

# FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LI X

Broj: 1-6

2004

---

**Osnivač i izdavač:** Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Nemanjina 22  
[www.mfin.sr.gov.yu](http://www.mfin.sr.gov.yu)

Osnivačka i izdavačka prava preuzeta od Ministarstva finansija SRJ na osnovu Sporazuma o prenosu osnivačkih prava br. 651-01-1/2003.

**Za izdavača:** mr Mlađan Dinkić, ministar finansija

**Uređivački odbor:** prof. dr Veroljub Dugalić, mr Vesna Đukić, prof. dr Gordana Ilić-Popov, prof. dr Pavle Petrović, prof. dr Dejan Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Nebojša Savić, prof. dr Nikola Stevanović, prof. dr Kata Škarić, prof. dr Dušan Vujović (Vašington), prof. dr Boško Živković

**Šire članstvo Uređivačkog odbora:** prof. dr Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, prof. dr Boris Begović, prof. dr Aleksandra Jovanović, prof. dr Milena Jovičić, dr Boško Mijatović, dr Branko Milanović (Vašington), Božo Novoselac, prof. dr Željko Šević (London)

**Glavni urednik:** prof. dr Dušan Vujović

**Zamenik glavnog urednika:** prof. dr Dejan Popović

**Urednik:** mr Vesna Đukić

**Redakcija:** Časopis *FINANSIJE*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Nemanjina 22-26/VIII, 11000 Beograd. Tel. 011 2685-301.

E-mail: [vdjukic@mfin.sr.gov.yu](mailto:vdjukic@mfin.sr.gov.yu)

**Štampa:** Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

*Prvi broj časopisa FINANSIJE izašao je 26. januara 1946. godine.  
Od 1. maja 1949. godine, osnivač časopisa je Savezno ministarstvo finansija.  
Od 1. januara 2003. godine, prava osnivača i izdavača časopisa preuzima  
Ministarstvo finansija Republike Srbije.*

*Izuzetan doprinos razvoju časopisa dali su:  
dr Bogoljub Lazarević, dr Milan Golijanin i prof. dr Miroslav Petrović*

## **FINANSIJE**

**Časopis za teoriju i praksu finansija**

**59. godina, br. 1-6/2004.**

**Beograd**

## **SADRŽAJ**

### **ČLANCI**

Prof. dr Milan Eremić

**RAZVOJ I AKTUELNA STRUKTURA GLOBALNOG TRŽIŠTA DERIVATA**

str. 5

Dr Jadranka Đurović-Todorović

**PREDNOSTI I NEDOSTACI HARMONIZACIJE POREZA NA DOBIT PREDUZEĆA  
U ZEMLJAMA EVROPSKE UNIJE**

str. 55

Dr Marinko Bošnjak

**OSNOVNI REZULTATI I IZAZOVI REFORMI U SRBIJI**

Str. 71

Mališa Đukić

**PROBLEMI PROCENE VREDNOSTI NOVOOSNOVANIH FIRMI**

str. 85

Mr Saša Muminović

**UPRAVLJANJE IMOVINOM I OBAVEZAMA BANKE**

str. 98

Prof. dr Veroljub Dugalić

**RATNE REPARACIJE U PROŠLOSTI – OBRAČUN I NAPLATA**

str. 113

### **PRIKAZI**

Miodrag Arsić

**«MEĐUNARODNO DVOSTRUKO OPOREZIVANJE I NJEGOVO IZBEGAVANJE»**

Mr Jasmina Knežević

str. 139

Prof. dr Radoslav Stefanović

**OPŠTEPRIHVACENI RAČUNOVODSTVENI PRINCIPI GAAP SAD**

str. 144

Prof. Đorđe Đukić, prof. dr Vojin Bjelica, prof. dr Života Ristić

**«BANKARSTVO»**

Dragan Pejić

str. 150

Prof. dr Dragana Marković

**«MONETARNE FINANSIJE»**

Srđan Furtula

str. 155

Prof. dr Veselin Drašković

**«KONTRASTI GLOBALIZACIJE»**

Prof. dr Milica Kostić

str. 158

### **BIBLIOGRAFIJA**

Olivera Rudi

str. 162

---

---

## **FINANCE**

*Journal for the theory and practice of finance*

59 years, No 1-6/2004.

Belgrade

## **CONTENTS**

### **ARTICLES**

Prof. Milan Eremić, Ph.D.

DEVELOPMENT AND ACTUAL STRUCTURE OF THE GLOBAL EXCHANGE-TRADED DERIVATIVES MARKET

p. 5

Jadranka Djurović-Todorović, Ph.D.

ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF CORPORATE INCOME TAX HARMONISATION IN EU COUNTRIES

p. 55

Marinko BOŠNJAK Ph. D.

THE BASIC RESULTS AND CHALLENGES OF THE REFORM IN SERBIA

p. 71

Mališa Đukić

PROBLEMS RELATED TO THE VALUATION OF START-UP FIRMS

p. 85

Saša Muminović

ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT IN BANKS

p. 98

Prof. Veroljub Dugalić, Ph.D.

WAR REPARATIONS IN THE PAST – SETTLEMENT AND PAYMENT

p. 113

### **REVIEWS**

Miodrag Arsić

«MEĐUNARODNO DVOSTRUKO OPOREZIVANJE I NJEGOVO IZBEGAVANJE»

Jasmina Knežević

p. 139

Prof. Radoslav Stefanović, Ph.D.

OPŠTEPRIHVACENI RAČUNOVODSTVENI PRINCIPI *GAAP* SAD

p. 144

Prof. Đorđe Đukić, Ph.D. prof. Vojin Bjelica, Ph.D. prof. Života Ristić, Ph.D.

«BANKARSTVO»

Dragan Pejić

p. 150

Prof. Dragana Marković, Ph.D.

«MONETARNE FINANSIJE»

Srđan Furtula

p. 155

Prof. Veselin Drašković, Ph.D.

«KONTRASTI GLOBALIZACIJE»

Prof. Milica Kostić, Ph.D.

p. 158

### **BIBLIOGRAPHY**

Olivera Rudi

p. 162

---

---

**FINANSIJE**

---

Rad primljen. 17.06. 2004.  
UDK:336.761(100) "1970/2003"

JEL: G10

Pregledni članak

## RAZVOJ I AKTUELNA STRUKTURA GLOBALNOG TRŽIŠTA DERIVATA

### *DEVELOPMENT AND ACTUAL STRUCTURE OF THE GLOBAL EXCHANGE-TRADED DERIVATIVES MARKET*

**Prof. dr Milan EREMIĆ**  
**Ekonomski fakultet, Beograd**

#### **Rezime**

U ovom članku prikazujemo i analiziramo dinamičke i strukturne promene na globalnom tržištu finansijskih i robnih derivata. Na samom početku u najkraćim crtama prikazujemo razvoj oblika finansijskih derivata (fjučersa i opcija) prema hronološkom rasporedu njihovog nastajanja. Samu analizu dinamike i strukture globalnog tržišta derivata realizujemo u tri nivoa: (1) za period 1970 - 1990. furioznog rasta obima trgovanja na američkim berzama derivata (2) za period 1992 - 2002. u kojem se pojavljuje veliki broj brzo narastajućih tržišta derivata širom sveta, i nekoliko velikih berzi nastalih masivnim spajanjima, na prvom mestu u Evropi, i; (3) za period januar - jun 2003. godine u kojem je analiza aktuelne strukture globalne trgovine derivatima koncentrisana na posebne tipove finansijskih derivata. Sasvim na kraju ovog eseja specijalna pažnja je posvećena poslednjim inovacijama na tržištu derivata: fjučersima na individualne akcije i fjučersima na kamatne svopove.

**Ključne reči:** DERIVATI U BERZANSKOJ TRGOVINI, FJUČERSI, OPCIJE, SVOPOVI, TRŽIŠTA DERIVATA.

### *Summary*

*This paper deals with dynamic and structural changes in the global exchange-traded market of financial and commodity derivatives. At the very beginning a short genesis of appearing of a long array of different forms of the commodity and financial derivatives (futures and options) is given. Analysis of the development and structural changes in the global derivatives market is performed in three levels: (1) for the period 1970 -1990 of furious rise of the trading volume in the U.S. derivative (futures and option) exchanges; (2) for the period 1992 - 2002 of appearing of a great number of rapid rising derivative exchanges all over the world, and several large merged exchanges, in the first place in Europe, and; (3) for the period January - June 2003. The analysis of the actual structure of the global derivatives trading is concentrated on particular types of financial derivatives, and, at the end of the paper, special attention is paid to the latest derivative innovations: single stock futures and futures on interest rate swap.*

**Key words:** EXCHANGE-TRADED DERIVATIVES, FUTURES, OPTIONS, SWAPS, DERIVATIVES EXCHANGES

### **1. UVOD: NASTANAK TRŽIŠTA DERIVATA - TRŽIŠTE ROBNIH FJUČERSA**

Počeci tržišta derivata, tržišta ugovora datiraju od sredine 19. veka, tačnije, od 1865. godine, kada se u prometu kukuruza u SAD na Čikaškoj robnoj berzi (Chicago Board of Trade - CBOT)<sup>1</sup> po prvi put u prometu pojavio fjučers ugovor. Tada započinje dug period razvoja tržišta robnih fjučers ugovora. Period razvoja tržišta fjučers ugovora duži je od 130 godina i u toku tog perioda tržišta robnih fjučers ugovora su se definitivno uobličila ali su savremena tržišta robnih fjučers ugovora zaokružila svoj razvoj sa svim svojim bitnim, suštinskim odredbama tek

1970-ih godina. Kao kraj tog vekovnog procesa u kojem su se tržišta robnih fjučersa oblikovala kao celoviti sistemi kompletnog kliringa, može se označiti 1974. godina. To je godina kada je u SAD na bazi amandmana na Zakon o robnim berzama (The Commodity Exchange Act - CEA) i na bazi Zakona o komisiji za trgovanje robnim fjučersima (Commodity Futures Trading Commission Act) ustanovljena posebna vladina agencija za trgovanje robnim fjučersima - Komisija za trgovanje robnim fjučersima (Commodity Futures Trading Commission - CFTC).

Tek pošto su se u potpunosti oblikovala tržišta ugovora u čijoj su osnovi kao predmet ugovora bile robe, mogla su nastati i tržišta ugovora čiji je osnovni predmet finansijski instrument umesto fizičke robe. I kao prvo tržište finansijskih ugovora nastaje tržište valutnih fjučers ugovora; valutni fjučersi

---

<sup>1</sup> *About The CBOT*, CBOT, Chicago, [www.cbot.com](http://www.cbot.com), 2001.

nastaju kao prvi finansijski derivat, za razliku od do tada već razvijenih brojnih robnih fjučersa, a tržište valutnih fjučersa prvo tržište finansijskih derivata uopšte pored brojnih već potpuno razvijenih tržišta robnih fjučersa. I nije nimalo slučajno da su se valutni fjučersi kao prvi finansijski derivat pojavili 1972. godine na Čikaškoj merkantilnoj berzi (Chicago Mercantile Exchange - CME), na njenom odeljenju Međunarodno monetarno tržište (International Monetary Market - IMM). A već naredne, 1973. godine nastaje i u tržišni promet ulazi suštinski nova vrsta ugovora u čijoj su osnovi finansijski instrumenti: opcijski ugovori na akcije (*stock option contract*). Ovime nastaje jedno potpuno novo tržište ugovora - tržište opcijskih ugovora na akcije (*stock options market*). I opet je Čikago središte iz kojeg započinju nove i krupne promene na tržištu derivata: Čikaška berza opcija (Chicago Board Options Exchange - CBOE) te 1973. godine postaje prvo svetsko tržište opcijskih ugovora na akcije. Kao što je uvođenje fjučers ugovora u promet na CBOT 1865. označilo početak revolucije u prometu stvarnih roba, tako je uvođenje u promet opcija na akcije na CBOE 1973. označilo početak revolucije u prometu finansijskih instrumenata.

Od tog vremena, od sredine 1970-ih godina, uporedo s daljim razvojem tržišta robnih derivata započinje neviđena dinamika rasta tržišta finansijskih derivata. Teško da je moguće u celokupnoj istoriji razvoja tržišta naći primer tako brzog, dinamičnog razvoja

kakav beleže tržišta finansijskih derivata u svoj njihovoj dosadašnjoj 30-godišnjoj istoriji (1973 - 2003). Snažan rast obima prometa na tim tržištima ugovora bacio je u zasenak čak i rast tržišta robnih fjučersa koji je takođe bio veoma brz, tako da danas obim prometa na tržištima finansijskih derivata mnogostruko nadmašuje volumen trgovanja na tržištima robnih derivata.

Tokom analize istorijskih podataka o globalnom tržištu derivata koju prezentiramo u ovom članku, argumentovaćemo iznete tvrdnje u ovom uvodu i posebno ćemo prezentirati podatke o izvanrednoj dinamici i strukturnim promenama tržišta finansijskih derivata u globalnim razmerama. Međutim, ovde moramo napomenuti i unapred ukazati da je u toj analizi lako moguće učiniti i greške u zaključivanju. Naime, okolnosti da obim prometa finansijskih derivata danas mnogostruko nadmašuje obim prometa robnih derivata može stvoriti uverenje kako tržište robnih derivata sve više gubi na značaju u odnosu na tržišta finansijskih derivata, te da njihov značaj i apsolutno opada. Bila bi to velika greška ako bismo o značaju tržišta finansijskih derivata, s jedne strane, i tržišta robnih derivata, s druge strane, sudili na osnovu relativnih obima prometa derivatima na tim dvema suštinski različitim grupama tržišta derivata. Funkcije tržišta finansijskih derivata i tržišta robnih derivata su suštinski različite, i proizlaze isključivo iz same prirode finansijskih instrumenata, s jedne, i stvarnih roba, s druge strane; proizlaze iz kvalitativne razlike između finansijskih instrumenata, s jedne strane, i stvarnih roba s druge

strane, kao osnovnih predmeta finansijskih odnosno robnih derivata; kao i iz različite prirode prometa finansijskih instrumenata, s jedne strane, i prometa stvarnih roba, s druge strane. Na svaki način, izvanredan značaj tržišta robnih derivata i samih robnih derivata (robnih fjučersa i opcija na robne fjučerse) na tim tržištima nikako se ne može umanjiti činjenicom da promet finansijskih derivata enormno raste i apsolutno i relativno (u odnosu na robne derivate), kao što ni robni derivati ni na koji način ne mogu ni u najmanjoj meri vršiti funkciju ili umanjiti značaj finansijskih derivata u prometu samih finansijskih instrumenata.

Analizu i prikazivanje dinamike i strukture globalnog tržišta derivata realizujemo sledećim redom: a) dinamika obima prometa robnim i finansijskim derivatima za period 1970 - 1990 .na berzama u SAD; b) dinamika obima prometa robnih i finansijskih derivata na berzama derivata širom sveta za period 1992 - 2002. uz upotrebu globalne klasifikacije na berze u SAD, s jedne strane, i berze van SAD, s druge strane; c) rang berzi derivata prema obimu prometa svih derivata (fjučersa i opcija), samo fjučersa, samo opcija, i samo prema obimu prometa robnih derivata; d) struktura prometa derivata u globalu, strukturne razlike u prometu po regionima, struktura prometa fjučersa, opcija, i robnih derivata; e) pojava novih derivata na berzama: fjučersi na individualne akcije i fjučersi na svopove. Analiza strukture i rangiranje berzi bazira na najaktuelnijim podacima za 2002. i prvu polovinu 2003. godine.<sup>2</sup>

## 2. KRATKA ISTORIJA NASTAJANJA TRŽIŠTA FINANSIJSKIH DERIVATA - DIVERZIFIKACIJA OBLIKA FINANSIJSKIH DERIVATA

### 2.1. Fjučersi

(1) Istorija uvođenja derivata započinje s robnim derivatima. Prvi derivativni ugovori koji su uopšte ušli u promet uporedo sa stvarnim proizvodom na koji su glasili (*underlying product*) bili su **robnii derivati** (*commodity derivatives*) i to **robnii fjučers ugovori**<sup>3</sup> (*com-*

<sup>2</sup> Napomena: Tokom analize koristili smo podatke iz više izvora, a najviše podatke FIA-e (Futures Industry Association), i to smo u tekstu svuda posebno naznačavali u odgovarajućim fusnotama. Međutim, drugi i znatno obimniji izvor podataka koje smo takođe često koristili jesu podaci sa *web-site*ova velikog broja berzi. U samom tekstu te izvore nismo posebno navodili, ali gotovo svi podaci koji se odnose na pojedine berze preuzeti su sa njihovih *web-site*ova. To se odnosi takođe i na osnovne informacije koje dajemo o samim berzama. Takođe, tamo gde za pojedine tabele a koje sadrže podatke o pojedinim berzama i za koje nismo navodili izvor podataka, podrazumeva se da su preuzeti sa *web-site*ova, odnosnih berzi.

<sup>3</sup> Fjučers ugovor - određeni oblik obligacije između dve strane kojim se obavezuju da kupe/prodaju neku određenu aktivu precizno utvrđene količine i kvaliteta u izvesnom budućem trenutku a po određenoj ceni danas ugovorenoj. Fjučers ugovor je strogo standardizovan, predmet je trgovanja isključivo na organizovanim tržištima (berzama), a njegova je realizacija moguća bilo isporukom/prijemom odnosno aktive u momentu dospeća ugovora, bilo kompenziraćom transakcijom (*offseting* - kupovinom/prodajom suprotnog fjučers ugovora) pre roka dospeća. Fjučers ugovor jeste prvi od dva osnovna oblika derivata kojima se trguje na organizovanim tržištima.



*modity futures contracts*) ili, kratko, fjučersi. Uvedeni su na Čikaškoj robnoj berzi - CBOT - 1865. godine. Bili su to robni fjučers ugovori na poljoprivredne proizvode, ugovori s kojima se trgovalo na CBOT uporedo s trgovanjem stvarnim robama (primarnim poljoprivrednim proizvodima) na koje su ti ugovori glasili. Time su za odnosne poljoprivredne proizvode, a najpre za kukuruz, nastala i funkcionisala uporedo dva tržišta: tržište stvarne robe ili spot (cash) tržište, s jedne strane, i tržište fjučers ugovora, ili, kratko, fjučers tržište, s druge strane. Nešto kasnije, 1880-ih godina, uvedeni su robni fjučersi na metale na Londonskoj berzi metala - London Metal Exchange (LME).<sup>4</sup> Prvi fjučers ugovori na energente po prvi put su u promet na organizovanim tržištima (na berzama derivata) uvedeni tek 1978. godine.

(2) Trebalo je da prođe skoro 110 godina da bi u promet bio uveden drugi derivativni ugovor, ugovor različit od robnog fjučers ugovora, ugovor koji se ne odnosi na stvarne robe, koji kao svoj osnovni predmet (underlying product) ima "proizvod" različit od stvarne robe. Naime, 1972. godine u promet ulazi prvi **finansijski deirvat**, prvi **finansijski fjučers** i to kao **valutni fjučers**

---

<sup>4</sup> Napomena: Londonska berza metala preko 100 godina funkcionisala je kao organizovano tržište fjučers ugovora na metale uz specifičnu upotrebu forvord ugovora (forward contracts) umesto klasičnih fjučers ugovora. Na tom tržištu fjučersa forvord ugovori su zamenjeni fjučers ugovorima tek 1987. godine.

**ugovor** (*currency futures contract*) na Čikaškoj merkantilnoj berzi - CME - na njenom odeljenju (division) Međunarodno tržište novca - International Monetary Market (IMM). Osnovni predmet koji leži u osnovi trgovanja valutnim fjučers ugovorima jesu strane valute umesto fizičkih roba, i prvi valutni fjučersi kojima se trgovalo na CME odnosili su se na britansku funtu, nemačku marku, japanski jen i švajcarski franak.<sup>5</sup>

(3) Svojevrsnu revoluciju predstavlja uvođenje nove vrste derivata - opcija. Naime, treći derivat koji se uvodi u promet na organizovanim tržištima bile su **opcije na akcije**<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> "Za prvih 120 godina berze fjučersa nudile su trgovinu ugovorima na robe kao što su poljoprivredni proizvodi i metali. A onda, 1971. godine, najveće ekonomije Zapada dozvolile su fluktuiranje deviznih kurseva svojih valuta. To je 1972. godine otvorilo put ka formiranju Međunarodnog monetarnog tržišta (International Monetary Market - IMM), subsidijarne organizacije Čikaške merkantilne berze (CME), koje se specijaliziralo u trgovanju fjučers ugovorima na strane valute. Bili su to prvi fjučers ugovori koji su mogli biti nazvani finansijski fjučersi." (Don M. Chance: *An Introduction to Derivatives*, 4th ed., The Dryden Press, 199., p. 267.)

<sup>6</sup> Opcija - ugovor između dve strane - kupca i prodavca ili potpisnika (ili emitenta - writer) - kojim kupac kupuje od potpisnika pravo, ali ne i obavezu, da kupi ili proda neku određenu aktivu (an asset) u nekom specificiranom periodu vremena po fiksnoj, danas ugovorenoj ceni. Pritom, kupac plaća izvesnu novčanu sumu nazvana premija ili cena opcije, a prodavac - potpisnik - garantuje kupcu pravo da kupi ili proda odnosnu aktivu po ugovorenoj ceni. Opcijski

(*stock options*) na Čikaškoj berzi opcija - Chicago Board Options Exchange (CBOE) 1973. godine. Tada su uvedene **kupovne opcije** (*call options*), da bi 1977. godine bile uvedene i **prodajne opcije** (*put option*), takođe na CBOE. Opcije na akcije ili opcijski ugovori na akcije jesu derivat u onom istom smislu u kojem su to i fjučers ugovori koji glase na robe, jer se njima trguje uporedo i nezavisno od trgovanja "proizvodima" - akcijama - koji su njihov osnovni predmet, baš kao i kod robnih fjučersa. Ali, opcije se ipak bitno razlikuju od fjučersa; one predstavljaju suštinski novu vrstu derivata, koja se od fjučersa razlikuje ne samo po načinu trgovanja i svrsi trgovanja, već i po strukturi i širini tržišta koje stvara. Uvođenjem opcija domen trgovanja ugovorima izvanredno je proširen, tako da je pokrio praktično sve oblasti proizvodnje i prometa, a broj i raznovrsnost učesnika na tržištu opcija su enormno povećani pružajući izvanredne mogućnosti širenja investicione delatnosti.

(4) **Fjučersi na dugoročne državne obveznice**, ili kako se drugačije nazivaju **fjučersi na dugoročne ka-**

---

ugovor jeste drugi od dva osnovna oblika derivata. Svi ostali derivati ne mogu se smatrati osnovnim oblicima derivata, pa to ne važi ni za forward ugovore koje neki autori takođe tretiraju kao osnovni oblik derivata. Pitanje je uostalom, da li se forward ugovori mogu uopšte podvesti pod kategoriju derivata, i ako mogu pod kojim uslovima. (Napominjemo da ovde uopšte nije reč o derivatima kojima se trguje na OTC tržištima, već isključivo o derivatima kojima se trguje na organizovanim tržištima - berzama).

**matne stope** (dugoročni kamatni fjučersi) - *long-term interest rate futures* - po prvi put se uvode 1975. godine na CBOT<sup>7</sup>, ali prvo vrlo uspešno lansiranje fjučersa na dugoročne kamatne stope predstavljalo je lansiranje fjučersa na obveznice Trezora SAD sa 30-godišnjim rokom dospeća (30 - Year U.S. Treasury - Bond Futures) koje je takođe ostvareno na CBOT 1977. godine. "Uprkos svojim posebnostima ugovor na obveznicu Trezora (T - Bond) je možda najuspešniji pojedinačni ugovor ikada lansiran. Startujući u avgustu 1977. godine, njegov je uspeh bio zapanjujući. Godine 1986., na primer, trgovalo se sa više od 52 miliona ugovora na obveznice Trezora, a u 1989. godini ova cifra prešla je 70 miliona ugovora. Sa nominalnom vrednošću po ugovoru (*face value per contract*) od 100.000 U.S. dolara, ovo predstavlja vrednost (*underlying value*) od preko 7,2 biliona dolara. Ovaj singl ugovor pokrивao je (*accounted for more than*) preko 50 procenata ukupne vrednosti svih fjučers i opcijskih ugovora kojima se tada trgovala na CBOE."<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> "Prvi fjučers ugovor na kamatne stope pojavio se 1975. godine kada je CBOT stvorio GNMA - fjučers, ugovor na sertifikate o uputnicama Nacionalne Vladine hipotekarne asocijacije (a contract on Government National Mortgage Association Pass-Through Cerifications), čiji je prinos odrađavao kamatnu stopu na hipotekarne kredite (mortgage interest rate)." (Don M. Chance: Op.cit., p. 267.)

<sup>8</sup> R.Kolb: *Understanding Futures Markets*, third edition, New York Institute of Finance, 1991., p.289.

(5) **Fjučersi na kratkoročne državne obveznice**, ili **fjučersi na kratkoročne kamatne stope** (kratkoročni kamatni fjučersi, fjučersi na kratkoročne kamatonosne hartije od vrednosti) - *short-term interest rate futures* - lansirani su 1976. godine na CME, na odeljenju IMM, a bio je to fjučers ugovor na kratkoročnu državnu obveznicu Trezora SAD sa rokom dospeća od 90 dana (T - Bill Futures Contract kojim se pri isticanju roka važenja fjučers ugovora zahteva isporuka kratkoročne obveznice Trezara SAD čija je nominalna vrednost 1.000.000 U.S. dolara s rokom dospeća od 90 dana). Dugi niz godina vrlo uspešno i aktivno se trgovalo fjučersom na ovaj kratkoročni finansijski instrument, ali je vremenom njegova popularnost opadala, a svakako jedan od glavnih razloga tome bila je pojava novog i veoma uspešnog ugovora na evrodolar (Eurodollar Futures) koji je lansiran 1981. godine takođe na CME - IMM. Posebno treba naglasiti pojavu i izvanredan uspeh upravo fjučersa na evrodolare: "Evrodolarski, kao i fjučers ugovor na kratkoročne državne hartije od vrednosti (T - Bill Futures), predmet je trgovanja na IMM u okviru CME. Evrodolarski ugovor je zadržao tržištem fjučers ugovora na kratkoročne hartije od vrednosti i ubrzo je obimom trgovanja i otvorenih pozicija značajno prevazišao T-Bill fjučers ugovor. Slično T-Bill ugovoru, instrument koji je u osnovi evrodolarskog fjučers ugovora (instrument underlying the Eurodollar contract) ima tromesečni rok dospeća, ali za razliku

od T-Bill ugovora osnovna roba (the underlying good) nije obveznica već depozit (time deposit) oročen kod neke komercijalne banke. Usled toga, za razliku od T-bill ugovora, nema stvarne isporuke robe po osnovu dospelog fjučers ugovora, već se ugovor izvršava poravnanjem u gotovom (cash settlement). Fjučers ugovor na evrodolar bio je prvi ugovor za čije se izvršenje po dospeću koristi poravnanje u gotovom umesto isporuke odgovarajuće robe."<sup>9</sup> Ovaj ugovor na evrodolar jeste najuspešniji među fjučers ugovorima na kratkoročne kamatonosne hartije od vrednosti (na kratkoročne finansijske instrumente). Primera radi, 1996. godine bio je "najaktivniji" na svim berzama derivata u SAD sa obimom trgovanja od 89.987.368 fjučers ugovora, dok je na drugom mestu prema obimu prometa na svim berzama u SAD bio ugovor na dugoročnu obveznicu Trezora SAD (Treasury Bond Futures Contract) sa prometom na CBOT od 82.732.197 ugovora. Još prošle, 2002. godine, isti ovaj ugovor bio je "najaktivniji" na berzama SAD, a drugi na svetskoj rang-listi derivata prema obimu trgovanja, i jedini derivat koji je premašio njegov obim trgovanja bio je "KOSPI 200 Options" - derivat "malog obima" kojim se trguje na Korejskoj berzi akcija - Korea Stock Exchange (o čemu će kasnije biti reči).

(6) **Fjučersi na indekse akcija - stock index futures** - uvedeni su 1982. godine. Fjučers ugovori na indekse

---

<sup>9</sup> R. Kolb: Op. cit., p. 286.

akcija baziraju se na indeksima kao kombinacijama običnih akcija. Ovi fjučers ugovori, kao i fjučers na evrodolar, izvršavaju se u momentu dospeća ne isporukom “robe”, već poravnanjem u gotovom. Prvi fjučers ugovor te vrste lansiran je na KCBT (Kansas City Board of Trade), ali se tim fjučersom trgovalo vrlo kratko. Te iste godine CBOT je lansirala svoj prvi fjučers na indeks akcija “Major Market Index”. Međutim, među indeksima na akcije koji imaju najširu upotrebu u “finansijskoj industriji” na prvom mestu se nalazi “S&P 500 Index” i na njegovoj osnovi lansiran je poseban fjučers na indeks akcija pod nazivom “S&P 500 Index Futures”. Odnosni fjučers lansiran je od strane CME, division IOM - Index and Options Market - i ovaj fjučers na indekse akcija i danas predstavlja ugovor sa kojim se trguje na berzama širom sveta. (The most widely traded contracts.) Fjučersi na indekse akcija jesu prvi fjučersi na vlasničke hartije od vrednosti, mada se tu ne radi o fjučersima na vlasničke hartije pojedinačnih firmi, već na indekse cena kolekcija akcija – reč je o **equity index futures**. I upravo fjučersi na indekse akcija imali su nedavno najspektakularniji uspeh na finansijskim tržištima.

Praktično, od 1972. do 1982. godine uvedeni su u promet na berzama fjučersa gotovo svi osnovni oblici fjučers ugovora koji danas postoje: robni fjučersi 1865. i zatim redom finansijski fjučersi: valutni fjučersi 1972; fjučersi na obveznice i druge kratkoročne instrumente tržišta novca

1975. (fjučersi na dugoročne kamatne stope) i 1976 (fjučersi na kratkoročne kamatne stope); fjučersi na indekse cena akcija, tj. fjučersi na indekse vlasničkih hartija od vrednosti 1982. Takođe u ovom periodu su na CBOE uvedene opcije na akcije (call) 1973. i (put) 1977. godine.

(7) **Fjučersi na akcije i fjučersi na svopove** - *single stock futures i swap futures* - predstavljaju poslednje osnovne oblike fjučersa koji se uvode na tržište derivata (fjučersa). Fjučersi na singl akcije veoma dugo vremena, od kada su uvedeni finansijski fjučersi 1972. pa skoro do danas, nisu mogli dobiti “pravo građanstva” na berzama derivata u SAD. Tek posebnim aktom, Zakonom o modernizaciji robnih fjučersa (Commodity Futures Modernization Act of 2000 - CFMA 2000) - dozvoljena je mogućnost da se na berzama derivata u SAD lansiraju fjučers ugovori na individualne akcije. Samo lansiranje usledilo je tek novembra 2002. godine na berzi One Chicago (joint venture tri berze: CBOT, CME i CBOE) i na berzi Nasdaq Liffe Markets (zajednički nastup berze Liffe i elektronskog tržišta Nasdaq). Treba, međutim, reći da su fjučers ugovori na singl akcije (single stock futures) na nekoliko berzi širom sveta lansirani znatno ranije. Ovamo spada pre svega Hong Kong Exchanges and Clearing (1995), zatim Euronext. Lisbon (1996), Sydney Futures Exchange (1997), Stockholm-borsen OM (1997), Budapest Stock Exchange (1999) i neke druge berze.

Uvođenje fjučersa na individualne akcije predstavljalo je revolucionarnu promenu na tržištima derivata. Međutim, svojevrsnu revoluciju predstavljalo je i uvođenje novog berzanskog "proizvoda" - fjučersa na svopove. Njihovo lansiranje je skorijeg datuma, i za sada manje uspešno nego u slučaju fjučersa na akcije. Lansirani su relativno dosta uspešno marta 2001. na Euronext.liffe, i sa nešto manje uspeha na CBOT tokom 2001. i 2002. Treba dodati da je lansiranje ovog derivata na CBOT, kao i lansiranje fjučersa na individualne akcije na CBOE, bilo omogućeno Zakonom o modernizaciji fjučersa 2000. Detaljnije o ovim derivatima biće reči na kraju ovog eseja.

## 2.2. Opcije

Već smo konstatovali da su se opcije na akcije pojavile kao poseban predmet trgovanja na berzama derivata 1973. godine na CBOE, samo godinu dana pošto su lansirani prvi finansijski fjučersi. Sada ukazujemo dalje kako su redom nastajali novi oblici ove zasebne vrste derivata i nova derivativna tržišta, tržišta opcija.

(8) **Opcije na fjučerse**, koje ponekad nazivaju robne opcije ili fjučers opcije (*commodity options* ili *futures options*), predstavljaju prvi oblik opcija nastalih posle lansiranja opcija na akcije. Opcije na fjučerse, kao poseban oblik derivata čija je trgovina dozvoljena na organizovanim tržištima posebnim aktom i pilot programom CFTC-e, uvedeni su 1982. godine, i

prvi derivat te vrste bio je opcijski ugovor na fjučerse šećera lansiran na Njujorškoj robnoj berzi - New York Board of Trade (NYBOT). Period od 1982. do 1987. predstavljao je neku vrstu pripremnog perioda za otvaranje tržišta opcija na fjučerse i tek od 1987. godine ova tržišta bivaju permanentno i na široj osnovi razvijana. Treba posebno naglasiti da opcije na fjučerse predstavljaju jedan sasvim specifičan instrument suštinski različit od opcija na akcije. Naime, opcije na akcije, kako smo ranije istakli (vidi fusnotu br. 6), jesu ugovori koji za svoj osnovni predmet imaju neku aktivu. Suprotno, opcijski ugovori na fjučerse kao svoj osnovni predmet imaju fjučers ugovore koji po sebi ne predstavljaju nikakvu realnu aktivu. Postoji više oblika opcija na fjučerse u zavisnosti od toga šta predstavlja osnovni predmet fjučers ugovora na koji se inače odnose opcije. U tom smislu opcije na fjučerse obuhvataju:

- opcije na fjučerse na kamatne stope (options on interest rate futures):
  - \* kratkoročne (short-term) – lansirane najpre na CME
  - \* dugoročne (long-term) – lansirane najpre na CBOT
- opcije na fjučerse na indekse akcija (options on stock index futures) - CME (IOM)
- opcije na valutne fjučerse (foreign currency futures options)- CME (IMM)
- opcije na robne fjučerse (commodity futures options) - NYBOT, CBOT.

U 1996. godini od ukupnog obima prometa opcija na fjučerse na berzama SAD, 62,4% odnosilo se na opcije na finansijske fjučerse (options on interest rate futures plus options on stock index futures), 7,8 na opcije valutnih fjučersa, a ostalih 30% na opcije robnih fjučersa (poljoprivredni proizvodi 18,7%, energenti 7,8% i metali 3,4%).

(9) **Opcije na indekse akcija** - *options on stock indexes (stock index options ili equity index options)* ili, kratko, indeksne opcije (*index option*) jesu opcije na indeks akcija. Prva opcija na indeks akcija bila je "CBOE 100 Options" - nešto kasnije preimenovana kao "S&P 100 Options" - lansirana na CBOE 1983. godine. Ubrzo su na drugim američkim berzama lansirane nove opcije na indekse akcija sa izvanrednim uspehom, da bi kasnije na berzama širom sveta bili uvedeni u promet brojni indeksi na akcije i opcije na te indekse. Na berzama opcija u SAD veliki deo opcijskih ugovora odnosilo se na opcije akcija, ali je na tim berzama značajan deo prometa otpadao i na trgovanje opcijama na indekse akcija, s tim da je na CBOE, kao najvećoj američkoj berzi opcija, gotovo 50% trgovanja otpadalo na indeksne opcije. Indeksne opcije bile su popularne iz dva razloga. Prvo, poravnanje u gotovom novcu koje se zahtevalo i koje je jedino bilo moguće pri isticanju roka opcijskog ugovora, nije zahtevalo od transaktora da isporučuju ili preuzimaju akcije iz paketa akcija na koje se indeks odnosi. A drugi je razlog bio taj da indeksne opcije, budući da

indeks obuhvata paket reprezentativnih, a često paket akcija koje gotovo u celosti obuhvata promet akcija na nekom određenom tržištu, omogućuju efikasno upravljanje rizikom investiranja u akcije. Promet indeksnih derivata bio je relativno mali u ukupnom prometu derivata, a daleko najveći deo prometa otpadao je na fjučerse i opcije na kamatonosne hartije od vrednosti (kratkoročne, srednjoročne i dugoročne), i upravo tržište derivata na kamatne stope smatrano je ključnim delom ukupnog tržišta derivata, a glavni igrači na tom tržištu bili su profesionalni institucionalni akteri. Poslednjih godina situacija se menja sa pojavom indeksnih opcijskih ugovora maloga obima (small size index options contracts) čiji obim i nominalna vrednost trgovanja dostižu enormne veličine.<sup>10</sup>

(10) **Opcije na valute** - *foreign currency options*, predstavljaju poseban oblik opcijskih ugovora koji za svoj osnovni predmet imaju strane valute, dakle realnu aktivu, i u tom pogledu su srodne opcijama na akcije. Najpre se pojavljuje na Filadelfijskoj berzi akcija - Philadelphia Stock Exchnage PHLX 1982. godine, ali sistematska trgovina valutnim opcijama počinje od 1985. na CME. Obim trgovanja valutnim opcijama je rastao brzo, kao i obim trgovanja fjučersima na strane valute (foreign currency

---

<sup>10</sup> Galen Burghardt: "Just Another Record Year", FIA, *FI Magazine*, March/Aprile 2003 Issue ([www.futuresindustry.com](http://www.futuresindustry.com))

futures), ali od 1993. stagnira i zatim sistematski opada. Poseban oblik valutnih fjučersa predstavljaju valutni varanti (currency warrants) koji spadaju u kategoriju dugoročnih opcija čija trgovina je bila posebno uspešna na Američkoj berzi akcija - American Stock Exchange - AMEX. U vezi s ovim derivatom treba posebno istaći da trgovanje valutnim opcijama u vanberzanskom poslovanju značajno prevazilazi obim trgovanja u poslovanju na berzama (exchange-listed currency options trading), ali se mora dodati i to da se u vanberzanskom poslovanju najveći deo trgovanja odnosi na valutne forvorde (currency forward contracts) i valutne svopove (currency swap contracts) koji predstavljaju posebne oblike derivata (ali na OTC tržištu) veoma bliske valutnim fjučersima odnosno valutnim opcijama.

(11) **Opcije na kamatne stope** - *interest rate options*, lansirane su sredinom 1980-ih godina. "Berze opcija eksperimentisale su s izvesnim brojem različitih tipova opcija, uključujući opcije na obveznice, ali je za njih interes bio mali. Međutim, opcije na obveznice i odnosne opcije na kamatne stope postale su izuzetno popularne na vanberzanskim tržištima."<sup>11</sup> Treba konstatovati da se trgovina burno razvijala u vanberzanskom poslovanju. Uopšte, trgovanje koje neposredno za svoj predmet ima kamatne stope, za razliku

od trgovanja obveznicama koje kamatne stope ima kao svoj predmet samo posredno, u daleko većem obimu je razvijenije u vanberzanskom poslovanju na OTC (over-the-counter) tržištu. Na tom tržištu su veoma razvijeni posebni OTC derivati, od kojih treba istaći kamatne forvorde, kamatne OTC opcije i, posebno, kamatne svopove i opcije na kamatne svopove.<sup>12</sup> (OTC derivati predstavljaju jedno zasebno i veoma široko područje i o njima ovde ne može biti govora).

### **3. TRŽIŠTA DERIVATA, DERIVATIVNI "PROIZVODI" I DINAMIKA OBIMA TRGOVANJA U SAD U PERIODU 1970 - 1990.**

Dinamiku prometa na tržištu derivata u periodu 1970 - 1990, dakle u 20-godišnjem periodu pratimo na primeru berzi derivata u SAD. To je period u kojem je pretežan deo ukupnog svetskog prometa derivata (fjučersa i opcija) na svim berzama širom sveta ostvarivan upravo na berzama SAD. Navedimo samo podatak da je još 1985. tržište fjučersa SAD činilo 83% ukupnog svetskog tržišta fjučersa.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Don M. Chance: Op. cit., p. 571.

<sup>13</sup> F. R. Edwards, C. W. Ma: *Futures and Options*, International Edition, McGraw - Hill, 1992, p. 20.

---

<sup>11</sup> Don M. Chance: Op. cit., p. 57.

## FINANSIJE

**Tabela 1<sup>14</sup>: Godišnji obim trgovanja robnim fjučersima na tržištima fjučersa SAD (milioni ugovora, fiskalna godina)**

Grupa	1970 .		1980 .		1990 .	
	Obim	Strukt %	Obim	Strukt %	Obim	Strukt %
- Žitarice	2,2	17,7	18,3	26,6	17,0	15,5
- Uljarice i proizvodi	3,7	29,9	15,7	22,8	20,4	18,6
- Živa stoka i proizvodi	3,4	27,4	11,8	17,2	8,0	7,3
- Drugi poljopr. pr.	2,0	16,1	7,8	11,3	11,0	10,1
Poljopr.prod. ukup	11,3	91,1	53,6	77,9	56,4	51,5
Energeti	-	-	1,1	1,6	35,2	32,2
Metali	1,1	8,9	14,1	20,5	17,8	16,3
Total	12,4	100,0	68,8	100,0	109,4	100,0

Daleko najveći deo prometa odnosi se na sledeće proizvode: žitarice: pšenica, kukuruz, ovas; uljarice i proizvodi od uljarica: soja, sojino brašno, sojino ulje; živa stoka i proizvodi: goveda i svinje, svinjske polutke; drugi poljoprivredni proizvodi: pamuk, drvena građa, sok od pomorandže; energetski proizvodi: sirova nafta, lož-ulje, benzin, prirodni gas; metali: bakar, zlato, srebro, platina.

Imajući u vidu činjenicu da se u stogodišnjoj istoriji razvoja tržišta fjučersa na berzama trgovalo isključivo fjučers ugovorima koji su glasili na stvarne, fizičke robe, našu pažnju zadržaćemo najpre upravo na dinamici

i strukturi trgovanja robnim fjučersima na berzama SAD u periodu od 20 godina, u periodu 1970 - 1990, a zatim za isti period dajemo kratku analizu dinamike i strukture prometa svih oblika derivata (robnih i finansijskih) na svim tržištima derivata u SAD. U Tabeli 1. dati su podaci o obimu i strukturi trgovanja robnim fjučersima po grupama roba na tržištima robnih fjučersa SAD. Dinamiku i strukturu trgovanja na tržištima robnih fjučersa karakterišu dve bitne odredbe: prvo, izrazit rast obima trgovanja robnim fjučersima u posmatranom 20-godišnjem periodu; i, širenje robnog prostora i značajne strukturne promene fjučers tržišta.

U prvoj posmatranoj godini ukupan obim trgovanja fjučersima iznosio je ukupno 12,4 miliona fjučers ugovora. Trgovalo se ugovorima koji su kao osnovni svoj predmet imali poljoprivredne proizvode i metale. Od toga

<sup>14</sup> H.S.Houthakker, P.J.Williamson: *The Economics of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford, 1996, str. 247.(Podaci iz *Statistical Abstract of the U.S.*, 1992. i ranija godišta, tab. 813.)



daleko najveći deo, preko 91% ukupnog prometa, otpadao je na poljoprivredne proizvode, a ostatak od jedva oko 9% ugovora na trgovanje metalima. Obim trgovanja robnim derivatima od 12,4 miliona fjučers ugovora u 1970. godini porastao je na 68,8 miliona ugovora u 1980. i zatim na 109,4 miliona u 1990. godini. U 20-godišnjem periodu obim trgovanja porastao je 8,82 puta ili po prosečnoj godišnjoj stopi od 11,5%. S obzirom na činjenicu da se radi o "starom" i već visoko razvijenom tržištu robnih fjučersa, koje je u prethodnoj svojoj stogodišnjoj istoriji imalo izvanrednu dinamiku rasta, gornja prosečna godišnja stopa svedoči o daljoj izuzetnoj dinamici. Objašnjenje ovako visokom tempu rasta jeste, pre svega širenje domena robnih tržišta koje zahvata trgovina fjučersima, i pre svega narastanje tržišta fjučersa energetskih proizvoda. Naime, pored širenja tržišta robnih fjučersa u domenu poljoprivrednih proizvoda, metala i nekih drugih robnih grupa, 1978. po prvi put se lansiraju fjučersi na neki energetski proizvod. Bilo je to lož-ulje (heating oil). Godine 1983. i zatim 1985. lansirani su fjučersi za sirovu naftu (crude oil) i bezolovni benzin (unleaded gasoline). Lako je uočiti da se u posmatranom 20-godišnjem periodu udeo trgovanja fjučersima na poljoprivredne proizvode u ukupnom obimu trgovanja robnim fjučersima permanentno smanjuje, da se udeo prometa fjučersima na metale povećava, a da obim trgovanja fjučersima koji glase na energetske proizvode počevši od 1980. veoma mnogo povećava.

Ako tržište robnih fjučersa u periodu 1970 - 1990. na berzama SAD karakteriše izrazita dinamika i krupne strukturne promene, utoliko pre isto takve ali još znatno izrazitije promene karakteriše u istom tom periodu tržište finansijskih derivata. Tabela 2. pruža nam uvid u kompletno tržište derivata SAD, uključujući i robne i finansijske derivate. Ono što odlikuje tržište derivata SAD uzeto u svoj svojoj ukupnosti jesu opet veoma dinamične promene rasta i strukture. Međutim, ono što daje suštinsku odredbu sve te dinamike jeste pre svega nastajanje finansijskih derivata počev od 1972. i 1975. pa nadalje u čitavom periodu koji ovde posmatramo. Ovde se sada ne radi prosto o širenju tržišta derivata po prostoru roba i novih robnih grupa, već o pojavi derivata koji zahvataju područje valuta i finansijskih instrumenata tržišta novca i kapitala, s jedne strane, i o pojavi sve novih i novih oblika finansijskih derivata koji jednako zahvataju i robna i finansijska tržišta. U ovom periodu poslovanja na berzama SAD na delu je jedan potpuno novi i veoma široki proces stvaranja novih tržišta fantastičnih oblika i još fantastičnije dinamike. Kao napomenu navedimo da su svi ti novi oblici derivata i sva ta nova tržišta derivata narastala nezamislivom brzinom, osvajajući sve bitne oblike prometa novca i kapitala, sve delove tržišta novca i kapitala, i da su, zahvaljujući novoj telekomunikaciono-informatičkoj tehnologiji, veoma brzo svoje geografske granice širile, prerastajući u globalno tržište derivata. Pokazaćemo kako se tržište derivata širilo na berzama SAD.

## FINANSIJE

**Tabela 2<sup>15</sup>: Godišnji obim trgovanja derivatima na svim tržištima (berzama) derivata SAD (milioni ugovora, fiskalna godina)**

	1970.		1975.		1980.		1985.		1990.	
	Vol	%	Vol	%	Vol	%	Vol	%	Vol	%
Robni fjuč	12,4	100,0	27,5	58,3	68,8	36,9	64,1	16,6	109,4	22,7
Finans. fjuč	-	-	1,7	3,6	13,9	7,4	88,5	23,0	162,9	33,8
Opcije	-	-	18,0	38,1	104,0	55,7	233,0	60,4	210,0	43,5
Fin. der. ukup.	-	-	19,7	41,7	117,9	63,1	321,5	83,4	37,29	77,3
Total	12,4	100,0	47,2	100,0	186,7	100,0	385,6	100,0	482,3	100,0

+ Godine 1975. opcijama se trgovalo samo na CBOE i AMEX (na CBOE od 1973, a na AMEX od 1974), 1980. na berzama CBOE, AMEX, PHLX i PSE, a 1985 i na NYSE (vrlo mali obim trgovanja opcijama).

Počevši od prve polovine 1970-ih godina, dinamiku tržišta robnih derivata nadopunjuje dinamika tržišta finansijskih derivata i ne samo da je upotpunjuje već je značajno prevazilazi. Već 1975. godine, obim trgovanja finansijskim derivatima dostiže nivo od skoro 20 miliona ugovora, što čini približno 42% prometa svih derivata na berzama SAD, dok na robne derivate otpada još samo 58%. Ubrzo, promet finansijskih derivata na berzama svojim obimom značajno prevazilazi obim trgovanja robnim derivatima, tako da u 1990. godini na promet robnih derivata otpada još samo približno jedna petina ukupnog obima trgovanja svim derivatima. Očigledno, struktura trgovanja na berzama derivata iz osnova se promeni- la, i odraz je pojave novih instrumenata

u prometu novca i kapitala; odraz je razvoja novih kapitalskih oblika prometa novca, razvijenog prometa kapitala, koncentracije investicija i širenja fronta investiranja kapitala. Naglašavam, pritom, da značaj prometa derivata na tržištima robnih derivata nije opao, već se radi samo o tome da su novi oblici derivata stvorili nove mogućnosti razvoja prometa novca i investiranja kapitala, izvanredne mogućnosti koje do tada ne samo da nisu postojale nego su bile nezamislive.

Drugi izraz ovih strukturnih promena u posmatranom 20-godišnjem periodu daje nam pregled stopa rasta. Dok je obim prometa na berzama robnih derivata za proteklih 20 godina (računato od 1970. godine) rastao po prosečnoj godišnjoj stopi od 11,5%, za taj isti period prosečna godišnja stopa rasta obima trgovanja na tržištima derivata, i robnih i finansijskih zajedno, iznosila je 20,1%. Ipak, realno je da se ukupna dinamika rasta računa za period od 1975, budući da do te godine prak-

<sup>15</sup> H. S. Houthakker, P. J. Williamson: Op. cit., p. 205 i 247. (Podaci iz *Statistical Abstract of the U.S.*, 1992. i druga godišta, tab. 813 za fjučerse i tab. 812 za opcije.)

tično nije bilo značajnog prometa finansijskih derivata - i ta stopa iznosi 16,8%. Za finansijske derivate posebno treba uzeti period od 1975 do 1990, budući da je to period u kojem započinje trgovanje i narastanje obima trgovanja finansijskim derivatima. Naime, u tom periodu prosečna godišnja stopa rasta finansijskih derivata iznosi 21,7%, s tim da obim prometa finansijskih fjučersa raste po stopi od 35,5%, a obim prometa opcija po nešto umerenijoj stopi od 17,8%.

Ono što ovde treba posebno naglasiti jeste: prvo, izvanredno brz rast prometa za tih 20 godina: dok je ukupan obim prometa u 1970. godini iznosio 12,4 miliona ugovora na svim berzama u SAD, dotle na kraju tog perioda promet se 1990. godine penje na preko 480 miliona ugovora. Tj. za period od 20 godina obim prometa povećan je preko 38 puta. Ovako brz razvoj duguje se dvema suštinskim promenama: prvo, nastajanju tržišta finansijskih derivata i značajnom povećanju broja robnih i finansijskih tržišta na kojima se uporedo s "fizičkim" prometom uvodi trgovanje ugovorima u čijoj su osnovi te nove robe i novi finansijski instrumenti. Drugo, strukturne promene na tržištu samih finansijskih derivata. U početku nastajanja tržišta finansijskih derivata imamo takvu situaciju da se gro prometa finansijskim derivatima odnosi na opcije: preko 91% u 1975. čini promet opcija, a samo oko 9% otpada na promet finansijskih fjučersa. Vremenom se situacija bitno promenila, tako da u 1990. godini na promet

opcija otpada oko 55% i na promet finansijskih fjučersa oko 45%. To znači da se u periodu od oko 15 do 16 godina značajno menjala struktura tržišta finansijskih derivata. Interesanto je pomenuti jedan događaj koji je imao znatan uticaj na promenu strukture tržišta finansijskih derivata u SAD u periodu koji ovde analiziramo. Reč je slomu koji se 1987. godine desio na američkim tržištima akcija. Uzdrman šokom koji je veliki krah tržišta akcija izazvao, veliki broj investitora odustao je od trgovine opcijama na akcije, tako da je samo na CBOE obim trgovanja od preko 180 miliona opsijskih ugovora u 1987. godini spao na ispod 120 miliona ugovora u narednoj 1988. godini i za sledećih deset godina nije se povratio na pređašnji nivo, da bi se tek 1999. približio cifri od 200 miliona opsijskih ugovora.

#### **4. DINAMIKA OBIMA TRGOVANJA DERIVATIMA U SVETSKIM RAZMERAMA U PERIODU 1992 – 2002.**

Svetsko tržište derivata se dugo svodilo na tržište robnih fjučersa i to pretežnim delom na tržišta (berze) robnih fjučersa u SAD. Jedino značajnije tržište robnih fjučersa van SAD bilo je fjučers tržište metala - Londonska berza metala (London Metal Exchange - LME), i jedino je na tom tržištu obim trgovanja robnim fjučersima prevazilazio obim trgovanja na nekim američkim berzama robnih fjučersa. I na nekim drugim evropskim berzama, pa i berzama istočne Azije (Japan) i

## FINANSIJE

Južne Amerike, trgovalo se robnim fjučersima, ali je obim trgovanja bio neznatan u poređenju s obimom trgovanja na severnoameričkim berzama. Takođe, od vremena lansiranja prvih finansijskih fjučersa zadugo je gro trgovine realizovano na američkim berzama finansijskih derivata. Tek postupno su narastala tržišta derivata u Evropi, Južnoj Americi i istočnoj Aziji, pa i Africi, mada se za pojedine berze, u Francuskoj, na primer, može reći da su svojevremeno čak prednjačile u izgradnji modernih sistema kliringa trgovinskih transakcija robnim fjučersi-

ma.

Pretežan deo trgovine fjučersima se odvijao na berzama SAD još tokom 1980-ih godina, ali situacija se menja početkom 1990-ih godina. Ta promena nastaje kao rezultat veoma brzog razvoja robnih berzi širom sveta. U Tabeli 3. dajemo apsolutne podatke o volumenu prometa (mereno brojem ugovora) u SAD i van SAD, kao i raspodelu prometa derivata između ove dve velike celine. Ta tabela jasno pokazuje kako se globalna regionalna

**Tabela 3<sup>16</sup>: Globalni volumen trgovanja fjučersima i opcijama  
(u milionima ugovora)**

Godina	Berze SAD		Berze van SAD		Sve berze	
	Volumen	%	Volumen	%	Volumen	%
1992	550	58,6	387	41,4	938	100
1993	523	49,3	538	50,7	1.061	“
1994	808	50,9	780	49,1	1.588	“
1995	777	46,2	906	53,8	1.683	“
1996	794	46,2	975	53,8	1.717	“
1997	905	46,9	1.025	53,1	1.931	“
1998	1.033	47,5	1.142	52,5	2.176	“
1999	1.100	45,7	1.302	54,3	2.406	“
2000	1.313	43,9	1.676	56,1	2.989	“
2001	1.587	36,2	2.769	63,8	4.382	“
2002	1.844	30,8	4.149	69,2	5.994	“

struktura trgovine derivatima veoma brzo i korenito menja.

Dinamiku obima prometa derivata u periodu od 1992. do 2002. godine, analiziramo na globalnom planu posebno za berze u SAD, a posebno za sve ostale berze sveta. U ovom vremenskom razdoblju veoma buran razvoj prometa na berzama derivata van SAD ukinuo je “dominaciju” američkih

<sup>16</sup> Futures Industry Association (www.futuresindustry.org: Home, Press Center, >News Release > Press Releases > Release Data 2/13/2003 > 2002 Annual Volume)

berzi. U periodu od 1992. do 2002. volumen trgovanja finansijskim i robnim derivatima od 938 miliona ugovora porastao je na 5.994 miliona ugovora. Za 10 godina obim prometa porastao je približno 6,5 puta. (Ako bismo to uporedili sa obimom prometa na svim berzama derivata u svetu u 1970. godini, a taj promet je bio neznatno veći od prometa koji je ostvaren na berzama SAD, iznosilo bi to porast za preko 420 puta za period od 32 godine.) Ovo predstavlja buran razvoj ne manje dinamičan nego u periodu od 1970. do 1990 godine, ako se uzme u obzir da baza poređenja iz 1992. predstavlja veličinu znatno višeg reda od baze poređenja iz 1970 godine; i ako se uzme u obzir da su tržišta derivata, i robnih i finansijskih, dostigla već u 1990-im godinama faze svog punog razvoja.

Ovako izrazita dinamika obima trgovanja na berzama derivata duguje se jednoj ključnoj okolnosti: veoma burnom narastanju berzi derivata širom sveta van SAD. Pored daljeg razvoja berzi derivata u SAD, berze van SAD, pre svega u Evropi i istočnoj Aziji, svoju delatnost šire u toj meri da već u prvoj polovini 1990-ih godina obim poslovanja na berzama van SAD prevazilazi obim poslovanja na američkim berzama. Još 1992. godine skoro 60% ukupnog volumena trgovanja na svim berzama sveta otpadalo je na berze SAD. Međutim, već 1994. godine obim prometa na berzama van SAD skoro se izjednačava sa obimom na berzama SAD, a u 1995. godini berze van SAD sa 53,8% ukupnog svetskog obima trgovanja derivativnim ugovorima

preuzimaju "primat". U 2002. godini od ukupnog obima prometa derivata u svetu od 5.994 miliona ugovora, 4.149 miliona ili 69,2% realizovano je na berzama van SAD, a na SAD berzama trgovalo se sa 1.844 miliona ugovora ili 30,8%. Ova ključna promena globalne regionalne strukture u obimu trgovanja derivatima širom sveta ima svoj drugi izraz u brzini razvoja berzi u SAD i berzi van SAD. Dok je u posmatranom 10-godišnjem periodu promet na berzama SAD porastao od 550 miliona ugovora na 1.844 miliona, tj. za 3,3 puta, dotle je na berzama van SAD porastao od 387 miliona na 4.149 miliona ugovora ili za 10,7 puta.

Prosečna godišnja stopa rasta obima trgovanja na berzama SAD u periodu 1992 - 2002. iznosila je 12,86%, na berzama van SAD 26,77%, a prosečna godišnja stopa svih berzi sveta uzetih zajedno 20,38%. Brzina kojom su narastala tržišta derivata van SAD više je nego dvostruko veća no na američkim berzama. Dodajmo još i sledeće: posebno značajan porast obima trgovanja na berzama van SAD beleži se u poslednje tri godine, 2000. do 2002., a nastavlja se i u 2003. godini. U tim godinama stope rasta trgovanja na berzama van SAD iznose 29,4%, 65,2% i 49,8%, mada te stope nisu male ni na berzama u SAD: 19,3%, 20,9% i 16,2%.

Bitna promena globalne regionalne strukture prometa derivata na tržištima širom sveta pokazuje znatno povećanje obima trgovanja derivatima na berzama van SAD i njihovu "domi-

naciju”. Kao osnovne momente koji su doprineli toj ključnoj promeni navešćemo dva. Jedan od momenata su krupni integracioni procesi na tržištima derivata širom sveta i posebno u Evropi i istočnoj Aziji (Japan pre svega); a drugi je enormno narastanje baze investitora, kako institucionalnih tako i individualnih, zahvaljujući jednoj značajnoj inovaciji lansiranja derivativnih ugovora malog obima koje je bilo omogućeno uvođenjem potpunog elektronskog trgovanja i širenjem mreže i broja učesnika u internet saobraćaju.

U prilog gornjem stavu navedimo sledeće podatke. Od 4.149 miliona derivativnih ugovora, koliko je realizovano na berzama van SAD u 2002. godini, na promet samo prve dve rangirane berze otpada 1.932,69 mil (KSE) + 801,20 mil (EUREX) = 2.738,89 miliona ugovora, ili 65,89%, a na sve ostale berze van SAD samo 34,11%. Dakle, gro prometa na berzama van SAD otpada samo na dve berze, i na ovim dvema berzama najbolje je moguće uočiti dejstvo pomenuta dva momenta.

EUREX<sup>17</sup> je (kao druga najveća svetska berza u 2002. prema obimu

prometa) primer dejstva integracionih procesa na tržištima derivata. Obim prometa derivata na tom tržištu nastalom spajanjem dve berze (Švajcarske berze -SWE Swiss Exchange, i Nemačke berze - Deutsche Terminboerse) povećavao se velikom brzinom, što se vidi iz Tabele 4.

**Tabela 4. EUREX  
– Obim trgovanja (broj ugovora)**

Godina	Obim trgovanja	Stopa rasta %
1997	151.983.100	-
1998	248.222.487	63,32%
1999	379.138.639	52,74%
2000	454.071.506	19,76%
2001	674.157.863	48,47%
2002	801.200.873	18,84%
2003	874.420.000*	27,84%**

\* Podatak za 2003 (januar - oktob).

\*\* Podatak 2003 (jan-okt.)prema podatku 2002 (jan - okt.)

Od 1997. do 2002. porast od 427,16% (5,27 puta). Dodajmo ovde i to da je do 1997. godine najveće evropsko tržište derivata bilo LIFFE sa preko

<sup>17</sup> EUREX je vodeće svetsko tržište fjučersa i opcija denominovanih u valuti Evropske monetarne unije - euro. Nastalo je spajanjem (merger) Švajcarske berze opcija i finansijskih fjučersa (Swiss Options and Financial Futures Exchange - SOFFEX) i Nemačke berze (Deutsche Boerse Group - DBG). Švajcarska berza i Nemačka berza zajednički vode (operate) fjučers tržište EUREX koje je kreirano u jesen 1998. godine kada su

lansirani prvi derivati. Već naredne 1999. godine, promet derivata dostiže broj od 379 miliona ugovora. U 2002. godini, ukupan volumen trgovanja fjučersima i opcijama izneo je 801 milion ugovora. (Videti: [www.eurexchange.com/index.html](http://www.eurexchange.com/index.html))

30% obima ukupnog prometa na evropskim tržištima derivata, ali već 1998. godine EUREX preuzima primat sa preko 35% obima trgovanja derivatima na svim tržištima derivata Evrope. Posebno, EUREX je postalo najveće tržište kapitala Evrope sa “proizvodima”: Euro-Bund Futures, Euro-Bobl Futures, Euro-Shatz Futures. Sva tri navedena proizvoda nalaze se na listi 20 derivativnih proizvoda s kojima se najviše trguje u svetu.

KSE<sup>18</sup> je (kao najveća svetska berza prema obimu prometa finansijskih derivata) primer za potvrdu drugog momenta. Naime, počevši od 1995. godine KSE na indeks opcija uvodi u promet fjučers ugovore malog obima (small size contract), a 1997. godine i

opcijske ugovore malog obima. Radi se o seriji KOSPI proizvoda - Korea Composite Stock Price Index – radi se dakle o derivatima na indekse opcija, a daleko najuspešniji proizvod-derivat u toj seriji jeste KOSPI 200 Options čiji obim trgovanja prevazilazi svaku meru, i predstavlja ogroman deo ukupnog obima trgovanja derivatima na KSE. To pokazuju podaci o obimu trgovanja za poslednje četiri godine – Tabela 5.

**Tabela 5. KSE  
– KOSPI 200 Options**

Godina	Obim trgovanja u hiljad. ugovora	Stopa rasta u %
1999	73.534	-
2000	193.830	163,59%
2001	829.290	327,84%
2002	1.889.550	127,85%
2003	2.344.360*	40,45%**

\* Podatak za 2003 januar - oktobar.

\*\* Podatak za 2003 (jan-okt.) prema podatku za 2002 (jan - okt.)

<sup>18</sup> Korea Stock Exchange - Tržište hartija od vrednosti (akcija i obveznica) i tržište derivata na akcije otvoreno 1956. godine. 1988. godine uvodi se kompjuterski sistem trgovanja paralelno sa sistemom otvorenog izvikivanja (open-outcry system), da bi se 1997. prešlo na sistem potpuno automatizovanog trgovanja. 1995. godine lansiran je fjučers na indeks akcija, a 1997. lansirane su opcije na index akcija - serija KOSPI (Korea Composite Stock Price Index) proizvoda. Izuzetan rast trgovanja derivatima na opcije doživljavaju dva derivata: KOSPI 200 Futures i, posebno, KOSPI 200 Options. Ovaj drugi derivat svojim obimom trgovanja daleko je prevazišao sve ostale derivate - 1.372,39 miliona ugovora jeste obim prometa ovog derivata u prvoj polovini 2003. godine, i ovaj obim trgovanja preko 10 puta je veći od obima trgovanja sledećeg najuspešnijeg derivata Evrodollar Futures - koji je “proizvod” najveće američke berze derivata CME. (Videti: www.kse.or.kr)

Nekoliko faktora su omogućila ovako brz i enorman rast trgovanja ovim derivatom. Prvi je u malom obimu ovih ugovora (*small size of the contracts*) u poređenju s veličinom ugovora (misli se na *face value of a contract*) uobičajenom za ovu vrstu derivata u koju inače spada svakako najpoznatiji derivat ove vrste S&P 500 Futures. Drugi je veoma lak pristup trgovanju ovim ugovorom, budući da je trgovanje potpuno automatizovano i realizuje se preko Interneta. Treći momenat je ogroman broj individ-

ualnih investitora - stanovnika Južne Koreje - koji imaju direktan pristup Internetu: u 2001. godini taj broj se popeo na 24,4 miliona. Na taj način, tržište KOSPI derivata na KSE je, najvećim delom, sa dve trećine ukupnog prometa derivata, tržište lokalnih individualnih investitora na malo.

Pomenimo da je i CME, jedna od najvećih svetskih berzi, pre tri godine, lansirala derivate malog obima. Odnosi se to na derivat "E - mini S&P 500 Futures" čija je *face value* smanjena time što se kao multiplikator indeksa akcija koristi \$50 umesto uobičajenog multiplikatora \$500, s tim da je u trgovanju ovim derivatom prosečan broj ugovora koji se uparuju pri izvršenju svake individualne transakcije sveden na samo dva ugovora (tako da je za kompletiranje lota od 100 ugovora potrebno upariti 50 transakcija sa po dva ugovora u proseku). U prvoj polovini 2003. godine obim prometa ovog derivata (E - mini S&P 500 Futures) dospeo je sa 83,44 miliona ugovora u zonu 20 derivata kojima se najviše trguje na berzama širom svete.

**5. RANGIRANJE BERZI  
DERIVATA I AKTUELNA  
STRUKTURA TRŽIŠTA  
DERIVATA - NAJVEĆA  
TRŽIŠTA DERIVATA I 20  
DERIVATA KOJIMA SE  
NAJVIŠE TRGUJE NA BERZAMA -  
ZA PERIOD JANUAR -  
JUN 2003.**

Neposredan rezultat brzog razvoja berzi van SAD iskazao se u promeni ranga berzi prema obimu trgovanja derivatima. Vrh rang-liste zauzele su tri

berze izvan SAD, a u prvih 10 na rang-listi nalazi se četiri neameričke i šest američkih berzi. U Tabeli 6. prezentiramo listu prvih 10 berzi derivata s obzirom na obim trgovanja derivatima izražen brojem derivativnih ugovora (dok gotovo kompletnu rang-listu berzi derivata – ukupno 55 berzi – dajemo u *Prilogu 1.*).

Od ukupnog obima prometa svih derivata na berzama širom sveta u prvih šest meseci 2003. godine od ukupno 3.825,13 miliona derivata, na promet prvih 10 rangiranih berzi otpada 3.310,81 milion derivata ili 86,56% svetskog prometa. Ostatak od 514,33 miliona derivata, ili 13,44% svetskog prometa otpada na sve ostale berze širom sveta. Što se tiče prometa fjučersa, prvih 10 rangiranih berzi prema obimu prometa fjučersa trguje sa 1.236,03 miliona od ukupnog prometa fjučersa od 1.436,17 miliona ugovora, ili sa 86,07 %. Ostatak od 200,13 miliona ili 13,93% obima prometa fjučersa otpada na sve ostale berze derivata u svetu. Najzad, u prometu opcija situacija je sledeća: prvih deset berzi sa najvećim obimom trgovanja opcijskim ugovorima apsorbuje oko 2.278,61 miliona opcija ili 95,38% od ukupno 2.388,97 miliona, dok na sve ostale berze širom sveta na kojima se trguje opcijama otpada svega oko 35 miliona opcija ili 4,62% prometa svih opcija. (Valja napomenuti da se ukupan broj derivata (fjučersa i opcija zajedno) koji se obrće na prvih 10 rangiranih berzi prema ukupnom obimu prometa svih vrsta derivata ne poklapa sa sumom



## FINANSIJE

koja se dobija kada se saberu obim prometa fjučersa na prvih 10 berzi koje su rangirane samo prema obimu fjučersa, i obim prometa opcija na prvih deset berzi, koje su rangirane samo prema obimu prometa opcija.

Ovo se nepoklapanje duguje činjenici da su skupovi prvih deset berzi rangiranih prema tri različita kriterijuma (ukupan obim prometa derivata, obim prometa samo fjučersa i obim prometa samo opcija različiti.)

**Tabela 6<sup>19</sup>. Prvih 10 berzi prema obimu trgovanja, januar - jun 2003, milioni ugovora**

Fjučersi i opcije Volumen		Samo fjučersi Volumen		Samo opcije Volumen	
1. KSE	1.405,79	EUREX	350,54	KSE	1.372,39
2. EUREX	524,40	CME	255,56	EURONEXT	215,08
3. EURONEXT	352,69	CBOT	173,21	EUREX	173,86
4. CME	315,03	EURONEXT	137,61	CBOE	134,80
5. CBOT	210,78	MEXDER	101,54	Int Secur Ex	107,95
6. CBOE	134,80	NYMEX	56,15	AMEX	89,00
7. Intern Sec Ex	107,95	BM&F	49,81	CME	59,47
8. MEXDER	101,54	TOCOM	45,81	Phila Stock Ex	48,32
9. AMEX	89,00	KSE	33,39	Pacific Ex	40,17
10. NYMEX	68,81	LME	32,41	CBOT	37,57

	Fjučersi i opcije		Samo fjučersi		Samo opcije	
	Volumen	Struktura	Volumen	Struktura	Volumen	Struktura
Prvih 10 berzi	3.310,79	86,56%	1.236,03	86,06%	2.278,61	95,38%
Ostale berze	514,34	13,44%	200,17	13,94%	110,37	4,62%
Svet ukupno	3.825,13	100,00%	1.436,17	100,00%	2.388,98	100,00%

Prvo mesto na rang-listi zauzima Korejska berza akcija sa prometom od preko 1,4 milijarde ugovora u prvoj polovini 2003 godine. Drugo i treće mesto na globalnoj rang-listi zauzimaju dve evropske berze: Jedna je EUREX,

koja objedinjuje dve berze (dve grupacije), Deutsch Boerse SG i SWE Swiss Exchange; druga je EURONEXT koja objedinjuje berze u Amsterdamu, Briselu, Lisabonu, Londonu i Parizu. Za razliku od KSE, koja svoj primat bazira praktično na dva proizvoda (KOSPI 200 Options/Futures) obe evropske grupacije berzi imaju veoma razgranatu ponudu derivativnih "proizvoda". Po obimu trgovanja derivatima tri američke berze: CME,

<sup>19</sup> Tabela je sačinjena na osnovu podataka iz: *Volume Up Strongly in First Half of 2003*, ([www.futuresindustry.org: Home > Press Centre > Press Releases > Volume Up...](http://www.futuresindustry.org: Home > Press Centre > Press Releases > Volume Up...))

## FINANSIJE

CBOT i CBOE, koje su dugo bile neprikosnovenno prve po rangu prema veličini prometa (CME - valutni fjučersi, CBOT - robni derivati i fjučersi na kamatne stope, CBOE - opcije na akcije), dolaze sada na 4. do 6. mesta sa ukupnim prometom koji zaostaje za ukupnim prometom prve tri berze. Slede ostale američke berze i tu se našla još samo meksička berza derivata MEXDER.

Ovde dajemo i spisak 20 najuspešnijih derivata sa najvećim obimom prometa na berzama - Tabela 7. Obim trgovanja navedenih dvadeset derivata iznosi 2.447.094.833 ugovora, a samo prvi po redu ima promet od 1.372.386.296 ugovora; ostalih 19 uzetih zajedno imaju promet od 1.074.708.537 ugovora. Ako imamo

podatak da je ukupan obim prometa na svim berzama derivata u svetu u periodu januar - jun 2003. iznosio 3.825.133.749, onda prvih 20 derivata apsorbuju 63,97% ukupnog svetskog prometa svih vrsta derivata i pritom prvi derivat sam apsorbuje 35,88%, a ostalih 19 derivata 28,09%. Ako se od ukupnog svetskog prometa oduzme promet derivata prvog na rang-listi, KOSPI 200 Option, tada je svetski promet jednak 2.452.747.543, i promet drugih 19 derivata u tako izračunatom ukupnom obimu prometa čini 43,82%. Pritom, radi se o derivatima kojima se trguje na 8 berzi: 5 derivata na EUREX, 4 derivata na CME, po 3 derivata na CBOT i EURONEXT, 2 derivata na KSE i po jedan derivat na MexDer, BM&F i NYMEX.

**Tabela 7.<sup>20</sup> – Top 20 Exchange-Traded Derivatives Contracts Worldwide**

Contract	Exchange	Jan-June 2003	Jan-June 2002	% Change
KOSPI 200 Options	KSE - Eq	1,372,386,296	759,944,564	80.59%
Euro-Bund Futures	Eurex - IR	129,319,856	89,981,676	43.72%
Eurodollar Futures	CME - IR	100,083,044	106,561,159	-6.08%
TIIE 28 Futures	MexDer - IR	93,002,327	33,228,838	179.88%
E-mini S&P 500 Futures	CME - Eq	83,441,359	40,379,553	106.64%
Euro-Bobl Futures	Eurex - IR	78,297,310	53,894,518	45.28%
Euribor Futures	Euronext - IR	70,118,045	46,833,898	49.72%
10-year T-Note Futures	CBOT - IR	66,531,238	39,787,548	67.22%
DJ Euro Stoxx 50 Futures	Eurex - Eq	62,004,160	30,854,263	100.96%
Euro-Schatz Futures	Eurex - IR	59,605,299	51,361,289	16.05%
Eurodollar Options	CME - IR	55,084,070	53,367,764	3.22%
CAC 40 Options	Euronext - Eq	36,290,586	43,646,917	-16.85%
Euribor Options	Euronext - IR	33,600,934	11,453,249	193.37%
KOSPI 200 Futures	KSE - Eq	33,392,012	17,309,275	92.91%
5-year T-Notes Futures	CBOT - IR	33,204,590	22,367,869	48.45%
E-mini Nasdaq 100 Futures	CME - Eq	32,098,946	24,585,331	30.56%
DJ Euro Stoxx 50 Options	Eurex - Eq	30,910,060	13,009,341	137.60%
30-year T-Bond Futures	CBOT - IR	30,452,686	27,205,022	11.94%
Interest Rate Futures	BM&F - IR	24,075,783	27,345,324	-11.96%
Crude Oil Futures	NYMEX - C	22,960,232	22,483,328	2.12%

<sup>20</sup> Futures Industry Association ([www.futuresindustry.org](http://www.futuresindustry.org): Home > *FI Magazine* > Issue department, Sept/Oct 2003 Issue > Will Acworth: "Trading volume: Records Levels of Trading Activity at the Half-Year Mark")

Od 20 prvorangiranih derivata 12 su derivati, fjučersi i opcije na kamatne stope (*Interest Rate Derivatives - IR*), 7 derivata odnosi se na vlasničke hartije od vrednosti (*Equity Derivatives - Eq*), a samo jedan se odnosi na fizičke robe (*Commodity Derivatives - C*). Predominantnost tržišta derivata na kamatne stope još je očiglednija ako se računa obim prometa ostvaren trgovanjem na odnosnim berzama. Naime, od ukupnog prometa ovih dvadeset derivata od 2.447,09 miliona ugovora na promet derivata na vlasničke hartije otpada 1.650,52 miliona ugovora, na promet derivata na kamatne stope 773,61, i samo 22,96 miliona na robne derivate. Ali, od ukupnog prometa derivata na vlasničke hartije izuzimamo promet koji je ostvaren trgovanjem derivata KOSPI 200 Options na KSE (1.372,39 miliona), jer smatramo da njegov promet ne odražava realno stanje trgovanja tom vrstom derivata na berzama širom sveta. Onda u tom slučaju promet derivata vlasničkim hartijama od vrednosti iznosi samo 278,13 miliona ugovora, a to čini samo 36% prometa derivatima na kamatne stope ( $773,61/278,13 = 0,36$ ), tako da se jasno pokazuje da je na svetskom tržištu derivata dominantno tržište derivata na kamatne stope: izuzme li se, dakle, promet derivata KOSPI 200 Options, onda promet derivata na kamatne stope čini 72% ukupnog svetskog prometa derivata. Ovakav odnos u potpunosti potvrđuje realnost tržišta derivata koje svoju najčvršću bazu ima upravo u trgovini derivatima na kamatne stope, na kojem inače domini-

raju profesionalni i, posebno, veliki institucionanlni tržišni akteri (banke, brokerske kuće, dileri i drugi profesionalni menadžeri novčanim poslovima). To pokazuje da među prvih deset derivata sedam se odnosi na kamatne stope, a samo tri na vlasničke hartije od vrednosti, i k tome od ta tri derivata na vlasničke hartije dva (KOSPI 200 Options i E-mini S&P 500 Futures) se odnose na ugovore malog obima koji nikako ne mogu karakterisati krupne transakcije kapitalnog značaja na tržištima derivata, posebno krupne transakcije derivatima koje su od kapitalnog značajan na tržištu novca.

### **5.1. Tržišta (berze) fjučersa**

Najveće tržište fjučersa jeste EUREX - u 2003. godini za prvih 6 meseci (januar - jun) obim trgovanja fjučersima izneo je 350,54 miliona ugovora ili 24,4% ukupnog svetskog prometa fjučers ugovora, tj. jednu četvrtinu svetskog prometa. ( $350,54/1.436,16 = 24,4\%$ ). Ako veličinu EUREX fjučers tržišta računamo samo u odnosu prema berzama van SAD, onda to čini 37,4%. Uporedimo li ga pak sa tržištem fjučersa u SAD onda možemo konstatovati da je ono veće od dve trećine celokupnog tržišta fjučersa SAD: u odnosu samo prema berzama u SAD taj je odnos 70,35%. Najveći deo trgovine fjučersima na ovom tržištu odnosi se na fjučers ugovore na kamatne stope (*interest rate futures contracts*), na fjučers ugovore na kamatonosne hartije od vrednosti. Radi se, pre svega, o fjučersima na dugoročne

kamatonosne hartije (*long-term interest rate futures contracts*). Tu spadaju tri najznačajnija fjučers ugovora: *Euro-Bund Futures*, *Euro-Bobl Futures* i *Euro-Schatz Futures*. Ova tri derivata rangirani su među prvih dvadeset najaktivnijih derivata u svetu. U 2002. godini obim trgovanja ova tri derivata na EUREX-u iznosio je 415 miliona fjučers ugovora. Ako se zna da je ukupan obim trgovanja derivatima na kamatonosne hartije od vrednosti na tržištu EUREX iznosio 446 miliona derivata, onda možemo tvrditi da je EUREX u stvari najveće svetsko tržište ove vrste, a to je u stvari kao tržište dugoročnih i srednjoročnih obveznica, u stvari tržište kapitala. Promet derivata na tržištu novca u okviru EUREX-a je beznačajan. Navedimo još i to da je u periodu januar - jun 2003. godine derivat Euro-Bund Futures sa prometom od 129,32 miliona ugovora rangiran na drugo mesto svetske rang-liste najaktivnijih derivata.

Drugo najveće tržište fjučersa jeste CME<sup>21</sup> i njeno odeljenje IMM, sa

<sup>21</sup> Čikaška merkantilna berza (Chicago Mercantile Exchange - CME) je najveća američka berza fjučersa. Prvobitno berza robnih fjučersa, CME je prerasla u tržište na kojem su uvedene mnoge inovacije u domenu derivata, a prvi finansijski fjučersi uvedeni su u berzansku trgovinu upravo na ovoj berzi. Proizvodi CME služe kao finansijski referentne veličine (benchmarks). Posebno Eurodollar futures contrat obezbeđuje referentnu veličinu za merenje relativne vrednosti vrednosnih hartija s fiksnim prinosom (fixed income securities) denominovanih u dolaru. U okviru CME egzistiraju četiri odeljenja - divisions: CME, IMM, IOM, GEM).

prometom fjučersa od 255,56 miliona ugovora u periodu januar - jun 2003. godine što čini 81% prometa na toj berzi, i to je 18% svetskog prometa fjučersima na berzama širom sveta. U okvirima berzi SAD to je najveće tržište derivata uopšte i fjučersa posebno, i promet fjučersa na njemu čini 51,3% ukupnog prometa fjučersa na berzama SAD, dakle više od polovine. I ovde je, naravno, reč o finansijskim fjučersima, i takođe o *interest rate futures contracts* pre svega, a zatim o fjučersima na indekse akcija (*equity index futures*). Kada je reč o fjučersima na kratkoročne kamatonosne instrumente tržišta novca, onda treba posebno istaći jedan od najuspešnijih derivata koji je ikada lansiran. Radi se o *3-Month Eurodollar Futures*, i samo ovaj derivat u 2002. godini ostvaruje promet od 191.840.337 ugovora što čini oko 47% ukupnom prometa fjučersima na CME. U prvom polugođu 2003. obim trgovanja ovim derivatom iznosio je 100,08 miliona ugovora, što ga je svrstalo na treće mesto svetske rang-liste, a među kratkoročnim instrumentima novčanog tržišta zauzima već dugi niz godina apsolutno prvo mesto. Ono što na ovom mestu treba posebno istaći jeste činjenica da je CME bez konkurencije najveće i najznačajnije svetsko tržište fjučersa na kratkoročne kamatonosne instrumente tržišta novca. Promet fjučersima na dugoročne kamatne stope na ovom se tržištu uopšte ne razvija, ali je zato promet fjučersa na indekse akcija dugi niz godina veoma značajan, a poslednjih godina dobija sve više na značaju. Naime,

obim prometa derivata S&P 500 Futures izvanredno je brzo rastao od momenta lansiranja 1982. godine, ali poslednjih godina relativno učešće tog derivata opada, ali se u zamenu pojavljuju novi derivati. Tu je, svakako na prvom mestu nova "zvezda" *E-mini S&P 500 Futures*, fjučers ugovor malog obima čiji promet u 2002. dostiže nivo od 105.849.633 fjučers ugovora, a u prvoj polovini 2003. iznos od 83.441.359 fjučers ugovora i rangira se na 5. mestu svetske rang-liste derivata s najvećim obimom prometa.

Treće mesto u prometu futures pripada CBOT<sup>22</sup>. Trgovanje futuresima na CBOT čine 82,2% ukupnog prometa na toj berzi. Sa prometom fjučersa od 173,21 milion ugovora u prvoj polovini 2003. godine to je u svetu 12,1%, a u odnosu na promet u SAD to je 34,8%. Na ovom tržištu je struktura trgovanja različita od one na CME - ovde dominiraju *long-term interest rate futures: 10-Year T-Notes Futures, 5-Year T-Notes Futures i T-Bonds Futures*. Ovo je pretežno tržište obveznica, kao što je to

slučaj i sa EUREX tržištem. Najaktivnija trgovina u 2002. godini se ostvaruje derivatom *Ten-Year T-Note Futures* sa obimom od 95.760.299 ugovora, a zatim *T-Bonds Futures* sa obimom 56.082.284 ugovora i *Five-Year T-Notes Futures* sa obimom 50.512.085 ugovora. Trgovanje dugoročnim kamatnim stopama je u postepenom opadanju, a naglo raste obim trgovanja srednjoročnim kamatonosnim hartijama od vrednosti. U skladu s istom tom tendencijom dešava se na CBOT i to da obim trgovanja opcijama na fjučerse srednjoročnih kamatonosnih hartija od vrednosti vrlo brzo raste (to se odnosi na *Ten- i Five-Year T-Notes Options on Futures*). U vezi sa novim tendencijama na ovom značajnom tržištu fjučersa moramo posebno istaći pojavu fjučers ugovora malog obima, onu istu pojavu koja je već prisutna i na CME sa uspešnim lansiranjem derivata *E-mini S&P 500 Futures*. Naime, na CBOT su 2001. godine lansirani dugoročni kamatni fjučers ugovori malog obima: *Mini U.S. T-Bonds i Mini Ten-Year T-Notes Futures*; a zatim su lansirani i ugovori malog obima u kategoriji fjučersa na indekse vlasničkih hartija od vrednosti: *Mini (\$2) Dow Jones Index Futures i Mini (\$5) Dow Jones Index Futures* (ovaj poslednji je lansiran 2002. godine). Takođe, u kategoriji kratkoročnih kamatonosnih instrumenata lansiran je ugovor malog obima *Mini Eurodollar Futures* 2001. godine; a u kategoriji robnih fjučersa uvedena je značajna novina lansiranjem fjučers ugovora malog obima *Mini New York*

---

<sup>22</sup> Čikaška robna berza (Chicago Board of Trade - CBOT) jeste prva svetska berza na kojoj je započela trgovina robnim fjučersima. Od uvođenja fjučersa sredinom 19. veka, CBOT je u svojoj dugoj istoriji bilo najveće svetsko robno tržište i tržište robnih derivata. Zajedno sa CME prednjačila je u uvođenju inovacija na tržištu finansijskih derivata. Razlikuje se od CME prema fjučers ugovorima kojima se trguje na ovoj berzi. CBOT je "dom" fjučers ugovora na obveznice Trezora SAD i drugih instrumenata Trezora koji se protežu duž čitave krive prinosa.

*Gold Futures i Mini New York Silver Futures*. Dodajemo i lansiranje fjučersa na svopove na srednjoročne kamatne stope *Ten- i Five- Year Interest Rate Swap Futures*, što predstavlja prodor u jedno sasvim novo područje finansijskih derivata u organizovanu, berzansku trgovinu, kao odgovor na enormno širenje vanberzanskog (OTC) tržišta kamatnih svopova (*OTC interest rate swaps*).

Na četvrtom mestu u prometu fjučersa jeste EURONEXT<sup>23</sup> - sa prometom u prvom polугоđu 2003.

---

<sup>23</sup> EURONEXT - Euronext N.V. sebe određuje kao prvu istinski multinacionalnu berzansku organizaciju u Evropi, koja integreše tržišta širom Evrope i, posebno, koja opslužuje cash tržišta u Belgiji, Francuskoj, Holandiji i Portugalu i tržišta derivata u Ujedinjenom Kraljevstvu. Euronext je formiran 2000. godine kada su se spojile (merged) berze Amsterdama, Brisela i Pariza, proširila 2002. pripajanjem Londonske berze LIFFE (London International Financial Futures and Option Exchange) i spajanjem sa BVLP (Bolsa de Valeros de Lisboa e Porto). Euronext je postala 2002. godine evropski lider u trgovini vlasničkim hartijama od vrednosti posredstvom centralizovanog prihvata naloga (central order book). Euronext, liffe, kao oruđe Euronext na tržištu derivata, koje upravlja tržištima derivata pet zemalja u okviru Euronext, u 2002. godini bilo je druga najveća evropska berza derivata. Za potrebe vršenja regulatorne funkcije, Euronext svoje aktivnosti sprovodi preko supsidijarnih organizacija (berzi) u Belgiji, Francuskoj, Holandiji, Portugalu i U.K., ali na operativnom nivou organizovana je kao singl jedinica podeljena u četiri strateške poslovne jedinice (SBU).

godine od 137,61 miliona fjučers ugovora, što je 39% od ukupnog prometa derivata na EURONEXT, što čini 9,6% svetskog prometa fjučersa, odnosno 14,7% prometa na berzma izvan SAD. Ovo tržište je nastalo spajanjem nekoliko evropskih tržišta akcija i obveznica a u njegovom sastavu se nalazi i *Euronext.Liffe*, tržište koje objedinjuje celokupnu trgovinu derivatima. Struktura tog tržišta je razučena, tako da tržište fjučersa u njegovom sastavu čini jedan mada ne i najznačajniji njegov deo. Tržište fjučersa Euronext je veoma razvijeno, i najvećim delom reč je o tržištu fjučersa na kamatonosne instrumente tržišta novca. Od ukupnog obima prometa derivatima u 2002. godini od 697.006.243 derivativna ugovora, 199.924.987 ugovora ili 28,7% otpada na promet fjučersa (i delimično opcija na fjučerse) na kratkoročne kamatne stope. U tom pogledu dva najznačajnija derivata na kratkoročne kamatonosne hartije jesu Euribor Futures, koji je na svetskoj rang-listi zauzeo 7. poziciju u 2003. godini (janur - jun), i Euribor Options sa 12. pozicijom. Euronext u pogledu trgovanja kratkoročnim kamatonosnim hartijama može se upređivati sa CME koja u tom pogledu danas prednjači u svetu.

Navedene četiri berze učestvuju u svetskom prometu fjučersa sa 64,1%, s tim da možemo reći da je danas Evropa stvorila sopstveno tržište fjučersa na kamatonosne hartije od vrednosti, tržište koje je isto tako razvijeno kao i američko. Ovakvo stanje je moderna tekovina razvoja tržišta derivata tek od 1997. godine pa nadalje, nastala u rezul-

tatu masivnih integracija koje su tekle uporedo sa integracionim procesima u okviru Evropske unije.

U najkrupnije promene na tržištu fjučersa širom sveta spadaju i promenene na samom američkom kontinentu. Sa takođe velikim i brzo rastućim prometom fjučersa, kao petu treba pomenuti Meksičku berzu derivata MEXDER<sup>24</sup> koja je u prvoj polovini 2003. godine imala promet fjučersa od 101,54 miliona ugovora, dok se ta ista berza u 2002. godini uopšte nije ni nalazila na listi rangiranih svetskih berzi koju svake godine sačinjava FIA. Treba reći da je ova berza za godinu dana ostvarila veoma veliki uspon: za godinu dana promet je povećan za skoro 3 puta. Među prvih deset dalje na

rang-listi slede još NYMEX<sup>25</sup> i BM&F<sup>26</sup>.

## 5.2. Tržišta (berze) opcija

Na prvom mestu je *Korea Stock Exchange - KSE*. Sa prometom od 1.405,79 miliona derivativnih ugovora u periodu jan.-jun 2003. godine, ova berza se našla na prvom mestu rang liste. Samo promet na toj berzi čini 57,5% ukupnog svetskog prometa derivata na svim berzama sveta. Ovo je isključivo tržište finansijskih derivata, s tim da u strukturi prometa derivatima ogroman deo čini promet opcijama i pre svega promet opcija na indekse akcija (*equity index options*). Prvi na svetskoj (globalnoj) rang listi derivata

---

<sup>24</sup> MexDer - Mexican Derivatives Exchange (Mercado Mexicano de Derivados) je sasvim mlado tržište fjučersa koje je operacije započelo 1998. godine lansiranjem fjučersa na kratkoročne kamatne stope. Tokom 1999. i 2000. godine volumen prometa derivata na ovoj berzi je veoma mali, da bi u 2001. narastao na 18.016.281 ugovora, a u 2002. na 84.274.979 miliona derivativnih ugovora (uglavnom fjučersa). Daleko najveći deo prometa u 2002. godini, nešto preko 80 miliona ugovora ili oko 95% prometa berze otpadalo je na jedan kratkoročni kamatni derivat TIIE Futures – fjučers na međubankarsku ekvilibrijumsku kamatnu stopu s rokom dospeća od 28 dana (28-Day Interbank Equilibrium Interest Rate Futures). U 2003. godini ovaj je derivat dospelo na četvrto mesto rang-liste 20 svetskih derivata sa najvećim obimom prometa.

<sup>25</sup> NYMEX - New York Mercantile Exchange - najveća svetska berza fjučersa na fizičke robe. Nastala spajanjem dveju berzi koje danas obrazuju dva odeljenja (divisions): NYMEX na kojem se trguje energentima i COMEX na kojem se trguje metalima.

<sup>26</sup> BM&F - Brazilian Mercantile and Futures Exchange - Obrazovana 1991. godine spajanjem dveju berzi: Sao Paulo Commodity Exchange (BMSE 1917) i Mercantile and Futures Exchange (BM&F 1985). Godine 1997. priključila se i Brazilian Futures Exchange of Rio de Janeiro sa ciljem da se ojača i konsoliduje domaće robno tržište. Na taj način BM&F je postala glavni trgovački centar derivata na čitavom području Mercosur. Najveći deo trgovanja otpada na fjučerse na kamatne stope, tj. na fjučerse međubankarskih depozita, oko 67 miliona ugovora od ukupno oko 105 miliona ugovora koliki je obim trgovanja bio u 2002. godini. Ovo je istovremeno i tržište valutnih i robnih fjučersa.

kojima se trguje na organizovanim berzama (*exchange-traded derivatives*) nalazi se opcijski ugovor na indeks akcija - *KOSPI 200 Options* - sa obimom trgovanja od 1.372,39 miliona u prvoj polovini 2003. godine. Već smo istakli da se ovaj enormni obim trgovanja ovim dvema derivatima duguje činjenici da se radi o derivativnim ugovorima malog obima što omogućuje pristup ovom tržištu ogromnog broja malih, individualnih investitora, a uz to potpuna automatizacija trgovanja preko elektronske internet mreže čini taj pristup veoma lakim i izvanredno brzim, "furioznim". KSE-tržište je prema obimu prometa opcijama na pojedinačne opcije veoma malo u odnosu na obim trgovanja indeksnim opcijama i fjučersima. Zato dalje razmatranje tržišta opcija koncentrišemo na klasična tržišta opcija na kojima se radi pre svega o derivatima na pojedinačne vlasničke hartije od vrednosti, *individual equity derivatives*. Zbog toga ćemo relativan značaj posebnih tržišta opcija utvrditi tako što iz daljih obračuna izuzimamo promet indeksnim opcijama na KSE.

Prvu poziciju u prometu opcija (izuzimajući KSE) zauzima EURONEXT sa 215,08 miliona opcija u prvoj polovini 2003. godine, što čini 61% ukupnog prometa derivata na toj berzi. U odnosu na ukupan svetski promet opcija to čini 9%, ali ako u ovoj računici izuzmemo promet derivatom *KOSPI 200 Options* na berzi KSE, onda to čini 21,16% svetskog prometa opcija. EURONEXT je integrisano

tržište i kao takvo ono je ne samo tržište fjučersa već i snažno tržište opcija i to uglavnom na indekse akcija standardnog obima, *equity indexes options*, i pre svega na akcije pojedinačnih firmi, *individual equity options*. U 2002. godini ukupan obim trgovanja derivatima na ovoj berzi iznosio je 697.006.243 ugovora, od čega 491.347.305 čini promet ugovora na vlasničke hartije (70,49%), a od toga 323.587.474 odnosi se na opcije individualnih firmi, i 108.288.030 na ugovore indeksnih opcija. (Oko 115 miliona ugovora se odnosi na fjučerse na vlasničke hartije od vrednosti - *equity futures contracts*.) Očigledno, danas je EURONEXT najveće svetsko tržište opcija "klasičnog" tipa, i veće je od svih pet pojedinačno uzetih američkih berzi opcija. (Najveći deo prometa opcija se ostvaruje u okviru Euronext.paris, kao što se, najveći deo prometa fjučersa na kamatonosne hartije od vrednosti realizuje u okviru Euronext.liffe - London.)

Druga je EUREX. Sa obimom trgovanja od 173,86 miliona opcija u prvoj polovini 2003. godine, što je 33% ukupnog obima trgovanja na EUREX; njen promet čini 7,3% svetskog prometa opcija, odnosno 17,10% ukoliko računamo bez prometa pomenutog derivata *KOSPI 200 Options*. Poslednje dve godine trgovanje derivatima na vlasničke hartije pokazuje izrazitu dinamiku i to posebno na tržištu indeksnih opcija. Naime, 2001. godine obim prometa derivata na individualne vlasničke hartije iznosio je



132.543.515 ugovora i derivata na indeksne opcije 131.988.426, ukupno 264.531.741 ugovora (ili 39,24% ukupnog prometa na EUREX u 2001. godini)č dotle je u 2002. godini obim prometa individualnih opcija iznosio 143.366.779 ugovora a indeksnih opcija i fjučersa 210.705.224 ugovora, ukupno 354.072.003 ugovora ( ili 44,19% od ukupnog obima prometa derivata na EUREX u 2002. godini). Na ovom tržištu najveći rast obima prometa opcijama ostvaren je u domenu indeksnih opcija i to posebno lansiranjem indeksnih opcija i indeksnih fjučersa na vlasničke hartije od vrednosti: *Dow Jones Euro-Stoxx 50 Options/Futures* i *Dow Jones Stoxx Options/Futures*, a odranije uspešno je lansiran *DAX Options*.

Treću poziciju u prometu opcija, ne računajući KSE, zauzima CBOE<sup>27</sup>,

---

<sup>27</sup> CBOE - Chicago Board Options Exchange - danas najveće američko tržište opcija, a od svog osnivanja 1973. godina, kada se na ovoj berzi po prvi put uopšte uvode prvi opcijski ugovori u berzansko poslovanje, zadugo je predstavljala najveću svetsku berzu opcija. Rast prometa opcija na berzi je bio kontinuelan i buran do 1987. godine kada je snažan poremećaj na američkim berzama akcija prekinuo ekspanziju tog tržišta. Berza je zadržala primat na tržištu SAD uvodeći stalne inovacije na tržištu opcija i posebno uvodeći danas fjučerse na pojedinačne akcije (zajednički sa druge dve Čikaške berze - CME i CBOT). CBOE je dugo bila jedina berza opcija na kojoj se istovremeno ne trguje akcijama.

sa obimom trgovanja 134,8 miliona isključivo opcijskih ugovora u prvoj polovini (januar-jun) 2003. godine. Treba reći da je to berza skoro isključivo opcija i u tom pogledu najveća na svetu. Tu se radi o opcijama na individualne akcije (*individual equity options*), mada ni obim trgovanja indeksnim opcijama nije mali. Ali, kada je reč o CBOE i trgovanju opcijama onda je neophodno ukazati na sumarnu situaciju na tržištu opcija SAD. Ukupan promet opcija na hartije od vrednosti (*options on securities* za razliku od *options on futures*) na berzama SAD u periodu jan.-jun 2003 iznosio je 420,2 miliona ugovora, od toga je na promet individualnih opcija (individual equities options) otpadalo 361,7 miliona, ili 86,08%, a na indeksne opcije 42.436.363 ugovora ili 13,88% (dok je obim prometa opcijama na valute i kamatne stope bio zanemarljivo mali, 0,04%). (Videti *Prilog 2.*) Najveći deo tog prometa u prvoj polovini 2003. realizovan je na CBOE, 32,08%. Dodajmo da je u prvoj polovini 2002. udeo CBOE u ukupnom prometu opcija na berzama SAD iznosio 34,56%, što pokazuje opadanje relativne veličine tržišta opcija CBOE u odnosu na totalno tržište opcija SAD. Mada ovo relativno smanjenje ne izgleda značajno, ono je ipak veoma indikativno. Međutim, pre nego što ukažemo na ovu strukturnu izmenu na tržištu opcija SAD, osvrnimo se ukratko na razvoj trgovanja na CBOE u poslednjih šest godina (Tabela 8).

**Tabela 8. Obim prometa na CBOE  
(milioni ugovora)**

Godina	Obim
1997	172,3
1998	196,3
1999	221,3
2000	312,3
2001	319,2
2002	274,4

Konstatujemo da je posle 1987. godine, kada je obim prometa na CBOE premašivao 180 miliona opcijskih ugovora i kada je došlo do naglog pada prometa, tek 1998. godine obim trgovanja vraćen na nivo pre sloma berzi akcija. Drugo, obim trgovanja opcijama naglo narasta da bi 2000. premašio 300 miliona ugovora, a zatim, treće, obim prometa se naglo smanjuje u 2002. godini za 14,03% u odnosu na 2001. godinu. Na tržištu opcija nastupila je promena, a svakako najveća promena jeste rast jedne nove berze opcija.

Četvrtu poziciju sa veoma velikim prometom zauzima upravo jedna (relativno) nova berza: *International Securities Exchange*<sup>28</sup> - ISE. Njen promet u prvoj polovini 2003. godine

<sup>28</sup> ISE - International Securities Exchange - druga najveća berza opcija u SAD posle CBOE. Otvaranje ove berze je brižljivo planirano od 1997. godine, a maja 2000. godine lansirani su prvi opcijски ugovori na prvom potpuno elektronskom tržištu (berzi) opcija u SAD. Otvaranje berze planirano je kao ustanovljavanje i uvođenje novih standarda na finans-

iznosio je 107,97 miliona opcija. To je takođe berza isključivo opcija, kao što je slučaj i sa CBOE, a i sa ostale tri berze opcija u SAD. Na rang-listi prvih deset berzi prema obimu trgovanja opcijama dalje sledi pet američkih berzi: AMEX<sup>29</sup>, CME, PHLX<sup>30</sup>, PSE<sup>31</sup> i

jskom tržištu SAD u domenu derivata (opcija). ISE je redefinisala industriju opcija SAD uvođenjem potpune elektronske trgovine. Naime, za razliku od drugih finansijskih tržišta koja su prihvatila i uvodila elektronsku trgovinu, američke berze opcija su uporno održavale i ostajale kod sistema otvorenog uzvikivanja (open-outcry system), i tu praksu je radikalno promenila ISE. (Uvođenje elektronske trgovine realizuje se i na drugim američkim berzama opcija, s tim da i CBOE 2002. uvodi novi sistem trgovanja, ali taj sistem je hibridan budući da kombinuje klasičan način trgovanja sa elektronskim trgovanjem.) U 2000. godini obim prometa na ISE iznosio je 2,5 miliona opcijskih ugovora, 2001. već 15 miliona, a 2002. preko 50 miliona ugovora. Sa februarom 2003. godine ISE je prodalo 250-milioniti opcijски ugovor, i otada ISE praktično postaje najveće tržište (individualnih) opcija u SAD.

<sup>29</sup> AMEX - American Stock Exchange - druga najveća berza akcija u SAD (posle NYSE - New York Stock Exchange) lansira opcijске ugovore već 1974. godine, prva posle CBOE, i danas predstavlja jedno od pet velikih američkih tržišta opcija.

<sup>30</sup> PHLX - Philadelphia Stock Exchange - četvrto po veličini prometa tržište opcija u SAD. Pored opcija na pojedinačne akcije i opcija na indekse, trguje se opcijama i fjučersima na valute.

<sup>31</sup> PSE - Pacific Stock Exchange - berza opcija. Najvećim delom poslovanje (trgovanje) je automatizovano primenom elektronike.

*CBOT*. Od prvih deset, sedam su berze u SAD. Ipak, dve od navedenih sedam berzi, to su *CME* i *CBOT*, jesu berze fjučersa a ne opcija, ali je njihovo prisustvo na ovoj rang-listi prvih deset zbog velikog obima trgovanja opcijama na fjučerse a ne na opcijama na hartije od vrednosti, budući da se na ovim dvema berzama ne trguje opcijama na hartije od vrednosti (mada se trguje indeksnim opcijama na fjučerse na indekse akcija).

Pojava nove berze, *ISE*, i značajne organizacione i tehničke inovacije koje se intenzivno dešavaju na američkim berzama opcija uslovile su da se struktura trgovanja na pet američkih berzi opcija znatno promeni. Kao ilustraciju tih promena navedimo udele koje ovih pet berzi imaju u ukupnom obimu prometa opcijama na tržištu SAD – Tabela 9.

**Tabela 9. Udeo na totalnom tržištu  
opcija SAD  
(u procentima od ukupnog  
prometa opcija)**

	2001.	2002.	2003.*
CBOE	40,5%	37,0%	32,1%
AMEX	28,5%	24,5%	21,2%
PSE	14,0%	11,8%	9,6%
PHLX	13,1%	11,7%	11,5%
ISE	3,9%	15,0%	25,7%

\* januar - jun 2003.

Udeli pet američkih berzi opcija su se izmenili, i na drugu poziciju među

njima skočila je upravo *ISE* sa udelom od jedne četvrtine obima trgovanja opcijama na hartije od vrednosti iza *CBOE*.

Bez obzira na pomeranja koja se dešavaju unutar tržišta (berzi) opcija SAD, treba reći da to tržište opcija ostaje i dalje dominantno, i da obimom prometa prevazilazi druge regione i grupe berzi, uključujući i grupu evropskih berzi zajedno sa dvema bezumnje velikim grupacijama koje obrazuju EURONEXT i EUREX. Ne sme se izostaviti konstatacija da su evropske berze poslednjih godina obrazovale veoma snažno tržište opcija, kao što su oformile i razvijeno tržište fjučersa (pre svega na kamatonosne hartije od vrednosti). Tako je evropsko tržište derivata postalo ravnopravno s dugorazvijanim i u svakom pogledu, savremenim tržištem derivata SAD. Očito je da su se u poslednjih nekoliko godina na tom tržištu u svetskim razmerama desile takve promene da su se uporedo sa veoma razvijenim tržištima derivata SAD snažno razvila regionalna tržišta derivata, pri čemu pojedina od njih, i posebno tržište Evrope, dominiraju i upravljaju sopstvenim tržištima roba, novca i kapitala. Zato bismo savremeno svetsko tržište derivata s pravom mogli nazvati “multipolarnim”.

### **5.3. Tržišta (berze) robnih derivata**

Istakli smo da je značaj robnih berzi izvanredno veliki i danas kao što je bio i pre nastajanja tržišta finansijskih derivata, i da taj značaj nije umanjena činjenicom da je obim prometa rob-

nim derivatima samo dosta mali deo ukupnog obima prometa svim derivatima uzetim zajedno.

Kao što se vidi iz Tabele 10, od deset najvećih robnih berzi, četiri su berze SAD, dok šest berzi nije. Gotovo apsolutni američki primat na berzama robnih fjučersa danas je zamenjen širokom geografskom distribucijom velikih robnih berzi. Američke berze dominiraju danas samo u prometu derivata poljoprivrednih proizvoda, dok dominacija prometa metalima pripada neameričkim berzama. U pogledu tržišta derivata energenata situacija je približno ujednačena.

**Tabela 10. Prvih 10 berzi robnih derivata (broj ugovora) u 2002.**

Rang - Naziv berze	Obim trgovanja
1. NYMEX	133.689.446
2. TOCOM <sup>32</sup>	75.413.190
3. CBOT	66.685.949
4. LME <sup>33</sup>	59.413.250
5. Central Japan Comm Ex <sup>34</sup>	30.011.863
6. IPE <sup>35</sup>	30.441.474
7. NYBOT <sup>36</sup>	18.554.026
8. TGE <sup>37</sup>	18.752.402
9. Shanghai Fut Ex <sup>38</sup>	12.173.088
10. CME	7.600.416

<sup>32</sup> TOCOM - Tokyo Commodity Exchange - najveće tržište fjučersa fizičkih roba (najveća robna berza) u Japanu, i jedna od najvećih svetskih robnih berzi. Ustanovljena krajem 1984. godine spajanjem tri berze: Tokyo Textile Exchange (1951), Tokyo Rubber Exchange (1952) i Tokyo Gold Exchange(1982). Danas se na berzi vrlo aktivno trguje zlatom i zatim drugim plemenitim metalima i aluminijumom, energentima i kaučukom.

<sup>33</sup> LME - London Metal Exchange - najveće svetsko tržište metala i fjučersa na metale. Osnovano 1877. godine i u svojoj dugoj istoriji bilo je jedino fjučers tržište koje se svojim značajem u svetskoj robnoj trgovini i obimom prometa moglo meriti s američkim robnim berzama.

<sup>34</sup> Central Japan Commodity Exchange – nastala spajanjem 1996. godine kao berza derivata agrarnih proizvoda. Danas se na toj berzi trguje derivatima na energente (kerozin, lož ulje, benzin) i poljoprivredne proizvode (genetski nemodifikovana soja, jaja, pasulj)

<sup>35</sup> IPE - International Petroleum Exchange - osnovana 1980. godine u Londonu, a prvi fjučersi lansirani su 1981. godine - Gas Oil Futures, da bi 1988. lansirala Brent Crude Oil Futures, 1997. IPE Natural Gas Futures i 2001. TPE Electricity Futures. Ona danas predstavlja vodeće evropsko tržište energenata.

<sup>36</sup> NYBOT - New York Board of Trade - 1988 formirana je unija dveju berzi: Coffee, Sugar & Cocoa Exchange (osnovane 1882) i New York Cotton Exchange (osnovane 1870.). NYBOT je permanentno uvodila inovacije na tržište fjučersa, a 1982. godine u berzansku trgovinu po prvi put uopšte uvedene su opcije na robne fjučerse (za šećer) od vremena 1936. kada je trgovanje opcijama u vanberzanskom poslovanju bilo zabranjeno. U okviru NYBOT trguje se indeksima na vlasničke hartije od vrednosti na New York Futures Exchange kao delu NYBOT (od 1978). Takođe, u okviru NYBOT deluje FINEX (od 1985), NYBOT-ovo odeljenje svetskih valuta, i posebna supsidijarna organizacija Cantor Exchange (od 1998).

<sup>37</sup> TGE - Tokyo Grain Exchange - fjučersi na rižu su bili predmet trgovine još od 1874, a prva berza je osnovana 1893. kao Tokyo Rice Exchange. U periodu posle II. svetskog rata osnovane su Tokyo Sugar Exchange i Tokyo Grain Exchange 1952. Do fuzije ovih dveju berzi dolazi 1993, a 1995. pripaja se i Hokkaido Grain Exchange sa ciljem centralizacije trgovanja robnim fjučersima.

<sup>38</sup> Shanghai Futures Exchange - U Šangaju je delovalo šest nezavisnih tržišta robnih fjučersa, ali posle niza spajanja definitivno je nastala jedinstvena berza pod nazivom Shanghai Futures Exchange - SHFE. Berza je počela sa radom decembra 1999. godine, a već u 2002. godini obim prometa fjučersa dostigao je 24.346.166 ugovora. Za sada se trguje samo sa fjučersima pet roba: bakar, aluminijum, prirodni kaučuk i drvna građa (plywood).

## FINANSIJE

Što se tiče strukture prometa robnim derivatima na najvećim svetskim berzama robnih derivata, zadržaćemo pažnju na prve četiri na kojima se trguje pretežnim delom svetske trgovine robnim derivatima uopšte. Četiri najveće svetske berze robnih derivata u 2002. godini (Tabela 11) ostvarile su obim trgovanja od ukupno 335,20 miliona derivativnih ugovora. Ukupan obim trgovanja robnim

derivatima na svim berzama u 2002. godini iznosio je 483,18 miliona ugovora, od toga 231,46 miliona na robnim berzama SAD (47,9%), a 251,73 (52,1%) na berzama van SAD. Na četiri najveće berze u 2002. godini otpada ukupno 69,37% svetskog prometa robnim derivatima, a na sve ostale berze na kojima se trguje robnim derivatima otpadalo je 147,98 miliona ugovora.

**Tabela 11. Najveća tržišta robnih derivata u 2002. godini (broj ugovora)**

		Fjučersi	Opcije i fjučersi	Fjuč&Opc na fjuč
NYMEX	- Energija	92.269.697	23.868.006	116.137.703
	- Metali	15.298.957	3.517.166	17.816.023
	Total	107.304.730	26.384.716	133.689.446
TOCOM	- Energija	33.385.885	-	33.385.665
	- Metali	36.475.468	-	36.475.468
	- Kaučuk	5.551.837	-	5.551.837
	Total	75.413.190	-	75.413.190
CBOT	-Poljopriv. proizv.	54.080.291	12.588.457	66.668.748
	- Metali	17.201	-	17.201
	Total	54.097.492	12.588.457	66.685.949
LME	- Metali	56.224.495	3.188.755	59,413.250
TOTAL - 4 berze		293.039.907	42.161.928	335.201.835

### 6. AKTUELNA STRUKTURA PROMETA NA TRŽIŠTIMA DERIVATA U 2003. (JANUAR – JUN)

Ranije smo prikazali strukturu tržišta derivata u 1990. u odnosu na 1970. i to isključivo na osnovu podataka za berze SAD, kada se pretežan deo svetskog tržišta derivata sastojao upravo od tržišta SAD. Ovdje se koncentrišemo na današnje stanje strukture odnosnog tržišta, a podaci se odnose na

sve berze derivata širom sveta, budući da je danas situacija bitno drugačija u odnosu na onu iz 1970-ih i 1980-ih godina. Uz to, sada prikazujemo i regionalnu strukturu na globalnom planu, pri čemu razlikujemo samo dva regiona globalne strukture: jedno je region SAD sa svojim berzama, a drugo je region izvan SAD sa svojim berzama i ta dva regiona označujemo kao "Berze (tržište) SAD" i "Berze (tržište) van SAD".

## FINANSIJE

**Tabela 12<sup>39</sup>. Globalni obim trgovanja fjučersima i opcijama  
januar -jun 2003 (u 000 ugovora)**

	Obim trgov- anja-global	Struk- tura	Obim trgovanja bez KOSPI der.	Struk- tura
Equity indices	1.922.889	52,1%	517.103	21,37%
Interest rate	956.368	25,0%	956.368	39,52%
Individual equities	637.943	16,7%	637.947	26,37%
Energy products	113.142	3,0%	113.142	4,67%
Agricultural products	84.398	2,2%	84.398	3,47%
Non-precious metals	41.042	1,1%	41.042	1,69%
Foreign cuurrency/Index	36.511	1,0%	36.511	1,53%
Precious metals	32,500	0,8%	32.500	1,36%
Other	342	0,0%	342	0,00%
<b>TOTAL</b>	<b>3.825.133</b>	<b>99,9%</b>	<b>2.419.347</b>	<b>99,98%</b>

Pogledajmo najpre strukturu trgovanja derivata prema grupama "proizvođa" - Tabela 12. U prvoj polovini 2003. godine na svim berzama derivata širom sveta volumen trgovanja svih vrsta derivata dostigao je iznos od 3.825,13 miliona ugovora (što je u odnosu na obim trgovanja derivatima u I polovini 2002. godine porast od 38,3%). Od tog globalnog obima prometa fjučersa i opcija daleko najveći deo tržišta zauzimaju derivati na indekse vlasničkih hartija od vrednosti, 52%, dok na derivate na kamatne stope otpada 25%, na derivate individualnih akcija (uglavnom opcije) 17%, na valute samo

1%, a na sve robne derivate ukupno 7,1%. Međutim, globalna struktura tržišta derivata po grupama "proizvođa" izgleda bitno drugačija ako se iz računa o globalnoj strukturi trgovine derivatima izuzumu KOSPI derivati (KOSPI 200 Options/Futures) i mi u čitavom ovom delu rada u analizu više ne uključujemo podatke o prometu derivatima na KSE. (Videti podatke o KOSPI derivatima, opcije i fjučersi, za prvu polovinu 2003. godine u *Prilogu 1.*) U tom slučaju derivati na indekse vlasničkih hartija zauzimaju u globalnoj trgovini samo 21,4%, na derivate na kamatne stope sada otpada 39,5%, derivati na individualne akcije zauzimaju prostor od 26,4%, valutni derivati, 1,5%, a svi robni derivati značajnih 11,2%. Razlika je ogromna, a svakako je najznačajnija činjenica to da je tržište derivata na kamatne stope dominantno i daleko najznačajnije

<sup>39</sup> Prema podacima Futures Industry Association ([www.futuresindustry.org](http://www.futuresindustry.org) >FI Magazine > Issue departement, Sept/Ock 2003 Issue > Will Acworth: "Trading volume: Records Levels of Trading Activity at the Half-Year Mark")

tržište derivata, takođe da je izvanredan značaj tržišta opcija na akcije individualnih firmi, i da tek potom po svom značaju dolazi tržište derivata na indekse cena hartija od vrednosti. Takođe, u ovakvoj računici pokazuje se daleko veći značaj tržišta robnih derivata.

### **6.1. Struktura tržišta derivata prema tipu i po osnovnim “robnim” grupama**

Na globalnom tržištu derivata u prvoj polovini 2003. godine, ukupan obim trgovanja derivatima iznosio 2.419,36 miliona ugovora, i od toga trgovina fjučersima činila je 57,4% i trgovina opcijama 42,6%. Na američkom tržištu obim trgovanja fjučersima i opcijama je približno izjednačen, ali je zato struktura trgovanja na tržištima van SAD asimetrična: trgovanje fjučersima zauzima značajniji deo od 65 procenata, dve trećine ukupnog prometa derivatima na berzama van SAD, dok trgovina opcijama apsorbuje samo 35%. Trgovanje fjučersima na berzama van SAD znatno je veća od trgovine fjučersima na berzama SAD; taj odnos je 64,5% prema 35,5%. Što se tiče trgovine opcijama, dva globalna regiona su približno izjednačena: trgovina opcijama na berzama van SAD apsorbuje 47,6% a na berzama SAD 52,4% od ukupnog svetskog prometa opcija. U globalu, tržište derivata van SAD u prvoj polovini 2003. godine čini 57,4% ukupnog prometa derivata, dok tržište SAD čini samo 42,6%. Tendencije

krupnih globalnih regionalnih promena na tržištu derivata o kojima je ranije bilo dosta govora, ovde se sada ponovo snažno potvrđuju. Vredno je posebno istaći značajno širenje tržišta fjučersa na berzama van SAD, što ukazuje na sve značajniju ulogu tog segmenta globalnog tržišta derivata: od ukupnog obima trgovanja derivatima na svim berzama širom sveta, trgovanje fjučersima na vanameričkim berzama apsorbuje skoro 40 procenata od ukupnog svetskog prometa svih derivata (fjučersa i opcija zajedno).

Ova struktura prometa prema tipu derivata (fjučersi i opcije) na berzama širom sveta (i prema gruboj regionalnoj podeli) predstavlja jednu od dve osnovne podele. Drugu osnovnu podelu, i isto tako jednostavnu strukturu predstavlja podela derivata prema osnovnim oblicima aktive koji čine predmet derivativnih ugovora, podela na finansijske derivate i robne derivate. Razdvajanje dve suštinski različite grupe derivata bazira na dvema isto tako suštinski različitim “robnim” grupama. Na jednoj strani imamo fizičke robe i robne derivate, dok na drugoj imamo “robe” drugačije vrste – finansijske instrumente i finansijske derivate u čijoj su osnovi odnosni finansijski instrumenti. Ranije smo istakli značaj ove podele, a ovde to posebno naglašavamo i ističemo da velika razlika u obimu prometa finansijskih i robnih derivata nikako ne umanjuje ni značaj podele ni značaj prometa robnih derivata u odnosu na promet finansijskih derivata.

Od ukupnog obima trgovanja na berzama derivata daleko najveći deo otpada na finansijske derivate, 2.149,17 miliona ugovora ili 88,8%, dok na robne derivate (robne fjučerse i opcije na robne fjučerse) otpada samo 270,19 miliona ugovora ili samo 11,2%. Značajno je istaći da je relativno učešće robnih derivata na berzama SAD u ukupnom prometu derivata nešto veće nego što je to slučaj na berzama van SAD, i iznosi 11,4% u SAD, prema 10,9% van SAD. Inače smo već videli da je ukupan obim trgovanja derivatima na berzama van SAD veći od obima trgovanja na berzama SAD za približno 38 procenata, s tim da je i obim trgovanja finansijskim derivatima i obim trgovanja robnim derivatima na berzama van SAD veći od odnosnih obima na berzama u SAD (finansijskim derivatima za 35%, a robnim derivatima za 29%).

### **6.2. Struktura tržišta finansijskih derivata prema grupama finansijskih "proizvoda"**

Danas je već ustaljena podela finansijskih derivata prema grupama finansijskih "proizvoda". To su derivati na kamatne stope, derivati na individualne vlasničke hartije od vrednosti, derivati na indekse cena vlasničkih hartija od vrednosti i derivati na strane valute.

Derivati na kamatne stope (*interest rate derivatives*) imaju volumen trgovanja na svim berzama širom sveta od 956,33 miliona ugovora ili 43,8% ukupnog prometa svih finansijskih

derivata. Od toga promet na berzama izvan SAD iznosi 629,27 miliona ugovora ili 65,8% ukupnog prometa *interest rate derivatives* (a to čini 28,8% svetuskog prometa svih finansijskih derivata), dok na berze SAD otpada 327,06 miliona derivata na kamatne stope ili 34,2% ukupnog prometa te vrste derivata (što u odnosu na sve ugovore derivata u svetu čini 15,0%). Drugim rečima, promet derivatima na kamatne stope na berzama van SAD skoro je dvostruko veći od prometa na berzama SAD.

Drugi segmet svetskog tržišta finansijskih derivata čini tržište derivata na vlasničke hartije od vrednosti individualnih firmi - *individual equity derivatives*. Do danas to je daleko najvećim delom tržište opcija na vlasničke hartije od vrednosti (*individual equity options*), i tek poslednjih godina, i za sada u vrlo malom obimu, to je i tržište fjučersa na vlasničke hartije od vrednosti individualnih firmi (*single stock futures*). Ovo tržište u prvoj polovini 2003. godine sa prometom od 638 miliona ugovora zauzima 29,25% svetskog tržišta derivata, a od toga 57% otpada na tržište SAD i 43% na tržište izvan SAD. Tržištem derivata na individualne vlasničke hartije još uvek dominiraju pet američkih berzi opcija.

Treći segment svetskog tržišta finansijskih derivata čini tržište derivata na indekse akcija (*index equity derivatives, options and futures on stock indexes*). Ovo tržište sa prometom od 517,11 miliona ugovora zahvata 24,07% svetskog tržišta derivata, s tim



da je pretežan deo tog prometa realizovan na berzama van SAD (62,86%), a manji deo (37,14%) na berzama SAD. Ono što je posebno karakteristično za ovo tržište, jeste njegova heterogenost u pogledu predmeta, instrumenata trgovanja. Ovaj tržišni segment u sebi objedinjuje dve bitno različite vrste derivata: jednu vrstu čine opcije na indekse vlasničkih hartija od vrednosti, dok drugu vrstu čine fjučersi na indekse vlasničkih hartija od vrednosti. Ove dve vrste derivata su bile predmet trgovanja na dve takođe različite grupe berzi. Opcije na indekse akcija uglavnom su predmet trgovanja na berzama opcija, dok su fjučersi na indekse akcija predmet trgovanja uglavnom na berzama fjučersa. Berze fjučersa trguju i indeksnim opcijama ali u znatno manjem obimu. Kod manjih berzi širom sveta trgovanje ovim dvema grupama derivata nije razdvojeno, tako da statistika koja bi jasno razgraničavala oblike trgovanja derivatima na ovom tržišnom segmentu nema. Ipak, statistike SAD jasno razgraničavaju trgovanje opcijama na fjučerse od trgovanja opcijama na hartije od vrednosti, pa u okviru te podele jasno razgraničavaju trgovnje opcijama na indekse akcija na svih pet berzi akcija od trgovanja fjučersa na indekse akcija na berzama fjučersa.

Poseban segment čini tržište valutnih derivata. To je segment koji na tržištu derivata, na kojem se na organizovan način trguje derivatima (na berzama), zauzima veoma mali prostor, svega 1,7% ukupnog svetskog prometa derivata. Međutim, specifičnost ovog

predmeta trgovine čini ga veoma podesnim za vanberzansko trgovanje, za trgovanje na *over-the-counter markets* (OTC), i promet forvord ugovorima, koji umesto fjučers ugovora predstavljaju važan instrument trgovanja na vanberzanskom tržištu, jeste ogroman. Dodajmo da se danas na pojedina organizovana tržišta - berze - postupno uvodi poseban oblik trgovanja forvord ugovorima.

Ukratko, konstatujemo da je tržište derivata van SAD u najvećoj meri razvijeno kao tržište derivata na kamatne stope (na kamatonosne hartije od vrednosti), i da ono zahvata skoro 50% celokupnog tržišta van SAD. To je istovremeno najrazvijeniji tržišni segment na globalnom tržištu derivata zahvatajući 28,85% ukupnog svetskog prometa svih derivata. U okviru američkog tržišta najrazvijeniji tržišni segment jeste tržište opcija na akcije, a približno istog nivoa razvijenosti, mereno obimom trgovanja, jeste i tržište derivata na kamatne stope.

### **6.2.1. Struktura trgovanja derivatima na kamatne stope**

Na tržištu derivata na kamatne stope u prvoj polovini 2003. godine pretežan deo trgovanja obavljao se na berzama van SAD, budući da od ukupnog obima trgovanja ovom vrstom derivata od 956,33 miliona ugovora 65,8% čini promet na berzama van SAD, a na američkim berzama se trgovalo sa 34,2% ugovora. Pritom, tržište derivata na kamatne stope jeste daleko najvećim delom tržište fjučersa, tj. 83% obima čine fjučers ugovori, a samo

17% se odnosi na trgovanje opcijama. Međutim, ovde je reč pre svega o opcijama na fjučerse kamatnih stopa, i veoma mali, zanemarljiv deo se odnosi na opcije kamatnih stopa. U vezi s ovim segmentom tržišta derivata možemo, takođe, konstatovati ono što smo ranije već utvrdili u analizi, a to je da je tržište fjučersa van SAD znatno veće od američkog tržišta fjučersa; ovde se to posebno potvrđuje budući da od ukupnog svetskog prometa derivata na kamatne stope 58% prometa otpada na fjučerse na kamatne stope na berzama van SAD, dok se na berzama SAD fjučersima na kamatne stope trgovalo sa samo 25% od ukupnog obima trgovanja derivatima na kamatne stope. Ranije smo videli da pretežan deo trgovanja fjučersima na kamatne stope otpada na dve evropske berze (dve grupacije evropskih berzi: EUREX i EURONEXT). Ono što bi ovde bilo još posebno interesantno, odnosilo bi se na ročnu strukturu derivata na kamatne stope, međutim o tome možemo posredno procenjivati na osnovu podataka koji su ranije prezentirani a koji se odnose na promet derivatima na najvećim berzama SAD i Evrope, pre svega. Ovde je vredno dodati barem samo to da je danas tržište derivata na kratkoročne kamatne stope najrazvijenije na berzama SAD, a tu je reč upravo o jednom od najznačajnijih segmenta tržišta novca.

### **6.2.2. Struktura trgovanja derivatima na vlasničke hartije**

Ako je suditi prema obimu trgovanja derivatima na vlasničke hartije od vrednosti (*equity derivatives*) (Tabela 17), dva tržišta, tržište SAD i tržište

van SAD, približno su jednako razvijena. Struktura trgovanja unutar tih tržišta je, znatno različita. Ono što je iz prezentiranih podataka (*Prilog 2*) vidljivo to je da promet derivata na hartije individualnih firmi na berzama SAD promešuje promet iste vrste derivata na berzama van SAD. Obrnuta je situacija u pogledu trgovanja derivatima na indekse vlasničkih hartija od vrednosti: obim trgovanja indeksnim opcijama na berzama van SAD znatno premašuje obim trgovanja istom vrstom derivata na američkim berzama. Druga razlika između ova dva tržišta jeste u razlici koju dve vrste derivata, opcije i fjučersi, igraju na ova dva tržišta. Na američkim berzama daleko veći značaj igraju opcijski ugovori tako da na ovom tržištu 74,6% čini promet opcija i samo 25,4% promet fjučersa; dok na tržištu vlasničkih hartija van SAD na promet opcija otpada 68,2%, a na promet fjučersa 31,8%. Razlika se pokazuje posebno kod derivata na individualne vlasničke hartije, s jedne, i derivata na indekse vlasničkih hartija, s druge strane. Kod derivata na individualne hartije gotovo 100% derivata na berzama SAD jesu opcijski ugovori i samo jedan zanemarljivi deo čine fjučersi. Naprotiv, na berzama van SAD opcijski ugovori čine 92% prometa, a 8% prometa derivata individualnih vlasničkih hartija čine fjučersi. Ova se razlika duguje znatnim razlikama u zakonskoj regulativi trgovanja derivatima na akcije: u SAD je tek krajem 2000. godine dozvoljena mogućnost trgovanja fjučersima na individualne akcije. Razlika između

ova dva tržišta odnosi se i na strukturu trgovanja indeksnim derivatima. Dok na berzama SAD pretežan deo trgovanja indeksnim derivatima čine fjučersi na indekse akcija, dotle na berzama van SAD pretežan deo čini trgovanje opcijama na indekse akcija. Najzad, ukažimo na još jednu razliku koja se neposredno iz samih podataka ne vidi. Tržište derivata na akcije u SAD jeste, mogli bismo reći, koncentrisano i homogeno: ono obuhvata pet velikih berzi opcija i nekoliko snažnih berzi fjučersa. Situacija na tržištu van SAD je suprotna, i sem koncentracije na tržištu derivata Evrope teško je govoriti o drugim koncentrisanim i homogenim tržištima, mada postoji tendencija da se obrazuju novi polovi svetskog tržišta derivata.

### **6.3. Struktura prometa na tržištu robnih derivata**

Tu se radi o derivatima na fizičke robe koje su grupisane u četiri grupe: poljoprivredni proizvodi, metali, plemeniti metali i energenti. Reč je o robnim fjučersima i opcijama na robne fjučerse, pri čemu ogroman deo prometa otpada na fjučers ugovore i samo jedan manji deo na opcije fjučersa. Međutim, i taj mali procenat prometa opcija na robne fjučerse veoma je značajan jer kompletira gamu "proizvoda" koji služe pre svega zaštititi robnog prometa (hedžingu) od neželjenih dejstava fluktuacija cena roba, i istovremeno povećanju obima spekulativnih transakcija koje umnogome doprinose visokoj likvidnosti robnih tržišta. Videli smo da je obim

prometa na berzama robnim derivatima relativno mali, ali u apsolutnom iznosu radi se o izvanredno velikom prometu, s tim da se promet na najvećim svetskim berzama robnih derivata stalno povećava, a njihov značaj u regulisanju cena odnosnih roba u svetskim razmerama izvanredno je narastao.

Mora se istaći činjenica da je danas tržište robnih derivata na berzama van SAD veće od američkog. Naime, u prvom polугоđu 2003. od ukupnog obima svetskog prometa robnim derivatima preko 152 miliona ugovora iznosio je promet na berzama van SAD, dok je na berzama SAD iznosio 118 miliona; u procentima to je 56,3% prema 43,7%. Ovakav odnos obima prometa robnim derivatima na američkim i neameričkim berzama predstavlja značajnu promenu, budući da je u prethodnoj 2002. godini taj odnos bio 52,3% prema 47,7%.<sup>40</sup>

Uz promene u globalnoj regionalnoj strukturi ukupnog prometa robnih derivata, dolaze i promene u globalnoj strukturi derivata po robnim grupama. Na tržištima robnih derivata u prvom polугоđu 2003. najveći deo otpada na derivate energetske proizvoda: 113,14 miliona ugovora od ukupno 270,19 miliona robnih derivata ili 41,9%. Od toga približno jedna polovina otpada na promet derivata na energente na robnim berzama u SAD (57,40 miliona ugovora ili 50,9%, ili u odnosu na sve robne derivate u svetu 21,24%) a druga polovina na berze van SAD (55,74 miliona ili 49,1%, ili u odnosu na sve

---

<sup>40</sup> Prema podacima FIA.

robne derivate u svetu 20,63%). Na agrarne proizvode dolazi promet od 84,40 miliona robnih derivata ili 31,2%, i od toga 59,3% (18,5%) otpada na berze u SAD, a 40,7% (12,72%) na berze van SAD. Što se tiče prometa metala, obojenih i plemenitih, situacija je znatno drugačija. Od ukupno 73,54 miliona na promet na neameričkim berzama otpada 62,09 miliona ili 84,43% (22,98%), a na američke samo 15,57% (3,91% u ukupnom svetskom prometu robnih derivata). Kada je reč posebno o prometu neplemenitih metala, onda je situacija još asimetričnija. Naime, 96% prometa derivata na neplemenite metale obavlja se na berzama van SAD, a samo 4% na berzama SAD.

Izuzimajući derivate na agrarne proizvode, drugi robni derivati u znatno većoj meri su predmet trgovanja na berzama van SAD ili se njima trguje barem isto toliko koliko i na berzama SAD. Ukupan obim trgovanja robnim derivatima na berzama van SAD čini veći deo trgovine tom vrstom derivata u prvoj polovini 2003. godine.

## **7. NOVINE - INDIVIDUAL (SINGLE) STOCK FUTURES I SWAP FUTURES**

Na kraju ukažimo na značajne inovacije koje se dešavaju na tržištima derivata poslednjih godina, na pojavu novih derivata čije će uvođenje u narednom periodu imati, sasvim izvesno, veliki značaj za dalji razvoj tih tržišta i, najverovatnije, uticati na tešnje povezivanje organizovane (berzanske) trgovine i vanberzanske

trgovine na OTC tržištima. Reč je o dvema inovacijama: jedna se odnosi na razvijanje i uvođenje fjučersa na individualne akcije, a druga na fjučerse svopova. Što se tiče prve inovacije, ona već danas može da se okvalifikuje kao uspešan početak, dok u slučaju uvođenja fjučersa na svopove lansiranje ide znatno sporije.

### **7.1. Jedna novina se odnosi na *single stock futures***

Ono što je novina u svetu derivata to je pojava **fjučersa na akcije individualnih firmi** - *single stock futures*. Naime, na berzama širom sveta uspešno se trguje fjučersima na indekse akcija (*index equity futures*) i tržište tih derivata zauzima značajno mesto u strukturi globalnog tržišta derivata. Fjučersi na akcije individualnih firmi (*individual equity futures*) još od vremena lansiranja prvih finansijskih derivata, nisu zaživeli na američkim berzama. Razlog treba tražiti u činjenici da je posebnim zakonskim aktom u SAD bilo zabranjeno lansiranje i trgovanje fjučersima na individualne akcije, a jedan od razloga jeste i to da dve ključne institucije u SAD koje svojim aktima i delatnošću regulišu trgovanje hartijama od vrednosti i derivatima (SEC i CFTC) nisu postigle saglasnost u pogledu kompetencija o regulisanju posebnog tržišta fjučersa individualnih akcija za slučaj da se njihovo lansiranje odobri. Takozvanim Shad-Johnsonovim zakonom (*Shad - Johnson Accord*) izglasanim u Kongresu SAD 1982. godine u praksu trgovanja na finansijskim berzama po prvi put su

uvedeni fjučersi na akcije, ali je tim sporazumom precizirano da se fjučersi odnose isključivo na indekse akcija (stock-index futures), ali ne i na pojedinačne akcije. Zakonska regulativa u drugim zemljama nije tako striktno regulisala materiju trgovanja derivatima kao što je bio slučaj u SAD, pa samim tim nije uopšte ni isključivala mogućnost lansiranja te nove vrste derivata. I upravo zahvaljujući okolnosti da u drugim zemljama zakon nije zabranjivao uvođenje fjučersa na individualne akcije, taj se derivat pojavio najpre na berzama izvan SAD. Prema našim saznanjima prvi put je lansiran na Hongkonškoj berzi, Hong Kong Exchanges and Clearing - HKEx, 1995. godine, a eksperimentisanje sa lansiranjem istog tog derivata započeto je 1996. godine i na Budimpeštanskoj berzi akcija - Budapest Stock Exchange. Od tog vremena taj derivat je lansiran na 15 berzi širom sveta.

Na berzama SAD lansiran je tek novembra 2002. godine, a osnovu lansiranja predstavljao je Commodity Futures Modernization Act of 2000 donet krajem 2000. godine. Tim se aktom, između ostalog, ukida zabrana postavljena Shad-Johnsonovim zakonom i dozvoljava se mogućnost lansiranja fjučersa na singl akcije, a regulišu se kompetencije i odnosi dve meritorne vladine agencije, SEC i CFTC. Polazeći od tog akta, formirane su dve berze (OneChicago i NasdaqLiffeMarkets) na kojima je novembra 2002. godine započela trgovina ovim derivatom. Od tada promet fjučersima na akcije veoma brzo raste na tržištu SAD.

U Tabeli 13. prezentiramo spisak 14 berzi na kojima se trguje fjučers ugovorima na individualne akcije u 2002 godini, uz napomenu da je promet fjučersima na akcije u 2001. godini iznosio 15 miliona ugovora, da bi se već u 2002. duplirao na 32 miliona ugovora. Od navedenih 14 berzi na kojima se danas trguje fjučersima na singl akcije, MEFF<sup>41</sup> je na prvom mestu prema obimu trgovanja individualnim akcijskim fjučersima, koje po prvi put uvodi u berzansku trgovinu 2001. sa prometom od 8,77 miliona ugovora, da bi povećala promet u 2002. na 12,65 miliona i u 2003. na 12, 49 miliona ugovora.

Među navedenih 14 berzi dve su američke berze: OneChicago<sup>42</sup> i Nasdaq Liffe Markets<sup>43</sup>. Na tim se berzama trguje fjučersima na singl

---

<sup>41</sup> MEFF, Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros en Espana (Spanish Official Exchange for Financial Futures and Options), je započela trgovanje finansijskim derivatima 1989. godine, a fjučerse na individualne indekse uvodi u promet 2001. godine. MEFF od 2002. deluje u sastavu Grupo de Mercados Financieros.

<sup>42</sup> OneChicago je elektronska berza odlučna u nastojanju da postane globalni lider na tržištu fjučersa na individualne akcije. Ona je rezultat zajedničkih ulaganja (joint venture) prvih svetskih berzi opcija i fjučersa: CBOE, CME i CBOT. članovi ove tri berze su automatski članove i OneChicago, tako da trgovinu na njoj mogu obavljati preko već postojećih računa na nekoj od pomenute tri berze.

<sup>43</sup> Nasdaq Liffe Markets je u potpunom vlasništvu kompanije Euronext.liffe, a kao elektronska berza jeste prva američka berza koja je započela trgovanje fjučersima na individualne akcije.

## FINANSIJE

akcije koje se kotiraju na NYSE, AMEX i NASDAQ<sup>44</sup>, a odnosni fjučers ugovori su standardnog obima - 100 deonica akcije individualne firme. Iako su na ove dve berze odnosni fjučersi uvedeni tek novembra 2002. godine, trgovanje fjučersima na individualne akcije imalo je veoma brz rast,

posebno na berzi OneChicago. Na ovoj berzi je promet u 2003. dostigao nivo od 1.488.573 ugovora, s tim da je rast po mesecima bio veoma dinamičan. Tako je u decembru 2003. promet iznosio 337.448 ugovora što je za 243% više od prometa u decembru 2002. godine.

**Tabela 13<sup>45</sup>. Obim trgovanja fjučersima na individualne akcije u 2002. godini (u milionima ugovora) i godina lansiranja**

Berza	Obim trgovanja	Godina lansiranja
1. MEFF	12,66	2001
2. NationalStock Exchange of India	8,56	2001
3. Euronext.Liffe	3,94	2001
4. Euronext.Lisboa	2,93	1996
5. South Africa Futures Exchange	2,22	2001
6. Stockholmborsen (OM)	1,29	1997
7. Budapest Stock Exchange	0,45	1999 (1996)
8. One Chicago	0,15	2002 novembra
9. NasdaqLiffeMarkets	0,07	2002 novembra
10. Italian Derivatives Markets	0,06	2002
11 Euronext. Amsterdam	0,04	2000
12. Sydney Futures Exchange	0,03	2001
13 Hong-Kong Exchanges & Clearing	0,02	1995
14. Singapore Exchange	0,01	2001
15. Bourse de Montreal je uvela 2001 i već 2002 prestala s trgovinom.		

Skorim promenama u regulativi SAD i uvođenju fjučersa na singl akcije na američkim berzama pridaje se veliki

značaj, i očekuje se brz rast prometa ovom vrstom ugovora. Ova očekivanja baziraju na uverenju da se uvođenjem

<sup>44</sup> NASDAQ, od 1971. godine prva američka i svetska elektronska berza akcija, danas najveće elektronsko tržište akcijama koje na svojoj listi ima približno 3.600 najinovativnijih kompanija sveta. Informacije dostavlja na preko 1,3 milion korisničkih adresa u 83 zemlje.

<sup>45</sup> Izvor podataka o obimu trgovanja: FIA, *FI Magazine* - March/April 2003, Galen Burghardt: "Just Another Record Year" (videti na web site [www.futuresindustry.org](http://www.futuresindustry.org)). Podaci o godini lansiranja za svaku berzu posebno dobijeni su sa web-site odnosne berze.

fjučersa na single akcije obezbeđuje nužna neposredna veza između dve vrste finansijskih tržišta - tržišta hartija od vrednosti i tržišta fjučersa – veza koja je postojala samo posredno preko fjučersa na indekse akcija.

### 7.2. Druga novina se odnosi na *swap futures*

Kada je reč o uvođenju fjučersa na svopove potrebno je reći barem nekoliko reči o značaju i veličini vanberzanskog tržišta, tj. o obimu trgovanja derivatima u vanberzanskoj trgovini, o trgovanju tzv. OTC derivatima u koje spadaju i OTC svopovi. Najjednostavnije ćemo to učiniti ako uporedimo globalno organizovano (berzansko) tržište derivata i tržište OTC derivata. Prema podacima Banke za međunarodna poravnanja (Bank for International Settlement - BIS)<sup>46</sup> kombinovana vrednost svetske berzanske trgovine derivatima na kamatne stope, indekse akcija i valute u prva tri kvartala 2003. godine iznosila je približno: 195.000 milijardi dolara u I, 245.000 milijardi dolara u II, i 223.000 milijardi dolara u III kvartalu. Te iste 2003. godine globalna vrednost otvorenih pozicija (outstanding amount) svih OTC derivata na kraju prvog polugođa iznosila je približno 170.000 milijardi dolara. Ovo jednostavno poređenje jasno govori o tome da je OTC tržište ogromno i da je obim trgovanja OTC derivatima veličina približno istog reda kao i veličina trgovanja derivatima na organizovanim tržištima (exchange-traded derivatives). Ovome treba dodati još jedan veoma jak argument u prilog

ogromnog značaja tržišta OTC derivata. Naime, tržište OTC derivata se razvija takvom brzinom da gotovo prevazilazi dinamiku kojom se razvijalo tržište finansijskih derivata u vreme njihovog uvođenja u periodu od sredine 1970-ih do kraja 1990-ih godina. Ta izvanredna dinamika posebno se odnosi na OTC derivate na kamatne stope (OTC interest rate derivatives), a u okviru ove kategorije pre svega na OTC svopove na kamatne stope<sup>47</sup> (OTC interest rate swaps). Podaci sledeće tabele to najbolje ilustruju:

<sup>47</sup> OTC svop na kamatne stope (OTC interest rate swap) jeste sporazum (ugovor) u koji ulaze dve strane i prema kojem se svaka strana saglašava da izvrši periodična plaćanja (obično polugodišnje) drugoj strani, a na bazi nekog utvrđenog iznosa uslovne glavnice. Iznos glavnice jeste uslovan zato što ne postoji potreba razmene stvarnog iznosa glavnice realizovane u nekoj jednovalutnoj transakciji. Određeni iznos uslovne glavnice se zahteva da bi se mogli obračunati stvarni novčani iznosi koji se periodično razmenjuju. Najobičnija forma kamatnog svopa jeste ona pri kojoj se serija plaćanja, koja vrši jedna strana (fixed leg), obračunata primenom fiksne kamatne stope na iznos uslovne glavnice, razmenjuje za seriju (tok) plaćanja, koja vrši druga strana (floating leg), s tim da se ova slično obračunava ali upotrebljavajući promenljivu (ili plivajuću - floating) kamatnu stopu. Ovo je svop u kojem se na osnovi uslovne glavnice razmenjuju plaćanja na bazi fiksirane, s jedne strane, i, s druge strane, promenljive kamatne stope - *fixed-for-floating interest rate swap*. Ovaj jednostavan oblik svopa nosi naziv "čista vanila" (*plain vanilla*). Fiksna kamatna stopa se često određuje kao marža (spread) iznad tekuće kamatne stope neke nerizične državne hartije od vrednosti (na primer Trezora SAD) i naziva se **stopa svopa** (*swap rate*), dok se plivajuća kamatna stopa često određuje prema i fluktuirira sa (3-mesečnim) LIBOR-om. Promenljiva kamata, kao i fiksna kamata uostalom, se normalno plaća pri kraju svakog perioda ali se određuje na bazi LIBOR-a s početka svakog odnog perioda. Vremena za koja se utvrđuju plivajuće stope nazivaju se "rešet dates", a vreme trajanja svopa "tenor".

<sup>46</sup> "International Banking and Financial Market Developments", *Quarterly Review*, BIS, December 2003, p.p. 39, 46.

## FINANSIJE

**Tabela 14<sup>48</sup>: Globalna vrednost otvorenih pozicija (outstanding amounts) OTC kamatnih svopova na kraju polugođa (u zagradi) odnosnih godina, u milijardama dolara\***

Godina (polugođe)	1987 (II)	1997 (II)	2001 (II)	2002 (I)	2002 (II)	2003 (I)
OTC kamat svopovi	626	22.291	58.897	68.234	79.120	94.583
Svi OTC derivati		111.178	127.509	141.679	169.678	
% Kamatni svopovi		52,89%	53,51%	55,58%	55,74%	

Podaci Tabele 14. pokazuju da je obim trgovanja kamatnim OTC svopovima za 16 godina (od 1987. do 2003) porastao za preko 150 puta, za poslednjih 6 godina za približno 4,5 puta, a da je za poslednjih godinu i po dana vrednost prometa kamatnih svopova na OTC tržištu porasla za preko 60%. Dodajmo ovim podacima još i ove značajne činjenice: u 2003. godini 43% vrednosti prometa kamatnih OTC derivata denominovano je u evrima, 29% u dolarima, nešto preko 14% u jenima i ostalih 13,5% u ostalim valutama. Ove su činjenice utoliko važne ukoliko pokazuju značaj pojedinačnih valuta u trgovanju na globalnom OTC tržištu, a samim tim ukazuju i na rastuću potrebu da se upravo na tržištima Evrope i SAD pristupi organizovanom (berzanskom) trgovanju svopovima na kamatne stope.

Imajući u vidu upravo ove činjenice najveća američka berza derivata na dugoročne kamatne stope

(na dugoročne kamatonosne hartije od vrednosti), CBOT, i druga najveća evropska berza istih derivata, LIFFE, poslednjih godina uvode fjučerse na kamatne svopove. Interesantno je navesti agrumentaciju i jedne i druge berze. Pre svega u analizama CBOT-a se najpre konstatuje enorman rast tržišta OTC svopova na kamatne stope: "OTC tržište kamatnih svopova doživelo je rast bez presedana tokom poslednje dekade. Podaci pokazuju da je uslovna glavnica otvorenih pozicija za kamatne svopove (*national principal of interest rate swap outstanding*) pri kraju 1990. godine bila gotovo ista kao i vrednost otvorenih pozicija po osnovu transakcija instrumentima duga Trezora SAD (*the amount of U.S. Treasury debt outstanding*), a oba ova tržišta su bila nešto veća od 2.000 milijardi dolara. Ali, dok je obim tržišta Trezora dostigao svoj maksimalni iznos 1996. i 1997. na nivou od 3.000 milijardi dolara i zatim počeo da se smanjuje, dotle je tržište kamatnih svopova nastavilo da raste da bi krajem prvog polugođa 1997. godine dostiglo nivo od 14.000 milijardi dolara. U tom istom periodu drugi oblici dugovnih instru-

<sup>48</sup> Izvor podataka ISDA (International Swaps and Derivatives Association) za 1987. i 1997. godinu; BIS za 2001. do 2003.



menata podložnih riziku takođe su doživeli stabilan rast na tržištu hipotekarnih finansijskih instrumenata i tržištu korporacijaskih instrumenata duga.”<sup>49</sup> Dakle, enormno narastanje tog tržišta predstavljalo je izuzetan izazov. A s druge strane, mogućnosti upravljanja rizikom na OTC tržištu derivata, posebno kreditnim rizikom, znatno su manje budući da na tom tržištu ne postoje adekvatni instrumenti zaštite od rizika kao što je to slučaj kod organizovanog trgovanja na berzama. “Izvestan broj oruđa za upravljanje rizikom stoje na raspolaganju korisnicima kratkoročnih svopova (short-dated swaps). Tržišta likvidnih fjučersa na evrodolare (Eurodollar futures) i sporazuma o kamatnim forvord stopama (Forward Rate Agreements - FRA) dokazali su se kao efikasna sredstva. Međutim, za korisnike dugoročnih svopova (long-dated swaps) - 5 godina i više - repertoar alternativa za zaštitu od rizika od ulaska u svop transakcije (for hedging swap risk) značajno se smanjuje. I to je upravo ona potreba koju je CBOT zacrtao da zadovolji lansiranjem 5-godišnjeg i 10-godišnjeg fjučers ugovora na kamatni svop (5-year and 10-year interest rate swap futures).”<sup>50</sup>

Nešto su drugačija objašnjenja koje daje LIFFE. “Potreba za nekim fjučersom na obvezice kojim bi se trgo-

valo na berzi a koji bi se upravljao prema krivoj prinosa na OTC svop (an exchange-traded bond futures referenced against the swap - inter-bank - curve) postaje neodoljiva. Fjučers ugovor na svop (*Swapnote futures contract*), koji je kao jedinstven derivativni instrument lansirala Euronext.liffe, zadovoljava upravo ovu potrebu. Jedan od glavnih efekata uvođenja Evropske monetarne unije bilo je smanjenje važnosti tržišta državnih obveznica kao mehanizma otkrivanja cena instrumenata duga s fiksnim prinomom. Pošto je odgovornost za kreiranje monetarne politike prešla s nacionalnih vlada na Evropsku centralnu banku, odnosno državne obveznice izgubile su svoj status nerizičnih obveznica (risk-free status) i, s tim, status repernih obveznica (benchmark status). Dalje, redukovanje emitovanja instrumenata državnog duga unutar evro-zone izazvalo je povećani pritisak na tržišta državnih obveznica, aktuelizirajući pitanje koje je narastalo tokom njihove tradicionalne uloge u okviru tržišta kapitala. Kriva prinosa na svopove je preuzela ulogu otkrivanja cena za dugovne hartije od vrednosti, što je snažno demonstrirano jakom korelacijom između prinosa na svopove i prinosa na ne-državne hartije od vrednosti s fiksnim dohotkom.”<sup>51</sup>

Euronext.liffe je lansirala fjučerse na kamatne svopove marta 2001.

---

<sup>49</sup> *CBOT Interest Rate Swap Complex - Swap Futures Reference Guide*, Board of Trade of the City of Chicago, Inc., 2001.

<sup>50</sup> Isto

---

<sup>51</sup> “Background to Swapnote”, Euronext.liffe

godine, i to Two-Year, Five-Year i Ten-Year Swapnote Futures Contracts. (Dodajmo da su tada lansirane i opcije na odnosne kamatne fjučers svopove.) Odnosni fjučers svopovi su denominovani u evrima i, posebno, u dolarima, s tim da je uspeh u dolarima denominovanih fjučersa na svopove neznatan. Lansiranje fjučersa na kamatne svopove (denominovanim u dolarima) na CBOT ostvareno je ubrzo po lansiranju istih na Euronext.liffe. Naime, oktobra 2001. lansiran je 10-godišnji fjučers ugovor na kamatne svopove (10-Year Interest Rate Swap Futures Contract), da bi juna 2002. bio lansiran 5-godišnji fjučers na kamatne svopove (5-Year Interest Rate Swap Futures Contract).

Kada su u pitanju fjučersi na kamatne svopove lansirani na CBOT navedimo samo neke njihove odredbe. Pre svega, uslovna nominalna vrednost (notional par value) od 100.000 dolara jeste jedinica trgovanja (i 5-godišnjim i 10-godišnjim) fjučers ugovorom na kamatni svop, i reprezentuje onu stranu kamatnog svopa koja isplaćuje fiksnu kamatu i koja polugodišnja plaćanja fiksne kamate zamenjuje za plaćanja plivajuće (floating) kamate. Fiksna plaćanja baziraju na uslovnom 6-procentnom kuponu, dok se plivajuća ravnaju prema 3-mesečnom LIBOR-u. Poravnanja se vrše u gotovom novcu (cash settlement), a na bazi fjučers cene koja se određuje po utvrđenoj metodologiji uz upotrebu repernih

kamatnih stopa ISDA-e koje se redovno publikuju preko Reutersa.

Fjučersi na kamatne svopove kojima se trguje na Euronext.liffe (Swapnote Futures Contract) slični su odnosnom fjučersu kojim se trguje na CBOT. Razlike između ova dva derivata, prirodno, postoje između ostalog i u metodologiji obračuna njihove prave vrednosti (fair value), metodu poravnanja (settlement), kao i u upotrebi repernih stopa ISDA-e. Ono što je, međutim, suštinski isto kod oba tipa derivata jeste to da se radi o derivatima kojima se trguje na organizovanom tržištu (exchange-traded derivatives), i da se njihov kliring vrši centralizovano preko klirinških kuća. U tom pogledu oba derivata se mogu tretirati kao fjučersi na dugoročne obveznice ili fjučerse na druge srednjoročne ili dugoročne kamatonosne instrumente (kao što je na primer Eurodollar Futures). U tom smislu možemo citirati jednostavnu definiciju koja se daje za fjučers na kamatni svop na berzi Euronext.liffe: "Swapnote je fjučers na obveznicu koja se odnosi na svop tržište. Njome se trguje na berzi a čisti se (clears) preko klirinške kuće. Kao takav može se posmatrati kao fjučers ugovor na obveznicu čija se (fjučers) cena utvrđuje prema krivoj prinosa svopa."<sup>52</sup>

---

<sup>52</sup> *Trading Swapnote*, Euronext.liffe, oktobar 2003.

## FINANSIJE

**Tabela 15<sup>53</sup>. Obim trgovanja fjučersima na kamatne svopove za Euro (LIFFE) i U.S. dollar (CBOT) u hiljadama ugovora**

Berza	Euronext.liffe (Euro)			C B O T (US\$)			T O T A L		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Derivat/God									
2 - year	686	977	581	-	-	-	686	977	581
5 - year	1.502	1.438	1.022	0	53	110	1.502	1.491	1.132
10 - year	1.967	1.614	1.031	59	662	1.040	2.026	2.276	2.071
Total	4.155	4.129	2.634	59	715	1.150	4.214	4.844	3.784

Na kraju ukažimo na rezultate lansiranja ovih derivata. Prema podacima Tabele 15, lansiranje fjučersa na svopove bilo je veoma uspešno na Euronext.liffe. Naime, obim trgovanja na ovoj berzi, mereno brojem fjučers ugovora, već u prvoj godini premašio je 4,1 milion ugovora. I u drugoj, 2002. godini trgovalo se sa približno 4,1 miliona ugovora, što se takođe može smatrati velikim uspehom. Međutim, u 2003. godini obim trgovanja je nešto smanjen, i iznosio je nešto preko 2,6 miliona ugovora. Smanjenje u obimu trgovanja zahvatilo je sva tri fjučersa na svopove, ali je ono ipak najznačajnije kod svop fjučersa sa rokom dospeća od dve godine. Razlog tome verovatno leži u činjenici da za hedžing kamatnih svopova koji se realizuju na OTC tržištu već postoje efikasniji instrumenti na tržištu fjučersa. No, optimizam u pogledu daljeg rasta trgovine fjučersima na kamatne svopove koji postoji na berzi izražen je konstatacijom da se već oktobra 2003. godine trgovalo 10 milionitih fjučers ugovorom, i da je time

postavljen kamen-temeljac trgovanju fjučersima na svopove. Što se tiče obima trgovanja fjučersima na svopove na Čikaškoj robnoj berzi (CBOT) situacija je znatno drugačija. Naime, lansiranje fjučersa sa 10-godišnjim rokom dospeća nije bilo spektaklarno; obim trgovanja bio je značajno manji nego na Londonskoj berzi LIFFE. Ni u 2003. taj se obim nije značajno uvećao, i to posebno važi za fjučers sa rokom dospeća od pet godina. (Fjučers na kamatni svop s dvogodišnjim rokom uopšte nije ni lansiran.) Međutim, obim prometa ipak permanentno raste, pa je za očekivati da će tek narednih godina u punoj meri doći do izražaja prava vrednost ove vrste derivata.

### 7.3. Sinteza tržišta kapitala i derivata

U vezi s poslednjim inovacijama na tržištu derivata o kojima je bilo reči u ovoj poslednjoj tački eseja, o inovacijama koje za sada još nisu unele bitne izmene u strukturu trgovanja na globalnom tržištu derivata, budući da je obim trgovanja ovim derivatima još uvek zanemarljiv u odnosu na ogroman obim

<sup>53</sup> Izvor: Podaci sa web-site a berzi Eutonext.liffe i CBOT.

## FINANSIJE

globalnog tržišta derivata kojima se trguje na organizovanim tržištima (na berzama), vredno je ponoviti i posebno istaći dva momenta: Prvi se moment odnosi na fjučerse na singl akcije. Ovom inovacijom otvoren je put ka neposrednoj sintezi tržišta akcija i tržišta derivata na akcije. Prvi korak je u tom pravcu učinjen uvođenjem fjučersa na indekse opcija, ali je sada učinjen odlučujući korak u sintezi tržišta kapitala. Drugi se moment odnosi na fjučerse na kamatne svopove. Njihovim lansiranjem učinjen je prvi korak u pravcu objedinjavanja berzanske i vanberzanske, OTC trgovine. S obzirom na ogromne dimenzije i jednog i drugog tržišta stvoreni su uslovi za jedan potpuno novi talas razvoja i dinamizacije globalne trgovine. Istovremeno, za ogromne tokove trgovanja koji su u vanberzanskoj trgovini samo delimično bili regulisani i kontrolisani, ovime se stvara mogućnost da i oni dođu pod organizovanu kontrolu sistema trgovanja po principu potpunog kliringa kao

što je to slučaj sa berzanskim trgovanjem. I, što je takođe veoma značajno, uvođenjem fjučersa na kamatne svopove konačno se u osnovi zaokružuje sistem kamatnih derivata, sistem derivata na kamatne stope. Naime, derivati na kamatne stope koji su za svoj osnovni predmet (underlying product) imali obveznice ili neke druge kamatatonosne instrumente tržišta novca ili kapitala, ti su derivati u suštini bili kamatni derivati samo posredno, i to tako da je prinos po osnovu tih instrumenata neposredno zavisio od cene instrumenta, tj. od cene obveznice, a samo posredno od promene kamatnih stopa. S uvođenjem fjučersa na kamatne svopove, kamatna stopa neposredno postaje element cene svop fjučersa, a prinos po osnovu tog instrumenta neposredno je određen samom kamatnom stopom. Po našem uverenju, tek ovaj moment kompletira sintezu tržišta kapitala i tržišta derivata i omogućuje u budućnosti dalji snažan razvoj tržišta derivata.

*Prilog 1.*

### Worldwide Derivatives Exchanges Ranked by Total Volume jan- jun 2003<sup>54</sup>

Rank F&O	Rank Only F	Exchange	Futures & Options	Futures only	% Futures
1	9	KOREA STOCK EXCHANGE	1,405,786,455	33,392,012	2.38%
2	1	EUREX	524,403,336	350,544,898	66.85%
3	4	EURONEXT	352,695,059	137,612,324	39.02%
4	2	CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE	315,027,698	255,558,212	81.12%
5	3	CHICAGO BOARD OF TRADE	210,784,599	173,209,436	82.17%
6		CHICAGO BOARD OPTIONS EXCHANGE	134,804,463		0.00%

<sup>54</sup> Futures Industry Association, "Volume Up Strongly in First Half of 2003 - Data" ([www.futuresindustry.org](http://www.futuresindustry.org): Home> Press Centre> Press Releases)

## FINANSIJE

Rank F&O	Rank Only F	Exchange	Futures & Options	Futures only	% Futures
7		INTERNATIONAL SECURITIES EXCH.	107,951,215		0.00%
8	5	MEXICAN DERIVATIVES EXCHANGE	101,536,066	101,536,066	100.00%
9		AMERICAN STOCK EXCHANGE	89,002,930		0.00%
10	6	NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE	68,813,981	56,151,366	81.60%
11	7	BM&F	52,500,450	49,808,974	94.87%
12		PHILADELPHIA STOCK EXCHANGE	48,317,037		0.00%
13	8	THE TOKYO COMMODITY EXCHANGE	45,811,801	45,811,801	100.00%
14		PACIFIC STOCK EXCHANGE	40,168,493		0.00%
15	17	STOCKHOLMSBÖRSEN	34,189,282	11,492,106	33.61%
16	10	LONDON METAL EXCHANGE	34,077,140	32,406,119	95.10%
17	11	SYDNEY FUTURES EXCHANGE	21,791,353	20,374,688	93.50%
18	50	TEL-AVIV STOCK EXCHANGE	18,775,446	6,283	0.00%
19	12	SINGAPORE EXCHANGE	17,645,280	17,531,035	99.35%
20	13	CENTRAL JAPAN COMMODITY EXCH.	17,520,994	17,520,994	100.00%
21	20	MEFF	17,089,541	8,732,503	51.10%
22	14	INTERNATIONAL PETROLEUM EXCH.	16,980,784	16,927,854	99.69%
23	15	SHANGHAI FUTURES EXCHANGE	16,869,980	16,869,980	100.00%
24	24	JSE SECURITIES EXCHANGE	15,547,615	6,714,726	43.19%
25	18	NATIONAL STOCK EXCHANGE OF INDIA	13,082,190	9,941,162	75.99%
26	19	NEW YORK BOARD OF TRADE	12,021,586	9,514,397	79.20%
27	16	OSAKA SECURITIES EXCHANGE	11,949,026	11,949,026	100.00%
28	27	TAIWAN FUTURES EXCHANGE	10,248,576	3,768,818	36.77%
29	26	ITALIAN DERIVATIVES MARKET	9,688,727	4,194,086	43.29%
30	25	BOURSE DE MONTREAL	8,974,362	5,617,359	62.59%
31	22	TOKYO STOCK EXCHANGE	8,031,926	7,458,199	92.85%
32	21	TOKYO GRAIN EXCHANGE	7,538,529	7,532,015	99.92%
33	23	KOREA FUTURES EXCHANGE	6,742,968	6,741,739	99.97%
34	28	HONG KONG EXCHANGES & CLEARING	6,499,223	3,599,054	55.38%
35	29	OSAKA MERCANTILE EXCHANGE	3,002,457	3,002,457	100.00%
36	30	BUDAPEST COMMODITY EXCHANGE	2,131,663	1,800,476	84.43%
37	31	KANSAI COMMODITIES EXCHANGE	1,687,415	1,685,963	99.95%
38	44	OSLO STOCK EXCHANGE	1,673,367	476,969	28.51%
39	33	KANSAS CITY BOARD OF TRADE	1,365,192	1,148,144	84.10%
40	32	TIFFE	1,312,612	1,312,612	100.00%
41	34	BUDAPEST STOCK EXCHANGE	1,117,986	1,117,986	100.00%
42	35	FUKUOKA FUTURES EXCHANGE	1,100,765	1,100,765	100.00%
43	41	HELSINKI EXCHANGES	1,035,456	865,191	83.57%
44	36	MERCADO A TERMINO DE ROSARIO	1,031,572	1,025,470	99.32%
45	37	BROKERTEC FUTURES EXCHANGE	969,259	969,259	100.00%
46	38	WINNIPEG COMMODITY EXCHANGE	947,512	939,594	96.90%
47	39	MALAYSIA DERIVATIVES EXCHANGE	912,407	912,407	100.00%
48	40	YOKOHAMA COMMODITY EXCHANGE	900,824	900,824	100.00%
49	42	ONECHICAGO	685,333	685,333	100.00%
50	49	WIENER BÖRSE	632,485	68,153	10.76%
51	43	MINNEAPOLIS GRAIN EXCHANGE	497,180	478,969	96.38%
52	45	NQLX	468,763	468,763	100.00%
53	46	COPENHAGEN STOCK EXCHANGE	376,309	296,183	78.72%
54	47	NEW ZEALAND FUTURES EXCHANGE	274,783	270,563	98.47%
55	48	MIDAMERICA COMMODITY EXCHANGE	142,298	142,298	100.00%

## FINANSIJE

### Prilog 2<sup>55</sup>. GLOBALNA STRUKTURA DERIVATA 2003 (jan. - jun) u milionima ugovora

	Berze van SAD		Berze SAD		Global	
	Volume	Struct	Volume	Struct	Volume	Struct
Futures	937,83	65,3	498,33	34,7	1.436,16	100,0
Options	1.856,28	77,7	532,69	22,3	2.388,98	100,0
Total Fut&Opt	2.794,11	73,0	1.031,02	27,0	3.825,13	100,0
Futures only						
Interest Rate	554,31	69,8	239,59	30,2	793,90	100,0
Equity Indices	198,71	58,1	143,30	41,9	342,02	100,0
Indiv. Equities	21,87	95,0	1,15	5,0	23,02	100,0
Foreign Curr	13,29	45,3	16,02	54,7	29,31	100,0
Agr. Products	33,68	46,7	41,74	53,3	75,41	100,0
Energy	55,69	54,4	46,64	45,6	102,33	100,0
Precious met	22,54	76,2	7,05	23,8	29,59	100,0
Non-prec met	37,75	95,9	1,60	4,1	39,35	100,0
Other	0,00	-	0,34	99,9	0,34	100,0
Total Futures	937,83	65,3	498,33	34,7	1.436,16	100,0
Options (on futures & on securities) only						
Interest Rate	74,96	46,1	87,51	55,9	162,47	100,0
Equity Indices	1.519,72	96,1	61,15	3,9	1.580,87	100,0
Indiv. Equities	253,19	41,2	361,74	58,8	614,92	100,0
Foreign Curr	5,88	81,6	1,32	18,4	7,20	100,0
Agr. Products	0,69	7,7	8,29	92,3	8,99	100,0
Energy	0,05	0,5	10,76	99,5	10,82	100,0
Precious met	0,13	6,6	1,88	93,4	2,02	100,0
Non-prec met	1,67	99,0	0,02	1,0	1,69	100,0
Other	-	-	0,01	99,9	0,01	100,0
Total Options	1.856,28	77,7	532,69	22,3	2.388,98	100,0
Futures & Options						
Interest Rate	629,27	65,8	327,06	34,2	956,33	100,0
Equity Indices	1.718,43	89,4	204,46	10,6	1.922,89	100,0
Indiv. Equities	275,05	43,1	362,89	56,9	637,94	100,0
Foreign Curr	19,17	52,5	17,37	47,5	36,54	100,0
Agr. Products	34,37	40,7	50,03	59,3	84,40	100,0
Energy	55,74	49,3	57,40	50,7	113,14	100,0
Precious met	22,67	71,6	8,94	22,4	31,61	100,0
Non-prec met	39,42	96,1	1,62	3,9	41,04	100,0
Other	-	-	0,34	99,9	0,34	100,0
TOTAL F&O	2.794,11	73,0	1.031,02	27,0	3.825,11	100,0

### Prilog 2a. GLOBALNA STRUKTURA FINANSIJSKIH I ROBNIH DERIVATA 2003 (jan.-jun)

	Non- US Ex	US Ex	Global		Volume	Struct
	Volume	Struct	Volume	Struct		
Finans deriv	2.641,92 (94,56%)	69,0	913,03 (88,55%)	23,9	3.554,95 (92,94%)	92,9
Robni derivati	152,20 (5,44%)	4,0	117,99 (11,45%)	3,1	270,19 (7,06%)	7,1
Svi derivati	2.794,11 (100%)	73,0 (100%)	1.031,02 (100%)	27,0	3.825,11	100,0

<sup>55</sup> Ovaj je prilog sačinjen na osnovu podataka FIA ("Volume Up Strongly in First Half of 2003 - Data")

Rad primljen. 17.02.2004.

UDK:340.134:336.2(4-672 EU)

UDK:336.241:4(4-672 EU) "1965/2002"

JEL: H21

Stručni članak

# **PREDNOSTI I NEDOSTACI HARMONIZACIJE POREZA NA DOBIT PREDUZEĆA U ZEMLJAMA EVROPSKE UNIJE**

## ***ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF CORPORATE INCOME TAX HARMONISATION IN EU COUNTRIES***

**Dr Jadranka ĐUROVIĆ-TODOROVIĆ**  
**Ekonomski fakultet, Niš**

### **Rezime**

Poreska harmonizacija se posmatra kao ključni nerešeni problem za uspešno funkcionisanje jedinstvenog tržišta. Svakako, najproblematičniji element je oporezivanje dobiti preduzeća.

Poreski sistemi zemalja članica EU su veoma razučeni i ostvarivanje zajedničkog poreskog sistema jedino će biti moguće ako se preduzme svobuhvatna poreska reforma na nivou cele EU. Koncept poreza na dobit preduzeća na nivou EU je počeo da dobija svoj oblik, ali još uvek se nalazi u preliminarnoj fazi. Eksperti vide dve mogućnosti: oporezivanje u svakoj zemlji – članici posebno ili neobavezan sistem zajedničke poreske osnove. I jedan i drugi predlog omogućavaju preduzećima obračunavanje profita po jedinstvenim pravilima i njegovu podjednaku raspodelu širom EU uz oporezivanje u zemljama-članicama po različitim poreskim stopama.

**Ključne reči:** PORESKA HARMONIZACIJA; OPOREZIVANJE DOBITI PREDUZEĆA; PORESKA REFORMA; PORESKA OSNOVA.

### *Summary*

*Tax harmonisation is viewed as one of the main outstanding issues for a well functioning Single Market. Probably the most uncertain element at this stage is corporate taxation. Member state tax systems are widely heterogeneous, and a more common European tax system will only be possible as a result of comprehensive European tax reform. The concept of an EU corporate tax system is beginning to take shape, but the thinking is still in a very preliminary phase. Experts see two possibilities: Home State Taxation or Optional Common Base Taxation. Both proposals would allow companies to compute their EU profits under a single set of rules and to apportion those profits EU-wide to be taxed in the individual member states.*

**Key words:** TAX HARMONISATION; CORPORATE TAXATION; TAX REFORM; BASE TAXATION.

### UVOD

Porez na dobit preduzeća pripada grupi neposrednih ili direktnih poreza. Direktnim porezima, sa aspekta prevaljivosti, smatraju se oni porezi koji se neposredno naplaćuju od poreskih obveznika, tj. koji se ne mogu mehanizmom cena prevaliti na drugo lice. S druge strane, direktnim porezima, sa aspekta individualne poreske snage poreskog platca, smatraju se oni porezi koji neposredno pogađaju imovinu, dohodak ili prihod poreskog obveznika, odnosno koji se plaćaju pre trošenja dohotka, tj. “na izvoru”.

U zemljama EU učinjen je značajan napredak po pitanju harmonizacije posrednih, odnosno indirektnih poreza. Naime, došlo je do značajnog približavanja u oporezivanju potrošnje, tako da su na zavidnom nivou usaglašeni

carinski sistemi ovih zemalja i problematika poreza na dodatu vrednost (PDV).

Međutim, sfera direktnog oporezivanja ostala je pod ingerencijom svake zemlje ponaosob. Raznolikost poreskih sistema zemalja-članica EU predstavlja značajnu prepreku konkurentnosti evropske industrije, usled postojanja visokih troškova žalbi (*compliance costs*), dvostrukog oporezivanja i regulacije protekcionizma. Zbog toga su se lideri zemalja EU složili na sastanku u Lisabonu, održanom u 2000. godini, da reforma poreza na dobit preduzeća treba da predstavlja prioritet u njihovom političkom delanju, s obzirom da EU ima aspiracije da postane najkonkurentnija ekonomija u svetu do 2010. godine. Harmonizovan poreski sistem imao bi sledeće osobine: ujednačenost, neutralnost, efikasnost, jednostavnost, transparentnost, itd.



## FINANSIJE

### TEKUĆA SITUACIJA OPOREZIVANJA DOBITI PREDUZEĆA U ZEMLJAMA EU

Zemlje-članice EU imaju punu kontrolu nad formulisanjem i implementacijom politike poreza na dobit preduzeća. U osnovi, poreska politika se posmatra kao bazični prerogativ nacionalnog suvereniteta jedne zemlje, zbog čega nije pod kompetencijom zajednice. Zbog toga u EU egzistira 15 različitih poreskih sistema.

U poslednje dve decenije zapaža se trend, što se može videti iz Tabele 1, da je došlo do smanjenja nominalnih stopa poreza na dobit preduzeća u EU i da je praksa multiplikacije poreskih stopa nestala. Međutim, između zemalja postoje velike razlike u visini poreskih stopa. Po pravilu, poreska stopa u 2001. godini varirala je u proseku od 25% do 35%, sa izuzetkom Irske gde je zabeležena stopa poreza na dobit preduzeća od 10% i Belgije, gde se beleži drugi ekstrem, tj. poreska stopa u ovoj zemlji je 39%.<sup>1</sup>

**Tabela 1. Stopa poreza na dobit preduzeća u EU i SAD (%)**

Zemlja	1980.	1985.	1990.	1994.	1997.	1999.	2001.	2002.*
<i>Belgija</i>	48	45	43	40.17	41.17	39	39	30
<i>Danska</i>	37	50	40	34	34	32	30	30
<i>Nemačka</i>	61-44	61-44	50-36	45-30	45-30	40	25	25
<i>Španija</i>	33	33	35	35	35	35	35	35
<i>Grčka</i>	49	49	46	40	40	40	37.5	35
<i>Francuska</i>	50	50	37-42	33	36-41	33.33	33.33	33.33
<i>Irska</i>	45	50-10	43-10	40-10	36-10	10	<b>10</b>	10
<i>Italija</i>	36.3	47.8	47.8	52.2	53.2	37	36	34
<i>Luksmeb.</i>	45.5	45.5	39.4	33.3	32	30	30	22
<i>Holandija</i>	46	42	35	35	35	35	35	34.5
<i>Austrija</i>	61-38	61-38	61-38	34	34	34	34	34
<i>Portugal</i>	51-44	51-44	39.6	39.6	39.6	34	32	30
<i>Finska</i>	50	50	40	25	28	28	29	29
<i>Švedska</i>	40	52	52	28	28	28	28	28
<i>Vel. Brit.</i>	52	40	35	33	31	30	30	30
<b>SAD</b>	/	/	/	/	/	35	35	34

*Izvor:* Lannoo Karel, Levin Mattias, op. cit., str.3

\* Alicia Martinez-Serrano, "Ben Patterson, Taxation in Europe:Recent developments, working paper", *Economic Affairs Series, Econ 131 EN*, 01-2003, p. 23

<sup>1</sup> Lannoo Karel, Levin Mattias, "An EU Company without an EU Tax? A Corporate Tax Action Plan for Advancing the Lisbon Process", *CEPS Research Report*, April 2002, p. 2

## FINANSIJE

Kao rezultat reformi poreza na dobit preduzeća u EU prosečna poreska stopa je smanjena sa 32,42% u 1999. godini na 29,32% u 2002. godini.

Upotreba različitih metoda zemalja članica u obračunu oporezive dobiti, tj. profita, prisutna je i kod dohotka ostvarenog u zemlji i u inostranstvu. Razlike u obračunu oporezive dobiti kod domaćeg dohotka mogu nastati kao posledica upotrebe različitih računovodstvenih sistema, različitog tretmana dividendi primljenih od drugih kompanija, kapitalnih dobitaka i gubitaka, različitog tretmana deprecijacije, zbog egzistencije specijalnih režima u odnosu na pojedine sektore ekonomije, pojedinih ekonomskih aktivnosti ili pojedinih regiona.<sup>2</sup> Zbog ovih i čitavog niza drugih faktora javljaju se odstupanja između propisanih, tj. nominalnih i realnih, tj. efektivnih poreskih stopa.

Ako pogledamo Tabelu 2 videćemo da je kod većine zemalja EU prisutna činjenica da je efektivna stopa niža od propisane stope. Razlike među zemljama članicama su niže ako se

upoređuju efektivne stope, nego kada se to čini sa nominalnim poreskim stopama. Inače, iz ove tabele može se uočiti i tendencija smanjivanja razlike između nominalnih i efektivnih poreskih stopa tokom vremena.

Međutim, paralelno sa sniženjem poreske stope, vlade zemalja-članica su proširivale poresku osnovicu. Drugim rečima, razlika između oporezivog profita i realnog ekonomskog profita je smanjena.<sup>3</sup> Najsvježiji primer ovog trenda je Nemačka, koja se 2000. godine opredelila za fundamentalne promene svog sistema oporezivanja dobiti. Naime, Nemačka je snizila poresku stopu od preko 40% na jedinstvenu stopu od 25%. S druge strane, poreska osnovica je proširena, jer su pooštreni kriterijumi za ubrzanu amortizaciju, produženo je vreme amortizacije aktive i redukovana je amortizacija poslovnih zgrada. Prema tome, dok su ukupni efekti ovih promena i tendencija na efektivno poresko opterećenje ograničeni, nacionalni poreski sistemi su postali transparentniji.

**Tabela 2. Efektivna prosečna poreska stopa (EPPS) i propisana poreska stopa (PPS) u EU (1999-2001)**

<i>Zemlja</i>	<i>EPPS (1999)</i>	<i>PPS (1999)</i>	<i>PPS- EPPS</i>	<i>EPPS (2001)</i>	<i>PPS (2001)</i>	<i>PPS- EPPS</i>
<i>Belgija</i>	34.5	39	4.5	34.5	39	4.5
<i>Danska</i>	28.8	32	3.2	27.3	30	2.7
<i>Nemačka</i>	39.1	40	0.9	34.9	25	-9.9
<i>Španija</i>	31	35	4	31	35	4
<i>Grčka</i>	29.6	40	10.4	28	37.5	9.5
<i>Francuska</i>	37.5	33.3	-4.2	34.7	33.3	-1.4
<i>Irska</i>	10.5	10	-0.5	10.5	10	-0.5
<i>Italija</i>	29.8	37	7.2	27.6	36	8.4
<i>Luksemb.</i>	32.2	30	-2.2	32.2	30	-2.2
<i>Holandija</i>	31	35	4	31	35	4
<i>Austrija</i>	29.8	34	4.2	27.9	34	6.1
<i>Portugal</i>	32.6	34	1.4	30.7	32	1.3
<i>Finska</i>	25.5	28	2.5	26.6	29	2.4
<i>Švedska</i>	22.9	28	5.1	22.9	28	5.1
<i>Vel. Brit.</i>	28.2	30	1.8	28.3	30	1.7
<i>EU-prosek</i>	29.5	32.4	2.8	28.5	30.9	2.4

*Izvor* : Lodin Sven-Olof, "The competitiveness of the Tax system within the European Union, European Taxation", May 2001, OECD, *Revenue Statics*, 1965-1999, 2000, p.14.

Raznovrsnost poreskih struktura u zemljama-članicama EU izaziva brojne efekte, od kojih su najvažniji sledeći:

### **a) Efekti poreske konkurentnosti na nivo poreza**

Zemlje se međusobno takmiče u stvaranju što povoljnijeg i atraktivnijeg miljea za obavljanje ekonomske aktivnosti. Jedan od vrlo često primenjenih instrumenata u ovoj utakmici jesu porezi. Tvrdnja da je poreska konkurentnost štetna je u najmanju ruku sporna. S druge strane, mnogi ekonomisti ističu da je poreska konkurentnost korisna. Oni smatraju da se porezi mogu efikasno upotrebiti za smanjenje pritiska na cene. Međutim, sa sniženjem poreskih stopa ne može se ići u nedogled, jer je trka do dna (*a race to the bottom*) limitirana obimom javnih funkcija. Kao što se može videti na slici 1, u zemljama EU ukupni prihodi od poreza kao procenat od GDP-a (*General Domestic Product - Bruto domaći proizvod*) su od 1965. godine, kada su iznosili oko 26% permanentno rasli sve do sredine osamdesetih, kada su dostigli učešće od oko 40%. Na ovom nivou su se održali do današnjih dana.

### **b) Efekti na distribuciju poreskog tereta**

Ako u odnosnoj zemlji nema problema sa smanjenjem poreskih prihoda, onda isti mogu nastati ako dođe do promena u distribuciji poreskog tereta.

<sup>2</sup> Stephen, Lucy Chennells, Michael Devereux, Malcolm Gammie, Edward Troup, *Corporate Tax Harmonisation in Europe: A Guide to the Debate*, Institut for Fiscal Studies, London, 2000, p. 17

<sup>3</sup> OECD, *Revenue Statistics, 1965-1999*, 2000, p.5

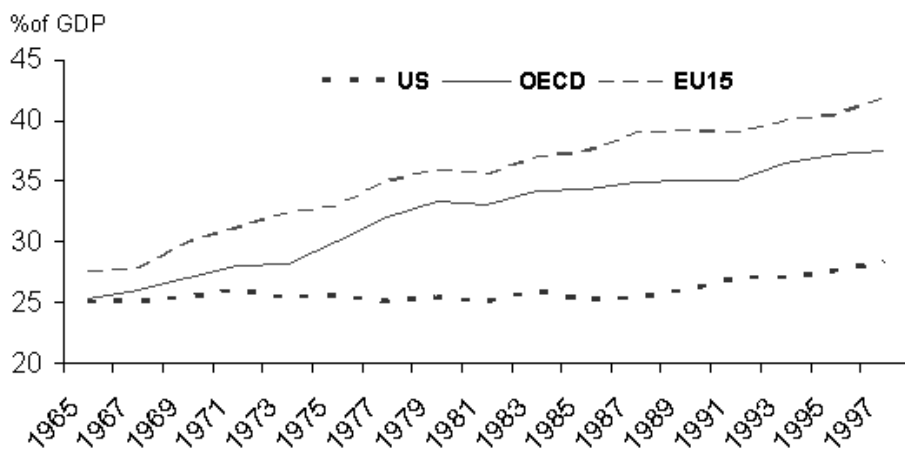
Sa slike 2 se jasno vidi da su prihodi od poreza na dobit preduzeća, kao deo ukupnih poreskih prihoda, tokom vremena bili stabilni, dok je s druge strane rad bio značajno opterećen porezima. Prihodi po ovom osnovu predstavljaju gotovo 1/3 ukupnih poreskih prihoda u zemljama EU.

Sa slika 2 i 3 vidimo da se prihodi od rada oštrije oporezuju, tako da su poreski prihodi po ovom osnovu mnogo veći (oko 3,5 puta) od prihoda koje državni budžet ostvari od oporezivanja dobiti preduzeća. Međutim, ono što se, takođe, može uočiti je činjenica da su prihodi od poreza na dohodak građana beležili porast do 1975. godine, a da su od tada pa do danas stabilni ili čak beleže blago smanjenje. Međutim, ako koristimo neki drugi pokazatelj za oporezivanje, dobićemo drugačiju sliku. Naime, efektivno poresko opterećenje kapitala smanjeno je sa 45% na 35% u periodu od 1981. do 1996. godine. Tokom, ovog vremena, efektivno poresko opterećenje rada poraslo je sa 35% na 42%.<sup>4</sup>

Međutim, još izraženije promene postoje u doprinosima za socijalno osiguranje. Prihodi od ovog doprinosa porasli su od 6.3% od GDP-a u 1965. godini na 11.4% u 1998. godini. Udeo doprinosa za socijalno osiguranje, takođe, beleži porast u ukupnim poreskim приходima, jer je zabeležen skok sa 22.8% u 1965. godini na 27.8% u 1998. godini. Razlozi ovakvog poras-

<sup>4</sup> Lannoo Karel, Levin Mattias, op. cit., str. 7

Slika 1. Ukupan prihod od poreza kao procenat od GDP, 1965-1997.



Izvor: European Commission, *Towards an internal market without tax obstacles*, 2001.

ta rezultat su povećane nezaposlenosti i porasta troškova zdravstvene zaštite.

### c) Poreska arbitraža

Prisustvo 15 različitih poreskih sistema u EU omogućava preduzećima da posluju u okruženju, gde će ostvariti najpovoljniju efektivnu poresku stopu. Rasprostranjenost poreske arbitraže zavisi od mobilnosti korporativnih investicija. Iako se često ističe da su u današnjem globalizovanom svetu svi faktori proizvodnje potpuno mobilni, postoje razlozi koji ne idu u prilog ovoj argumentaciji. Činjenica je da je došlo do porasta mobilnosti faktora proizvodnje, međutim, još uvek postoji nekoliko faktora koji deluju u suprotnom smeru. Na primer, fizičke instalacije, kao što su fabrike teško je premestiti iz jednog u drugo mesto. S druge strane, kretanje finansijskog kapitala postalo je neverovatno lako.

U cilju smanjenja poreske arbitraže preduzimaju se određene političke mere: utvrđivanje pravila za kompanije kako treba da valorizuju transfere između povezanih preduzeća, tj. entiteta u kompaniji (*transfer pricing rules*). U principu ove transakcije treba vrednovati prema tržišnim prilikama (*arms-length basis*), odnosno cene između povezanih preduzeća treba svesti na tržišne cene (cene između dva nezavisna preduzeća).

Mnoge zemlje u cilju izbegavanja i otklanjanja negativnih posledica dvostrukog oporezivanja, razvile su čitav niz bilateralnih sporazuma o dvostrukom oporezivanju.

### d) Troškovi žalbi

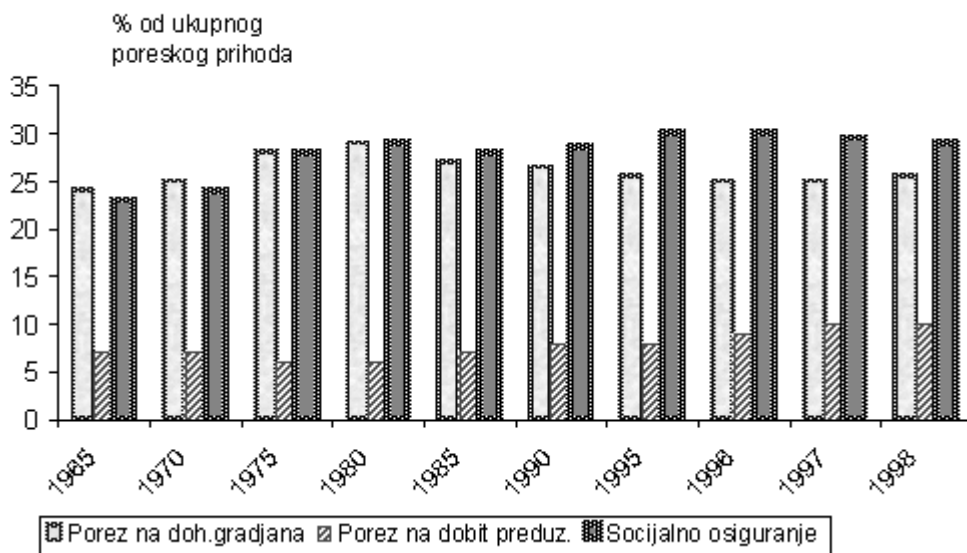
I pored egzistencije 15 različitih poreskih sistema nude se mogućnosti preduzećima da minimiziraju svoja poreska davanja, kao što je primena

poreskog planiranja, koje ima tretman troškova, jer je promenljivo tokom vremena i dosta komplikovano. Ono istovremeno odvraca pažnju preduzeća sa područja profitabilnosti na problematiku minimiziranja poreza.<sup>5</sup> Stoga su aktivnosti vezane za poresko planiranje neproduktivne i ekonomski neefikasne.

Realna procena troškova žalbi preduzeća zbog previše plaćenih poreza usled postojanja različitih poreskih sistema u EU je dosta otežana. Za Veliku

Britaniju je procenjeno da troškovi žalbi čine 2.2% ukupnih poreskih prihoda po osnovu poreza na dobit preduzeća.<sup>6</sup> S druge strane, ovo učešće u Holandiji iznosi 4%, što svakako nije cifra za potcenjivanje. U Rudingovom izveštaju iz 1992. godine<sup>7</sup>, takođe se razmatra ova problematika i ističe se da je više od 85% preduzeća, koja su učestvovala u ovoj proceni imala troškove žalbi od oko 3% njihovog ukupnog dohotka.

**Slika 2. Različiti porezi kao deo ukupnog poreskog prihoda u EU**



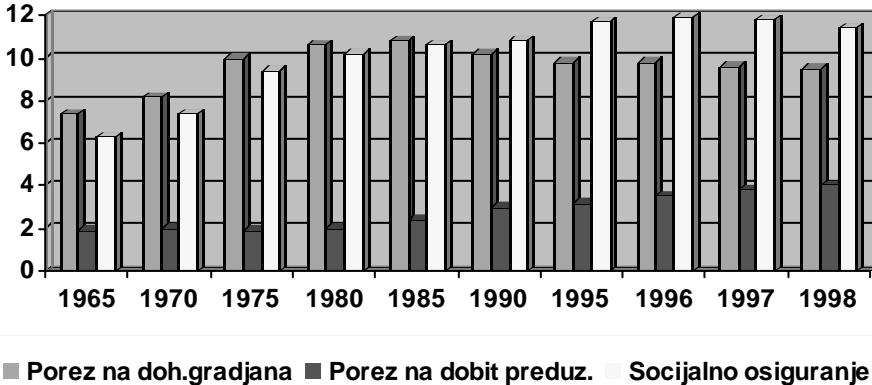
*Izvor: European Commission, Towards an internal market without tax obstacles, 2001. god.*

<sup>5</sup> OECD, *Revenue Statistics 1965-1999*, 2000. p. 15

<sup>6</sup> Lodin Sven-Olof, *The Competitiveness of the tax systems within the European Union*, 2001., p. 17

<sup>7</sup> European Commission, *Report of the Committee of Independent Experts on Company Taxation*, Ruding Committee Report, Luxembourg, 1992, p.7

Slika 3. Različiti porezi kao deo GDP u EU



### PROMENE U PORESKOJ POLITICI EU

Harmonizacija direktnih poreza je najslabija tačka programa jedinstvenog tržišta. Do današnjeg dana samo dve mere su usklađene na nivou cele EU. To su Direktiva o povezanim preduzećima i njihovim filijalama (*The parent/subsidiary directive*) i Direktiva o integraciji preduzeća (*The merger directive*), s jedne strane i Konvencija o poreskoj arbitraži (*A Tax Arbitration Convention*), s druge strane. Decembra 1997. godine ministri finansija zemalja članica EU usvojili su paket mera o reformi poreske politike. Ideja vodilja ovih i budućih promena je fokus na poresku koordinaciju a ne na harmonizaciju poreza, što je u skladu sa različitim elementima ovog poreskog paketa: oporezivanje štednje, štetnost određenih poreskih mera i revizija direktiva o kamatama i rentama.

### Program jedinstvenog tržišta (*The Single Market programme*)

Program iz 1992. godine je u oblasti direktnog oporezivanja sadržao napred navedene direktive i konvenciju, dok nekoliko drugih predloga nije dobilo podršku. Sadržinu ovih direktiva čini ukidanje dvostrukog oporezivanja u prekograničnom poslovanju preduzeća u zemljama EU. Direktiva o povezanim preduzećima i njihovim filijalama oslobađa isplaćene dividende među povezanim preduzećima od plaćanja poreza, dok Direktiva o integraciji olakšava restrukturiranje preduzeća koja se nalaze na području bilo koje zemlje EU sa stanovišta fiskalne perspektive. Iako je postojala saglasnost i obećanje da će se ove direktive primenjivati u praksi, bile su prilično ograničene i pokušaj evropske komisije u 1993. godini da proširi njihov domet doživeo je debakl. Čak je i samo sprovođenje ovih direktiva u zemljama članicama bilo problematično.

Drugi značajan element u ranijem pokušaju pokretanja postupka poreskog usaglašavanja bio je Izveštaj Rudingovog komiteta (*Ruding Committee Report*). Ovaj komitet, ustanovljen od Evropske komisije u cilju podsticaja poreskog usaglašavanja, zaključio je da razlike u oporezivanju dobiti preduzeća iskrivljuju funkcionisanje internog tržišta. Usaglašen je stav da minimalna stopa poreza na dobit preduzeća treba da iznosi 30%, koja je zajedno sa sprovođenjem drugih mera u tri faze trebalo da dovede do značajnog približavanja u sistemu oporezivanja preduzeća. Međutim, zemlje-članice nisu imale želju da istraju u realizaciji ovog trofaznog programa, pa čak ni da nastave diskusiju o merama za izmenu oporezivanja dobiti preduzeća.

### **Montijev paket (*The Monti package*)**

Do oživljavanja rasprave o poreskoj politici u EU ponovo je došlo na sastanku ministara finansija zemalja EU održanog u Veroni aprila 1996. godine. Predsedavajući ovog skupa Mario Monti naglasio je da je breme oporezivanja dohotka ostvarenog radom postalo preteško kao rezultat opadajuće spirale u oporezivanju kapitala, nastale u jednoj nepravednoj poreskoj utakmici stimulisanja i privlačenja investicija između zemalja članica EU. Ovakva tendencija rezultirala je u pojavi gubitaka poreskih prihoda, narušavanje jedinstvenog tržišta i zaposlenosti.

Paket je sadržao četiri elementa:

- dobrovoljan kod o ponašanju u oporezivanju poslovanja;

- obavezu obezbeđenja minimalnog nivoa efektivnog oporezivanja štednje unutar EU;
- odluku o stavljanju na uvid specijalnih poreskih režima i
- odluku o obnavljanju predloga iz Direktive o oporezivanju kamata i renti isplaćenih između preduzeća koja posluju izvan granica svoje zemlje.

Novi pristup doveo je do značajnog napretka u oblasti direktnog oporezivanja. Kombinacija upotrebe dobrovoljnih kodova o ponašanju, čvrsta zakonodavstva i upotreba postojećih ovlašćenja Zajednice rezultirali su u mnogo većem progresu u odnosu na rezultate primene direktiva. Međutim, novi pristup imao je tri krupne poteškoće. Prvo, polazna osnova celog paketa da je poreska konkurencija štetna, je slaba. Drugo, pristup u vidu paketa uvek zahteva izbalansiran progres. Treće, postojanje heterogenosti u paketu. Generalno posmatrano, poreska konkurencija se posmatra kao podsticaj kreatorima fiskalne politike da se prilagođavaju konkretnim okolnostima.<sup>8</sup> Naime, dok je stopa poreza na dobit preduzeća beležila pad, ukupan nivo prihoda od ovog poreskog oblika pokazivao je tendenciju porasta učešća u GDP-u. Ovakva kretanja odražavaju činjenično stanje da su poreske reforme u zemljama EU podrazumevale kombinaciju kresanja poreskih stopa uz istovremeno proširenje poreske osnovice.

---

<sup>8</sup> CEPS, *The Future of Tax Policy in the EU*, Report of a CEPS Working Party, 2000, p.p. 16-26

Kao što se iz Tabele 1 može videti, sve zemlje EU, osim Španije, vodile su politiku sniženja poreskih stopa. S druge strane, Slika 3 nam pokazuje da je učešće poreza na dobit preduzeća u GDP-u u svim industrijskim zemljama ostvarilo blagi porast sa 2.5% na 3.5%.

Drugi element na putu ka integrisanom poreskom sistemu je Lisabonski proces. Savet EU marta 2000. godine u Lisabonu usvojio je vrlo ambiciozan strateški cilj za EU, a to je da postanu najkonkurentnija i po znanju najdinamičnija ekonomija u svetu, sposobna da podnese privredni rast sa više i boljim poslovima i snažnom socijalnom usaglašenosti. U poređenju sa Montijevim paketom, ova reforma je nedovoljna da ispuni ovu dugoročnu ambiciju.

### **Zakon o preduzećima u EU** *(The European Company Statute)*

U međuvremenu, sporazum o drugim značajnim elementima programa jedinstvenog tržišta, kao što su Zakon o preduzećima u EU i primena međunarodnih računovodstvenih standarda za listirane kompanije na berzama, daju nadu i razloge da se istraje na dugoročnoj strategiji. Oba elementa značajno pospešuju okruženje za obavljanje poslova u EU. Posle više od trideset godina bezuspešnog pregovaranja, 08. 10. 2001. godine zemlje članice EU usaglasile su svoje stavove i usvojile Zakon o preduzećima u EU. Ovaj zakon omogućuje preduzećima da nesmetano posluju u dve ili više zemlje članice EU kao jedan entitet, što će dovesti do pojednostavljenja organiza-

cione strukture evropskih multinacionalnih kompanija, a time i do značajnih ušteda u troškovima i povećanja efikasnosti.

Evropska regulativa će u skladu sa ovim propisima imati četiri različita oblika preduzeća:

- holding kompanija, osnovana od javnih ili privatnih kompanija iz najmanje dve zemlje-članice;
- udruženja filijala kompanija iz najmanje dve zemlje članice;
- merdžer ili integracija dve ili više postojećih javnih ili privatnih kompanija lociranih u najmanje dve zemlje članice ili
- transformacija nacionalnih kompanija koje rade u dve ili više zemlje članice najmanje dve godine, bez potrebe gašenja kompanije.

Otežavajuća okolnost za praktičnu primenu ovih rešenja je činjenica da drugi zakoni bitni za poslovanje preduzeća nisu usaglašeni na nivou EU, već su na snazi posebni zakoni svake države. Takva je situacija sa zakonom o hartijama od vrednosti, zakonom o bankrotstvu i poreskim zakonima.

Prema predloženim rešenjima vezanim za primenu međunarodnih računovodstvenih standarda, sve evropske kompanije koje se nalaze na listingu neke od berzi, obavezne su da pristupe izradi konsolidovanih bilansa u skladu sa ovim standardima do 2005. godine. Zemlje-članice će moći ovaj zahtev da prošire i na kompanije koje nisu na listingu berze ili će za njih obezbediti posebne standarde. Primarni cilj uvođenja ovih standarda je



olakšavanje i ubrzanje međunarodne trgovine hartijama od vrednosti, jer će izveštaji koje podnose preduzeća biti mnogo transparentniji i komparativniji. Ovo će dalje rezultirati u porastu efikasnosti tržišta i sniženju troškova nedostajućeg kapitala za preduzeća, s obzirom da će isti računovodstveni standard biti prihvaćeni na nivou cele EU.

### **MOGUĆI SCENARIJI HARMONIZACIJE POREZA NA DOBIT PREDUZEĆA U EU**

Od samog početka je bilo jasno da idealni scenario za EU nije jedinstvena stopa poreza na dobit preduzeća iz prostog razloga jer EU predstavlja federaciju suverenih država. Decentralizacija oporezivanja povećava šanse da se nivo regulacije i cena javnih usluga prilagodi zahtevima stanovništva. Države članice imaju različite miksove faktora proizvodnje, gde je za njihovu eksploataciju neophodno učiniti atraktivnim strane direktne investicije, koje zavise od geografskog položaja, kompozicije stanovništva, obrazovnog nivoa radne snage, itd. Zbog toga države članice treba da iskoriste ove razlike, što zahteva postojanje razlika i u njihovim poreskim sistemima.

U Tabeli 3 prikazana je vizija poreza na dobit preduzeća do 2010. godine, sa tačno specificiranim potezima koje treba preduzeti odmah, u kratkom, srednjem i dugom roku.

Decentralizacija može da bude takva da kreira iskrivljeno ekonomsko

ponašanje. U EU se za kapital slobodno može reći da je pokretljiv, dok radna snaga uglavnom nije. Prema tome, migracije radnika ne odgovaraju razlikama u visini plata. Brojne analize pokazuju da porezi na prihode od kapitala beleže opadajući trend kao rezultat procesa konkurencije, a na račun porasta oporezivanja rada. Ovakva kretanja rezultiraju u većim realnim zaradama i povećanju nezaposlenosti. Međutim, poreska konkurencija izgleda da izaziva i određene korisne efekte, a ne samo štetna dejstva.<sup>9</sup>

S obzirom na ekonomski i politički federalizam na području EU jasno je da o jedinstvenoj stopi poreza na dobit ne može da se govori. Ono što je neophodno jedinstvenom tržištu je zajednička, tj opšta poreska osnovica (*common corporate tax base*) i jedinstveni standardi za izračunavanje oporezivog profita. Primena ovih predloga rezultiraće u eliminaciji konkurencije između zemalja-članica po pitanju poreske osnovice. Međutim, zemlje-članice još uvek će moći da se nadmeću u odnosu različitih poreskih stopa.

Opšta poreska osnovica podrazumeva sporazum oko tri ključna elementa:<sup>10</sup>

- primena opšte metode za merenje profita;

---

<sup>9</sup> Daveri F., Tabellini, G., "Unemployment, Growth and Taxation in Industrial Countries", *Economic Policy* 30, 2000.

<sup>10</sup> Lannoo K., Levin, M., "An EU Company without an EU Tax? A Corporate Tax Action Plan for Advancing the Lisbon Process", *CEPS Research Report*, April 2002, p.17

## FINANSIJE

**Tabela 3: Plan reforme poreza na dobit preduzeća u EU**

Rok	Predlog	Prednosti	Početak primene
Odmah	<ul style="list-style-type: none"> <li>- usklađena primena zakona o preduzećima;</li> <li>- adaptacija nacrta direktiva o kamatama i rentama</li> <li>- ratifikacija produženja Konvencije o arbitraži</li> <li>- produženje važenja Koda o ponašanju i posle 2002. god.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- sigurne koristi od primene zakona o preduzećima;</li> <li>- harmonizacija pores. tretmana transfera među povez. preduzeć.</li> <li>- Urednost odluka o sporovima na području transfernih cena</li> <li>- Obezbeđenje kontinuiteta u pokušajima smanjenja štetnih efekata u poreskoj praksi</li> </ul>	<p>Odmah</p> <p>Odmah</p> <p>Odmah</p> <p>Odmah</p>
Kratak rok	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prilagođavanje direktive o povezan. preduzećima i njihovim filijalama i direktive o integraciji postojećem zakonu o preduzećima;</li> <li>- Unapređenje primene postojećih direktiva;</li> <li>- Povećanje dometa direktive o integraciji preduzeća;</li> <li>- Usaglašavanje unutrašnje terminologije o porezima u sporazumima na području EU</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Uključivanje evropskih preduzeća na listu podesnih entiteta;</li> <li>- Čini efekte vidljivijim;</li> <li>- Olakšano prekogranično restrukturiranje preduzeća;</li> <li>- Približavanje sporazuma o porezima realnosti i redukcija poreskog planiranja</li> </ul>	<p>2003.</p> <p>2003.</p> <p>2003.</p> <p>2005.</p>
Srednji rok	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Oporezivanje po poreskim propisima zemalja članica;</li> <li>- Oporezivanje neobavezne zajedničke poreske osnovice</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Politički izvodljiva opcija;</li> <li>- Pojednostavljenost ;</li> <li>- Politički izvodljiva opcija;</li> <li>- Postepeni prelaz ka zajedničkoj poreskoj osnovici</li> </ul>	<p>2010.</p> <p>Lisabon. cilj</p> <p>2010.</p> <p>Lisabon. cilj</p>
Dugi rok	Zajednička poreska osnovica	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Transparentnost;</li> <li>- Efikasnost;</li> <li>- Efektivnost</li> </ul>	

- sporazum oko organizacionog oblika poslovnog entiteta, koji će biti korišćen za ove potrebe;
- sporazum o jedinstvenoj formuli za podelu profita između zemalja članica (formula za podjednaku raspodelu - *the formula apportionment*).

Jedno je sigurno, ovo neće biti nimalo lak posao. Razloga ima više. Prvo, zakonska osnova za usaglašavanje poreza na dobit preduzeća je manje evidentna u odnosu na PDV. Drugo, osnovica poreza na dobit preduzeća nije objektivno verifikovana kao kod ostalih poreskih oblika. Merenje oporezivog profita periferno zavisi od novčanih transakcija. S druge strane, poreska osnovica PDV je objektivno verifikovana, iako u praksi egzistiraju različite poreske stope u zemljama članicama.<sup>11</sup>

Već prvi korak, definisanje i izbor zajedničke metode za merenje profita, predstavlja vrlo krupan zadatak, koji nameće pitanja: kako meriti profit i koje računovodstvene standarde koristiti. Prihvatanje međunarodnih računovodstvenih standarda, kao standarda preduzeća čije se hartije nalaze na listingu bilo koje berze u EU je polazna osnova ove faze.

Drugi korak, definisanje grupa, je barijera za povećanje diskusija i neslaganja zbog nejasnog definisanja odnosa preduzeće/granica za potrebe oporezivanja.

Treći korak je najteži. Kako je visina profita uslovljena zajedničkom poreskom osnovicom za određene grupe preduzeća, to će poslužiti kao osnova za raspodelu između zemalja članica upotrebom jedinstvene formule. Primena formule podjednake raspodele zahteva visok stepen saradnje i razmene informacija između poreskih vlasti zemalja-članica. Ova formula podrazumeva primenu jednog računa i plaćanje jednog poreza, koji se distribuiraju zemljama-članicama prema učešću u stvaranju profita. Kanadsko pedesetogodišnje iskustvo može poslužiti kao dobar putokaz u primeni ove formule.

U traženju odgovora na pitanje kako stići do zajedničke poreske osnovice, javile su se dve ideje. To su: oporezivanje u svakoj zemlji članici posebno (*Home State Taxation - HST*) i neobavezan sistem zajedničke osnovice oporezivanja (*Optional System of Common Base Taxation - Optional CBT*).

HST znači da poresku osnovicu predstavlja oporezivi profit entiteta utvrđen prema propisima zemlje-članice čiji je rezident. S obzirom da među poreskim sistemima u EU postoje razlike smatra se da će HST omogućiti da različiti sistemi rezultiraju u značajnom približavanju oporezivih profita tokom vremena.

Opcioni CBT omogućava privrednim subjektima izbor između dve alternative. Naime, oni će moći da biraju između zajedničke poreske osnovice ili osnovice koju definiše svaka zemlja članica. Prednost ovog paralelnog pris-

---

<sup>11</sup> CEPS, *EU Corporate Tax Reform*, Report of a CEPS Task Force, Brussels, 2001.

tupa ogleda se u tome što će zemlje članice biti zainteresovanije da što pre usaglasе zajedničku osnovicu oporezivanja.

Ove ideje zahtevaju od zemalja članica usaglašenu formulu podjednake raspodele profita. Razlike između ovih ideja su naglašenije nego što je to stvarno u praksi, jer je među poreskim sistemima zemalja-članica prisutno njihovo približavanje, tako da je teže opredeliti se ili za prilagođavanje poreskog sistema ili za usaglašavanje zajedničke poreske osnovice.

Evropski sud pravde (*European Court of Justice-ECJ*) je u poslednjih pet godina intenzivno radio na oblikovanju poreskih sistema. Naime, Sud je ukidao brojne poreske mere koje su neusklađene sa jedinstvenim tržištem. Kao što je u akcionom planu prikazano, ako se želi usaglašavanje poreskih struktura u zemljama EU, neophodno je preduzeti sledeće mere:

- striktna primena postojećih poreskih direktiva;
- proširenje direktive o integraciji putem primene zakona o preduzećima;
- koordinacija u primeni zakona o preduzećima;
- kompletno usaglašavanje poreske terminologije u skladu sa konvencijom OECD-a;
- kretanje prema zajedničkoj poreskoj osnovici preko HST-a i opcionog CBT-a.

## **EFEKTI HARMONIZACIJE PORESKE OSNOVICE**

Usaglašavanje poreske osnovice ima i pozitivne i negativne efekte na poresku presiju, tj. opterećenje. Najznačajniji su:

**Ekonomska efikasnost.** Jedinstvena poreska osnovica eliminiše razlike u tretmanu oporezivog profita među zemljama-članicama. To će rezultirati u pravičnom i jedinstvenom tretmanu preduzeća širom EU. Jedinstvena poreska osnovica značiće i ukidanje poreske konkurentnosti među zemljama EU. Istovremeno će doći i do porasta poreske neutralnosti i povećanja racionalnosti u donošenju investicionih odluka.<sup>12</sup>

**Pojednostavljenje administracije i transparentnost.** Jedinstvena poreska osnovica dovešće do ukidanja 15 različitih poreskih sistema i njihovog svođenja na jedan, naravno sa različitim poreskim stopama. To će dovesti do izuzetnog pojednostavljenja i otvorenosti, s obzirom da će se oporezivi profit izračunavati na jedinstven način u svim zemljama EU. Na ovaj način doći će do eliminisanja troškova žalbi i administrativnih troškova. Troškove žalbi je teško proceniti, ali je činjenica da se oni kreću od 2% do 4% od ukupnih

---

<sup>12</sup> European Commission, *Towards an internal market without tax obstacles. A strategy for providing companies with a consolidated corporate tax base for their EU-wide activities*, 2001, p. 74

poreskih prihoda.<sup>13</sup> Tekuća poreska administracija obuhvata verifikaciju stranih izvora prihoda, praćenje i proučavanje poreskih sistema drugih zemalja EU i praćenje sistema transfer-nih cena. Jedinstvena poreska osnovica eliminisaće ove troškove za poslove unutar EU.

**Efektivnost i ekonomsko blagostanje.** Vrlo teško je tačno odmeriti efekte tekućeg poreskog sistema na ekonomsko blagostanje i efektivnost. Tokom vremena jedinstvena osnovica verovatno će izazvati smanjenje efektivnih poreza i troškova kapitala. Kao što je napred rečeno efektivna poreska stopa je u funkciji nominalnih poreskih stopa i poreske osnovice. Naime, više nominalne poreske stope idu sa užim osnovicama i *vice-versa*. Istraživanja pokazuju da će inicijalni efekti harmonizacije poreske osnovice poreza na dobit preduzeća dovesti do približavanja efektivnih poreskih stopa i povećanja efektivnog poreskog opterećenja kompanija.<sup>14</sup>

**Potencijalni nedostaci.** Doći će do smanjenja potrebe za poreskim planiranjem, što može preduzećima stvoriti problem minimiziranja poreza koje plaćaju. Takođe, je nejasno kako će jedinstvena poreska osnovica uticati na visinu poreskih prihoda u budžetu.

## ZAKLJUČAK

Kako je dugoročnom projekcijom u Lisabonu predviđeno da EU do 2010. godine postane najkonkurentnije ekonomija u svetu, istaknuto je da reforma poreza na dobit preduzeća treba da postane prioritet u tekućem i budućem periodu. S obzirom na postojeće stanje, tj. na paralelno postojanje petnaest različitih sistema poreza na dobit preduzeća, ovo sigurno neće biti nimalo lak izazov za evropsku petnaesticu. Međutim, poreska reforma direktnih poreza je samo jedan logičan korak u lancu akcija ka stvaranju jedinstvenog tržišta u pravom smislu reči. Krajnji cilj ove reforme biće stvaranje jedinstvene poreske osnovice, koja će rezultirati u redukciji postojećih razlika u tretmanu oporezivog profita među zemljama-članicama, uz postojanje različitih poreskih stopa.

Harmonizacija poreske osnovice poreza na dobit preduzeća, pored brojnih pozitivnih, imaće i neke negativne efekte. Jedinstvena poreska osnovica značiće povećanje ekonomske efikasnosti, pojednostavljivanje administracije, transparentnost, efektivnost, itd. Zamerke upućene reformi odnose se na smanjenje potencijala za poresko planiranje, odnosno povećanje problema u smanjivanju poreza koje plaćaju preduzeća. Takođe, postoji bojazan kako će jedinstvena poreska osnovica uticati na visinu javnih prihoda, kao i procena da će ista usloviti porast troškova kontrole i praćenja poreza.

Kakav će uticaj ovi procesi imati na nivo poreskog opterećenja i veličinu

<sup>13</sup> Lannoo K., Levin, M., *An EU Company Without an EU Tax? A Corporate Tax Action Plan for Advancing the Lisbon Proces*, op. cit., p. 23

<sup>14</sup> European Commission, 2001, op. cit. p.171

poreskih prihoda, sigurno zavisi od izbora koje će učiniti kreatori fiskalne politike u narednom periodu. Ako se nastavi sa isticanjem u prvi plan razlika u faktorima proizvodnje i promovisanju atraktivnosti stranih ulaganja po pojedinim zemljama-članicama, sigurno će se nastaviti kontinuitet različitih poreskih stopa, što će se odraziti na ukupnu strukturu poreskih prihoda.

### LITERATURA

1. Mintz, Jack, *Corporation Tax: A Survey*, Fiscal Studies, Vol.16, No.4, OECD, Revenue Statistics, 1965-1999, 1996.
2. Lannoo Karel, Levin Mattias, "An EU Company without an EU Tax? A Corporate Tax Action Plan for Advancing the Lisbon Process", *CEPS Research Report*, April 2002,
3. Lodin, Sven-Olof, "The competitiveness of the tax systems within the European Union", *European Taxation*, May 2001,
4. OECD, *Revenue Statistics*, 1965-1999, 2000.
5. European Commission, *Towards an internal market without tax obstacles. A strategy for providing companies with a consolidated corporate tax base for their EU-wide activities*, 2001.
6. European Commission, "Report of the Committee of Independent Experts on Company Taxation" *Ruding Committee Report*, Luxembourg, 1992.
7. CEPS (The Centre for European Policy Studies), *The Future of Tax Policy in the EU*, Brussels, 2000.
8. Bond Stephen, Lucy Chennells, Michael Devereux, Malcolm Gammie, Edward Troup, *Corporate Tax Harmonisation in Europe: A Guide to the Debate*, Institut for Fiscal Studies, London, 2000,
9. Daveri F., Tabellini, G., "Unemployment, Growth and Taxation in Industrial Countries", *Economic Policy* 30, 2000.
10. Alicia Martinez-Serrano, Ben Patterson, "Taxation in Europe: Recent developments-working paper", *Economic Affairs Series*, Econ 131 EN. 01-2003.

Rad primljen: 19.03.2004

UDK: 338.24.021.8(497.11) "2001/2003"

UDK: 338.23:336.74(497.11) "2001/2003"

UDK: 338.246.02588(497.11) "2001/2003"

JEL: E61

Pregledni članak

## OSNOVNI REZULTATI I IZAZOVI REFORMI U SRBIJI

### *THE BASIC RESULTS AND CHALLENGES OF THE REFORM IN SERBIA*

**Dr Marinko BOŠNJAK**

**Ministarstvo finansija i ekonomije, Beograd**

#### **Rezime**

U radu se sagledava napredak reformi u Srbiji u prvoj godini tranzicije (2001), usporavanje ekonomskih reformi, otvaranje političkih sukoba u drugoj godini tranzicije (2002) zaustavljanje ekonomskih reformi i nastajanje političke i institucionalne krize u trećoj godini tranzicije (2003). Na kraju, daju se preporuke za deblokiranje političkih i ekonomskih reformi u Srbiji i ukazuje na izazove u predstojećim reformskim procesima.

**Ključne reči:** EKONOMSKE REFORME, STRUKTURNE REFORME REALNOG, FINANSIJSKOG I SOCIJALNOG SEKTORA, IZAZOVI REFORMI U SRBIJI.

#### **Summary**

*The material presents in short the review of reforms progress in Serbia in the first year of transition (2001), slowing down of economic reforms, starting of political conflicts in the second year of transition (2002), stopping of economic reforms and arising of political and institutional crisis in the third year of transition (2003). At the end, the material gives recommendation for unblocking the political and economic reforms in Serbia and points to the challenges in coming reforms processes.*

**Key words:** ECONOMIC REFORMS, STRUCTURAL REFORMS OF THE REAL, FINANCIAL AND SOCIAL SECTOR, REFORMS CHALLENGES IN SERBIA.

## **1. OSVRT NA TRANZICIONE PROCESE U SRBIJI**

Pobeda demokratske opozicije Srbije na izborima 24. septembra 2000. godine omogućila je da 2001. godine otpočne zakasnela tranzicija u Republici Srbiji (bez Kosova i Metohije) u pravcu izgradnje demokratskog društva i tržišne privrede. Prva demokratska Vlada Republike Srbije formirana januara 2001. godine u kratkom roku značajno je liberalizovala domaće cene i spoljnu trgovinu, uspostavila makroekonomsku stabilnost i otpočela osnovne strukturne reforme. Ključnu ulogu u tome imala je čvrsta monetarna i fiskalna politika, reprogramiranje i otpis dela stranog duga i restrukturiranje banaka.

Ekonomске reforme najdinamičnije su se odvijale u 2001. godini. Prioriteti ekonomskih reformi bili su reintegracija zemlje u međunarodne organizacije, stabilizacija ekonomske i političke situacije, socijalna zaštita najugroženijih kategorija stanovništva (izbeglice, deca i penzioneri), mobilisanje strane finansijske pomoći privlačenjem strateških investitora, rehabilitacija privredne i socijalne infrastrukture. Ostvaren je brz povratak zemlje u međunarodne institucije, obezbeđena značajna međunarodna finansijska pomoć, posebno donacije za rešavanje deficita u snabdevanju energijom i osnovnim prehrambenim proizvodima, pružena pomoć najugroženijim stanovnicima i otvoren proces rehabilitacije infrastrukture, pre-

dužeća, banaka i institucija. Od najvećeg značaja bila je uspostavljena stabilnost cena i deviznog kursa zahvaljujući uspešnoj stabilizacionoj politici, pre svega restriktivnoj monetarnoj politici i porastu deviznih rezervi, reformi javnih finansija i čvrstoj fiskalnoj politici, liberalizaciji cena i započetoj rekonstrukciji bankarskog sektora. Ispravljajući disparitete cena, Vlada je uglavnom sproveda povećanje cena proizvoda i usluga infrastrukturnog sektora i cena komunalnih usluga i time stavila pod kontrolu strukturne izvore kvazifiskalnih deficita koji ugrožavaju makroekonomsku stabilnost. Stabilnosti je doprinela i prva etapa liberalizacije spoljnotrgovinske razmene u kojoj je reformisan sistem carina i izvršena prva revizija carinskih stopa po pravilima STO. Ukinute su dozvole za izvoz i uvoz robe, osim kod uvoza nafte i derivata nafte i kvantitativna ograničenja uvoza i izvoza, osim kod uvoza proizvoda crne metalurgije. Usvojena je nova carinska tarifa i carinske stope smanjene na 9% prosečno, pojednostavljene administrativne procedure, ukinuto prijavljivanje uvoznih i izvoznih poslova i obavezna prodaja dela deviznog prihoda Narodnoj banci Srbije. Pored toga, otpočele su pripreme za pristupanje STO i za potpisivanje ugovora o slobodnoj trgovini sa zemljama regiona.

Ekonomске reforme su nastavljene usporenim dinamikom u 2002. i posebno u 2003. prvenstveno zbog političke nestabilnosti u zemlji i sporog institucionalnog jačanja. U jesen 2002. došlo



je do zastoja u institucionalnim reformama i usporavanja reformi putem blokiranja zakonodavne aktivnosti u parlamentima i na druge načine, a još više u drugom delu 2003. kada nije donet nijedan značajniji sistemski zakon kao pravna podrška ubrzanju reformi. Najnepovoljnija situacija je bila u oblastima pravosuđa, odbrane i bezbednosti. Povrh toga, izostalo je formiranje niza novih institucija i unapređenje rada postojećih institucija, što je nepovoljno delovalo na strukturne promene i privredni rast. Nastala je institucionalna kriza koja je uslovlila blokirani razvoj i nemoć ekonomske politike. Takva situacija zahteva uklanjanje političkih organičenja za ubrzanje reformi i tranzicije kroz donošenje svih sistemskih zakona usklađenih sa evropskim pravom, uspostavljanje svih institucija i jačanje njihove regulatorne moći i vođenje efikasne ekonomske politike u novom sistemskom, institucionalnom i poslovnom ambijentu.

## **2. TROGODIŠNJI UČINCI EKONOMSKIH REFORMI**

Ekonomске reforme u Srbiji u periodu 2001-2003. donele su određeni napredak na planu ekonomske stabilizacije, liberalizacije i privatizacije, kao i na planu uspostavljanja modernog privrednog sistema. Zadovoljavajući rezultati su ostvareni na planu liberalizacije domaćih cena i ispravljanja dispariteta, liberalizacije spoljne trgovine, vođenja odgovorne i čvrste monetarne i fiskalne politike i održavanja stabilnos-

ti cena i kursa, privatizacije preduzeća, rehabilitacije privredne infrastrukture, restrukturacije bankarskog sektora i liberalizacije kamatnih stopa, izgradnje tržišta hartija od vrednosti i nebankarskih finansijskih institucija. Nezadovoljavajući rezultati se odnose na: nedovoljno podsticanje konkurencije zbog kašnjenja u donošenju anti-monopolskog zakona i uspostavljanju odgovarajućih institucija; usporeno odvijanje procesa restrukturiranja velikih preduzeća u društvenoj i državnoj svojini zbog kašnjenja u donošenju Zakona o stečaju i formiranju odgovarajućih institucija usporeno odvijanje političkih i pravnih reformi zbog političkih neslaganja oko koncepcije i strategije reformi koja su uspravala reforme i, posledično, ekonomsku aktivnost.

Reforme su se odvijale dinamično i uspešno u celoj 2001. godini i u prvom polugodištu 2002. a zatim je zbog pogoršavanja političke situacije u zemlji došlo do njihovog usporavanja u pogledu donošenja novih sistemskih zakona koji su trebali da pruže pravnu podršku ubrzanju reformi, kao i u pogledu formiranja novih institucija i jačanja kapaciteta postojećih institucija za primenu donetih reformskih zakona. U takvim okolnostima u prve tri godine tranzicije ostvareni su niži rezultati od planiranih u pogledu makroekonomske stabilnosti, privrednog rasta i strukturnih reformi u realnom, finansijskom i socijalnom sektoru.

U protekle tri godine poboljšani su makroekonomski pokazatelji stabilnosti i rasta, uz visok deficit tekućeg

platnog bilansa i visoku nezaposlenost. Stopa inflacije (godišnji prosek) kretala se od 70% u 2000. i 91,8% u 2001. do 19,5% u 2002. i 11,7% u 2003. BDP iskazan u tržišnim cenama agregatno je povećan sa 8.096 mil USD u 2000. na 10.918 mil. USD u 2002., a po stanovniku je povećan sa 1.045 USD u 2000. na 1.455 USD u 2002. Nivo BDP u 2002. predstavlja 46,8% BDP iz 1989. Industrijska proizvodnja niža je za 62,2% od njenog nivoa iz 1989, a poljoprivredna proizvodnja je niža za 9,4%. U spoljnoj trgovini izvoz robe je povećan sa 1.588 mil. USD u 2000. na 2.477 mil USD u 2003, a uvoz robe je povećan sa 3.300 mil. USD u 2000. na 7.324 mil. USD u 2003. Spoljno trgovinski deficit je povećan sa 1.772 mil. USD u 2000. na 4.847 mil. USD u 2003. Broj zaposlenih je smanjen sa 2.097.212 lica u 2000. na 1.971.894 lica u 2003. Stopa registrovane nezaposlenosti povećana je sa 25,6% u 2000. na 31,8% u 2003.

Reformisane makroekonomske politike, pre svega monetarna i fiskalna politika i sprovedene strukturne reforme omogućile su svođenje inflacije sa 111,9% u 2000. na 40,7% u 2001. i na 14,8% u 2002. i rast BDP u 2001. od 5,5% i u 2002. od 4%. U 2003. inflacija je svedena na 7,8% i ostvaren realni rast BDP od oko 3%. Takvi makroekonomske rezultati bazirani su prvenstveno na čvrstoj monetarnoj politici koja je držala pod kontrolom monetarne agregate i na čvrstoj fiskalnoj politici koja je držala pod kontrolom generatore kvazifiskalnog

deficita i omogućila svođenje fiskalnog deficita sa 10% BDP u 2000. na 1,3% BDP u 2001. na 3,8% BDP u 2002. i na 3,9% BDP u 2003. Navedeni makroekonomske rezultati su bazirani i na značajnoj međunarodnoj finansijskoj pomoći. Međunarodna zajednica u jesen 2000. nakon pobede demokratske opozicije Srbije na izborima od 24. septembra pružila je finansijsku pomoć u iznosu od 150 miliona evra, a zatim je u 2001. realizovano 550 miliona evra i 785 miliona evra u 2002. i 920 miliona evra u 2003. međunarodne donatorske i razvojne pomoći. Od toga najveća pomoć je pružena sektoru energetike (22%), socijalnom sektoru (14%), sektoru saobraćaja (11%), budžetu (10%), privatnom sektoru (9%), lokalnoj samoupravi (6%), zdravstvu (5%), poljoprivredi (5%), građanskom društvu (3%) i dr.

Ovi rezultati su postignuti uz krupna ograničenja koja su postojala na početku tranzicije kao što su: nizak nivo BDP (ispod 1.000 USD po stanovniku); niska konkurentnost privrede usled višegodišnjeg dezinvestiranja i tehnološkog zaostajanja; visok spoljnotrgovinski deficit od oko 15% BDP; usporen rast privatnog sektora; dominantno učešće neefikasnih velikih preduzeća u društvenoj i državnoj svojini u privrednoj strukturi koja su generisala makroekonomske neravnoteže, strukturne deficite, visoke gubitke, dugove i nelikvidnost; nizak nivo stranih investicija; niska stopa investicija merena udelom bruto investicija u osnovne fondove u BDP od oko

10%; nerazvijenost finansijskog tržišta; visok fiskalni deficit od oko 10% BDP; visok udeo javne potrošnje u BDP; visok udeo neformalnog realnog sektora; visoka nezaposlenost od oko 25% radno sposobnog stanovništva; nizak nivo zarada, penzija, socijalnih davanja i standarda stanovništva. Veliko ograničenje je predstavljala pravna i institucionalna neizgrađenost i nefunkcionalnost socioekonomskog sistema, nereformisan javni sektor, nerazvijene institucije i neefikasna državna administracija.

*Pravne i institucionalne reforme* odvijale su se dinamično u prvoj godini tranzicije, a zatim usporenom dinamikom od sredine 2002. godine, tako da nije zaokružen novi zakonodavni i regulatorni okvir nepohodan za ubrzano dovršenje strukturnih reformi. pripremljen je veći broj značajnih reformskih zakona, od kojih je Parlament Srbije usvojio manji broj. Od posebnog značaja za reforme bilo je donošenje Zakona o privatizaciji, Zakona o radu, Zakona o zapošljavanju, Zakona o stranim ulaganjima, Zakona o koncesijama, Zakona o deviznom poslovanju, Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Zakona o računovodstvu i reviziji, Zakona o budžetskom sistemu, Zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji, Zakona o javnim nabavkama, Zakona o duvanu, Zakona o lokalnoj samoupravi, Zakona o planiranju i izgradnji, Zakona o Narodnoj banci Srbije, Carinskog zakona, Zakona o finansijskom lizingu, Zakona o

Garancijskom fondu, Zakona o založnom pravu na pokretnim stvarima upisanim u registar, Zakona o penzijskom i invalidskom osiguranju, Zakona o finansijskoj podršci porodici sa decom, Zakona o osnovama sistema obrazovanja i vaspitanja, Zakona o telekomunikacijama, Zakona o radio-difuziji i drugih sistemskih zakona.

Vlada Srbije je pripremila u formi predloga ili nacрта i druge reformske zakone, čije će usvajanje imati veliki značaj za ubrzanje reformi, kao što su: Zakon o porezu na dodatu vrednost, Antimonopolski zakon, Zakon o privrednim društvima, Zakon o stečaju, Zakon o registrovanju privrednih subjekata, Zakon o energetici, Zakon o rudarstvu, Zakon o železnici, Zakon o pošti, Zakon o turizmu, Zakon o izmeni Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Zakon o investicionim fondovima, Zakon o osiguranju, Zakon o dobrovoljnom penzijskom osiguranju, Zakon o zdravstvenoj zaštiti, Zakon o lekovima i medicinskim sredstvima, Zakon o denacionalizaciji, Zakon o visokom školstvu, Zakon o naučnoistraživačkoj delatnosti, Zakon o javnom dugu, Zakon o sistemu doprinosa za socijalno osiguranje, Zakon o sistemu zaštite životne sredine, Zakon o upravljanju otpadom, Zakon o igrama na sreću, Zakon o elektronskom potpisu, Zakon o međunarodnoj trgovinskoj arbitraži i dr.

Stabilizacijom cena i dinara, liberalizacijom unutrašnje i spoljne trgovine i donošenjem navedenih sistemskih zakona u Srbiji je unapređeno poslovno

okruženje, ali to nije dovoljno da se uspostavi celovit i konzistentan tržišni ambijent za poslovanje preduzeća koji bi bio podsticajan za domaće i strane investicije. U sistemu postoje administrativne i ekonomske prepreke za nesmetano poslovanje na tržištu vezane za registraciju preduzeća, izgradnju nekretnina, dozvole za rad, sertifikate proizvoda i usluga, spoljnotrgovinski režim, inspekcije, poreze i doprinose, formiranje cena, trgovinu, investiranje, korupciju i kriminal. Zaštita svojinskih prava investitora zahteva da se donese i regulativa u oblasti antimonopolskog prava, stečajnog prava, investicionih fondova, denacionalizacije, registracija privrednih subjekata, svojine na zemljištu, kao i regulative o obezbeđenju potraživanja, kompanijskog prava i prava koje regulišu hartije od vrednosti.

*Strukturne reforme u realnom sektoru* donele su određeni napredak ka stvaranju zdravog i konkurentnog realnog sektora na bazi privatizacije preduzeća, razvoja malih i srednjih preduzeća i rehabilitacije privredne infrastrukture.

U realnom sektoru, privatizacija je donela određene rezultate u pogledu transformacije društvenog u privatno vlasništvo kroz različite metode privatizacije (tenderi, aukcije, tržište kapitala). Privatizovano je preko 1.000 preduzeća u društvenoj svojini i postignuto nekoliko značajnih strateških partnerstava, s tim što su prihodi od privatizacije u najvećoj meri korišćeni za potrošnju i što je bilo i neregularnosti u

procesu privatizacije zbog neadekvatnih mehanizama kontrole u pripremnj i u postprivatizacionoj fazi. U 2001. godini je utvrđen novi zakonodavni okvir za privatizaciju i formirane su potrebne institucije za privatizaciju na bazi koga je u 2002. privatizovano 265 preduzeća, i to 12 preduzeća na tenderima, 205 preduzeća putem aukcijske privatizacije i 48 preduzeća na tržištu akcija. Ostvareni prihod od prodaje ovih preduzeća iznosi 344 mil. evra. Ugovorene su investicije u iznosu od 320 mil. evra. Kupci ovih preduzeća su preuzeli obaveze da za socijalne programe obezbede 270 mil. evra. U 2003. na tenderima je prodato 19 velikih preduzeća i ostvaren prihod od 600 mil. evra, dok je na aukcijama prodato 675 preduzeća i ostvaren prihod od 276 mil. evra. Na tržištu kapitala prodate su akcije 120 preduzeća i ostvaren prihod od 67 mil. evra. Ugovorene investicije iznose ukupno 379 mil. evra, a za socijalne programe obezbeđeno je 129 mil. evra.

Sektor MSP u protekle tri godine nije postao značajan činilac privrednog rasta, tako da sa oko 40% učestvuje u BDP, a sa 27% u ukupnom izvozu. Prema raspoloživim podacima u 2002. u ovom sektoru bilo je 62.249 malih preduzeća koja zapošljavaju 341.646 radnika i 2.288 srednjih preduzeća koja zapošljavaju 313.122 radnika. Na planu izgradnje poslovnog ambijenta pogodnog za nove ulaske kroz razvoj MSP i direktne investicije nisu ostvareni zadovoljavajući rezultati. U parlamentu

Srbije nisu doneti ključni zakoni za unapređenje poslovnog okruženja. Izostali su značajniji podsticaji novom privatnom sektoru kroz razvoj MSP i direktna ulaganja. Izvršene promene privrednog sistema nisu obezbedile porast privatnog sektora kao osnovnog kriterijuma uspešnosti tranzicionih zemalja koji bi zaposlio veći deo radne snage i stvarao veći deo BDP. Uz to, Srbija nije uspela da uvede finansijsku disciplinu kod starog industrijskog sektora, što je takođe pokazatelj nedovoljne uspešnosti u dosadašnjim tranzicionim procesima.

Restrukturiranje velikih preduzeća u društvenoj svojini otpočelo je formiranjem centara za restrukturiranje u okviru Agencije za privatizaciju novembra 2001. sa ciljem da sprovodi aktivnosti u procesu restrukturiranja preduzeća, u skladu sa odredbama članova 19. i 20. Zakona o privatizaciji i odredbama Zakona o Agenciji za privatizaciju, kao i sa odredbama Uredbe o postupku i načinu restrukturiranja preduzeća i drugih pravnih lica. Predviđeno je da se restrukturiranje u postupku privatizacije sprovede u tri faze. U prvoj fazi analiza se stanje i daje predlog programa restrukturiranja (identifikovanje zdravih delova preduzeća, identifikovanje svih pravnih, korporativnih i statusnih problema, preliminarni pregovori sa poveriocima). U drugoj fazi donosi se odluka o restrukturiranju i vrši izrada, usvajanje i sprovođenje programa restrukturiranja (statusne i organizacione promene, poravnanje sa poveriocima, socijalni

program). U trećoj fazi sprovodi se postupak prodaje društvenog kapitala, odnosno imovine, putem javne aukcije ili javnog tendera. U proteklom periodu proces restrukturiranja je obuhvatio oko 60 matičnih preduzeća u društvenoj svojini sa 466 zavisnih preduzeća. Aktivnosti na restrukturisanju ovih preduzeća odvijale su se usporenom dinamikom, tako da na ovom planu nisu postignuti zadovoljavajući rezultati.

U restrukturiranju i demonopolizaciji javnih preduzeća u sektoru energetike, saobraćaja, telekomunikacija, upravljanja prirodnim resursima nije bilo pomaka ka njihovoj privatizaciji, otvaranju tržišta i konkurencije. Nije uspostavljen pravni i institucionalni okvir za restrukturiranje javnih preduzeća, niti se krenulo u čvrsto budžetsko ograničavanje i smanjivanje viškova zaposlenih u ovim preduzećima. Restrukturiranje deset javnih preduzeća čiji je osnivač država (EPS, NIS, ŽTP, JAT, Aerodrom "Beograd", PTT, RTS, Telekom, Srbijašume, Srbijavode) započeto je krajem 2001. kada je Vlada Srbije osnivala Komisiju za restrukturiranje javnih preduzeća sa zadatkom da omogući i nadgleda proces restrukturiranja ovih preduzeća i pruža ekspertsku i tehničku podršku Komisiji. Aktivnosti na restrukturiranju javnih preduzeća odvijale su se usporenom dinamikom i nisu dale zadovoljavajuće rezultate. Javna preduzeća predstavljaju bitan segment privrede Srbije koji treba temeljno restrukturirati. Javna pre-

dužeća raspolažu sa 39% osnovnih sredstava ukupne privrede, zapošljavaju preko 12% ukupno zaposlenih, ostvaruju preko 17% prihoda, preko 13% neto dobiti i oko 16% gubitaka ukupne privrede. Ona obavljaju privredne delatnosti od javnog interesa, kao što su elektroprivreda, železnički i PTT saobraćaj, vazdušni saobraćaj, radio-televizija, vodoprivreda, putna privreda, šumarstvo, kao i komunalne delatnosti (vodovod, kanalizacija, elektrodistribucija, gradski prevoz, gradsko zelenilo i sl.). U ovim delatnostima zbog nemogućnosti tržišnog mehanizma da obavlja ove ekonomske funkcije, država ima značajnu ulogu u pogledu upravljanja ovim krupnim poslovnim sistemima u pogledu donošenja odluka o investicijama, cenama i zaradama.

U protekle tri godine unapređena je privredna infrastruktura, prvenstveno kroz međunarodnu donatorsku i razvojnu pomoć i manjim delom kroz kapitalne investicije iz budžeta Srbije. Po tom osnovu značajno je revitalizovan energetski sektor, saobraćaj, telekomunikacije, vodoprivreda i komunalne službe.

*Strukturnim reformama finansijskog sektora* ostvaren je određeni napredak u restrukturiranju i rehabilitaciji banaka i u funkcionisanju finansijskog tržišta. Unapređeno je bankarsko zakonodavstvo i prudencijalna regulativa. Pojačan je nazor NBS u oporavku i radu banaka, doneta je strategija oporavka bankarskog sektora, likvidirane su 4 velike nesolventne banke u društvenoj svojini zbog

nedostatka sredstava za njihovu sanaciju. Time je učinjen značajan korak na dužem putu izgradnje zdravog bankarskog sistema. Smanjen je broj banaka sa 86 početkom 2001. na 35 banaka krajem 2003. kroz likvidaciju i spajanje manjih banaka sa većim bankama. Početkom 2003. godine platni promet je prenet u banke. U Srbiju je do sada ušlo 7 renomiranih svetskih banaka.

Rezultati takvih reformi su jačanje konkurencije u bankarskom sektoru, poboljšanje kvaliteta bankarskih usluga, povratak poverenja u banke i, posledično, porast dinarske i devizne štednje stanovništva. Nova devizna štednja je povećana za oko 3 puta u protekle tri godine i krajem 2003. je iznosila 1,2 mlrd. USD. Banke su poboljšale finansijske rezultate poslovanja, smanjile gubitke u kapitalu i povećale likvidnost i kreditne plasmane. Banke su nakon tri godine tranzicije u značajnoj meri pripremljene za tržišne uslove poslovanja, što je doprinelo snižavanju kamatnih stopa i porastu kreditnih plasmana.

U finansijskom sistemu održana je relativna stabilnost dinara, liberalizovane su tekuće, a delom i kapitalne transakcije, porasle su devizne rezerve i liberalizovane su kamatne stope. Dinar je nominalno depresirao od oktobra 2000. do kraja 2003. za 12,7%. Štednja stanovništva je nedovoljna, krediti su ograničeni, kamatne stope su visoke, otpočela je emisija i trgovanje hartijama od vrednosti. U oblasti javnih finansija i poreske reforme otvoreni su

reformski procesi sa ciljem da se smanji nivo javne potrošnje i fiskalni deficit. Najveći udeo u javnim rashodima imaju izdvajanja sredstava za finansiranje prava iz socijalnog osiguranja, što je vezano za nepovoljni odnos broja osiguranika i korisnika, visoku opterećenost poslodavaca, evaziju uplate doprinosa i neefikasno trošenje sredstava osiguranika od strane državnih fondova socijalnog osiguranja iz kojih se finansira i pružanje zdravstvenih usluga od strane privatnog sektora.

Nedovoljnom dinamikom odvijale su se pripreme za privatizaciju državnog kapitala u bankama. Odabrane su tri banke u većinskom državnom vlasništvu za privatizaciju – Jubanka, Novosadska banka i Kontinental banka i imenovan privatizacioni savetnik koji će pripremiti i voditi tender za prodaju tri navedene banke.

Finansijsko tržište je otpočelo da radi u skladu sa novim zakonodavnim i regulatornim okvirom utvrđen novim Zakonom o tržištu hartija od vrednosti. Pripremljene su i značajne izmene tog zakona čije će usvajanje značajno doprineti funkcionisanju finansijskog tržišta, kao i donošenje Zakona o osiguranju, Zakona o investicionim fondovima i Zakona o dobrovoljnom penzijskom osiguranju koji će na finansijsko tržište uvesti tri nove grupe dugoročnih investitora.

U protekle tri godine ostvareno je povećanje obima prometa kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti na

Beogradskoj berzi i poboljšana struktura prometa. U 2002. je otpočelo trgovanje kvalitetnim nerizičnim dugoročnim državnim obveznicama i akcijama privatizovanih preduzeća. U 2003. je značajno porastao promet dugoročnih hartija od vrednosti, i to promet akcija sa 6,8% u 2002. na 33% u 2003. i promet obveznica sa 2,6% u 2002. na 11% u 2003.

*Stukturne reforme u socijalnom sektoru* započete su u protekle tri godine tranzicije sa ciljem da se ostvari njihov pozitivan uticaj na javne finansije Srbije. Započeto je reformisanje delatnosti koje pripadaju socijalnom sektoru, i to: obrazovni sistem, zdravstveni sistem, penzioni sistem, sistem socijalne zaštite, tržište rada. Posebno su značajne aktivnosti na poboljšanju efikasnosti i targetiranja mreže socijalne zaštite, obezbeđenju fiskalne održivosti penzionog sistema i poboljšanju zaštite dece. Od velikog značaja je i usvojena Strategija smanjenja siromaštva u Srbiji koja je razvojnoro orijentisana na smanjenje udela siromašnih u ukupnoj populaciji na oko 5% kroz povećano investiranje i porast proizvodnje, zapošljavanja i dohodaka.

### **3. KLJUČNI IZAZOVI REFORMI U SRBIJI**

Dosadašnjim promenama u tranzicionom procesu postavljene su osnove za ubrzanje reformi koje treba sprovesti u narednom srednjoročnom periodu. Srbiji predstoji dovršavanje započetih tranzicionih procesa, u čemu ključna uloga pripada parlamentu, Vladi i

javnoj administraciji čije kapacitete treba ojačati tako da mogu sprovesti reformski program. Srbija je u velikom zaostajanju za naprednim zemljama centralne Evrope koje su završile tranziciju i postale članice EU, kao i za susednim zemljama (Rumunija, Bugarska, Hrvatska) koje ubrzano dovršavaju tranziciju i postižu dobre ekonomske rezultate, što ih kandiduje za ulazak u EU. Srbija treba da uspostavi političku stabilnost i da ojača kapacitet ključnih institucija, kako bi ubrzala tranziciju i pridružila se grupi naprednih zemalja u tranziciji.

Od najvećeg nacionalnog značaja je nastavak pravnih, institucionalnih i strukturnih reformi u privredi i javnom sektoru. U tom smislu treba razrešiti političku i institucionalnu krizu i nastaviti političke i ekonomske reforme usmerene na uspostavljanje zrelog demokratskog društva, efikasne tržišne privrede i pravne države i na tim osnovama voditi zemlju putem evropske integracije. Za to su potrebni socijalni konsenzus o nastavku i ciljevima reformi, kredibilna i efikasna vlada i kompetentna državna administracija. Time bi se na osnovu javnog konsenzusa u društvu ubrzano sprovela sveobuhvatna reforma i prihvatila nova politička i ekonomska sistemska i institucionalna rešenja, uz minimiziranje socijalnih troškova reformi i društvenih turbulencija.

Dobru osnovu za nastavak reformi čini dosadašnji napredak u oblasti makroekonomskih tokova, privatizacije preduzeća, revitalizacije bankarskog

sistema i međunarodnih ekonomskih odnosa. Međutim, politička neslaganja oko koncepcije i strategije reformi i dalje će onemogućavati brže sprovođenje reformi. Prevreteni parlamentarni izbori u decembru 2003. nisu razrešili ovaj ključni problem reformi u Srbiji i biće neizvesno donošenje neophodnih sistemskih zakona i odvijanje reformi i u narednom periodu. Ipak, postoji kritična masa u društvu za izgradnju političkih i ekonomskih institucija s jasnim pravilima ponašanja i s reformisanom državom bez korupcije i kriminala i za sprovođenje strukturnih reformi.

Od ključnog značaja za sprovođenje reformi je kredibilitet parlamenta i Vlade kao ključnih institucija za reformu zakonodavnog okvira, institucionalne reforme i strukturne reforme u realnom, finansijskom i socijalnom sektoru. Kredibilni parlament i Vlada treba da ubrzaju političke i institucionalne reforme (donošenje novog Ustava Srbije, regulisanje rada političkih partija, trajno definisanje odnosa sa Crnom Gorom i statusa Kosova i Metohije, reforma sudstva, vojske, policije i cele javne uprave), kao i da ubrzaju ekonomske reforme u kojima se kasni, a značajne su za zaštitu svojine i efikasnih tržišnih odnosa. Posebna pažnja treba da se posveti uspostavljanju i održanju političke stabilnosti i izgradnji institucija na osnovu kriterijuma ekonomske efikasnosti koji bi omogućio napredak reformi.

Posebno je značajno da se ubrzano sprovede restrukturiranje društvenog



sektora i ubrza rast privatnog sektora i na toj osnovi poveća stopa rasta BDP. To podrazumeva razvijen i kredibilan bankarski sektor kao pretpostavka za pokretanje investicija i revitalizaciju privrede. U postojećim okolnostima izgledi za privredni rast Srbije su nepovoljni. Za pokretanje ekonomske aktivnosti potrebni su politička stabilnost, izgrađenost institucija, veća stopa investicija od postojećih oko 16% društvenog proizvoda na bazi domaće štednje i direktnih stranih investicija, završavanje privatizacije preduzeća, smanjivanje poreskog opterećenja privrede, podsticajna kursna i monetarna politika i dr.

Iskustva uspešnih evropskih zemalja u tranziciji i iskustvo Srbije u protekle tri godine tranzicije ukazuju da je od suštinskog značaja da se tranzicija odvija u pravom smeru i po mogućnosti ubrzano. Mera uspešnosti tranzicije je evolutivni institucionalizam, budući da su društveni procesi, poput prirodnih procesa, dugovremeni i da ih pojedinci i generacije ljudi ne treba da ugrožavaju. U tom smislu ni neoklasični ni institucionalni pristup tranziciji nisu adekvatni. Tranzicija kao način upravljanja političkim i ekonomskim procesima treba da se zasniva na uspostavljanju pravila od strane države putem zakona i mera makroekonomske politike i na preduzetništvu pojedinaca i preduzeća, u skladu sa pravilima ponašanja prihvaćenim na nivou društva.

Tranzicioni procesi u Srbiji su podudarni sa procesom stabilizacije i pridruživanja EU. Pridruživanje EU,

takođe, zahteva socijalni konsenzus. Ovu noviju civilizacijsku tekovinu (stvaranje EU) treba da prihvate pojedinci, organizacije rada i društvo u celini, na način da uvedu evropsku efikasnost, produktivnost, standarde i propise. Pri tome, podjednak značaj pripada formi i suštini, odnosno političko-pravnim i ekonomskim aspektima ulaska u EU. Naša politička i preduzetnička elita treba da preferira približavanje EU i prihvatanje njenih pravila i politika kroz stvarne promene u zemlji od strane pojedinaca i institucija. Takve suštinske promene zahtevaju stabilna pravila uspostavljena zakonima koja omogućavaju preduzetnicima da predviđaju i donose poslovne odluke na duži rok, kao i institucionalno restrukturiranje.

Uspešnost tranzicije i približavanja EU zavisi i od običaja, kulture i tradicije zemlje. Ukoliko se specifičnosti zemlje manje razlikuju od evropskih pravila tranzicija je brža i uspešnija. To potvrđuje iskustvo Češke, Mađarske, Slovenije, Poljske i baltičkih zemalja kao uspešnih zemalja u tranziciji mereno nivoom ekonomskih sloboda i visinom tranzicionih troškova uspostavljanja novih institucija. Sa tog stanovišta Srbiji je potrebno duže vreme da dovrši tranziciju i da se pripremi za ulazak u EU. Našim političkim i poslovnim elitama i našim pojedincima i institucijama treba više vremena da promene svoje preferencije i način ponašanja i da se prilagode preduzetničkoj i konkurentnoj privredi i zreloj demokratiji. Biće potrebno duže vreme da se stvore nove kompanije,

nove institucije i novi kulturni obrazac. Takav izazov zahteva novi zakonodavni i institucionalni ambijent u kome su ekonomske slobode i prava (svojina i ugovor) garantovana i koji je pogodan za preduzetničke sposobnosti pojedinaca i kompanija, kao i kompetentnost i efikasnost institucija.

Potrebno je da politika pozitivno utiče na institucije i preko njih na privredu i da definiše nove zakone koji približavaju Srbiju standardima EU i institucionalizuju sistem koji pruža pogodan ambijent za preduzetnike i investitore. To je osnovni preduslov ubrzanog sprovođenja reformi i ubrzanog pridruživanja EU. U tome ključnu ulogu ima novi sistem koji stvara ambijent za investiranje i formiranje novih preduzeća koja povećavaju proizvodnju i izvoz. To su osnovne poluge kontinuiranog godišnjeg porasta izvoza od 15% i rasta BDP od oko 5% koji obezbeđuje servisiranje spoljnog duga, uz porast zapošljavanja i standarda stanovništva. To zahteva da se drži pod kontrolom deficit platnog bilansa i spoljni dug, kao i fiskalni deficit i javni dug. Smanjenje platnog deficita i spoljnog duga na održivi nivo podrazumeva da se obezbedi odgovarajući priliv stranih direktnih investicija i povećanje domaće štednje za potrebne investicije, čije učešće u BDP treba povećati sa sadašnjih 16% na 20% u kraćem roku i na 25% u srednjem roku. Ukoliko se na obezbedi odgovarajuća podrška platnom bilansu i budžetu, pojačaće se pritisak na monetarnu i fiskalnu politiku koji vodi u recesiju,

inlaciju i dužničku krizu. Povrh toga, uspostavljanje makroekonomske ravnoteže podrazumeva da se poveća konkurentnost privrede i nivo izvoza, uz poboljšanje strukture privrede koja bi izvozila i proizvode višeg stepena obrade. U tome značajnu ulogu ima i devizna politika vodeći računa o uticaju kursa ne samo na izvoz, već i na uvoz, odnosno na platni bilans zemlje. Makroekonomska ravnoteža podrazumeva i odgovarajuće smanjivanje ukupne javne potrošnje, tako da udeo javnih rashoda ne prelazi 43% BDP, a udeo prihoda 41% BDP, uz fiskalni deficit od oko 3% BDP koji se pokriva iz nekreditnih izvora.

Dugoročno, održiva makroekonomska ravnoteža i potrebna dinamika privrednog rasta mogu se postići ukoliko se uklone nekomercijalni rizici i stvori povoljna investiciona klima i poslovni ambijent. Dostignuta makroekonomska stabilnost rezultat je restriktivne monetarne politike usmerene na održavanje stabilnosti cena i kursa i fiskalne politike usmerena na ublažavanje posledica tranzicije. Budući da stabilnost prati nedovoljan porast ekonomske aktivnosti i izvoza, uz veliki deficit trgovinskog bilansa i visoku nezaposlenost, potrebna je značajnija podrška proizvodnji od strane monetarne politike i bankarskog sistema, tako da jača poverenje u dinar i štednju kao osnovni neophodni uslov za investiranje u razvoj. Potrebno je i odgovarajuće fiskalno prilagođavanje u pravcu smanjenja rashoda za velike budžetske korisnike nakon njihove

reforme i povećanja kapitalnih investicija u poboljšanje privredne i socijalne infrastrukture kao preduslova razvoja privrede i servisiranja spoljnog duga. Zato je potrebna liberalizacija i deregulacija u pravcu izgradnje tržišnih institucija i privrednog ambijenta pogodnog za reforme i ubrzanje tranzicije i za povećanje konkurentnosti privrede i udela na tržištu EU.

Može se pak zaključiti da Srbija okončava prvu fazu tranzicije. Međutim, predstoji druga faza sprovođenja reformskog programa u kojoj treba da se obezbedi usaglašenost stabilnosti i rasta, svođenjem deficita tekućeg bilansa i budžeta na podnošljiv nivo, povećanjem udela domaćih i stranih direktnih investicija i povećanjem konkurentnosti i izvoza na potreban nivo, kao i raspoređivanjem troškova tranzicije na socijalno pravičniji način. Time bi se obezbedila dugoročno održiva stabilnost i rast zahtevaju odgovornu i čvrstu monetarnu i fiskalnu politiku i značajno povećanje konkurentnosti privrede Srbije kroz reforme realnog sektora. U narednoj etapi reformi ključno je povećati konkurentnost privrede i izvoz, privući domaće i strane investitore i osvojiti nova tržišta. U tom cilju monetarna i devizna politika treba istovremeno da vode računa o stabilnosti i o konkurentnosti privrede, a fiskalna politika treba da smanji fiskalni deficit kroz racionalizaciju troškova svih korisnika budžeta, suzbijanje sive ekonomije, smanjivanje poreskih stopa ako se obezbedi šira poreska osnovica i veći poreski obuhvat.

Institucionalne reforme koje uspostavljaju stabilan pravni poredak i uređen institucionalni ambijent značajno doprinose zamahu preduzetničke inicijative i investicione aktivnosti. Od presudnog značaja za jačanje konkurentskih sposobnosti privrede je sistemski ambijent i institucije koje na dugi rok obezbeđuju efikasno funkcionisanje privrede i države. U podsticajnom investicionom i poslovnom ambijentu domaći i strani preduzetnici i investitori ulažu kapital u nove firme, uvode savremenu tehnologiju, stvaraju nove proizvode ili poboljšavaju postojeće i osvajaju nova tržišta. Stvaranje poslovnog okruženja koje je podsticajno za investiranje privatnog domaćeg i stranog kapitala podrazumeva uklanjanje prepreka ulasku novih preduzeća, pre svega političkog i regulatornog rizika kroz političke i institucionalne reforme, naročito kroz zakonodavnu reformu i reformu pravosuđa koja bi obezbedila brzo donošenje i izvršavanje sudskih odluka radi minimiziranja rizika za investitore. Likvidacija preduzeća koja nemaju poslovnu perspektivu, a imaju velike nagomilane dugove i razvoj savremenog finansijskog sektora su značajni preduslovi za podsticanje privatnih investicija u razvoj novih preduzeća. Donet je Zakon o založnom pravu na pokretnim stvarima upisanim u registar, Zakon o Garancijskom fondu, Zakon o finansijskom lizingu i Zakon o koncesijama i njihova primena treba da značajno doprinesu razvoju finansijskog sektora.

Da bi tranzicija bila uspješnija potrebno je održati makroekonomsku stabilnost, unaprediti poslovni ambijent i povećati ekonomske slobode kao faktor privrednog rasta i rešavanja dužničke krize i budžetskog deficita. Ključnu ulogu u tome ima novi privatni sektor i razvoj institucija, posebno sudskog sistema koji obezbeđuje zaštitu svojinskih prava i razvoj biznisa. Na makroekonomskom planu održivost postignute stabilnosti zavisice od fiskalnog i spoljnotrgovinskog deficita i pritiska nezaposlenosti, a održivost privrednog rasta zavisice od investicija i izvoza. Porast ulaganja i izvoza zahteva održivost kursa, restrukturiranje fiskalnog sektora u svim njegovim segmentima, liberalizaciju u spoljnoj trgovini koja disciplinuje domaću privredu i poboljšava alokaciju resursa, aktivnu ulogu NBS i bankarskog sektora na tržištu novca, kontrolisanu politiku plata. Održivost stabilnosti i rasta privrede zahteva i institucionalne promene kroz donošenje ustava i svih zakona, prihvatanje pravila utvrđenih novim zakonima i ponašanje u skladu sa tim pravilima. Reč je o uspostavljanju konzistentnog institucionalnog režima i njegovom efikasnom funkcionisanju kao ključnoj pretpostavci uspešnosti tranzicije.

### LITERATURA

1. *Strategija reformi*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2003.
2. *OECD: Ekonomski izveštaj za Saveznu Republiku Jugoslaviju*, Novembar 2002.
3. "Strategija i efekti reformi u Srbij", *Ekonomski anali*, april 2004.
4. Dušan Vujović »Zastoj reformi – posledica ili primarni uzrok političke krize«, *Prizma*, CLDS, oktobar 2003.
5. Boško Mijatović »Ekonomija: gde smo i šta nas čeka«, *Prizma*, CLDS, decembar 2003.
6. Vladimir Gligorov »Reforme u Srbiji i Crnoj Gori – stanje i perspektive«, *Ekonomist magazin*, okrugli sto »Reforme – kako dalje«, Beograd, mart 2004.
7. Marinko Bošnjak "Strukturne ekonomske reforme u Srbiji 2001-2002.", *Finansije* br. 1-6/2003.
8. Institut G-17 i Institut za strateške studije i prognoze "Izveštaj o tranziciji u Srbiji i Crnoj Gori" Beograd, 2004.
9. Tranzicija u zemljama zapadnog Balkana, Evropska komisija, 2002.
10. *Tranzition Report*, EBRD, 2003.
11. *IMF Country Report*, September 2003.
12. *WB World Development Report*, Washington, 2003.
13. Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za budžetsku 2004. godinu sa projekcijama za 2005. i 2006. godinu, Vlada Republike Srbije, oktobar 2003.

Rad primljen: 23.08.2004.

UDK: 657.372.2

UDK: 336.67

JEL: G34

Stručni članak

## PROBLEMI PROCENE VREDNOSTI NOVOOSNOVANIH FIRMI

### *PROBLEMS RELATED TO THE VALUATION OF START-UP FIRMS*

**Mališa ĐUKIĆ**

**Fakultet političkih nauka, Beograd**

#### **Rezime**

Cilj rada je prikaz problema i njihovog mogućeg rešavanja koji se javljaju pri proceni vrednosti novoosnovanih firmi sa čijim akcijama se ne trguje na berzi i koje su u fazi započinjana svojih poslovnih aktivnosti. Veliki broj analitičara smatra da je grubost procene vrednosti novoosnovanih firmi isuviše velika i da je, samim tim, nemoguće izvršiti procenu. Argumenti sadržani u ovom radu ukazuju na neophodnost procene, bez obzira na oscilacije u procenjenoj vrednosti.

**Ključne reči:** PROCENA VREDNOSTI; AKCIJE; NOVOOSNOVANE FIRME.

#### **Summary**

*The purpose of this working paper is to provide a review of problems and their possible solutions that are related to the valuation of start-up firms whose shares are not traded publicly. Most of the analysts believe that valuing such firms is not possible due to the significant valuation error. Arguments included in this paper will show that the valuation of start-up companies is necessary regardless of the great errors that an analyst might have made.*

**Key words:** VALUATION; SHARES; ATART-UP COMPANIES.

## UVOD

Ovaj rad će se fokusirati na problem procene vrednosti novoosnovanih firmi sa čijim akcijama se ne trguje na berzi i koje su u fazi započinjana svojih poslovnih aktivnosti. Veliki broj analitičara je mišljenja da procena vrednosti takvih firmi ne može biti izvršena zbog nepostojanja ranijih finansijskih izveštaja i poslovne aktivnosti koja bi dala mogućnost analize proizvoda ili usluga koje bi takve firme nudile. Ovaj rad će prikazati različite stavove po pitanju procene vrednosti novoosnovanih firmi.

S jedne strane, izvršiti procenu novoosnovane firme je teže nego izvršiti procenu firme koja posluje nekoliko godina. Međutim, osnovni principi procene firmi se za ova dva slučaja ne razlikuju. Vrednost novoosnovane firme je sadašnja vrednost očekivanog toka gotovine. U tom slučaju, procena budućeg toka gotovine podrazumeva dobijanje informacija koje nisu vezane samo za finansijske izveštaje prethodnih obračunskih perioda i procenu vrednosti konkurentnih firmi.

S druge strane, česta je pojava da firma koja posluje oko jedne godine, beleži negativni finansijski rezultat kao i značajan rast. Takođe je moguće da zbog jedinstvene prirode posla kojim se bavi, firma nema konkurenciju, što dodatno otežava procenu njene vrednosti. Po uzoru na literaturu, ovaj rad prikazuje metodu koja se koristi u takvim slučajevima. Isto tako, prezen-

tovan je generalni okvir za procenu vrednosti firmi. Generalni okvir sadrži korake koje treba pratiti u cilju preciznije procene vrednosti.

Većina analitičara smatra da je grubost procene isuviše velika i da je, samim tim, nemoguće izvršiti procenu. Argumenti koji slede prikazaće da je neophodno izvršiti procenu, bez obzira na oscilacije u procenjenoj vrednosti.

## 1. VAŽNOST POSEDOVANJA INFORMACIJA

### 1.1. Izvori informacija

Procena vrednosti preduzeća podrazumeva posedovanje informacija iz tri izvora. To su:

- tekući finansijski izveštaji firme,
- istorijski finansijski izveštaji,
- pregled poslovanja firmi koje predstavljaju konkurenciju.

Analizom tekućih finansijskih izveštaja kao što su bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o tokovima gotovine, moguće je utvrditi rentabilnost investiranja ili iznos akumuliranog dobitka koji je investiran u rast firme. Dodatno, analizom istih izveštaja moguće je dobiti bilo koji pokazatelj poslovanja koji je neophodan za procenu vrednosti.

Istorijski podaci koji pokazuju, primera radi, ostvarenu stopu prinosa na sopstvena sredstva ili prethodne tržišne cene akcija ukazuju na stopu rasta te firme kao i rizik koji investiranje u takvu firmu nosi. Takođe je moguće utvrditi da li poslovanje firme

u sebi sadrži cikluse rasta, tj. pada poslovne aktivnosti u smislu povećanja ili smanjenja prodaje.

S druge strane, pregled poslovanja konkurentnih firmi prezentuje koliko je firma čija se vrednost procenjuje bolja ili lošija u odnosu na druge firme. Korišćenjem takvog pregleda, sačinjavanje procene rizika, rasta i toka gotovine je olakšano i može kao posledicu imati smanjenje greške u proceni.

U praksi, dobijanje informacija iz sva tri izvora je često nemoguće. Tako na primer, u SAD, istorijski gledano, industrija automobila postoji već više od 75 godina, ali na strani proizvođača, postoje samo tri firme koje proizvode američka vozila (General Motors, Chrysler i Ford). Kao suprotnost ovom primeru, firme poput Fitcha su u industriji visokih tehnologija koja postoji samo nekoliko godina. Međutim, ista firma je u konkurenciji sa više od 200 firmi. Mogućnost da se prosečne vrednosti pokazatelja poslovanja takvih firmi dobiju sa lakoćom kompenzira nepostojanje istorijskih finansijskih izveštaja.

### **1.2. Teškoće dobijanja informacija u novim sektorima tržišnih ekonomija**

U novim sektorima razvijenih tržišnih ekonomija (sektor visoke tehnologije) teško je prikupiti informacije, bilo zato što firme postoje jednu ili dve godine ili zato što njihovi tekući finansijski izveštaji ne prikazuju očeki-

vani rast ukupnih sredstava, što najviše doprinosi vrednosti jedne firme.<sup>1</sup> Takođe se dešava da su takve firme prve te vrste i da posledično nemaju konkurenciju. Očigledno, procena vrednosti takve firme je otežana imajući u vidu nemogućnost dobijanja informacija iz gorenavedenih izvora. Obično, reakcija investitora na postojanje takvih firmi je nemanje akcija tih firmi u svom portfoliju, jer je po njihovom mišljenju nemoguće proceniti vrednost takve firme. Kao posledica takve situacije, postavlja se pitanje koji metod omogućava procenu vrednosti. U nastavku ovog rada, biće upotrebljen metod sadašnje vrednosti budućeg toka gotovine. Imajući u vidu činjenicu da većina firmi koje formiraju nove sektore tržišnih ekonomija pribavljaju sopstveni kapital prodajom akcija vlasnicima rizičnog kapitala (engl. *Venture Capitalists*), sledeći deo ovog rada ukazaće na gledišta vlasnika rizičnog kapitala kao i metodu rizičnog kapitala<sup>2</sup>.

## **2. PROCENA VREDNOSTI RIZIČNOG KAPITALA**

Da bi se izvršila procena vrednosti novoosnovane firme, interesantno je videti kako vlasnici rizičnog kapitala procenjuju novoosnovanu firmu. Pored metoda sadašnje vrednosti toka gotovine, vlasnici rizičnog kapitala koriste takozvanu metodu rizičnog kapitala. (*Venture Capital Method*).

---

<sup>1</sup> Bartlett, A. J., *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, New York: John Wiley & Sons, 1995.

<sup>2</sup> Damodaran, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 2001, pp. 642 – 656.

## 2.1. Metod rizičnog kapitala

Razumevanje metoda rizičnog kapitala podrazumeva definisanje takozvane izlazne vrednosti firme. Definicija i primer slede.

### 2.1.1. Izlazna vrednost firme

Metod rizičnog kapitala uzima u obzir procenjenu vrednost neto dobitka za određeni vremenski period. Isto tako, pretpostavlja se da će akcije firme čija se procena vrednosti vrši na kraju istog perioda biti emitovane i ponuđene tržištu kapitala putem javne ponude. Gledajući na slične i konkurentne firme čijim se akcijama već trguje na tržištu kapitala, moguće je izračunati multiplikator neto dobitka.

$$M = E_c / E_p,$$

pri čemu simboli imaju sledeće značenje:

$M$  = multiplikator neto dobitka;

$E_c$  = neto dobitak slične firme sa čijim se akcijama trenutno trguje;

$E_p$  = procena neto dobitka novoosnovane firme u momentu emisije akcija.

Multiplikator neto dobitka kao i sam neto dobitak postojećih firmi se koristi za procenu vrednosti novoosnovane firme u momentu kada ona bude emitovala i ponudila svoje akcije putem javnog plasmana. Ta vrednost se još naziva i "izlazna" (*Exit Value*).

### 2.1.2. Primer

U ovom primeru će metod procene rizičnog kapitala biti upotrebljen za procenu vrednosti firme SkySoft koja prodaje programska rešenja (*software*) i postoji manje od godinu dana.<sup>3</sup> Pri proceni firme SkySoft pretpostavlja se da će:

- SkySoft emitovati i javno ponuditi svoje akcije za tri godine,
- procenjenu neto dobitak SkySofta za tri godine će biti 4 miliona dinara,
- odnos tržišne cene po akciji i neto dobitka po akciji (*Price Earnings Ratio*) sličnih firmi će u tom trenutku biti 25.

Posledično, procenjena izlazna vrednost firme InfoSky se izračunava na sledeći način:

$$4.000.000 \text{ din.} \times 25 = 100.000.000 \text{ din.}$$

U cilju dobijanja sadašnje vrednosti, vlasnici rizičnog kapitala diskontuju izlaznu vrednost ciljnom ili zahtevanom kamatnom stopom (*Required Rate of Return*) koja opravdava ulaganje u tako rizičan kapital. Logično je da zahtevana kamatna stopa uključuje premiju na rizik, što podrazumeva da je zahtevana kamatna stopa uvek viša od tržišne kamatne stope (prosečne cene kapitala). Usled toga, diskontna izlazna vrednost je sadržana u sledećoj formuli:

<sup>3</sup> Primer predstavlja sintezu analiziranog slučaja iz knjige Damodaran, A., *The dark side of valuation*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.



Diskontna izlazna = izlazna vrednost /  $(1 + \text{zahtevana kamatna stopa})^n$   
vrednost

pri čemu  $n$  označava broj godina do momenta emisije i javne ponude akcija novoosnovane firme.

Primenjujući ovu formulu na primeru firme SkySoft i pretpostavljajući da vlasnici rizičnog kapitala zahtevaju kamatnu stopu od 30%, diskontna izlazna vrednost će biti:

$$100.000.000 \text{ din.} / 1,30^3 = 45.520.000 \text{ din.}$$

### **2.1.3. Vrline i mane metoda rizičnog kapitala**

Kao što je gore napomenuto, teško je prikupiti informacije o firmama koje posluju u novim sektorima tržišnih ekonomija. Često ne postoje istorijski podaci, a ni konkurentne firme, bilo zato što firme postoje jednu ili dve godine ili zato što njihovi tekući finansijski izveštaji ne prikazuju očekivani rast ukupnih sredstava, što najviše doprinosi vrednosti jedne firme. Ili se dešava da novoosnovana firma ostvaruje negativan finansijski rezultat, tj. beleži neto gubitak. Procena vrednosti takve firme je otežana imajući u vidu nemogućnost dobijanja informacija iz gorenavedenih izvora. Većina investitora smatra da je nemoguće proceniti vrednost jedne takve firme. U literaturi se tada govori o takozvanoj mračnoj strani procene<sup>4</sup>. Prednost metoda rizičnog kapitala je upravo to što se koristi u ovakvim situacijama.

---

<sup>4</sup> Damodaran, A., Ibid. 1993.

Međutim, metod rizičnog kapitala se suočava sa problemom potcenjenih ili precenjenih kompanija. Moguće je da tržište kapitala preceni vrednost firme sa čijim akcijama se trguje, što će vlasnike rizičnog kapitala navesti na krajnje pogrešne zaključke imajući u vidu činjenicu da se trenutni, tj. se tržišni neto dobitak konkurentnih firmi koristi za izračunavanje multiplikatora neto dobitka novoosnovane firme.<sup>5</sup>

Tako, na primer, u 2000. godini, pre početka recesije američke privrede, akcije manjih internet kompanija su bile precenjene u velikoj meri. Vlasnici rizičnog kapitala koji su vršili procenu vrednosti novoosnovanih internet kompanija metodom rizičnog kapitala su u istom periodu računali da će moći te firme da prodaju po 80 puta većem iznosu u odnosu na njihove tekuće ukupne prihode. U to vreme, nije se znalo da je američka ekonomija u fazi stvaranja takozvanog visokotehnološkog balona (*High-tech Buble*) koji je nakon svog pucanja doveo do naglog pada vrednosti akcija firmi koje su sačinjavale sektor visokih tehnologija. Recesija i negativna očekivanja su za posledicu imali dalje smanjenje vrednosti akcija gorenavedenog sektora.

---

<sup>5</sup> Soon, A., "Real Options-Its Implications on Venture Capitalist's Investment Decision Making Behaviour", *Annual International Conference on Real Options Theory Meets Practice*, Cyprus, jul 2002.

Procene rasta ukupnih prihoda kao i rizika firmi koje pripadaju novim sektorima mogu da značajno odstupe od kasnije utvrđenih vrednosti što je takođe jedna od slabosti metoda rizičnog kapitala. Kao rezultat, obećanja i procene menadžmenta ne ispunjavaju se u realnosti, što dovodi do nezadovoljstva kod investitora.

### **3. GENERALNI OKVIR ZA PROCENU VREDNOSTI FIRME**

Često se dešava da novoosnovana firma ostvaruje negativan finansijski rezultat, tj. beleži neto gubitak. Takođe je moguće da ista ta firma nema istorijske finansijske izveštaje ili da na tržištu ne postoje firme sa kojima je moguće vršiti poređenje. Postavlja se pitanje kako proceniti vrednost takve firme. U ovom radu daćemo kratak prikaz generalnog okvira koji u sebi sadrži niz koraka neophodnih za procenu vrednosti bilo koje firme.<sup>6</sup> Poseban akcenat će biti na proceni poslovnog rezultata i važnosti procene i stabilizacije poslovnog rezultata.

#### **3.1. Neophodni koraci**

Procena vrednosti bilo koje firme obuhvata niz koraka koje treba preduzeti. Tabela 1 sumira aktivnosti neophodne za procenu vrednosti bilo koje firme.

**Tabela 1**

Korak	Aktivnost
1.	Analiza trenutne situacije
2.	Procena rasta prihoda
3.	Procena održivog poslovnog rezultata
4.	Procena rizika i diskontnih stopa
5.	Procena vrednosti firme

#### **3.1.1. Analiza trenutne situacije**

Analiza trenutne situacije podrazumeva analizu tekućih bilansa stanja i uspeha, pri čemu je od velikog značaja knjigovodstvena ažurnost. Gledati na ukupne prihode i neto dobitak za prethodni obračunski period nije dovoljno. Potpuna slika trenutnog poslovanja firme se dobija ulaženjem u pojedinačne bilansne stavke skorijih transakcija.

Ako pretpostavimo da je u trenutku čitanja ovog rada datum 31. mart 2002. i kao primer razmatramo firmu X koja je osnovana 1. januara 2001, moguće je da bilans uspeha firme X za obračunski period od 01. januara 2001. do 31. decembra 2001. pokazuje znatno različite ukupne prihode, neto dobitak i broj emitovanih akcija u odnosu na 31. mart 2002. Posledično, ažurnost unosa podataka i važnost trenutne situacije u velikoj meri utiču na procenu vrednosti firme.

#### **3.1.2. Procena rasta ukupnih prihoda**

Novoosnovane firme obično ostvaruju male ukupne prihode, ali s druge strane, realno je očekivati da će ti pri-

<sup>6</sup> Izvori: Damodaran, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 2001: *The dark side of valuation*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.

hodi zabeležiti značajan skok vrednosti u budućnosti. Usled toga, procena rasta prihoda koristi se kao jedna od ključnih informacija za procenu vrednosti firme.

Postoje tri različita načina da se utvrdi budući rast prihoda i to su:

- **istorijska stopa rasta prihoda same firme**; tako npr. firma koja je beležila rast prihoda od 300% pre dve godine, pa onda rast prihoda od 200% u prethodnoj godini verovatno neće beležiti dalje uvećanje prihoda po rastućoj stopi, već će se njeni prihodi uvećavati po opadajućoj stopi.
- **stopa rasta prihoda firmi koje pripadaju istom tržištu**; firma X će beležiti veću stopu rasta prihoda na tržištu koje je u razvoju, za razliku od firme Y koja posluje na stabilnom tržištu.
- **nemogućnost ulaska novih firmi na tržište i konkurentnost firme**; da bi firma beležila rast prihoda mora imati konkurentan proizvod ili uslugu. S druge strane, stopa rasta će sigurno biti veća u situaciji kada ulazak novih firmi na tržište je otežano (zbog, na primer, velikih fiksnih troškova).

### 3.1.3. Procena održive stope rasta poslovnih prihoda

U početku, veliki broj novoosnovanih firmi beleži gubitke. S druge strane, jedna od ključnih odrednica za buduću vrednost firme je očekivanje

poslovnog rezultata koji je u velikom broju slučajeva negativan. Ako firma beleži nagli rast, relevantna procena poslovnog prihoda će se odnositi na period u kome firma stabilizuje svoju stopu rasta. Logično je da ako firma nema konkurenciju, prognoziranje budućeg rasta i samim tim poslovnog rezultata je otežano. U svakom slučaju, sledeća dva koraka mogu da olakšaju procene vrednosti.

- **Gledajući na poslovnu aktivnost koju firma obavlja, neophodno je razmotriti konkurenciju**; ako firma SkySoft ima konkurenciju, stopa rasta poslovnih prihoda firme SkySoft će se vremenom približavati stopi rasta poslovnih prihoda njenih konkurenata.
- **Dodatno tumačenje stavki bilansa uspeha**; veliki broj novoosnovanih firmi beleži negativan poslovni rezultat zato što im je troškovna strana realizacije prodaje velika. S druge strane, računovodstveni standardi često zahtevaju da se određeni troškovi kapitala (engl. *capital costs*) knjiže kao troškovi prodaje. Usled toga je neophodno ući u detaljniju analizu bilansa uspeha i u cilju dobijanja realne rentabilnosti umanjiti poslovne rashode za iznos kapitalnih troškova. Primer kapitalnih troškova koji se knjiže kao poslovni rashodi su troškovi istraživanja.

### **3.1.4. Procena rizika i diskontnih stopa**

$\beta$  koeficijent dovodi u vezu promenu cene akcija firme sa promenom indeksa tržišta. Izračunavanje  $\beta$  koeficijenta podrazumeva dobijanje podataka vezanih za poslovanje firme u poslednjih nekoliko godina. Novoosnovane firme nemaju takve podatke. Jedan od načina da se taj problem reši je uzimanje  $\beta$  koeficijenta sličnih firmi čijim se akcijama trguje već duže od dve godine. S druge strane, ako takve firme ne postoje, finansijske karakteristike kao što su fluktuacija neto dobitka, ukupan iznos prihoda, karakteristike tokova gotovine i efekat *leveragea* se mogu koristiti kao parametri za izračunavanje rizika.

Ako firma ima dugoročni dug i njene akcije se ne kotiraju na berzi, nemoguće je izračunati cenu dugoročnog duga te firme. Važno je napomenuti da bez obzira na situaciju u kojoj se firma nalazi i teškoće koje se odnose na izračunavanje cene duga i akcijskog kapitala, neophodno je izvršiti uvek nove procene cene pojedinačnih izvora finansiranja u skladu sa novonastalom finansijskom situacijom.

Empirijski, sa stabilizacijom stope rasta poslovnog prihoda, parametri neophodni za izračunavanje rizika će se približavati parametrima rizika firmi koje posluju nekoliko godina. Posledično,  $\beta$  koeficijent će se približavati vrednosti 1, a cena dugoročnog duga i akcijskog kapitala će biti slična ceni dugoročnog duga i akcijskog kapitala firmi koje su davno osnovane.

### **3.1.5. Procena vrednosti firme**

Pretpostavljajući da je izvršena analiza trenutne situacije, kao i procena budućih prihoda, stope rasta poslovnog rezultata, rizika i diskontnih stopa, analitičar može započeti sa procenom vrednosti novoosnovane firme. Postupak će biti prikazan na sledećem primeru.

#### **Primer**

Firma E-komerc nema istorijske finansijske izveštaje koji bi služili za precizno izračunavanje rizika. Gledajući rizik sličnih firmi koje predstavljaju konkurenciju, vrednost koeficijenta  $\beta$  firme E-komerc će biti malo iznad nivoa rizika konkurentnih preduzeća, tj. imaće vrednost od 2,17. Ukupan dug firme E-komerc je 156.220 dinara. Racio duga (odnos ukupnog duga i sopstvenog kapitala) se izračunava uzimajući u obzir tržišnu cenu akcija sličnih firmi. Procenjena vrednost sopstvenog kapitala firme E-komerc je 1.890.000 dinara. Nerizična kamatna stopa je 5,4%, a premija na rizik 4%. Posledično,

$$\text{Racio duga} = 156.220 / 1.890.000 = 8,26 \%$$

$$\begin{aligned} \text{Cena akcijskog kapitala} &= 5,4\% + \\ &+ 2,17 \times 4\% = 14,06\% \end{aligned}$$

Razvijene tržišne ekonomije vrše procenu cene dugoročnog duga na osnovu rejtinga firmi. Jedan od kriterijuma rejtinga je takozvani racio

## FINANSIJE

pokrivenosti kamate (engl. *interest coverage ratio*) koji se izračunava na sledeći način:

$$\text{Racio pokrivenosti kamate} = \frac{\text{poslovni prihodi}}{\text{troškovi kamate}}$$

Racio pokrivenosti kamate firme E-komerc iznosi 3,17. Posledično se i

formira rejting koji kao rezultat daje cenu dugoročnog duga. Praktično, racio pokrivenosti kamate u velikoj meri utiče na cenu dugoročnog duga firme E-komerc, što u ovom slučaju znači da će cena dugoročnog duga biti 8,90%. Gorenavedene vrednosti su sumirane u Tabeli 2.

**Tabela 2**

Godina	$\beta$	Cena akcijskog kapitala	Cena dugoročnog duga	Racio duga	Cena kapitala
1	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
2	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
3	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
4	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
5	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
6	1,97	13,29%	8,52%	8,51%	12,88%
7	1,78	12,52%	8,43%	8,72%	12,16%
8	1,59	11,74%	8,27%	9,09%	11,22%
9	1,39	10,97%	7,95%	9,82%	10,40%
10	1,20	10,20%	7,00%	12,00%	9,52%

## FINANSIJE

Kao što je prikazano u Tabeli 2, procenjuje se da će se nakon pete godine kada firma bude ušla u fazu svoje zrelosti, nivo rizika smanjiti što će za posledicu imati smanjenje koeficijenta  $\beta$  do vrednosti 1,2. Cena dugoročnog duga će se smanjiti do

prosečne cene dugoročnog duga sektora, tj. stopi od 7%, dok će se ratio duga uvećati do 12%, što je prosek sektora u kome firma E-komerc posluje.

Tokovi gotovine kao i sadašnja vrednost tokova gotovine je prikazana u Tabeli 3.

**Tabela 3**

Godina	Neto tok gotovine (u 000 din.)	Cena kapitala	Kumulativna cena kapitala	Sadašnja vrednost (u 000 din.)
1	- 510	13,67%	1,1367	-449
2	- 805	13,67%	1,2920	-623
3	970	13,67%	1,4686	-660
4	973	13,67%	1,6693	-583
5	- 694	13,67%	1,8975	-366
6	- 469	12,88%	2,1419	-219
7	- 147	12,16%	2,4024	-61
8	52	11,22%	2,6719	19
9	578	10,40%	2,9498	196
10	1.002	9,52%	3,2307	310
Zbir sadašnje vrednosti:				-2.435

Kao što je prikazano u Tabeli 3, neto tokovi gotovine variraju u značajnoj meri. Razlog za ove oscilacije je neophodnost investiranja, koja za cilj ima uvećanje prodaje. Trenutno, E-komerc raspolaže sa 249.000 din. Međutim, bitno je napomenuti da period od prvih deset godina podrazumeva visoku i nestabilnu stopu rasta. U jedanaestoj godini se očekuje stabilna i manja stopa rasta od 5% godišnje. Ako u jedanaestoj godini firma ostvari pozitivan tok gotovine od 1.058.000 din. vrednost firme na kraju desete godine će biti:

$$\begin{aligned}
 &= C_{11} / (\text{cena kapitala}_{\text{za stabilni period}} - \\
 &\quad - \text{stopa rasta}_{\text{za stabilni period}}) \\
 &= 1.058.000 / (0,0952 - 0,05) = \\
 &\quad = 23.404.000 \text{ din,}
 \end{aligned}$$

pri čemu  $C_{11}$  označava tok gotovine u jedanaestoj godini.

Posledično, ukupna sredstva će vredeti:

$$- 2.435.000 + 23.404.000 / 3,2307 = 4.809.000 \text{ din.}$$

Iz priloženog se vidi da je vrednost firme na kraju desete godine diskontovana faktorom 3,2307, što je kumulativna cena kapitala. Usled toga, sadašnja vrednost firme E-komerc je:

$$\begin{aligned}
 \text{Vrednost firme: } &249.000 + 4.809.000 \\
 &= 5.097.000 \text{ din.}
 \end{aligned}$$

### **3.1.6. Faktori koji utiču na vrednost firme**

Gledajući na firmu koja beleži neto gubitak i visoku stopu rasta, postavlja se pitanje koji faktori najviše utiču na vrednost takve firme. Generalno gledano, procena održivog i stabilnog poslovnog rezultata kao i rasta ukupnih prihoda najviše utiču na ukupnu vrednost bilo koje firme. U slučaju novoosnovane firme, buduća vrednost koja se odnosi na period stabilnog rasta i poslovnog rezultata ima veliki uticaj na sadašnju vrednost, jer investitor ne kupuje akcije u cilju realizovanja dividende već ostvarivanja kapitalne dobiti.

Vrednost bilo koje firme je moguće definisati i kao zbir vrednosti trenutno raspoloživih sredstava i buduće vrednosti firme koja se formira za vreme i nakon završetka nestabilnog rasta, što je prikazano u sledećoj formuli:

$$\begin{aligned}
 \text{Vrednost firme} &= \text{ukupna sredstva}_{\text{trenutna}} \\
 &+ \text{vrednost potencijala rasta}
 \end{aligned}$$

Vrednost potencijala rasta je u gore-navedenom primeru reflektovana u računici koji obuhvata periode nestabilnog i stabilnog rasta firme E-komerc.

### **3.2. Grubost procene**

Generalni okvir za procenu vrednosti firmi koji je prikazan u ovom radu, obično služi kao vodič, a ne kao

recept za preciznu procenu vrednosti firmi. Procena vrednosti novoosnovane firme sa negativnim neto rezultatom, visokom stopom rasta i ograničenim informacijama uvek će biti gruba. Jedan od načina da se grubost procene izmeri je kroz prikazivanje raspona procenjenih vrednosti, što će nesumnjivo pokazati značajne oscilacije. Međutim, postojanje grubosti procene nije argument za neizvršavanje procene.

Neizvesnost, tj. nepredvidivost budućih događaja je glavni razlog za postojanje grubosti procene. Na strani investitora koji žele da kupuju akcije novoosnovanih firmi, neizvesnost je neizbežna. Usled toga, procena vrednosti ima za cilj davanje pretpostavki i mogućih rezultata koji nakon razmene ideja i mišljenja mogu biti izmenjeni. Iako je procena vrednosti firme neprecizna, ona definiše događaje koji su neophodni da bi opravdali sadašnju vrednost. Posledično, investitori će odlučiti da li su pretpostavke prikazane u proceni prihvatljive ili neprihvatljive, što će kao krajnji ishod imati eventualnu kupovinu akcija.

### ZAKLJUČAK

Procena vrednosti firme je u osnovi ista, bez obzira na vrstu firme koja se analizira. Postoje tri grupe firmi kod kojih procena vrednosti nailazi na teškoće. Prva grupa uključuje firme koje beleže gubitke. Analitičari koji vrše procenu takvih firmi moraju uzeti u obzir moguće događaje nakon kojih bi takva firma umesto negativnog neto

rezultata beležila neto dobitak. Druga grupa firmi kod kojih je teško izvršiti procenu vrednosti su mlade firme bez istorijskih finansijskih izveštaja. U tom slučaju, posedovanje informacija koje se tiču konkurencije može kompenzirati nepostojanje istorijskih podataka. Treća grupa uključuje firme kod kojih je teško izvršiti procenu vrednosti, zbog jedinstvenog položaja firme na tržištu, tj. nedostatka konkurencije ili grupe firmi sa kojima se može vršiti poređenje.

Nekada se dešava da određena firma sadrži sva tri problema procene vrednosti (neto gubitak, nepostojanje istorijskih podataka, nedostatak konkurencije). U tom slučaju, izvršiti procenu vrednosti firme je veoma kompleksno i posebni okviri procenjivanja se moraju primenjivati.

Veliki broj analitičara zauzima stav da je izvršiti procenu vrednosti gorenavedenih grupa firmi nemoguće. Po uzoru na literaturu, ovaj rad je prikazao jedan od okvira procene vrednosti novoosnovane firme koji ukazuje da je izvršiti procenu jedne takve firme ipak moguće. Pitanje je da li je grubost procene prihvatljiva za investitore.

Odgovor leži u činjenici da postoje pojedinci i kompanije koje investiraju u novoosnovane firme. Dakle, investitori koji procenjuju i prihvataju rizik takođe i prihvataju grubost procene i bolje su pripremljeni za moguće fluktuacije u prodaji očekujući znatno uvećanje neto dobitka kao i skok vrednosti emitovanih akcija.



**LITERATURA**

1. Bartlett, J., *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*. (New York: John Wiley & Sons), 1995.
2. Bruner, R.F., Eades, R.S. Harris, *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*, Financial Practice and Education, 1998.
3. Damodaran, A., *Corporate Finance: theory and practice*, John Wiley & Sons, 2001.
4. Damodaran, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 2001.
5. Damodaran, A., *The dark side of valuation*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.
6. Elton, E., *Modern portfolio theories and investment management*, John Wiley & Sons, 1995.
7. Ivanišević, M. Krasulja, D., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.
8. Ranković J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998.
9. Shapiro, A., *Modern Corporate Finance*, Macmillan, 1989.
10. Soon, A., «Real Options- Its Implications on Venture Capitalist's Investment Decision Making Behaviour», *Annual International Conference on Real Options Theory Meets Practice*, Cyprus, jul 2002.
11. Stickney, C.P. *Financial statement analysis*, Forth Worth, TX: Dryden Press, 1993.

Rad primljen: 23.08.2004.

UDK: 657.372.2

UDK: 336.67

JEL: G34

Stručni članak

## PROBLEMI PROCENE VREDNOSTI NOVOOSNOVANIH FIRMI

### *PROBLEMS RELATED TO THE VALUATION OF START-UP FIRMS*

**Mališa ĐUKIĆ**

**Fakultet političkih nauka, Beograd**

#### **Rezime**

Cilj rada je prikaz problema i njihovog mogućeg rešavanja koji se javljaju pri proceni vrednosti novoosnovanih firmi sa čijim akcijama se ne trguje na berzi i koje su u fazi započinjana svojih poslovnih aktivnosti. Veliki broj analitičara smatra da je grubost procene vrednosti novoosnovanih firmi isuviše velika i da je, samim tim, nemoguće izvršiti procenu. Argumenti sadržani u ovom radu ukazuju na neophodnost procene, bez obzira na oscilacije u procenjenoj vrednosti.

**Ključne reči:** PROCENA VREDNOSTI; AKCIJE; NOVOOSNOVANE FIRME.

#### **Summary**

*The purpose of this working paper is to provide a review of problems and their possible solutions that are related to the valuation of start-up firms whose shares are not traded publicly. Most of the analysts believe that valuing such firms is not possible due to the significant valuation error. Arguments included in this paper will show that the valuation of start-up companies is necessary regardless of the great errors that an analyst might have made.*

**Key words:** VALUATION; SHARES; ATART-UP COMPANIES.

## UVOD

Ovaj rad će se fokusirati na problem procene vrednosti novoosnovanih firmi sa čijim akcijama se ne trguje na berzi i koje su u fazi započinjana svojih poslovnih aktivnosti. Veliki broj analitičara je mišljenja da procena vrednosti takvih firmi ne može biti izvršena zbog nepostojanja ranijih finansijskih izveštaja i poslovne aktivnosti koja bi dala mogućnost analize proizvoda ili usluga koje bi takve firme nudile. Ovaj rad će prikazati različite stavove po pitanju procene vrednosti novoosnovanih firmi.

S jedne strane, izvršiti procenu novoosnovane firme je teže nego izvršiti procenu firme koja posluje nekoliko godina. Međutim, osnovni principi procene firmi se za ova dva slučaja ne razlikuju. Vrednost novoosnovane firme je sadašnja vrednost očekivanog toka gotovine. U tom slučaju, procena budućeg toka gotovine podrazumeva dobijanje informacija koje nisu vezane samo za finansijske izveštaje prethodnih obračunskih perioda i procenu vrednosti konkurentnih firmi.

S druge strane, česta je pojava da firma koja posluje oko jedne godine, beleži negativni finansijski rezultat kao i značajan rast. Takođe je moguće da zbog jedinstvene prirode posla kojim se bavi, firma nema konkurenciju, što dodatno otežava procenu njene vrednosti. Po uzoru na literaturu, ovaj rad prikazuje metodu koja se koristi u takvim slučajevima. Isto tako, prezen-

tovan je generalni okvir za procenu vrednosti firmi. Generalni okvir sadrži korake koje treba pratiti u cilju preciznije procene vrednosti.

Većina analitičara smatra da je grubost procene isuviše velika i da je, samim tim, nemoguće izvršiti procenu. Argumenti koji slede prikazaće da je neophodno izvršiti procenu, bez obzira na oscilacije u procenjenoj vrednosti.

## 1. VAŽNOST POSEDOVANJA INFORMACIJA

### 1.1. Izvori informacija

Procena vrednosti preduzeća podrazumeva posedovanje informacija iz tri izvora. To su:

- tekući finansijski izveštaji firme,
- istorijski finansijski izveštaji,
- pregled poslovanja firmi koje predstavljaju konkurenciju.

Analizom tekućih finansijskih izveštaja kao što su bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o tokovima gotovine, moguće je utvrditi rentabilnost investiranja ili iznos akumuliranog dobitka koji je investiran u rast firme. Dodatno, analizom istih izveštaja moguće je dobiti bilo koji pokazatelj poslovanja koji je neophodan za procenu vrednosti.

Istorijski podaci koji pokazuju, primera radi, ostvarenu stopu prinosa na sopstvena sredstva ili prethodne tržišne cene akcija ukazuju na stopu rasta te firme kao i rizik koji investiranje u takvu firmu nosi. Takođe je moguće utvrditi da li poslovanje firme

u sebi sadrži cikluse rasta, tj. pada poslovne aktivnosti u smislu povećanja ili smanjenja prodaje.

S druge strane, pregled poslovanja konkurentnih firmi prezentuje koliko je firma čija se vrednost procenjuje bolja ili lošija u odnosu na druge firme. Korišćenjem takvog pregleda, sačinjavanje procene rizika, rasta i toka gotovine je olakšano i može kao posledicu imati smanjenje greške u proceni.

U praksi, dobijanje informacija iz sva tri izvora je često nemoguće. Tako na primer, u SAD, istorijski gledano, industrija automobila postoji već više od 75 godina, ali na strani proizvođača, postoje samo tri firme koje proizvode američka vozila (General Motors, Chrysler i Ford). Kao suprotnost ovom primeru, firme poput Fitcha su u industriji visokih tehnologija koja postoji samo nekoliko godina. Međutim, ista firma je u konkurenciji sa više od 200 firmi. Mogućnost da se prosečne vrednosti pokazatelja poslovanja takvih firmi dobiju sa lakoćom kompenzira nepostojanje istorijskih finansijskih izveštaja.

### **1.2. Teškoće dobijanja informacija u novim sektorima tržišnih ekonomija**

U novim sektorima razvijenih tržišnih ekonomija (sektor visoke tehnologije) teško je prikupiti informacije, bilo zato što firme postoje jednu ili dve godine ili zato što njihovi tekući finansijski izveštaji ne prikazuju očeki-

vani rast ukupnih sredstava, što najviše doprinosi vrednosti jedne firme.<sup>1</sup> Takođe se dešava da su takve firme prve te vrste i da posledično nemaju konkurenciju. Očigledno, procena vrednosti takve firme je otežana imajući u vidu nemogućnost dobijanja informacija iz gorenavedenih izvora. Obično, reakcija investitora na postojanje takvih firmi je nemanje akcija tih firmi u svom portfoliju, jer je po njihovom mišljenju nemoguće proceniti vrednost takve firme. Kao posledica takve situacije, postavlja se pitanje koji metod omogućava procenu vrednosti. U nastavku ovog rada, biće upotrebljen metod sadašnje vrednosti budućeg toka gotovine. Imajući u vidu činjenicu da većina firmi koje formiraju nove sektore tržišnih ekonomija pribavljaju sopstveni kapital prodajom akcija vlasnicima rizičnog kapitala (engl. *Venture Capitalists*), sledeći deo ovog rada ukazaće na gledišta vlasnika rizičnog kapitala kao i metodu rizičnog kapitala<sup>2</sup>.

## **2. PROCENA VREDNOSTI RIZIČNOG KAPITALA**

Da bi se izvršila procena vrednosti novoosnovane firme, interesantno je videti kako vlasnici rizičnog kapitala procenjuju novoosnovanu firmu. Pored metoda sadašnje vrednosti toka gotovine, vlasnici rizičnog kapitala koriste takozvanu metodu rizičnog kapitala. (*Venture Capital Method*).

---

<sup>1</sup> Bartlett, A. J., *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, New York: John Wiley & Sons, 1995.

<sup>2</sup> Damodaran, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 2001, pp. 642 – 656.

## 2.1. Metod rizičnog kapitala

Razumevanje metoda rizičnog kapitala podrazumeva definisanje takozvane izlazne vrednosti firme. Definicija i primer slede.

### 2.1.1. Izlazna vrednost firme

Metod rizičnog kapitala uzima u obzir procenjenu vrednost neto dobitka za određeni vremenski period. Isto tako, pretpostavlja se da će akcije firme čija se procena vrednosti vrši na kraju istog perioda biti emitovane i ponuđene tržištu kapitala putem javne ponude. Gledajući na slične i konkurentne firme čijim se akcijama već trguje na tržištu kapitala, moguće je izračunati multiplikator neto dobitka.

$$M = E_c / E_p,$$

pri čemu simboli imaju sledeće značenje:

$M$  = multiplikator neto dobitka;

$E_c$  = neto dobitak slične firme sa čijim se akcijama trenutno trguje;

$E_p$  = procena neto dobitka novoosnovane firme u momentu emisije akcija.

Multiplikator neto dobitka kao i sam neto dobitak postojećih firmi se koristi za procenu vrednosti novoosnovane firme u momentu kada ona bude emitovala i ponudila svoje akcije putem javnog plasmana. Ta vrednost se još naziva i "izlazna" (*Exit Value*).

### 2.1.2. Primer

U ovom primeru će metod procene rizičnog kapitala biti upotrebljen za procenu vrednosti firme SkySoft koja prodaje programska rešenja (*software*) i postoji manje od godinu dana.<sup>3</sup> Pri proceni firme SkySoft pretpostavlja se da će:

- SkySoft emitovati i javno ponuditi svoje akcije za tri godine,
- procenjeni neto dobitak SkySofta za tri godine će biti 4 miliona dinara,
- odnos tržišne cene po akciji i neto dobitka po akciji (*Price Earnings Ratio*) sličnih firmi će u tom trenutku biti 25.

Posledično, procenjena izlazna vrednost firme InfoSky se izračunava na sledeći način:

$$4.000.000 \text{ din.} \times 25 = 100.000.000 \text{ din.}$$

U cilju dobijanja sadašnje vrednosti, vlasnici rizičnog kapitala diskontuju izlaznu vrednost ciljnom ili zahtevanom kamatnom stopom (*Required Rate of Return*) koja opravdava ulaganje u tako rizičan kapital. Logično je da zahtevana kamatna stopa uključuje premiju na rizik, što podrazumeva da je zahtevana kamatna stopa uvek viša od tržišne kamatne stope (prosečne cene kapitala). Usled toga, diskontna izlazna vrednost je sadržana u sledećoj formuli:

<sup>3</sup> Primer predstavlja sintezu analiziranog slučaja iz knjige Damodaran, A., *The dark side of valuation*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.

Diskontna izlazna = izlazna vrednost /  $(1 + \text{zahtevana kamatna stopa})^n$  vrednost

pri čemu  $n$  označava broj godina do momenta emisije i javne ponude akcija novoosnovane firme.

Primenjujući ovu formulu na primeru firme SkySoft i pretpostavljajući da vlasnici rizičnog kapitala zahtevaju kamatnu stopu od 30%, diskontna izlazna vrednost će biti:

$$100.000.000 \text{ din.} / 1,30^3 = 45.520.000 \text{ din.}$$

### **2.1.3. Vrline i mane metoda rizičnog kapitala**

Kao što je gore napomenuto, teško je prikupiti informacije o firmama koje posluju u novim sektorima tržišnih ekonomija. Često ne postoje istorijski podaci, a ni konkurentne firme, bilo zato što firme postoje jednu ili dve godine ili zato što njihovi tekući finansijski izveštaji ne prikazuju očekivani rast ukupnih sredstava, što najviše doprinosi vrednosti jedne firme. Ili se dešava da novoosnovana firma ostvaruje negativan finansijski rezultat, tj. beleži neto gubitak. Procena vrednosti takve firme je otežana imajući u vidu nemogućnost dobijanja informacija iz gorenavedenih izvora. Većina investitora smatra da je nemoguće proceniti vrednost jedne takve firme. U literaturi se tada govori o takozvanoj mračnoj strani procene<sup>4</sup>. Prednost metoda rizičnog kapitala je upravo to što se koristi u ovakvim situacijama.

---

<sup>4</sup> Damodaran, A., Ibid. 1993.

Međutim, metod rizičnog kapitala se suočava sa problemom potcenjenih ili precenjenih kompanija. Moguće je da tržište kapitala preceni vrednost firme sa čijim akcijama se trguje, što će vlasnike rizičnog kapitala navesti na krajnje pogrešne zaključke imajući u vidu činjenicu da se trenutni, tj. se tržišni neto dobitak konkurentnih firmi koristi za izračunavanje multiplikatora neto dobitka novoosnovane firme.<sup>5</sup>

Tako, na primer, u 2000. godini, pre početka recesije američke privrede, akcije manjih internet kompanija su bile precenjene u velikoj meri. Vlasnici rizičnog kapitala koji su vršili procenu vrednosti novoosnovanih internet kompanija metodom rizičnog kapitala su u istom periodu računali da će moći te firme da prodaju po 80 puta većem iznosu u odnosu na njihove tekuće ukupne prihode. U to vreme, nije se znalo da je američka ekonomija u fazi stvaranja takozvanog visokotehnološkog balona (*High-tech Buble*) koji je nakon svog pucanja doveo do naglog pada vrednosti akcija firmi koje su sačinjavale sektor visokih tehnologija. Recesija i negativna očekivanja su za posledicu imali dalje smanjenje vrednosti akcija gorenavedenog sektora.

---

<sup>5</sup> Soon, A., "Real Options-Its Implications on Venture Capitalist's Investment Decision Making Behaviour", *Annual International Conference on Real Options Theory Meets Practice*, Cyprus, jul 2002.

Procene rasta ukupnih prihoda kao i rizika firmi koje pripadaju novim sektorima mogu da značajno odstupe od kasnije utvrđenih vrednosti što je takođe jedna od slabosti metoda rizičnog kapitala. Kao rezultat, obećanja i procene menadžmenta ne ispunjavaju se u realnosti, što dovodi do nezadovoljstva kod investitora.

### **3. GENERALNI OKVIR ZA PROCENU VREDNOSTI FIRME**

Često se dešava da novoosnovana firma ostvaruje negativan finansijski rezultat, tj. beleži neto gubitak. Takođe je moguće da ista ta firma nema istorijske finansijske izveštaje ili da na tržištu ne postoje firme sa kojima je moguće vršiti poređenje. Postavlja se pitanje kako proceniti vrednost takve firme. U ovom radu daćemo kratak prikaz generalnog okvira koji u sebi sadrži niz koraka neophodnih za procenu vrednosti bilo koje firme.<sup>6</sup> Poseban akcenat će biti na proceni poslovnog rezultata i važnosti procene i stabilizacije poslovnog rezultata.

#### **3.1. Neophodni koraci**

Procena vrednosti bilo koje firme obuhvata niz koraka koje treba preduzeti. Tabela 1 sumira aktivnosti neophodne za procenu vrednosti bilo koje firme.

**Tabela 1**

Korak	Aktivnost
1.	Analiza trenutne situacije
2.	Procena rasta prihoda
3.	Procena održivog poslovnog rezultata
4.	Procena rizika i diskontnih stopa
5.	Procena vrednosti firme

#### **3.1.1. Analiza trenutne situacije**

Analiza trenutne situacije podrazumeva analizu tekućih bilansa stanja i uspeha, pri čemu je od velikog značaja knjigovodstvena ažurnost. Gledati na ukupne prihode i neto dobitak za prethodni obračunski period nije dovoljno. Potpuna slika trenutnog poslovanja firme se dobija ulaženjem u pojedinačne bilansne stavke skorijih transakcija.

Ako pretpostavimo da je u trenutku čitanja ovog rada datum 31. mart 2002. i kao primer razmatramo firmu X koja je osnovana 1. januara 2001, moguće je da bilans uspeha firme X za obračunski period od 01. januara 2001. do 31. decembra 2001. pokazuje znatno različite ukupne prihode, neto dobitak i broj emitovanih akcija u odnosu na 31. mart 2002. Posledično, ažurnost unosa podataka i važnost trenutne situacije u velikoj meri utiču na procenu vrednosti firme.

#### **3.1.2. Procena rasta ukupnih prihoda**

Novoosnovane firme obično ostvaruju male ukupne prihode, ali s druge strane, realno je očekivati da će ti pri-

<sup>6</sup> Izvori: Damodaran, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 2001: *The dark side of valuation*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.

hodi zabeležiti značajan skok vrednosti u budućnosti. Usled toga, procena rasta prihoda koristi se kao jedna od ključnih informacija za procenu vrednosti firme.

Postoje tri različita načina da se utvrdi budući rast prihoda i to su:

- **istorijska stopa rasta prihoda same firme**; tako npr. firma koja je beležila rast prihoda od 300% pre dve godine, pa onda rast prihoda od 200% u prethodnoj godini verovatno neće beležiti dalje uvećanje prihoda po rastućoj stopi, već će se njeni prihodi uvećavati po opadajućoj stopi.
- **stopa rasta prihoda firmi koje pripadaju istom tržištu**; firma X će beležiti veću stopu rasta prihoda na tržištu koje je u razvoju, za razliku od firme Y koja posluje na stabilnom tržištu.
- **nemogućnost ulaska novih firmi na tržište i konkurentnost firme**; da bi firma beležila rast prihoda mora imati konkurentan proizvod ili uslugu. S druge strane, stopa rasta će sigurno biti veća u situaciji kada ulazak novih firmi na tržište je otežano (zbog, na primer, velikih fiksnih troškova).

### 3.1.3. Procena održive stope rasta poslovnih prihoda

U početku, veliki broj novoosnovanih firmi beleži gubitke. S druge strane, jedna od ključnih odrednica za buduću vrednost firme je očekivanje

poslovnog rezultata koji je u velikom broju slučajeva negativan. Ako firma beleži nagli rast, relevantna procena poslovnog prihoda će se odnositi na period u kome firma stabilizuje svoju stopu rasta. Logično je da ako firma nema konkurenciju, prognoziranje budućeg rasta i samim tim poslovnog rezultata je otežano. U svakom slučaju, sledeća dva koraka mogu da olakšaju procene vrednosti.

- **Gledajući na poslovnu aktivnost koju firma obavlja, neophodno je razmotriti konkurenciju**; ako firma SkySoft ima konkurenciju, stopa rasta poslovnih prihoda firme SkySoft će se vremenom približavati stopi rasta poslovnih prihoda njenih konkurenata.
- **Dodatno tumačenje stavki bilansa uspeha**; veliki broj novoosnovanih firmi beleži negativan poslovni rezultat zato što im je troškovna strana realizacije prodaje velika. S druge strane, računovodstveni standardi često zahtevaju da se određeni troškovi kapitala (engl. *capital costs*) knjiže kao troškovi prodaje. Usled toga je neophodno ući u detaljniju analizu bilansa uspeha i u cilju dobijanja realne rentabilnosti umanjiti poslovne rashode za iznos kapitalnih troškova. Primer kapitalnih troškova koji se knjiže kao poslovni rashodi su troškovi istraživanja.



### **3.1.4. Procena rizika i diskontnih stopa**

$\beta$  koeficijent dovodi u vezu promenu cene akcija firme sa promenom indeksa tržišta. Izračunavanje  $\beta$  koeficijenta podrazumeva dobijanje podataka vezanih za poslovanje firme u poslednjih nekoliko godina. Novoosnovane firme nemaju takve podatke. Jedan od načina da se taj problem reši je uzimanje  $\beta$  koeficijenta sličnih firmi čijim se akcijama trguje već duže od dve godine. S druge strane, ako takve firme ne postoje, finansijske karakteristike kao što su fluktuacija neto dobitka, ukupan iznos prihoda, karakteristike tokova gotovine i efekat *leveragea* se mogu koristiti kao parametri za izračunavanje rizika.

Ako firma ima dugoročni dug i njene akcije se ne kotiraju na berzi, nemoguće je izračunati cenu dugoročnog duga te firme. Važno je napomenuti da bez obzira na situaciju u kojoj se firma nalazi i teškoće koje se odnose na izračunavanje cene duga i akcijskog kapitala, neophodno je izvršiti uvek nove procene cene pojedinačnih izvora finansiranja u skladu sa novonastalom finansijskom situacijom.

Empirijski, sa stabilizacijom stope rasta poslovnog prihoda, parametri neophodni za izračunavanje rizika će se približavati parametrima rizika firmi koje posluju nekoliko godina. Posledično,  $\beta$  koeficijent će se približavati vrednosti 1, a cena dugoročnog duga i akcijskog kapitala će biti slična ceni dugoročnog duga i akcijskog kapitala firmi koje su davno osnovane.

### **3.1.5. Procena vrednosti firme**

Pretpostavljajući da je izvršena analiza trenutne situacije, kao i procena budućih prihoda, stope rasta poslovnog rezultata, rizika i diskontnih stopa, analitičar može započeti sa procenom vrednosti novoosnovane firme. Postupak će biti prikazan na sledećem primeru.

#### **Primer**

Firma E-komerc nema istorijske finansijske izveštaje koji bi služili za precizno izračunavanje rizika. Gledajući rizik sličnih firmi koje predstavljaju konkurenciju, vrednost koeficijenta  $\beta$  firme E-komerc će biti malo iznad nivoa rizika konkurentnih preduzeća, tj. imaće vrednost od 2,17. Ukupan dug firme E-komerc je 156.220 dinara. Racio duga (odnos ukupnog duga i sopstvenog kapitala) se izračunava uzimajući u obzir tržišnu cenu akcija sličnih firmi. Procenjena vrednost sopstvenog kapitala firme E-komerc je 1.890.000 dinara. Nerizična kamatna stopa je 5,4%, a premija na rizik 4%. Posledično,

$$\text{Racio duga} = 156.220 / 1.890.000 = 8,26 \%$$

$$\begin{aligned} \text{Cena akcijskog kapitala} &= 5,4\% + \\ &+ 2,17 \times 4\% = 14,06\% \end{aligned}$$

Razvijene tržišne ekonomije vrše procenu cene dugoročnog duga na osnovu rejtinga firmi. Jedan od kriterijuma rejtinga je takozvani racio

## FINANSIJE

pokrivenosti kamate (engl. *interest coverage ratio*) koji se izračunava na sledeći način:

$$\text{Racio pokrivenosti kamate} = \frac{\text{poslovni prihodi}}{\text{troškovi kamate}}$$

Racio pokrivenosti kamate firme E-komerc iznosi 3,17. Posledično se i

formira rejting koji kao rezultat daje cenu dugoročnog duga. Praktično, racio pokrivenosti kamate u velikoj meri utiče na cenu dugoročnog duga firme E-komerc, što u ovom slučaju znači da će cena dugoročnog duga biti 8,90%. Gorenavedene vrednosti su sumirane u Tabeli 2.

**Tabela 2**

Godina	$\beta$	Cena akcijskog kapitala	Cena dugoročnog duga	Racio duga	Cena kapitala
1	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
2	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
3	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
4	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
5	2,17	14,06%	8,90%	7,63%	13,67%
6	1,97	13,29%	8,52%	8,51%	12,88%
7	1,78	12,52%	8,43%	8,72%	12,16%
8	1,59	11,74%	8,27%	9,09%	11,22%
9	1,39	10,97%	7,95%	9,82%	10,40%
10	1,20	10,20%	7,00%	12,00%	9,52%

## FINANSIJE

Kao što je prikazano u Tabeli 2, procenjuje se da će se nakon pete godine kada firma bude ušla u fazu svoje zrelosti, nivo rizika smanjiti što će za posledicu imati smanjenje koeficijenta  $\beta$  do vrednosti 1,2. Cena dugoročnog duga će se smanjiti do

prosečne cene dugoročnog duga sektora, tj. stopi od 7%, dok će se ratio duga uvećati do 12%, što je prosek sektora u kome firma E-komerc posluje.

Tokovi gotovine kao i sadašnja vrednost tokova gotovine je prikazana u Tabeli 3.

**Tabela 3**

Godina	Neto tok gotovine (u 000 din.)	Cena kapitala	Kumulativna cena kapitala	Sadašnja vrednost (u 000 din.)
1	- 510	13,67%	1,1367	-449
2	- 805	13,67%	1,2920	-623
3	970	13,67%	1,4686	-660
4	973	13,67%	1,6693	-583
5	- 694	13,67%	1,8975	-366
6	- 469	12,88%	2,1419	-219
7	- 147	12,16%	2,4024	-61
8	52	11,22%	2,6719	19
9	578	10,40%	2,9498	196
10	1.002	9,52%	3,2307	310
Zbir sadašnje vrednosti:				-2.435

Kao što je prikazano u Tabeli 3, neto tokovi gotovine variraju u značajnoj meri. Razlog za ove oscilacije je neophodnost investiranja, koja za cilj ima uvećanje prodaje. Trenutno, E-komerc raspolaze sa 249.000 din. Međutim, bitno je napomenuti da period od prvih deset godina podrazumeva visoku i nestabilnu stopu rasta. U jedanaestoj godini se očekuje stabilna i manja stopa rasta od 5% godišnje. Ako u jedanaestoj godini firma ostvari pozitivan tok gotovine od 1.058.000 din. vrednost firme na kraju desete godine će biti:

$$= C_{11} / (\text{cena kapitala}_{\text{za stabilni period}} - \text{stopa rasta}_{\text{za stabilni period}})$$

$$= 1.058.000 / (0,0952 - 0,05) = 23.404.000 \text{ din,}$$

pri čemu  $C_{11}$  označava tok gotovine u jedanaestoj godini.

Posledično, ukupna sredstva će vredeti:

$$- 2.435.000 + 23.404.000 / 3,2307 = 4.809.000 \text{ din.}$$

Iz priloženog se vidi da je vrednost firme na kraju desete godine diskontovana faktorom 3,2307, što je kumulativna cena kapitala. Usled toga, sadašnja vrednost firme E-komerc je:

$$\text{Vrednost firme: } 249.000 + 4.809.000 = 5.097.000 \text{ din.}$$

### **3.1.6. Faktori koji utiču na vrednost firme**

Gledajući na firmu koja beleži neto gubitak i visoku stopu rasta, postavlja se pitanje koji faktori najviše utiču na vrednost takve firme. Generalno gledano, procena održivog i stabilnog poslovnog rezultata kao i rasta ukupnih prihoda najviše utiču na ukupnu vrednost bilo koje firme. U slučaju novoosnovane firme, buduća vrednost koja se odnosi na period stabilnog rasta i poslovnog rezultata ima veliki uticaj na sadašnju vrednost, jer investitor ne kupuje akcije u cilju realizovanja dividende već ostvarivanja kapitalne dobiti.

Vrednost bilo koje firme je moguće definisati i kao zbir vrednosti trenutno raspoloživih sredstava i buduće vrednosti firme koja se formira za vreme i nakon završetka nestabilnog rasta, što je prikazano u sledećoj formuli:

$$\text{Vrednost firme} = \text{ukupna sredstva}_{\text{trenutna}} + \text{vrednost potencijala rasta}$$

Vrednost potencijala rasta je u gore-navedenom primeru reflektovana u računici koji obuhvata periode nestabilnog i stabilnog rasta firme E-komerc.

### **3.2. Grubost procene**

Generalni okvir za procenu vrednosti firmi koji je prikazan u ovom radu, obično služi kao vodič, a ne kao

recept za preciznu procenu vrednosti firmi. Procena vrednosti novoosnovane firme sa negativnim neto rezultatom, visokom stopom rasta i ograničenim informacijama uvek će biti gruba. Jedan od načina da se grubost procene izmeri je kroz prikazivanje raspona procenjenih vrednosti, što će nesumnjivo pokazati značajne oscilacije. Međutim, postojanje grubosti procene nije argument za neizvršavanje procene.

Neizvesnost, tj. nepredvidivost budućih događaja je glavni razlog za postojanje grubosti procene. Na strani investitora koji žele da kupuju akcije novoosnovanih firmi, neizvesnost je neizbežna. Usled toga, procena vrednosti ima za cilj davanje pretpostavki i mogućih rezultata koji nakon razmene ideja i mišljenja mogu biti izmenjeni. Iako je procena vrednosti firme neprecizna, ona definiše događaje koji su neophodni da bi opravdali sadašnju vrednost. Posledično, investitori će odlučiti da li su pretpostavke prikazane u proceni prihvatljive ili neprihvatljive, što će kao krajnji ishod imati eventualnu kupovinu akcija.

### ZAKLJUČAK

Procena vrednosti firme je u osnovi ista, bez obzira na vrstu firme koja se analizira. Postoje tri grupe firmi kod kojih procena vrednosti nailazi na teškoće. Prva grupa uključuje firme koje beleže gubitke. Analitičari koji vrše procenu takvih firmi moraju uzeti u obzir moguće događaje nakon kojih bi takva firma umesto negativnog neto

rezultata beležila neto dobitak. Druga grupa firmi kod kojih je teško izvršiti procenu vrednosti su mlade firme bez istorijskih finansijskih izveštaja. U tom slučaju, posedovanje informacija koje se tiču konkurencije može kompenzirati nepostojanje istorijskih podataka. Treća grupa uključuje firme kod kojih je teško izvršiti procenu vrednosti, zbog jedinstvenog položaja firme na tržištu, tj. nedostatka konkurencije ili grupe firmi sa kojima se može vršiti poređenje.

Nekada se dešava da određena firma sadrži sva tri problema procene vrednosti (neto gubitak, nepostojanje istorijskih podataka, nedostatak konkurencije). U tom slučaju, izvršiti procenu vrednosti firme je veoma kompleksno i posebni okviri procenjivanja se moraju primenjivati.

Veliki broj analitičara zauzima stav da je izvršiti procenu vrednosti gorenavedenih grupa firmi nemoguće. Po uzoru na literaturu, ovaj rad je prikazao jedan od okvira procene vrednosti novoosnovane firme koji ukazuje da je izvršiti procenu jedne takve firme ipak moguće. Pitanje je da li je grubost procene prihvatljiva za investitore.

Odgovor leži u činjenici da postoje pojedinci i kompanije koje investiraju u novoosnovane firme. Dakle, investitori koji procenjaju i prihvataju rizik takođe i prihvataju grubost procene i bolje su pripremljeni za moguće fluktuacije u prodaji očekujući znatno uvećanje neto dobitka kao i skok vrednosti emitovanih akcija.

**LITERATURA**

1. Bartlett, J., *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*. (New York: John Wiley & Sons), 1995.
2. Bruner, R.F., Eades, R.S. Harris, *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*, Financial Practice and Education, 1998.
3. Damodaran, A., *Corporate Finance: theory and practice*, John Wiley & Sons, 2001.
4. Damodaran, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 2001.
5. Damodaran, A., *The dark side of valuation*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.
6. Elton, E., *Modern portfolio theories and investment management*, John Wiley & Sons, 1995.
7. Ivanišević, M. Krasulja, D., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.
8. Ranković J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998.
9. Shapiro, A., *Modern Corporate Finance*, Macmillan, 1989.
10. Soon, A., «Real Options- Its Implications on Venture Capitalist's Investment Decision Making Behaviour», *Annual International Conference on Real Options Theory Meets Practice*, Cyprus, jul 2002.
11. Stickney, C.P. *Financial statement analysis*, Forth Worth, TX: Dryden Press, 1993.

Rad primljen: 18.04.2004.

UDK: 005.336.71

UDK: 336.71.078.3

JEL: G 21

Stručni članak

## UPRAVLJANJE IMOVINOM I OBAVEZAMA BANKE

### *ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT IN BANKS*

Mr Saša MUMINOVIĆ  
JULON DD, Ljubljana

#### Rezime

Hirovitost promena na tržištu, posebno u domenu deviznih kurseva i kamatnih stopa, primorale su banke – komercijalne, investicione i univerzalne da vrše dnevne promene u strukturi imovine i obaveza u cilju efikasnijeg upravljanja rizikom i prinosom. ALM (*Asset and liability management*) je nastao kao koncept najsposobniji da odgovori izazovima nestabilnog tržišnog okruženja. Putem ALM koncepta menadžment banke je u mogućnosti da stvori fleksibilnu strukturu bilansa i da se na taj način lakše prilagodi svakoj promeni na finansijskom tržištu.

**Ključne reči:** MENADŽMENT BANKE; DEVIZNI KURS; KAMATNA STOPA; STRUKTURA BILANSA; UPRAVLJANJE PRINOSOM; FINANSIJSKO TRŽIŠTE.

#### Summary

*Whimsicality of the changes on the market, especially on field of exchange rates and interest rates, forced banks – commercial, investment and universal, to make daily changes in asset and liability structure with the aim of gaining profit. ALM arised as a concept which was the most capable to answer the chalenges of unstable market environment. Through ALM concept bank's management is capable to create flexible balance sheet structure and to accomodate it easily on every changes on the financial market.*

**Key words:** BANKS MANAGEMENT; EXCHANGE RATES; INTEREST RATES; BALANCE SHEET; GAINING PROFIT; FINANCIAL MARKET.

### UVOD

Bankarstvo prošlog veka je, posmatrano sa stanovišta njegove depozitno-kreditne funkcije, prošlo kroz nekoliko perioda koji su dali pečat upravljanju imovinom i obavezama banke. Prvi period, karakterističan za 40. godine prošlog veka u kome su banke svoju pažnju posvetile rešavanju problema efikasne alokacije sredstava (*Asset Management*), zahvaljujući jeftinim izvorima sredstava. Šezdesetih godina, dominantan pristup u upravljanju bilansom banke bio je upravljanje obavezama (*Liability Management*), kao rezultat poskupljenja izvora sredstava. Inflacija koja je obeležila 70, kao i visoke i promenjive kamatne stope, doveli su do toga da se pažnja upravljanja bilansom mora usmeriti na obe strane bilansa – i na aktivu i na pasivu. U to vreme razvija su i ALM koncept, koncept istovremenog i koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama, koji svoju punu afirmaciju doživljava 80-ih godina, naročito kada dolazi do afirmacije integralnog upravljanja rizicima u banci.

S obzirom da se sa stanovišta bankarske regulacije i poslovanja sa vrednosnim papirima u razvijenim tržišnim privredama razlikuju dva tipa bankarskih sistema (odnosno poslovnih banaka<sup>1</sup>) potrebno je uvideti razlike u bilansima tih vrsta banaka i specifičnosti ALM koncepta za te banke. To su:

---

<sup>1</sup> Pod poslovnim bankama u ovom radu, podrazumevaju je sve banke izuzev centralne banke i ostalih finansijskih institucija, bez obzira na udeo kapitala i depozita u pasivi.

- bankarski sistemi sa prvobitnom podelom na depozitne (komercijalne) (*Commercial banks*) i investicione (*Investment banks*) banke: Komercijalne banke su pod striktnom kontrolom centralne banke putem obaveznih rezervi i prudencione kontrole, ali im je s druge strane obezbeđena likvidnost putem kredita CB. Investicione banke su stavljene pod kontrolu specijalnih državnih agencija koje vrše superviziju kapitala u cilju što veće stabilnosti finansijskog sistema. Na taj način u slučaju bankrotstva investicionog projekta, solventnost komercijalnih banaka ostaje netaknuta - nema udara na monetarni sistem. Eklatantan primer za ovaj tip bankarskog sistema bile su SAD. Ukidanjem *Glass-Steagallovog* zakona iz 1933, koji je nalagao podvojenost investicionog i komercijalnog bankarstva, i u SAD je otvoren put stvaranju potrošačkog raja u kome se sve finansijske usluge dobijaju na jednom mestu.
- univerzalni bankarski sistemi: Široki asortiman finansijskih usluga smanjuje rizik finansijske propasti izazvan gubitkom u bilo kojoj vrsti usluga. Banke u Jugoslaviji su organizovane kao univerzalne banake, uz napomenu da je bavljenje poslovima investicionog bankarstva bilo vrlo skromno.



**1. BILANS STANJA BANKE**

Banka je finansijska institucija čije glavne aktivnosti mogu biti grupisane u ispunjavanju tri osnovna zadatka: izvršavanje plaćanja, intermedijerstvo između deponenata i tražilaca kredita i pružanje finansijskih usluga.

Mnogi komitenti banke zahtevaju ispunjenje ovih zadataka istovremeno. Na primer, poslovni subjekti drže svoja novčana sredstva na računima kod banaka, ista koriste za razna plaćanja, vrše povlačenja sredstava i njihovo ulaganje u vrednosne papire. Zato se može govoriti o svojevrsnom *bankarskom proizvodu*, koji se ogleda u ukupnosti usluga koje pružaju poslovne banke.

Bilans banke<sup>2</sup> je pregled njenih finansijskih pozicija, tj. sredstava u aktivi i obaveza u pasivi, te kapitala kao posebnog oblika izvora sredstava. Osnovni smisao bilansa banaka je omogućavanje uvida u strukturu i suštinu svakodnevnih a posebno važnijih poslovnih operacija i poslova banke. To se naročito odnosi na poslove mobilizacije depozita i odobravanje raznih vrsta kredita, pošto bilans u momentu sastavljanja pokazuje stanje izvora i plasmana banke.

Za bilans banke je bitna ravnoteža i ročna usklađenost. Uravnoteženim bilansom banke smatra se ako su ročno i valutno izbalansirane vrednosti aktive i pasive. Ako banka prihodima pokriva

troškove, perfektno uravnotežen bilans banke zahteva da se likvidnim sredstvima pokrije rizik neblagovremenog plaćanja. Ročna usklađenost bilansa garantuje pokrivanje rizika nelikvidnosti. Valutna usklađenost aktive i pasive garantuje pokrivanje valutnog rizika, usled promene valutnog kursa. Konačno, solventnost banke se bilansno iskazuje preko deoničkog kapitala i rezervi, čime se brani poslovna stabilnost sistema banke.

Bilans banke može se predstaviti sledećom jednostavnom jednačinom<sup>3</sup>

$$S + L = D + T + C$$

gde je:

S = hartije od vrednosti (“securities”);

L = krediti (“loans”);

D = depoziti po viđenju (“demand deposits”);

T = oročeni depoziti (“time deposits”) i

C = deonički kapital (“capital”).

U Tabeli 1 i 2 prikazani su tipični bilansi komercijalnih banaka u SAD i investicionih banaka, da bi se uočila razlika u bilansnim pozicijama:

Osnovni elementi aktive, kao što se može videti iz Tabele 1, su: gotovina, krediti, hartije od vrednosti i ostala aktiva.

U **gotovinu** se ubrajaju: rezerve, novčani elementi u procesu naplate i depoziti kod drugih banaka. Rezerve

---

<sup>2</sup> Kada se kaže samo bilans, uvek se misli na bilans stanja

<sup>3</sup> Ćurčić, U. (1995): *Bankarski portfolio menadžment strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad, Grafičko izdavačko preduzeće sa p.o., str. 89.

## FINANSIJE

**Tabela 1: Bilans stanja komercijalne banke u SAD, mart 1996.**

Aktiva (plasmani)	%	Pasiva (izvori sredstava)	%
<b>Gotovina</b>	<b>5.4</b>	<b>Depoziti</b>	<b>64.7</b>
rezerve	1.5	Transakcioni	20.4
novčani elementi u procesu naplate i depoziti kod drugih banaka	3.9	Netransakcioni Zajmovi	44.3 16.4
<b>Kredit</b>	<b>61.7</b>	<b>Ostali izvori</b>	<b>10.6</b>
hipotekarni	26.0	<b>Kapital banke</b>	<b>8.3</b>
komercijalni	17.0		
potrošački	11.7		
ostali	7.0		
<b>Hartije od vrednosti</b>	23.9		
državne	18.4		
lokalnih vlasti i ostali efekti	5.5		
<b>Ostala aktiva</b>	<b>9.0</b>		
<b>Ukupni plasmani:</b>	<b>100%</b>	<b>Ukupni izvori:</b>	<b>100%</b>

**Izvor:** Lloyd, B.T. (1997): Money, Banking, and Financial Markets. Boston: McGraw-Hill.p. 196.

predstavljaju deo izdvojenog depozita na računu kod centralne banke, kao i deo novca koji se drži u trezoru banke za potrebe manjih gotovinskih isplata. Na rezerve se naplaća kamata. Novčani elementi u procesu naplate se pojavljuju u slučaju kada se kod banke izdaje ček na teret računa koji se vodi kod druge banke. Depoziti kod drugih banaka su depoziti koje male banke drže kod velikih banaka za potrebe pružanja raznih usluga (korespondentsko bankarstvo). **Hartije od vrednosti** su značajan deo imovine banke, odnosno njen izvor prihoda. Državne hartije od

vrednosti su najlikvidnije. One se mogu lako prodati i konvertovati u gotovinu sa neznatnim troškovima. Iz tih razloga su poznate kao sekundarna rezerva. Hartije od vrednosti lokalnih vlasti su pogodne za banku jer naplaćena kamata ne podleže oporezivanju. Hartije od vrednosti lokalnih vlasti i ostali efekti su manje likvidni, a i rizičniji su u pogledu naplate, te je i prinos veći u odnosu na državne efekte. **Kredit** predstavljaju glavni izvor prihoda banke, u vidu kamata. Bankarski plasmani su oko 60% u obliku kredita i, po osnovu njih banke ostvaruju 80% pri-

## FINANSIJE

hoda u vidu kamate. U **ostalu aktivu** spada fizički kapital kao što su: zgrade, kompjuteri i ostala opreme.

Pasivu banke, kao drugu stranu bilansa, čine: depoziti, zajmovi, ostali izvori i kapital.

U **depozite** se ubrajaju transakcioni i netraskcioni depoziti. Transkcionni depoziti su: čekovni računi, tekući računi, žiro-računi i dr. Oni obuhvataju sve račune na čiji se teret može izdati ček. Transkcionni depoziti su plativi po viđenju. Netranskcionne depozite čine oročeni depoziti (štedni depoziti, oročeni depoziti male i velike vrednosti). Karakteristično za njih je to što nose kamatu i što se ne mogu povući na zahtev vlasnika u svako vreme.

Banke pribavljaju izvore sredstava **zaduživanjem** kod Centralne banke, drugih banaka i korporacija. Banke takođe uzimaju dnevne (“noćne”) zajmove na tržištu novca.

U **ostale izvore** ubrajaju se: zajmovi od matične banke, zajmovni

aranžmani sa finansijskim korporacijama i dr.

**Kapital** banke je finalni element pasive bilansa banke. On je poznat kao neto vrednost koje je jednaka razlici između ukupne aktive i ukupnih obaveza. Kapital je donja granica dokle može da opadne vrednost njene imovine. Ispod te vrednosti banka ulazi u zonu nesolventnosti. Osnovne delove kapitala banke čine **osnovni kapital** – **jezgro kapitala** (akcijski kapital i objavljene rezerve) i **dopunski kapital** (neobjavljene rezerve, revalorizacione rezerve, opšte rezerve za pokriće gubitka po kreditima, hibridnih instrumenata dugovnog kapitala i subordinirani dug (do 50%). Najmanje 50% kapitala banke treba da se sastoji od elemenata osnovnog kapitala – jezgra.

S obzirom na navedene razlike komercijalnog i investicionog bankarstva potrebno je navesti i razlike u imovinskim pozicijama u bilansima stanja komercijalnih i investicionih banaka.

**Tabela br. 2: Bilans stanja investicione banke**

<b>AKTIVA</b>	<b>%</b>	<b>PASIVA</b>	<b>%</b>
Novac	1.5	Pozajmljeni novac	53.4
Potraživanja prema brokerima	12.6	Obaveze prema brokerima i dilerima	8.7
Potraživanja od klijenata/partnera	9.6	Obaveze prema klijentima i partnerima	7.5
Duga pozicija u hartijama od vrednosti	73.0	Kratka pozicija u hartijama od vrednosti	15.6
Ostalo	3.3	Ostale tekuće obaveze	6.6
		Ukupne obaveze	91.8
		Ukupni kapital	8.2
Ukupna uktiva	100.0	Ukupna pasiva	100.0

**Izvor:** Bergendahl, G. (1997): *Global ALM in investment banking*, u Gardener, E & Molyneux, P. (eds), *Investment Banking - theory and practice*, p.p. 365-377. London: Euromoney Books, p..368.

## FINANSIJE

Karakteristike bilansa stanja investicionih banaka ogledaju se u većem učešću potraživanja i obaveza ugovorenih po fiksnim kamatnim stopama. Nadalje, svaka bilansna pozicija pokriva veliki broj ugovora koji se veoma razlikuju u pogledu marže, troškova, dospeća i dr. Ročnost aktive bilansa je po pravilu uvek veća od ročnosti pasivne strane bilansa.

Velika izloženost nekom od bankarskih rizika može značajno da poveća uticaj svakog drugog od navedenih bankarskih rizika, zbog njihovog sinergetskog dejstva. To dejstvo nastaje usled visoke isprepletenosti strukture i vrste imovine i obaveza banke. Većina pozicija i na strani aktive i na strani pasive izložena je većem broju rizika, tako da promena bilo koje komponente vrednosti imovine ili obaveza dovodi do poremećaja ravnoteže strukture bilansa. Međuzavisnost rizika i njihov uticaj na bilans banke može se pred-

staviti u obliku matrice rizika, Tabela 3.

Bankarski menadžment je kombinacija menadžmenta usluga i menadžmenta rizika i prinosa. Plaćanja su vrsta bankarskih usluga koja većinom nose prihod banci, ali nose i određeni rizik (korespondentni rizik). Bankarsko finansijsko intermedijerstvo (posredovanje) u ALM kontekstu se posmatra u ravnoteži između prinosa po osnovu kamatne marže i kreditnih gubitaka. Finansijske usluge su manjeviše nerizične aktivnosti sa nezamarnim prihodom, u vidu provizije, naravno u zavisnosti od obima poslovanja. Iako finansijsko intermedijerstvo (odobranje kredita na osnovu prikupljenih depozita) nije beznačajno ni za investicione banke, kod ovih banaka većina prihoda potiče od naknada i provizija od: finansijskih savetovanja, trgovine, konsultantskih usluga, vanbilansnih aktivnosti, potpisivanja vrednosnih papira ....

**Tabela br. 3: Matrica rizika u bankarskom poslovanju**

	Kreditni rizik	Rizik kamatne stope	Rizik deviznog kursa	Pozicioni rizik	Rizik zaraze
<b>AKTIVA</b>					
Gotovina i ekvivalenti			♦		
Depoziti i HOV NBJ		♦			
Kreditni i plas.bankama	♦	♦	♦		♦
Kreditni i plas.komiten	♦	♦	♦	♦	
Plasmani u HOV	♦	♦	♦	♦	
<b>PASIVA</b>					
A'vista depoziti		♦	♦		♦
Ostali depoziti		♦	♦		
Kreditni		♦	♦		
Obaveze za HOV		♦	♦	♦	
<b>VANBILANSNI INSTRUMENTI</b>					
<b>FINANSIRANJA</b>					
Preuzete obaveze	♦	♦	♦		
Garancije	♦	♦	♦		
Finansijski derivati	♦	♦	♦		

**Izvor:** Beke-Trivunac, J, "Rizici u bankarskom poslovanju i solventnost banke", *Jugoslovensko bankarstvo* 11-12/97, str. 27.

---

## FINANSIJE

Menadžment usluga u bankarstvu su može okarakterisati kao pretežno kratkoročna aktivnost banke, dok je menadžment rizika i prinosa tipično srednjoročnog i dugoročnog karaktera. ALM je esencijalan u srednjoročnom

planiranju, iako je veći deo management aktivnosti, preko ALCO komiteta (*Aset/Liability Management Committee* Komitet za upravljanje aktivom i pasivom), posvećen kratkoročnom upravljanju aktivom i pasivom banke.

**Slika 1: Tri nivoa upravljanja imovinom i obavezama banke**

Upravljanje imovinom	Upravljanje obavezama
	Upravljanje kapitalom

### 2. nivo – specifični

Upravljanje rezervama	Upravljanje rezervama na strani obaveza
Upravljanje likvidno šću	Upravljanje zajmovima
Upravljanje investicija	Upravljanje dugoročnim obavezama
Upravljanje zajmovima	
Upravljanje stalnom imovinom	Upravljanje kapitalom

### 3. nivo – Bilans stanja kao osnova računa dobitka i gubitka banke

$\text{Profit} = \text{Prihod} - \text{Troškovi kamata} - \text{Opšti troškovi} - \text{Porezi}$

#### Politike za ostvarivanje zadanih ciljeva banke:

1. Upravljanje rizikom kamatnih stopa
2. Kontrola uspešnosti poslovanja
3. Upravljanje likvidno šću
4. Upravljanje kapitalom
5. Upravljanje porezima
6. Upravljanje vanbilansnim aktivnostima

**Izvor:** Hunjak, Z. "Optimalizacija plasmana banke", *Računovodstvo i financije* 5/2000, str.88.

Funkcija upravljanja bilansom banke zadatak je ALCO-a, i predstavlja jedan od najvažnijih delova ukupnog bankarskog menadžmenta. Na slici br. 1 prikazano je upravljanje bilansom, na tri nivoa. Opšti, globalni pristup (1. nivo) zahteva različite specifične funkcije (2. nivo) da bi se ostvarili pojedinačni ciljevi politike banke (3. nivo). Pri tome se uključuje upotreba informacionog sistema, simulacijskih modela i modela planiranja. Modeli koji se koriste pri rešavanju određenih problema u upravljanju imovinom i obavezama banke mogu biti krajnje jednostavni, ali i vrlo sofisticirani koji su zasnovani veštačkoj inteligenciji. Treba naglasiti da male banke praktikuju centralizovanu primenu ALM koncepta, bez ustrojavanja ALCO komitea.

## 2. PRIRODA ALM KONCEPTA

Efikasno upravljanje aktivom i pasivom u bankarstvu uključuje više različitih aktivnosti: upravljanje troškovima i cenama usluga, prilagođavanje rokova dospeća, definisanje politike kamatnih stopa, upravljanje kreditima i dr. Generalno gledano, glavni cilj je kontrola kretanja razvoja bilansnih pozicija aktive i pasive, uključujući i sve vanbilansne pozicije, u vremenu da bi se održala zahtevana profitabilnost i upravljalo rizicima. Upravljanje aktivom i pasivom (ALM *Asset and liability management*), ili kako se u literaturi još naziva

Upravljanje bilansom banke (BSM *Balance sheet management*), može se posmatrati kao proces gde je ukupna imovina banke (plasmani i sredstava i sve vanbilansne pozicije) kontrolisana i njome se, simultano s tim, i upravlja. Na ovaj način ALM uključuje upravljanje aktivom (problem alokacije plasmana) i upravljanje pasivom (problem izbora sredstava).

$$\begin{aligned} \text{ALM} &= \text{upravljanje aktivom} + \\ &\quad \text{upravljanje pasivom} \\ &= (\text{asset management}) + \\ &\quad (\text{liability management}) \end{aligned}$$

Zadatak kontrolinga veličine bilansnih i vanbilansnih pozicija je kombinatorna aktivnost. Proces kombinovanja u određenom vremenskom periodu portfolija aktive ( $A_1, A_2, \dots, A_n$ ) i portfolija pasive ( $P_1, P_2, \dots, P_n$ ).

Upravljanje aktivom dotiče mnoga različita područja kao što su upravljanje rezervama i izbor portfolio modela. Portfolio izbor uključuje direktnu kontrolu imovine (održavanje likvidnosti i dugoročno investiranje) i indirektnu kontrolu (kontrola cena). Upravljanje pasivom uključuje oblasti kao što se stvaranje određene, željene, strukture depozita i kapitala.

ALM se može posmatrati kao istovremeno upravljanje aktivom i pasivom. Mnoge banke su u okviru računarskih sistema uspostavile određene procedure u cilju efikasnog obavljanja ovog zadatka. ALM se uglavnom koristi za upravljanje rizicima, ali povećano je interesovanje među

## FINANSIJE

bankarima za korišćenje ALM-a za poboljšanje upravljanja prinom.

ALM je u bankarstvu tradicionalno fokusiran na proces intermedijerstva i nije naročito primenjivan kod plaćanja i usluga. To implicira da ALM ističe u prvi plan *Bilans rizika* i da često ignoriše niže ocenjene operacije (plaćanja i usluge) i transakcioni rizik. Bilans rizika uključuje pretpostavku da će vrednost imovine u aktivi (plasma) pasti, odnosno da će vrednost sredstava u pasivi porasti izvan kontrole menadžmenta banke.

Upravljanje aktivom i pasivom se usredotočuje na većinu faktora koje uključuje bilans rizika banke. To uključuje promene u:

- stopi inflacije (inflatorni rizik);
- kamatnim stopama (rizik kamatne stope);

- tražnji za različitim proizvodima (tržišni rizik, koji je povezan sa rizikom likvidnosti i rizikom zaraze) i
- očekivanjima da krediti neće biti vraćeni (kredni rizik).

Bilans poslovne banke je izložen svim navedenim rizicima u manjoj ili većoj meri (Tabela 4). Ključno u ALM-u je identifikovanje izloženosti riziku i razvijanje strategije da se takva izloženost održi na nivou koji je u skladu sa zahtevima o adekvatnosti kapitala i zahtevanim profitom.

Iako su i rizik i prinom, odnosno upravljanje njima, u fokusu ALM-a neke banke ga koriste samo za upravljanje rizikom. Takve banke ne sprovode simultanu transformaciju rizika na prihvatljiv nivo i stvarno upravljanje resursima.

**Tabela 4: Glavne karakteristike bilansa poslovne banke**

<i>Karakteristike</i>	<i>Važnost</i>	<i>Implikacije na banku</i>	
		<i>Rizik</i>	<i>Prinos</i>
Malo fiksne ili fizičke aktive	Nizak stepen poslovnog leveridža	Smanjuje rizik	Smanjuje prinom
Znatni iznosi kratkoročne pasive	Zahtevi da banka bude likvidna	Smanjuje rizik	Smanjuje prinom
Znatni iznosi sredstava koji se odnose na kapital banke	Visok stepen finansijskog leveridža	Povećava rizik	Povećava prinom

**Izvor:** Ćurčić, U. (1995): *Bankarski portfolio menadžment strategijsko upravljanje bankom, bilan- som i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Grafičko izdavačko preduzeće sa p.o. str. 86.

### **3. PRIMENA ALM-a KOD INVESTICIONOG I KOMERCIJALNOG BANKARSTVA**

Upravljanje aktivom i pasivom kod investicionih aktivnosti je mnogo složenije nego kod komercijalnog (depozitnog) bankarstva, jer su poslovi drugog vezani za poslove kreditnog intermedijerstva. Investiciona banka<sup>4</sup> može usmeriti svoju aktivnost na poslovanje sa hartijama od vrednosti i savetodavne aktivnosti, bez zauzimanja direktne pozicije u uslovima zadržavanja aktivnih i pasivnih pozicija u bilansu na neki vremenski period. Investicione banke se okreću ka korporacijama i bogatim pojedincima. One dovode u vezu zajmotražioce kojima je novac potreban sa onima koji njime raspolažu i koji su voljni da investiraju. Za razliku od komercijalnih banaka, investicione banke nemaju veliki broj malih deponenata, umesto njih glavni izvor čine depoziti po fiksnoj kamati. Investiciono bankarstvo svoje poslovanje usmerava na investiranje u vrednosne papire i finansijski konsalting. Pri tome najčešće posluju kao principali i imaju relativno visok koeficijent obrta. Ovaj vid poslovanja je kratkoročan i više likvidan, nego kod komercijalnog bankarstva, jer one većinu svojih odobrenih kredita zadržavaju do dospeća. Kao rezultat toga javljaju se i različiti zahtevi o adekvatnosi kapitala i sistemima upravljanja.

---

<sup>4</sup> Ili organizacioni deo univezralne poslovne banke

Savremena supervizija i interno upravljanje rizicima u bankarstvu prave razliku između bankarske knjige uloga (*banking book*) i knjige trgovanja (*trading book*<sup>5</sup>). Knjiga uloga pokriva tradicionalne rizike komercijalnog bankarstva kao što su: rizik likvidnosti, kreditni rizik, devizni rizik i rizik zemlje. Knjiga trgovanja pokriva rizike koji su proizašli iz aktivnosti investicionog bankarstva, tzv. rizici vezani za tržište (rizici poravnanja, izvršenja ugovora, isporuke i dr.)

Mnoge velike banke su u cilju unapređenja kontrole rizika kroz primenu ALM-a razvile i nove, na statistici zasnovane, testove za merenje i vrednovanje nekih od mogućih rizika. Oni se prvenstveno primenjuju na rizike depozitno-kreditnih aktivnosti, ali je najveći napredak učinjen u merenju pozicionog rizika – rizika kod investiranja u hartije od vrednosti i derivata u knjizi trgovanja. Najvažniji i najčešće primenjivani je VaR *Value at Risk*, vrednost pod rizikom. On se može definisati na dva načina kao maksimalno mogući gubitak u okviru datog intervala pouzdanosti u toku likvidacionog perioda, i kao iznos kapitala

---

<sup>5</sup> Knjigu trgovanja (trgovinasku knjiga) čine pozicije u finansijskim instrumentima i robi koja se drži sa namerom trgovanja ili radi *hedginga* drugih elemenata u knjizi trgovanja. Finansijski instrumenti moraju da budu bez restriktivnih klauzula u vezi sa njihovom utrživošću ili da su sposobni za potpunu zaštitu putem *hedginga*. Vuković D. “Novi bazelski sporazum o kapitalu: Uvodno objašnjenje”, *Jugoslovensko bankarstvo* 7/8-2001, str. 64.



koji bi banci bio potreban da apsorbuje svoje portfolio gubitke u skoro 100% slučajeva. Statistički izraz vrednosti pod rizikom za portfolio je prinos ili apsolutni gubitak u odnosu na neki unapred definisani verovatni nivo, obično 5% ili manje. VaR se koristi za kontrolu i upravljanje rizicima, regulatorno usaglašavanje, planiranje i alokaciju kapitala, ocenu performansi i efikasni hedging.

#### **4. SREDNJOROČNA KONTROLA BILANSA**

Većina banaka nastoji da nađe ravnotežu između visokog profita i niskog rizika, jer su ta dva zahteva dijametralno suprotna. Konfliktnost interesa akcionara, deponenata i ostalih komitenata banke koji se manifestuju kao problem optimizacije zahteva za profitabilnošću i likvidnošću, prisutan je u svakoj transakciji banke. Svaka promena u bilansu može se posmatrati kao proces da se postignu ova dva bliska, ali suprotna cilja. Navedeni konflikt je u osnovi svih aktivnosti vezanih za upravljanje aktivom banke.

Kontrola bilansa, sa vremenskog aspekta, može biti posmatrana: kratkoročno, srednjoročno i dugoročno. Kratkoročna kontrola je dnevna i u rasponu do jednog meseca. U tom periodu fokusirano je planiranje likvidnosti. Srednjoročno planiranje je za period od jednog meseca do dve godine. U tom rasponu management banke se koncentriše na: upravljanje troškovima i cenama, rizik promene kamatne stope,

rizik deviznog kursa i na kreditni rizik. Dugoročno se definiše strategija u cilju izbora tržišnih ciljnih grupa, grupa proizvoda, pozicija u branši, otvaranja filijala i sl.

U prethodnoj analizi naglašena je srednjoročna kontrola bilansa. U tom kontekstu glavnu ulogu imaju aktivnosti u upravljanju rizikom kamatne stope. Rizik deviznog kursa je često blisko povezan sa rizikom kamatne stope zato što je devizni kurs pod direktnim uticajem razlike u kamatnim stopama odnosnih zemalja. Slično tome, postoji povezanost između kreditnog rizika i rizika kamatne stope, jer je većina kreditnih rizika uslovljena uslovima rizika granica u kamatnim stopama.

Jedna od najvažnijih promena u komercijalnom bankarstvu je u tretiranju rizika kamatne stope, odnosno prebacivanje ove aktivnosti u aktivnosti knjige trgovanja što omogućava aktivni *hedging*.

Iz navedenog sledi zaključak da ALM u srednjoročnom periodu treba posmatrati, prvenstveno, kao upravljanje rizikom kamatne stope. U tom kontekstu postoje tri aktivnosti kod kontrole bilansa. One se mogu predstaviti kao:

- direktna kontrola - u smislu promene veličine (vrednosti) odgovarajuće bilansne pozicije. Npr. sekjuritizacija je proces objedinjavanja i prepakivanja kredita u vrednosne papire, koji se zatim prodaju kupcima na finansijskim tržištima. Veće učešće hartija od vrednosti u

bilansu banaka je jedan od načina da se poboljša bilansna struktura i uspostavi zadovoljavajuća relacija između prihoda, troškova i rizika, u uslovima visoke zaduženosti i prenapregnutih bilansa banaka. Cilj kreditora je da ostvare bolju strukturu plasmana i povećaju stepen likvidnosti kroz sekjuritizaciju svog bilansa. I debitori ovim putem poboljšavaju strukturu svojih izvora finansiranja, smanjuju pritisak zaduženosti i uspostavljaju bolji odnos između prihoda i troškova;

- indirektna kontrola - u smislu promene cena i limita za komitente<sup>6</sup> i
- **hedging** - koristeći finansijske derivate zauzeti poziciju i na taj način zaštititi aktivne i pasivne bilansne pozicije od promene kamatnih stopa. Niski transakcioni troškovi mnogih derivata postižu frekventnija rebalansiranja portfolija, nego što je to bilo moguće u prošlosti. Upotreba opcija je superiorna alternativa u odnosu na kontinuirano rebalansiranje pozicija sa aktivom simetrične strukture prinosa.

---

<sup>6</sup> Pored pridržavanja odredbi o velikom i najvećem mogućem kreditu koje su propisane zakonom, banka samostalno postavlja limite za svakog komitenta pojedinačno. U pogledu cena moraju se poštivati okviri propisani od strane centralne banke, ali je uvek moguća njihova korekcija kroz dodatne provizije i naknade.

**Opcija** je ugovor po kome kupac ima pravo, ali ne i obavezu, da kupi ili proda određenu količinu akcija, indeksa na akcije, obveznica, indeksa na obveznice, robe, valute ili fjučers ugovora po strajk ceni na dan isteka ugovorenog roka, ili pre tog roka. Raznovrsnost opcija je proizvod učesnika na tržištu i njihovih potreba za zaštitom od rizika i spekulacija. Fjučers ugovori su standardizovani terminski ugovori kojima se trguje na organizovanoj berzi, pod uslovima i jasno određenim pravilima berze. Ovi ugovori predstavljaju usavršenu formu forvard ugovora. Neke od najčešće primenjivanih strategija prikazuje grafikon br. 1. Strategije koje investitorima stoje na raspolaganju su sledeće<sup>7</sup>:

- Kupovina kupovne opcije (*Call option*) za slučaj da će cena porasti preko ugovorene cene, to je **Long call** strategija;
- Prodaja prodajne opcije (*Put option*) za slučaj umerenog rasta cena to je **Short put** strategija;
- Kupovina prodajne opcije za slučaj pada cena, naziva se **Long put** strategija;
- Prodaja kupovne opcije za slučaj stabilnosti cena ili umerenog pada to je **Short put** strategija;
- Kupovina fjučersa i prodajne opcije za slučaj rasta cena. U

---

<sup>7</sup> Navedenim strategijama lista se ne iscrpljuje, jer su moguće broj kombinacije derivata uključujući i derivate na derivate .

- slučaju pada cena gubitak na fjučersu nadoknadiće se relizacijom opcije;
- Kupovina kupovne opcije i prodaja kupovne opcije za slučaj rasta cena. Maksimalni gubitak je razlika plaćene i naplaćene premije. To je **Spread** strategija, koja je ujedno i najčešće primenjivana kombinovana strategija. Osnovni princip je u kombinaciji samo kupovnih opcija (ili samo prodajnih opcija), pri čemu se jedna opcija kupuje a druga istovremeno prodaje. Kao podvarijante ove strategije postoje Horizontalni spred (opcije imaju različite rokove dospeća), Vertikalni spred (opcije imaju različite cene izvršenja) i Dijagonalni spred (opcije imaju različite i cene i rokove izvršenja);
  - Prodaja fjučersa i kupovina kupovne opcije za slučaj pada cena. U ovom slučaju kupovina opcije umanjuje očekivanu dobit, ali ograničava potencijalni gubitak;
  - Kupovina prodajne opcije i prodaja prodajne opcije za slučaj pada cena; **Spread** strategija;
  - Prodaja kupovne opcije i kupovina kupovne opcije za slučaj pada cena;
  - Prodaja kupovne opcije i prodaja prodajne opcije za teško predvidljivo kretanje cena, investitor se odlučuje za otvaranje suprotnih pozicija. To je **Straddle** strategija

koja se sastoji u istovremenoj kupovini ili prodaji kupovne i prodajne opcije, sa istim rokovima dospeća, istim cenama izvršenja opcije na iste finansijske instrumente. Ukoliko se radi o različitim cenama izvršenja onda se ta strategija naziva: **Strangle** strategija;

- Kupovina fjučersa i prodaja dve kupovne opcije za slučaj neizvesnog i rasta i pada cena - za stabilne tržišne uslove;
- Kupovina kupovne i kupovina prodajne opcije za slučaj naglih promena na tržištu - **Straddle** strategija;
- Kupovina kupovne opcije i prodaja dve kupovne opcije za slučaj stabilnog tržišta uz moguće manje promene cena.

Kamatne opcije kojima se trguje na vanberzanskom tržištu nazivaju se **caps** (call opcija na kamatne stope), **floors** (put opcija na kamatne stope) i **collars** (istovremena kupovina **caps** i prodaja **floors**)<sup>8</sup>.

Za jednu banku ne predstavlja problem da odredi izbor navedene tri aktivnosti. Efikasna primena kontrole podrazumeva da se navedene tri aktivnosti u onoj kombinaciji koja pomaže da se smanji rizik i poveća pri-nos.

---

<sup>8</sup> Podstrategije na vanberzanskom tržištu su između ostalih i: *Synthetische Long Position*, *O-Cost-Collar*, *O-Cost-step-down-Collar*, *Participacioni Collar*, *Compound Option* i dr.

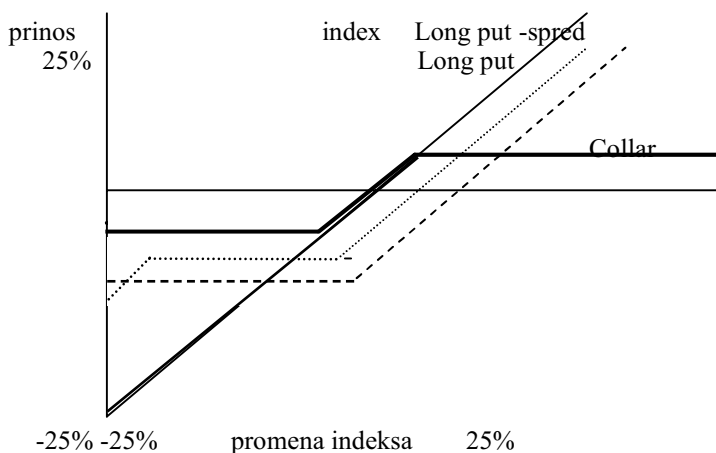
Eliminisanje rizika nastalog u aktivni banke moguće je jedino formiranjem rezervi, po osnovu ostvarene kamatne marže, odnosno drugih prihoda banke<sup>9</sup>. Koncept ALM se može primenjivati uobliku ofanzivne defanzivne taktike. Defanzivni pristup znači opredeljenje banke da minimizira svoju izloženost rizicima na taj način što će izvršiti pokriće rizika tržišnim transakcijama. Ofanzivni pristup ide u pravcu anticipiranja promena kretanja kamatnih stopa i deviznog kursa.

### ZAKLJUČAK

Ulazak inostranih banaka na naše tržište intenzivirao je konkurenciju u

bankarskom sektoru. Nakon dugogodišnje izolacije i bavljenja raznim poslovima u cilju preživljavanja, pred naše banke se ponovo postavljaju tradicionalni zahtevi u pogledu profitabilnosti, sigurnosti i likvidnosti. Takođe, u prvi plan dolazi i upravljanje rizicima. Ciljevi i zadaci koji se postavljaju pred domaće banke nimalo se ne razlikuju od onih koji se postavljaju bankama u inostranstvu. Razlika je samo u instrumentariju koji domaćim bankama stoji na raspolaganju za izvršenje ciljeva. U ovom radu *hedging* tehnike su navedene kao instrumenti za najefikasniji bankarski management. Međutim, oni su na našem tržištu još uvek više predmet teoretskih razmatranja, a manje prakse. Stoga, bankama preostaju

**Grafikon br. 1: Najčešće *hedging* strategije**



**Izvor:** Hill.M.J.&Tsu.E.M.Equity Derivatives Strategies and Risk Management. u Zask, E.eds. (2000): *Global Investment Risk Management*. New York: McGraw-Hill.p.185.

<sup>9</sup> Investicione banke rezerve ostvaruju na teret naknada i provizija jer te vrste prihoda dominiraju u njenom poslovanju.

direktna i indirektna kontrola, ali i one u redukovanom obliku zbog nemogućnosti sekjuritizacije imovine.

Pravovremeno upoznavanje sa savremenim pristupima u bankarstvu, finansijskim derivatima i finansijama uopšte, stvara pretpostavku za uspešno poslovanje u bliskoj budućnosti. Upravljanje kamatnim i deviznim rizicima tada će postati imperativ profitabilnog poslovanja svake ozbiljne banke.

#### LITERATURA

1. Gardner, E & Molyneux, P. (eds), (1997): *Investment Banking - theory and practice*, London: Euromoney Books.
2. Altaras, G. i dr. (1996): *Terminsko trgovanje*, Beograd: Beogradska berza.
3. Ćurčić, U. (1995): *Bankarski portfolio menadžment strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*, Novi Sad: Grafičko izdavačko preduzeće sa p.o.
4. Vunjak, N. (1999): *Finansijski menadžment - bankarski menadžment*, Subotica: Ekonomski fakultet.
5. Krstić, S. eds.(1994): *Šta su opcije?* Beograd: Beogradska berza.
6. Lloyd, B.T. (1997): *Money, Banking, and Financial Markets*, Boston: McGraw-Hill.
7. Zask, E.eds.(2000): *Global Investment Risk Management*, New York: McGraw-Hill.
8. Vunjak, N. "Karakteristike bankarskog portfelja i upravljanje rizicima u banci", *Anali Ekonomskog fakulteta*, Subotica, broj 5, 2000.
9. Muminović, S. *Upravljanje bankarskim rizicima*, Magistarska teza, Ekonomski fakultet u Subotici, septembar 1999.
10. Muminović, S."ALM koncept – Savremeni pristup u upravljanju bankarskim rizicima", *Poslovna politika* 12/2000.
11. Hunjak, Z. "Optimalizacija plasmana banke", *Računovodstvo i financije* 5/2000.
12. Beke-Trivunac, J. "Rizici u bankarskom poslovanju i solventnost banke", *Jugoslovensko bankarstvo* 11-12/97.
13. Vuković, D. "Novi bazelski sporazum o kapitalu: Uvodno objašnjenje", *Jugoslovensko bankarstvo* 7/8-2001.

Rad primljen: 17.06.2004.

UDK: 341.384

JEL:H56

Pregledni članak

## RATNE REPARACIJE U PROŠLOSTI – OBRAČUN I NAPLATA

### *WAR REPARATIONS IN THE PAST – SETTLE- MENT AND PAYMENT*

**Prof. dr Veroljub DUGALIĆ**  
**Ekonomski fakultet, Kragujevac**

#### **Rezime**

Posle vazdušnih napada na Srbiju od 24. marta do 9. juna 1999. godine, u javnosti su se pojavili zahtevi za pokretanje tužbe protiv NATO alijanse radi naplate ratne štete. Šteta se procenjivala u rasponu od nekoliko milijardi do nekoliko stotina milijardi dolara i u tim rasponima su utvrđivani i zahtevi za plaćanje ratne štete.

Pitanje ratne štete je ponovo aktuelizovano nedavno zbog zahteva BiH i Hrvatske koje su pokrenule sudske postupke kod Međunarodnog suda u Hagu protiv SRJ zbog ratnih zločina i naplate štete. I u ovim slučajevima u pitanju su ogromni iznosi.

Podsećanje na iskustva iz prošlosti može nam pomoći da shvatimo kakve su realne šanse da se naplati ratna šteta od NATO-a, odnosno kakva je opasnost zbog eventualnog plaćanja BiH i Hrvatskoj po sličnim zahtevima.

**Ključne reči:** RATNE REPARACIJE; NAPLATA RATNE ŠTETE; PROCENA ŠTETE; SUDSKI POSTUPCI.

#### **Summary**

*After air strikes on Serbia from March 24 till June 9, 1999 there were demands in public for bringing charges against NATO for the war damage to be payed. The damage was estimated in the range from several billion USD to hunderds of billions. Accordingly were demands for war damage payment.*

*The war damage issue has been recently actualized because Croatia and Bosnia and Herzegovina have started court procedure at International Court in Hague against FRY because of the war crimes and the war damage payment. Their claims are enormous.*

*Reminding of past experience may be useful to understand the real chances of our country concerning NATO war damage payment and to realize the possible danger of Croatia and Bosnia and Herzegovina claims.*

**Key words:** WAR REPARATIONS; WAR DAMAGE PAYING; DAMAGE ESTIMATED; COURT PROCEDURE.

## 1. NAPLATA RATNE ŠTETE U PROŠLOSTI

Ratne reparacije su plaćanja, davanja i činjenja koje zemlje poraženeu ratu, najčešće prinudno, isplaćuju pobednicima. Savremeno međunarodno pravo pod pojmom "reparacija" podrazumeva ratnu odštetu usled kršenja međunarodnog prava, tj. međunarodnih delikata po zahtevu oštećene države drugoj državi koja je kriva za ratnu štetu.<sup>1</sup>

U prošlosti su korišćeni različiti nazivi za ono što se danas podrazumeva pod pojmom reparacija: "ratna odšteta", "obeštećenje", "nadoknada za štetu pričinjenu u ratu"... U međunarodnim odnosima, reparacije postoje od završetka Prvog svetskog rata. Tada su saveznici pokušali da Versajskim ugovorom naplate od Nemačke što veći iznos ratne štete pričinjene u četvoro-godišnjem ratu.

Prema sačuvanim spisima, naplata ratne štete je ustanovljena još u dalekoj prošlosti. Smatra se da je pravo naplate ratne štete postojalo kao običajno pravo pre nove ere. Često se kao ilustracija ovakvog stava navodi primer ratne štete koju je Kartagina platila Rimu, 202 godine pre nove ere, u iznosu od 10.000 talanata, u roku od 10 godina.<sup>2</sup>

Tokom srednjeg veka, nastavljena je praksa naplate ratne štete koju su zemlje pobeđnice nametale pobeđenoj strani. Osnovne karakteristike ratne odštete iz ovog vremena mogle bi se izraziti na sledeći način:

<sup>1</sup> Videti: Smilja Avramov i Milenko Kreća, *Međunarodno javno pravo*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 1993.

<sup>2</sup> Borko Nikolajević: *Reparacije*, Veselin Masleša, Sarajevo, 1956, str. 17.

1. Nije postojala jedinstvena praksa u pogledu ratne odštete niti su uspostavljena međunarodni principi u ovoj oblasti - u svakom pojedinačnom slučaju pobeđnici su nametali svoje zahteve pobeđenoj strani. Najčešće, zahtevi su se odnosili na preuzimanje teritorije ili eksploataciju strane koja je izgubila rat. Zato su se granice često menjale.

2. Naplata ratne odštete u novčanom obliku se retko primenjivala i imala je manji relativni značaj nego u kasnijem vremenu. To je savim razumljivo ako se ima u vidu da je u tom periodu funkcionisao novac kovan od plemenitih metala, srebra i zlata, pa je prikupljanje i prenošenje velikih novčanih iznosa bilo otežano i retko se primenjivalo.

Kasnije, sa razvojem međunarodne trgovine i saobraćaja, krajem XVIII i u XIX veku, naplata ratne štete u novčanom obliku dobija sve veći značaj. Brojni su primeri koji to potvrđuju:

- na osnovu Haškog ugovora iz 1795. godine, ujedinjene holandske provincije bile su dužne da plate Francuskoj 100 miliona florina na ime obeštećenja i ratnih troškova;
- Portugalija je, na osnovu ugovora iz Badahosa 1797. i Madrida 1801. godina, preuzela obavezu da plati Francuskoj 20 miliona turinskih livara, u novcu i robi;
- ugovorima u Austerlicu i Šenbrunu iz 1805. i 1809, nemačkim državama su nametnuta visoka plaćanja u korist Francuske;

- Kina je 1842. godine bila dužna da plati Velikoj Britaniji 21 miliona dolara;
- Maroko je bio prinuđen, posle sklapanja mira u Tetuanu 1860. godine, da plati Španiji obeštećenje od 20 miliona pjs-tara.<sup>3</sup>

Od kraja XVIII do završetka XIX veka, zabeleženo je više od 30 ovakvih primera.

### 2. RATNA KONTRIBUCIJA

Kao i naplata ratne štete, i ratna kontribucija je institucija koja ima korene u dalekoj prošlosti. U skladu sa principima pravednih ratova, pobednici su zahtevali od okupirane neprijateljske strane da ušestvuje u održavanju njenih vojnih snaga, odnosno u finansiranju njenih ratnih troškova. Pobednička strana je koristila privilegiju pobednika, a pripadnici okupirane teritorije su bili zaštićeni od eventualne pljačke ili zaplene imovine. Tako je ratna kontribucija tretirana kao ugovorni odnos između država okupatora i podanika okupirane teritorije, zaključen za vreme trajanja rata.

Međunarodni običaj ratne kontribucije je kodifikovan Haškim konvencijama iz 1899. i 1907. godine. Na osnovu ovih dokumenata, država-okupator je ovlašćena da zahteva kontribucije od okupirane teritorije za svoje vojne potrebe ili za potrebe administracije te teritorije.

Prema tome, kontribucija je mera koju sprovodi okupator a to znači da se primenjuje za vreme trajanja rata. Kontribucije su nametane radi obezbeđivanja potreba pobedničke vojske. Zato kontribucije, po pravilu,

nisu realizovane u novčanom obliku već su ostvarivane u materijalnim dobrima, kao što su hrana, odeća, različiti materijali i sl.

Države koje su pobeđivale u ratnim sukobima, nametale su visoke kontribucije pobeđenim neprijateljima. Kao i kod reparacija, krajem XVIII i tokom XIX veka zabeleženi su brojni primeri kontribucija:

- na osnovu primirja u Plesansu 1796. godine, vojvoda od Parme je bio prinuđen da prihvati kontribuciju u korist Francuske u iznosu od dva miliona livara, na predaju 700 konja francuskoj vojsci i 20 umetničkih slika, kao i na druga davanja;
- prema ugovoru iz Pariza 1796 godine, Sicilija je bila dužna da isporuči Francuskoj vrednost od 8 miliona turinskih livara u namirnicama;
- po konvenciji o primirju iz 1796 godine, papa je bio dužan da preda Francuskoj 100 raznih umetničkih slika, bista, vaza ili statua i pet stotina rukopisa, a naredne godine papi je nametnuta i kontribucija od 15 miliona turinskih livara, plativih u novcu, dijamantima ili drugim vrednostima.<sup>4</sup>

Formalna razlika između reparacija i kontribucija je u tome što su kontribucije naplaćivane za vreme trajanja ratnih operacija, dok su reparacije institucija posleratnih odnosa i utvrđuju se ugovorom o miru. Odnosno, kontribucija se primenjuje između zemalja koje su u ratu a reparacije se određuju kod zemalja koje su završile rat.

---

<sup>3</sup> Borko Nikolajević: *Reparacije*, str. 26.

<sup>4</sup> Borko Nikolajević: *Reparacije*, str. 23-24.



## FINANSIJE

### 3. RATNA ŠTETA I REPARACIJE U PRVOM SVETSKOM RATU

Posle završetka Prvog svetskog rata, zaključeni su mirovni ugovori sa Nemačkom (Versaj, 1919), Austrijom (Sen Žermen, 1919) i Mađarskom (Trijanon, 1920). U mirovnim ugovorima je ustanovljeno formiranje Reparacione komisije koja je imala zadatak da utvrdi iznos reparacija i da se stara o njihovom izvršenju. Reparacionu komisiju su činili predstavnici SAD, Velike Britanije, Francuske, Italije, Japana, Belgije i Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca.

Zaključno sa 12. februarom 1921. godine, Reparacionoj komisiji su prijavljeni odštetni zahtevi prema sledećem pregledu:

Ukupna potraživanja prijavljena Reparacionoj komisiji iznosila su 269 milijardi zlatnih maraka.

Prema sporazumu iz Pariza od 24. januara 1921. godine, priznate su reparacije u iznosu od 132 milijarde zlatnih maraka, od čega je na Nemačku otpadalo 126,3 milijarde zlatnih maraka a ostatak se odnosio na reparacije Austrije, Bugarske i Mađarske. Od nemačkih reparacija, Francuska je trebalo da dobije 52%, Engleska 22%, Italija 10%, Belgija 8% + 5,6 milijardi fiksnog iznosa a Srbija 5%, dok je preostalih 3% trebalo da pripadne Japanu, Portugaliji, Grčkoj i Rumuniji.

Nemačke reparacije su podeljene na 42 godišnja anuiteta, koji su progresivno rasli od dve do šest milijardi zlatnih maraka, uz davanje 12% godišnjeg nemačkog izvoza.

#### Reparaciona potraživanja na dan 12. II 1921.

Država	Iznos potraživanja
Francuska	218.541 miliona franaka
Velika Britanija	2.543 miliona funti sterlinga + 7.598 miliona franaka
Italija	33.087 mil. lira + 37.926 mil. franaka + 126 mil. funti sterl.
Belgija	34.155 miliona belg. franaka + 2.375 miliona franc. franaka
Japan	833 miliona jena
Srbija	8.496 miliona dinara
Rumunija	31.099 miliona zlatnih franaka
Portugalija	1.944.000 kontosa
Poljska	21.913 miliona zlatnih franaka + 500 zlatnih maraka
Grčka	4.993 miliona zlatnih franaka
Čehoslovačka	7.612 miliona franaka + 7.063 miliona kruna

*Izvor: Report of the Agent General for Reparation Payments, Berlin, 1926,*

Pošto Nemačka nije plaćala utvrđene reparacije, 5. maja 1921. godine je potpisan sporazum u Londonu i utvrđeni su novi godišnji anuiteti, koji su obuhvatali fiksni iznos od dve milijarde zlatnih maraka i 26% nemačkog izvoza. Ali, ni ovaj plan nije realizovan pa je organizovana nova konferencija u Parizu, 24. januara 1923. godine. Nemačka je dobila moratorijum od četiri godine, računajući vreme od Versajskog mira, a zatim je obavezana da plaća anuitete.

Ni posle toga, Nemačka nije mogla da uredno otplaćuje reparacije - u prvih nekoliko posleratnih godina, platila je samo neznatan iznos i to u naturi. Zato je 1924. godine formirana komisija stručnjaka kojom je rukovodio američki bankar Doz (*Charles Gates Dawes*), radi konačnog utvrđivanja uslova za plaćanje ratne štete koju je Nemačka počinila u Prvom svetskom ratu. Komisija je predložila da Nemačka plaća reparacije u zavisnosti od mogućnosti. Predviđeno je da Nemačka ima 1) uravnotežen budžet, 2) aktivan platni bilans i 3) stabilnu valutu. Ako se ima u vidu tadašnja ekonomska situacija u Nemačkoj, lako se može zaključiti da Nemačka nije ispunjavala navedene uslove i reparacije nisu plaćane.

Osnovni zadatak Dozovog komiteta sastojao se u pronalaženju mogućnosti za uravnoteženje nemačkog budžeta i stabilizaciju marke. Komitet je reducirao nemački reparacioni dug sa 126,3 na 42 milijarde zlatnih maraka.<sup>5</sup>

Istovremeno, osnovana je posrednička ustanova pod nazivom Agent za međunarodna plaćanja (Agent General for Reparation Payments). Nemačka je uplaćivala odgovarajuće iznose u raznim valutama na račun Agentu a zatim je vršen transfer uplaćenih vrednosti. Tako je Agent za međunarodna plaćanja postala prva institucija koja se organizovano bavila međunarodnim transferom sredstava plaćanja.<sup>6</sup>

Dozov plan je primenjivan od 1. novembra 1924. do 31. avgusta 1929. godine.

Krajem 1928. godine, Nemačka je ponovo pokrenula inicijativu radi nove revizije ratnih reparacija, pozivajući se na teškoće u ispunjavanju utvrđenih obaveza. U avgustu 1929. godine održana je Haška konferencija, na kojoj je usvojen Jangov (Young) plan za plaćanje ratne štete.

Prema Jangovom planu, nemačke reparacije su smanjene na 33 milijarde maraka, i umesto plaćanja u zlatu, omogućena je otpлата i u banknotama. Predviđeno je da uplate budu vršene u 59 godišnjih anuiteta. Reparacije su podeljene u dve grupe: tokom prvih 37

---

<sup>5</sup> Uporedo sa smanjivanjem nemačkih reparacija, Dozov komitet je izvršio niz pripremnih operacija. Najpre je stabilizovana marka, oborena je inflacija, sprovedena je stroga kontrola rada nemačke centralne banke i uravnotežen budžet.

<sup>6</sup> Prema Dozovom planu, u periodu 1924-1930, Francuska je primila 3.939.182.589, Velika Britanija 1.654.510.293, Italija 555.130.021 a Belgija 527.499.269 zlatnih maraka.

---

## FINANSIJE

### Plaćanje nemačkih reparacija prema Dozovom planu od 1. IX 1924. do 17. V 1930.

Obračunska godina*	u zlatnim markama
1924-1925	1.000.000.000
1925-1926	1.220.000.000
1926-1927	1.500.000.000
1927-1928	1.750.000.000
1928-1929	2.500.000.000
Kamate i ostali prihodi 1924-1929	22.994.448,93
Ukupno	7.992.994.448,93

\*Obračunska godina od 1.IX tekuće do 31.VIII naredne godine

Izvor: *Commission des reparations XXII (I-ere partie): Rapport de l'Agent general des payements des reparations*, 21. mai 1930, Tableau XIII, p. 351-352.

### Primanja Jugoslavije po Dozovom planu

Obračunska godina*	u zlatnim markama
1924-1925	30.080.743,09
1925-1926	38.185.212,56
1926-1927	46.318.175,08
1927-1928	58.539.981,83
1928-1929	90.337.527,06
Razlika za period 1.IX 1929-17.V 1930.	11.698.552,64
Ukupno	275.160.195,86

\*Obračunska godina od 1.IX tekuće do 31.VIII naredne godine

Izvor: *Commission des reparations XXII (I-ere partie): Rapport de l'Agent general des payements des reparations*, 21. mai 1930, Tableau XIII, p. 351-352.

godina, nemačke reparacije su utvrđene tako da podmiruju plaćanje savezničkih ratnih dugova a u preostalih 22 godine vršila bi se naplata reparacija u klasičnom smislu te reči. Na taj način je uspostavljena direktna veza između nemačkih reparacija i savezničkih ratnih dugova.

Jangov plan je doneo još jednu značajnu novinu u plaćanju reparacija. Praktično je ukinuta nemačka obaveza u pogledu plaćanja reparacija, koja je proisticala iz Versajskog ugovora o miru. Umesto stroge obaveze u pogledu plaćanja reparacija, koja je bila naglašena u svim ranijim dokumentima i planovima, plaćanje ratne štete koju je Nemačka počinila u Prvom svetskom ratu zavisilo je od dobre volje ove države. Odnosno, državni dug od 132 milijarde zlatnih maraka na osnovu Versajskog ugovora, pretvoren je u privatnopravni dug od 33 milijarde u ("papirnim") markama.

Pošto je Nemačka 1931. godine prestala da plaća reparacije, naredne godine je održana Konferencija u Lozani. Francuska je predlagala da Nemačka deponuje četiri milijarde zlatnih maraka u Banci za međunarodna plaćanja u Bazelu a Nemačka je insistirala da to bude iznos od dve milijarde zlatnih maraka. Nađen je kompromis i Nemačka je deponovala tri milijarde zlatnih maraka, uz uslov da taj iznos predstavlja sav preostali dug po osnovu reparacija. Istovremeno, proglašen je trogodišnji (tzv. Huverov) moratorijum. Trogodišnji moratorijum je produžen jednostranom odlukom

Nemačke koja je stalno isticala "da joj je mirovni ugovor nametnut i da nema mogućnosti da plaća reparacije". Te godine je definitivno prestalo plaćanje reparacija i ovo pitanje se smatra konačno rešenim.

Na osnovu iskustava u pogledu naplate nemačkih reparacija iz Prvog svetskog rata, može se zaključiti sledeće:

1. u mirovnim ugovorima je sadržana klauzula o obaveznom plaćanju reparacija zemalja koje su izazvale rat i nanele drugim državama velike gubitke;

2. u prvim posleratnim godinama, velike saveznice, a naročito SAD i Velika Britanija, pokazale su veliku popustljivost u odnosu na Nemačku, koja je na sve načine pokušavala da izbegne plaćanje reparacija;

3. na osnovu Dozovog plana, smanjene su nemačke reparacije na trećinu, i preduzete su brojne aktivnosti i cilju oporavka nemačke privrede;

4. Jangovim planom su ponovo smanjene reparacije i ukinuta je obaveza Nemačke da bezuslovno plaća ratnu štetu - plaćanje reparacija prepušteno je dobroj volji zemlje koja je poražena u ratu;

5. zemlje pobednice su dopustile Nemačkoj da kod njih koristi kredite radi plaćanja reparacija, pa su dospеле u paradoksalnu situaciju: same su finansirale svoje reparacije, a Nemačka je primila dva puta više materijanih vrednosti kroz kredite i različite oblike pomoći nego što je kroz reparacije platila;

## FINANSIJE

6. iznos reparacija nije određivan prema veličine ratne štete već na osnovu ekonomske snage države i njenog političkog uticaja, a prema istim kriterijumima je vršena i sama naplata nadoknade za pretrpljenu ratnu štetu.<sup>7</sup>

### 3.1. Reparacije i ratni dugovi Jugoslavije (Srbije) u Prvom svetskom ratu

Prema zahtevu podnetom Reparacionoj komisiji, Nemačka ratna šteta

na teritoriji Srbije je iznosila u 8.496 miliona dinara (maraka) u zlatu.<sup>8</sup>

Na osnovu Dozovog plana, Srbija (Kraljevina SHS) je primila oko 275 miliona zlatnih maraka na ime reparacija u periodu 1924-1930. Jangovim planom je predviđeno da Jugoslavija prima reparacije u 59 godišnjih anuiteta. Za prvih 37 godina, Jugoslavija je trebalo da prima prosečno po 84 miliona maraka, a tokom poslednje 22 godine primanje iz reparacija je iznosilo 22.650.000 mara-

### Reparacije od Nemačke iz Prvog svetskog rata Prema Jangovom planu

U zl. markama

Godina	Iznos	Godina	Iznos	Godina	Iznos
1929	12.100.000	1942	88.200.000	1955	101.200.000
1930	79.400.000	1943	88.300.000	1956	101.200.000
1931	79.300.000	1944	88.500.000	1957	101.200.000
1932	79.400.000	1945	88.700.000	1958	103.100.000
1933	72.400.000	1946	88.700.000	1959	103.200.000
1934	72.500.000	1947	88.800.000	1960	104.500.000
1935	72.600.000	1948	88.800.000	1961	105.900.000
1936	73.800.000	1949	99.800.000	1962	105.900.000
1937	71.500.000	1950	99.900.000	1963	106.000.000
1938	71.800.000	1951	100.000.000	1964	106.000.000
1939	74.500.000	1952	100.000.000	1965	106.000.000
1940	76.100.000	1953	100.100.000	1966-1972	22.700.000
1941	83.900.000	1954	100.700.000	1973-1987	22.600.000

Izvor: Adolf Weber, *Reparation Youngplan Volkswirtschaft*, Junker und Dunnhaupt Verlag, Berlin, 19269.

<sup>7</sup> Tako se može objasniti zašto je Velika Britanija, u periodu 1924 -1930, naplatila pet puta veći iznos reparacija nego Srbija, iako je njena ratna šteta bila mnogostruko manja.

<sup>8</sup> Zbog stalnih promena kurs dinara i marke u prvim posleratnim godinama, vrlo teško se može izvršiti precizno preračunavanje srpskih reparacionih potraživanja u drugim valutama ili zlatu.

ka. Od 1966. godine, nemačke reparacije su obračunate tako da pokrivaju samo izdatke za servisiranje srpskih ratnih dugova.

Ukupni ratni dugovi Srbije su iznosili 1.238.180.047 maraka, i to: Sjedinjenim Američkim Državama 95.177.535 dolara (399.548.098 RM), Velikoj Britaniji 35.906.048 funti sterlinga (670.081.040 RM) i Francuskoj 1.024.812.476 francuskih franaka (168.550.908 RM).<sup>9</sup> Za otplatu ratnih srpskih dugova, Jugoslavija je morala da upotrebi 21,29% sredstava od reparacija; Francuskoj je bilo potrebno 61,57% od nemačkih reparacija da bi otplatila ratne dugove, Italiji 81,79%, Engleskoj 86,72% a Grčkoj 122,94%.<sup>10</sup>

Pošto se na osnovu Jangovog plana očekivao reparacioni priliv od 3.910.000.000 maraka, posle otplate srpskih ratnih dugova od 1.238.180.047 maraka, ostao bi pozitivan neto efekat od 2.671.819.945 maraka.

Veza između ratnih dugova i reparacija je bila vrlo čvrsta i nezaobilazna je kada je u pitanju obračun ukupnog finansijskog efekta povodom ratnih razaranja. Zato je neophodno podsećanje na tretman srpskih dugova za vreme Prvog svetskog rata, da bi se stekla potpunija slika o poziciji Srbije

---

<sup>9</sup> Milan Todorović: «Državni dugovi Srbije iz perioda Prvog svetskog rata», *Finansije* 9-10/1950, str. 48.

<sup>10</sup> Prema kursnoj listi iz 1929 godine: 1 dolar = 56,8 dinara, 1 marka = 13,5 dinara, 1 funta = 276 dinara, 1 franc. franak = 2,22 dinara.

(Jugoslavije) i odnosima sa ratnim saveznicima.

Za vreme Prvog svetskog rata, Srbija je obilno koristila spoljne zajmove za finansiranje ratnih rashoda. Ako se ima u vidu da je 1912. i 1913. Srbija vodila dva rata, i da je od kraja 1915. godine cela njena teritorija bila okupirana pune tri godine, razumljivo je što su inostrana sredstva bila neophodna. Budžetski prihodi su potpuno prestali da pristižu a ratni rashodi su postajali sve veći, pa je pomoć saveznika bila preko potrebna.

Pre evakuacije, krajem 1914. Vlada Srbije je dobila jedan unutrašnji i četiri spoljna zajma. Unutrašnji zajam od 250.000 dinara je dobijen od Narodne banke po računu privremene razmene. Novčanice dobijene po računu privremene razmene nisu ulazile u redovan bančin kontingent, a nije postojala ni bančina obaveza da ih razmenjuje za zlato. S druge strane, država je uvek mogla da otkupi devize ili zlato bez ažije.

Spoljni zajmovi su dobijeni od Francuske i Engleske. Krajem 1914. od Francuskog trezora i Engleske državne blagajne je dobijeno po 110 miliona francuskih franaka. Tokom 1915. dobijeno je od istih saveznika još po 150 miliona franaka, pa je ukupno spoljno zaduženje Srbije pre evakuacije Narodne banke iznosilo 520 miliona franaka.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> *Godišnji bilans Narodne banke za 1916. godinu.*

Dobijeni zajmovi su omogućili Srbiji da finansira ratne rashode bez nepokrivene novčane emisije, što je obezbedilo održavanje vrednosti dinara i u teškim iskušenjima za vreme rata.

Prilikom dobijanja novčane pomoći od saveznika, nije precizirano da li se radi o zajmu ili će se tretirati kao udeo država u "ratnoj zajednici". Sredstva su odobrena po tekućim računima bez preciziranja o tome da li će se vratiti ili ne, koliki će biti rok povraćaja, visina kamatne stope... Po svemu sudeći, nije u pitanju propust, već je namerno ostavljeno da se posle rata odredi karakter pomoći i precizira ju ostali detalji.<sup>12</sup>

Posle evakuacije, položaj srpske vlade bio je vrlo delikatan: Srbija je kao nezavisna država zadržala samostalan međunarodno-pravni položaj, iako je čitava njena teritorija bila okupirana. Kao državni fiskus, samostalan je vodila državne finansije a budžetski prihodi su sasvim prestali da pristižu.

U takvoj situaciji, na Krfu je 1916. godine sklopljen sporazum između Srbije i njenih saveznika Francuske i Engleske, kojim je utvrđeno sledeće:

1. Francuska i Engleska preuzimaju celokupno izdržavanje srpske vojske iz svog budžeta.

2. Srbija dobija od Engleske i Francuske svakog meseca novčanu pomoć u iznosu od 9.000.000 fran-

cuskih franaka za redovne izdatke Srbije.<sup>13</sup>

3. Srbija dobija od saveznika godišnje 42.225.000 francuskih franaka, za otplatu godišnjih anuiteta predratnih zajmova. Ova sredstva su namenjena otplati pet konvertovanih zajmova: iz 1895, 1902, 1906, 1909 i 1913, ali ne i za dva ranija zajma (2% iz 1881. i 5% iz 1888).<sup>14</sup>

Nejednako tretiranje zajmova učinjeno je prema strukturi poverilaca: Srbija je nastavila da otplaćuje zajmove koje su joj odobrile zemlje saveznice, a za zajmove koje je koristila kod zemalja sa kojima je bila u ratu, proglašen je moratorijum u plaćanju.<sup>15</sup>

Saveznička pomoć je pristizala sve do avgusta 1919. godine. Posle završetka ratnih operacija, bilo je neophodno nekoliko meseci da se normaliziju prilike u oslobođenoj zemlji i da prihodi počnu da pristižu u državnu kasu. Pored toga, prestali su i razlozi za

---

<sup>13</sup> Posle ulaska Sjedinjenih Američkih Država u rat, u sporazum Srbije sa saveznicima je uneta jedna dopuna: mesečna pomoć koju je dobijala Srbija je uvećana za milion dolara na osnovu pomoći od Vlade SAD.

<sup>14</sup> *Godišnji bilans Narodne banke za 1916. godinu.*

<sup>15</sup> Postoji široko rasprostranjena zabluda da je Srbija čak i za vreme rata otplaćivala sve dugove, pa čak i kredite kod ratnih neprijatelja, što nije tačno. Tačno je samo da je Srbija za vreme rata isplaćivala kupone nemačkim građanima koji su posedovali obveznice srpskih državnih zajmova. Isplate su deponovane na neutralne račune do kraja rata, pa ih nije koristila ni Srbija ni Nemačka.

---

<sup>12</sup> Videti: Borko Nikolajević, *Reparacije*, Veselin Masleša, Sarajevo, 1956.

vanredne ratne izdatke, pa je novčana pomoć od saveznika postala nepotrebna. Umesto redovnih primanja, Srbija je zatražila i dobila jednokratnu pomoć od Francuske u iznosu od 50.000 franaka, koja joj je poslužila kao rezerva, dok se stanje državnih finansija potpuno ne normalizuje.

### **3.2. Regulisanje ratnih dugova**

Rešavanje problema srpskih ratnih dugova započeto je nekoliko godina posle završetka ratnih operacija. Stvaranjem Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca, Srbija je izgubila državno-pravni suverenitet, ali je nova država prihvatila sve predratne obaveze Kraljevine Srbije, pa i plaćanje predratnih i ratnih dugova.

Dva su razloga uticala što ovo pitanje nije ranije rešeno: 1) Srbija je dobijala pomoć od više savezničkih država, pod različitim uslovima, pa je bilo potrebno duže vreme za potpuno sređivanje svih podataka u vezi dobijenih sredstava, i 2) glavni uzrok za oklevanje u rešavanju srpskih ratnih dugova krio se u različitim pristupima u vezi karaktera ratne pomoći.

Među saveznicima su postojale dve krupne dileme:

1. Da li je materijalna pomoć, koju su savezničke države pružale jedna drugoj, data besplatno i bespovratno, pa se može smatrati kao "njihov udeo u zajedničkom ratu", ili je u pitanju dug koji se mora vratiti?

2. Da li postoji, i kakva je veza, između materijalne pomoći koju su

savezničke države davale jedna drugoj, i ratnih reparacija koje su primale od zemalja centralne osovine, a posebno Nemačke?

Za vreme svetskog rata, savezničke države su se pomagale na različite načine. Na početku rata, Francuska i Engleska su davale novčanu pomoć i pomoć u ratnom materijalu Belgiji, Rusiji i Srbiji. Kasnije je engleska pomoć stizala i u Francusku i Italiju, a od 1917. godine, SAD su pomagale svim drugim zemljama u ratnom savezu.

Saveznička pomoć je bila velika, i prema nekim procenama iznosila je oko 100 milijardi zlatnih franaka. Pravna priroda pomoći nije bila razjašnjena. Prema jednom shvatanju, svaka saveznička država je imala obavezu da u ratni savez unese sve svoje vojne, materijalne, finansijske i ljudske rezerve kojima raspolaže, kako bi se upotrebili na najbolji način i tamo gde je najpotrebnije. Ovakvo mišljenje se zasnivalo na razgovorima koji su vođeni među predstavnicima Engleske, Francuske i Rusije u februaru i aprilu 1915. godine, kada je zaključeno da ratna zajednica ne priznaje princip ograničenih udela odnosno odgovornosti.

Iz navedenog pristupa, novčana i materijalna pomoć među državama ratnog saveza, ne može da se smatra kao zajam koji se vraća davaocu, i stoga se predlaže brisanje uzajamne pomoći koju su saveznice jedna drugoj upućivale.

Tvorci ovakvog predloga bili su Francuska i Velika Britanija, a



prihvaćen je u svim zemljama savezničkog bloka, izuzev SAD. U početku je i američka javnost prihvatila stanovište o nužnosti brisanja savezničkih dugova, ali je potpuni zaokret nastao 1922. godine. Već naredne godine je započeto regulisanje potraživanja obaveza koje su savezničke države imale.

Sporazum o vraćanju ratnih dugova je potpisan sa Velikom Britanijom 1923. godine, pa zatim sa Belgijom, Italijom i Rumunijom (1925), Francuskom i Jugoslavijom (1926) i Grčkom (1928).

Prilikom regulisanja dužničko-poverilačkih odnosa Engleske i Francuske sa SAD, u ugovor je uključena klauzula da će ove dve države otplaćivati američki dug samo ako budu dobile dovoljno reparacija od Nemačke, uz obavezu da na istovetan način regulišu i uslove sopstvenih potraživanja od drugih ratnih saveznika.

Posle regulisanja savezničkih dugova prema SAD, pristupilo se regulisanju dugova prema Francuskoj i Velikoj Britaniji, pošto su i one napustile prvobitni stav o bespovratnoj pomoći koju su pružale savezničkim vladama. Srbija je, kao i ostale zemlje, bila prinuđena da vrati ratnu pomoć, kako bi ponovo imala pravo da se pojavi sa kreditnim zahtevima.

### 3.3. Uslovi otplate dugova

Srbija je najpre, kao i ostale zemlje, regulisala pitanje ratnih dugova

prema SAD, na osnovu ugovora koji je potpisan u Vašingtonu 3. maja 1926. godine. Prema uslovima ugovora, srpski dug je iznosio 62.850.000 dolara, od čega je osnovni dug iznosio 51.105.396,59 dolara (26.126.574,50 dolara u gotovu i 24.978.822,09 dolara u materijalu), a ostatak od 11.944.604,41 dolar predstavlja kamatu, obračunatu od dobijanja kredita do zaključivanja ugovora. Rok otplate je utvrđen na 62 godine, a obračun je izvršen po progresivnoj skali sa anuitetom od 200.000 dolara u prvoj i 2.400.000 dolara u poslednjoj godini.

Otplata duga prema Velikoj Britaniji je regulisana ugovorom od 9. avgusta 1927. godine. Ukupan iznos duga utvrđen je na 25.591.428 funti sterlinga. Rok za otplatu duga je utvrđen na 62 godine, a otplata u polugodišnjim anuitetima. U prvih 15 godina anuiteti su umanjeni, zbog "reljifnog" duga prema V. Britaniji.<sup>16</sup>

Ugovorom je utvrđeno, da će plaćanje biti reducirano kada britanska primanja od nemačkih reparacija i naplate savezničkih dugova, nadmaše plaćanje američkog duga.

Pregovori o vraćanju ratne pomoći koju je Srbiji uputila Francuska, započeli su 1928. a završeni su tek početkom 1930. godine.

Krajem maja 1928. godine, Francuska je dostavila obračun srpskih ratnih dugova na iznos od

---

<sup>16</sup> Milan Todorović: *Državni dugovi Srbije iz perioda Prvog svetskog rata*, str. 42.

1.734.000.000 francuskih franaka, uz zahtev da se plaćanje izvrši u zlatu. Srpska strana je osporila i navedeni iznos, ali u prvom redu primedba se odnosila na način plaćanja. Prema srpskom stavu, dugovi se otplaćuju u tekucem novcu, onako kako su i primani. Spor je poprimio ozbiljne razmere i bila je neophodna arbitražna Stalnog suda međunarodne pravde u Hagu.<sup>17</sup>

Otplata duga prema Francuskoj regulisana je ugovorom od 20. januara 1930. godine. Ukupan dug je utvrđen na 1.024.812.476 francuskih franaka a rok amortizacije 37 godina, sa nejednakim anuitetima.

Kao i kod regulisanja duga prema Velikoj Britaniji, u ugovor je uneta klauzula da će otplata biti reducirana, u

---

<sup>17</sup> U pogledu ishoda ovog sudskog spora, postoje sasvim oprečni stavovi. Prema jednom, spor je rešen onako kako je Srbija predlagala, pa je isplata izvršena u papirnim novčanicama, posle donošenja presude (videti: Milan Todorović, *Državni dugovi Srbije iz perioda Prvog svetskog rata*). Prema drugom shvatanju, presuda je bila u korist Francuske, što je uvećalo obaveze prema Francuskoj jer je papirni franak značajno devalvirao posle Prvog svetskog rata (videti: Dragana Gnjatović, *Poverljivi jugoslovensko-nemački finansijski protokoli 1939/1940*, Ekonomska misao, 3-4/1993).

Spor sa Francuskom u vezi načina plaćanja ratnih dugova, više ima principijelni nego finansijski značaj, pošto je otplata navedenih anuiteta prestala već krajem 1931. godine. Preko ovog nesporazuma se najbolje uočava odnos saveznika prema Srbiji (Jugoslaviji), bez obzira na to što su bili na istoj strani u borbi protiv zajedničkog neprijatelja.

slučaju da Francuska dobije olakšice u plaćanju dugova prema Velikoj Britaniji i SAD.<sup>18</sup>

Uz sve što je navedeno o šteti i reparacijama iz Prvog svetskog rata, za potpunije poimanje položaja Jugoslavije između dva svetska rata, neophodno je imati u vidu i regulisanje predratnih srpskih dugova prema Nemačkoj. Naime, za vreme Prvog svetskog rata, savezničke države su obustavile plaćanje zajmova emitovanih u Nemačkoj pre početka rata. Rešenje ovog problema bilo je u direktnoj vezi sa ishodom rata, pa je i Kraljevina Srbija 1915. godine obustavila otplatu dugova prema Nemačkoj na osnovu *Zakona o postupanju sa imovinom neprijateljskih podanika*. Iako je Srbija prestala da otplaćuje zajmove neprijateljskim zemljama, sve do evakuacije je izdvajala iz državnih prihoda sume rezervisane za ovu namenu, a dospele obaveze po ovim zajmovima knjižila na "crnim listama"<sup>19</sup>.

Krajem tridesetih godina, Jugoslavija je bila prinuđena da potpiše

---

<sup>18</sup> Prilikom regulisanja dugova prema Velikoj Britaniji, utvrđeni su i uslovi za otplatu "reljifnih" dugova. Reljifni dugovi su nastali u međusobnim savezničkim odnosima, upućivanjem pomoći u naturi (medicinska pomoć, hrana, odeća...). Reljifni dug prema Velikoj Britaniji je iznosio oko dva miliona funti sterlinga, i predviđeno je da se otplate u roku od 15 godina. Ostali ovakvi dugovi, s obzirom da su u pitanju mali iznosi, otplaćeni su u celosti 1927. godine.

<sup>19</sup> "Crne liste" su predstavljale popis osoba ili preduzeća po imenu ili vrstama njihove aktivnosti, a služile su kao podloga za njihovu diskriminaciju.

šest poverljivih finansijskih protokola kojima su regulisani svi zajmovi koji su se u međuratnim godinama nalazili na crnim listama. Protokoli su potpisani u razdoblju od 29. novembra 1939. do 29. oktobra 1940. godine. Ovim protokolima je bilo predviđeno da Jugoslavija isplati sve obaveze po zajmovima sa crnih lista, zaključno sa aprilom 1942. godine. Isplata je trebalo da se vrši zaduživanjem Nemačke na klirinškom računu koji je vođen kod Narodne banke.

Jugoslovenska vlada je preuzela obavezu da prenese preko 250 miliona dinara na klirinški račun u korist Nemačke. Do izbijanja aprilskog rata, Jugoslavija je isplatila Nemačkoj 112,5 miliona dinara a ostatak duga utvrđen poverljivim protokolima Nemačka je, posle okupacije Jugoslavije, svrstala u neisplaćene spoljne dugove Jugoslavije.<sup>20</sup>

#### **4. RATNA ŠTETA I REPARACIJE U DRUGOM SVETSKOM RATU**

Pred kraj Drugog svetskog rata, kada je već bilo jasno ko će biti pobednik u ratu sa najvećim ljudskim žrtvama i najstrašnijim razaranjima u istoriji čovečanstva, pokrenuto je pitanje nemačkih reparacija. Na Krimskoj konferenciji (4-11. februar 1944), pred-

stavnici savezničkih država: SAD, Velike Britanije i Sovjetskog Saveza su osnovali Reparacionu komisiju sa sedištem u Moskvi, sa zadatkom da prouči mogućnosti naplate reparacija. Tom prilikom je usvojen "Protokol o razgovorima triju Vlada na Krimskoj konferenciji o pitanju reparacija od Nemačke u naturi".

U Protokolu su precizirani osnovni principi za obračun i naplatu reparacija:

*"1. Nemačka mora naknaditi u naturi gubitke koje je nanela savezničkim nacijama u toku rata. Reparacije imaju da prime u prvom redu one države koje su nosile glavni teret rata, pretrpele najteže gubitke i organizovale pobedu nad neprijateljem.*

*2. Reparacije u naturi imaju se naplatiti od Nemačke na sledeća tri načina:*

*A) U roku od dve godine od kapitulacije Nemačke ili prestanka organizovanog otpora, oduzimanjem od nacionalnog bogatstva Nemačke sa same njene teritorije i van nje (uređaji, mašine, alatlike, brodovi, vozni park, nemačke investicije u inostranstvu, akcije industrijskih, transportnih i drugih preduzeća u Nemačkoj itd.) Ta se uzimanja imaju uglavnom izvršiti u cilju uništenja ratnog potencijala Nemačke.*

*B) Godišnjim isporukama robe iz tekuće proizvodnje za vreme koje se ima odrediti.*

*C) Upotrebom nemačke radne snage.*

---

<sup>20</sup> Neisplaćeni dugovi su postali predmet predmet pregovora između "država sticateljki" koje su nastale rasparčavanjem Jugoslavije - videti: Dragana Gnjatović, *Poverljivi jugoslovensko-nemački finansijski protokoli 1939/1940.*

3. U cilju izrade, prema gornjim načelima, detaljnog plana o uzimanju reparacija od Nemačke obrazovaće se saveznička reparaciona komisija u Moskvi. Ona će se sastojati od tri predstavnika - jednog za Savez Sovjetskih Socijalističkih Republika, jednog za Ujedinjenu Kraljevinu i jednog za Sjedinjene Američke Države.

4. U pogledu određivanja ukupnog iznosa reparacija kao i njihove raspodele među zemljama koje su stradale od nemačke agresije, sovjetska i američka delegacija složile su se u sledećem:

Moskovska reparaciona komisija u svojim početnim proučavanjima treba da uzme za osnovu diskusije predlog Sovjetske vlade da ukupan iznos reparacija u skladu sa stavovima A i B tačke 2 treba da bude 20 milijardi dolara, i da 50% tog iznosa treba da pripadne Savezu Sovjetskih Socijalističkih Republika".

Britanska delegacija je bila uzdržana u pogledu određivanja bilo kakvog iznosa reparacija, sve dok Moskovska reparaciona komisija prethodno ne razreši sva pitanja koja se odnose na ovaj problem

Pregovori o reparacijama su nastavljeni posle završetka rata u Potsdamu (jul-avgust 1945). Potsdamskim sporazumom pitanje reparacija je rešeno na sledeći način:

"U saglasnosti sa Krimskom odlukom da Nemačka ima biti primorana do najveće moguće mere na nadoknadu za štetu i stradanja koja je

prouzrokovala Ujedinjenim nacijama i za koje nemački narod ne može izbeći odgovornost, postignut je sledeći Sporazum o reparacijama:

1. Reparacioni zahtevi SSSR imaju biti zadovoljeni odnošenjem iz zone Nemačke koja je okupirana od strane SSSR i iz odgovarajuće nemačke imovine u inostranstvu.

2. SSSR uzima na sebe da iz svog dela reparacija zadovolji reparacione zahteve Poljske.

3. Reparacioni zahtevi Sjedinjenih Država, Ujedinjene Kraljevine i ostalih zemalja koje imaju pravo na reparacije imaju biti zadovoljeni iz zapadnih zona Nemačke i odgovarajuće nemačke imovine u inostranstvu.

4. Pored reparacija koje će uzeti iz svoje okupacione zone SSSR će dobiti još iz zapadnih zona:

a) 15% onih upotrebljivih i kompletnih osnovnih industrijskih postrojenja, u prvom redu od metalurgijskih, hemijskih industrija i industrija mašina, koje nisu potrebne za nemačku mirnodopsku privredu, a koje imaju biti izuzete iz zapadnih zona Nemačke, u zamenu za odgovarajuću vrednost u hrani, uglju, potaši, cinku, građevinskom drvetu, grnčarskim proizvodima, petrolejskim proizvodima i onim drugim artiklima o kojima bi se postigao sporazum.

b) 10% onih osnovnih industrijskih postrojenja koja nisu potrebna za nemačku mirnodopsku privredu ima se izuzeti iz zapadnih zona i predati Sovjetskoj vladi na račun reparacija bez naplate ili bilo kakve naknade za to.

Izuzimanje postrojenja predviđenih pod a) i b) ima se izvršiti istovremeno.

5. Količina postrojenja koja će se izuzeti iz zapadnih zona na razun reparacija mora biti utvrđena najkasnije u roku od šest meseci od sada.

6. Odnosenje osnovnih industrijskih postrojenja ima početi što je moguće pre i ima se završiti u roku od dve godine po utvrđivanju navedenom u tački 5). Isporuka proizvoda obuhvaćenih tačkom 4) a) ima početi što je moguće pre i biti izvršena od strane SSSR u sporazumno utvrđenim količinama u roku od pet godina od tog dana. Utvrđivanje količine i vrste osnovnih industrijskih postrojenja nepotrebnih za nemačku mirnodopsku privredu i, prema tome, raspoloživih za reparacije ima biti izvršeno od Kontrolnog saveta prema zaključcima Reparacione komisije uz učešće Francuske i uz konačno odobrenje komandanta zone iz koje se postrojenja imaju izuzeti.

7. Pre utvrđivanja ukupne količine postrojenja koja se imaju izuzeti izvršiće se prethodne isporuke onih postrojenja koja budu određena kao podesna za isporuku shodno postupku predviđenom u poslednjoj rečenici tačke 6).

8. Sovjetska vlada se odriče svih zahteva na ime reparacija u akcijama nemačkih preduzeća koja se nalaze u zapadnim okupacionim zonama Nemačke, kao i u pogledu nemačke imovine u inostranstvu u svim zemljama izuzev one koje su pomenute u narednoj tački 9).

9. Vlade Ujedinje Kraljevine i Sjedinjenih Američkih Država odriču se svojih zahteva na ime reparacija u akcijama nemačkih preduzeća koja se nalaze u istočnoj okupiranoj zoni Nemačke, kao i u pogledu nemačke imovine u Bugarskoj, Finskoj, Mađarskoj, Rumuniji i istočnoj Austriji.

10. Sovjetska vlada ne postavlja nikakav zahtev za zlato zaplenjeno od strane savezničkih trupa u Nemačkoj".

Na osnovu odluka iz Potsdama, zakazana je konferencija u Parizu radi izrade programa i sprovođenja reparacija zemalja koje su stekle pravo na naplatu iz Zapadne Nemačke. Konferencija je održana od 9. novembra do 21. decembra 1945. godine a učestvovalo je 18 zemalja koje su imale pravo na nemačke reparacije: SAD, Velika Britanija, Francuska, Holandija, Belgija, Luksemburg, Čehoslovačka, Jugoslavija, Grčka, Austrija, Danska, Norveška, Indija, Kanada, Novi Zeland, Južnoafrička Unija i Egipat.

Sve učesnice Konferencije su podnele izveštaj o ljudskim žrtvama i materijalnim razaranjima, na osnovu čega je napravljen pregled štete koju je Nemačka napravila (ne računajući razaranja u Sovjetskom Savezu i Poljskoj). Ukupan broj mrtvih je iznosio 5 miliona, od čega je 4,1 milion na evropskom tlu. Direktna šteta, nastala razornim akcijama, uništavanjem i pljačkanjem od strane neprijateljskih država, je iznosila 53,4 milijarde dolara.

Pariska konferencija je imala dva zadatka. Najpre, bilo je potrebno da se

---

## FINANSIJE

### Materijalna šteta u Drugom svetskom ratu

Zemlja	u dolarima iz 1938.
Jugoslavija	9,145 milijardi
Francuska	21.143 milijarde
Velika Britanija	6.383 milijardi
Holandija	4.472 milijardi
Čehoslovačka	4.202 milijardi
Grčka	2.545 milijardi
Belgija	2.273 milijarde
SAD	1.267 milijardi
Norveška	1.260 milijardi
Ostalih osam zemalja (Albanija, Luksemburg, Kanada, Danska, Indija, Egipat, N. Zeland, Australija i J. Afrika)	0,679 milijardi
Ukupno	53,4 milijarde

Izvor: I. M. Feingar, *Вопрос о репарациях после Второй мировой войны*, Москва, 1947, стр. 14.

Za reparacione zahteve, pored materijalnih troškova neophodno je imati u vidu i ukupne troškove okupacije. U pitanju je šteta koja je nastala eksploatacijom osvojenih teritorija, održavanjem neprijateljske vojske i bogaćenjem okupatora.

### Troškovi okupacije

Zemlja	u milijardama dolara iz 1938.
Jugoslavija	47
Francuska	10.847
Čehoslovačka	4.046
Holandija	3.500
Belgija	3.157
Norveška	1.530
Danska	899
Grčka i Luksemburg	1.151

Izvor: Borko Nikolajević, *Reparacije*, str. 187.

utvrdi udeo svake oštećene zemlje u reparacijama a zatim da se odrede pravila za realizaciju naplate. Kao i posle Prvog svetskog rata, ispoljena su velika neslaganja o svim ključnim aspektima reparacija, osim u generalnom pristupu da Nemačka mora da plati pravičnu ratnu štetu.<sup>21</sup>

SAD i Velika Britanija su insistirale da se ne određuje iznos reparacija već procentualno učešće oštećenih zemalja u sumi koju će se raspodeliti. Iako su sve druge zemlje bile protiv ovakvog pristupa, prinuđene su da prihvate nametnuti koncept. Tako je posle šest sedmica usvojen predlog o procentualnom učešću 18 zemalja koje su imale pravo na nemačke reparacije.<sup>22</sup>

Pošto su rezultati Pariske konferencije presudno uticali na rešavanje reparacionih zahteva, a imajući u vidu različita tumačenja koja se kod nas, posebno u poslednje vreme, javljaju, neophodno je imati u vidu izvorni tekst dokumenta kojim je ovo pitanje rešeno:

---

<sup>21</sup> U pitanju su reparacije koje se ne odnose na SSSR i Poljsku. Prema ranijim sporazumima postignutim na Krimu i u Potsdamu, polovina svih reparacija pripadala je ovim dvema državama a sve ostale oštećene zemlje imale su pravo na podelu druge polovine reparacionog iznosa. U Parizu se odlučivalo o reparacijama koje će podeliti SAD, V. Britanija i "ostali saveznici".

<sup>22</sup> Za raspodelu reparacija posle Prvog svetskog rata bilo je potrebno oko godinu i po dana.

## Član 2

### Uređenje potraživanja prema Nemačkoj

*A. Države potpisnice međusobno su sporazumne da će svaka od njih smatrati svoje udele u reparacijama onako kako su određeni ovim sporazumom, kao da pokrivaju sva njihova potraživanja i potraživanja njihovih državljana prema Nemačkoj vladi i nemačkim zvaničnim ustanovama, potraživanja koja nisu izričito predmet posebnih odredaba javnopravnih privatnopravnih potraživanja proizašlih iz rata, računajući tu troškove nemačke okupacije, imovinu na računu kliringa iz vremena okupacije i potraživanja prema Rajhskreditkasama.*

*B. Odredbe gornjeg stava A neće uticati na:*

*1) određivanje, kad za to dođe vreme, oblika, trajanja, i ukupnog iznosa reparacija koje se imaju ostvariti od Nemačke;*

*2) pravo koje može imati svaka od država potpisnica u pogledu krajnjeg uređenja reparacija od Nemačke;*

*3) sve političke, teritorijalne ili druge zahteve koje bi mogla postaviti jedna od država potpisnica u vezi sa zaključenjem mira sa Nemačkom.*

*C. Bez obzira na gornje odredbe iz stava A ovaj sporazum se smatra kao da ne dira u:*

*1) obavezu nemačkih nadležnih vlasti da kasnije obezbede plaćanje dugova Nemačke i njenih državl-*

jana, iz ugovora i ostalih obaveza koji su bili u važnosti, kao i stečenih prava, pre nastajanja ratnog stanja između Nemačke i zainteresovane države ili pre okupacije zainteresovane zemlje od strane Nemačke, prema tome da li je jedan ili drugi događaj nastupio ranije.

2) potraživanja ustanove socijalnog osiguranja bivše nemačke vlade;

3) banknote Rajhsbanke i Rentenbanke, podrazumevajući tu da njihova isplata ne može da ima za posledicu nepravedno umanjenje reparacione mase, kao i da će uslediti na osnovu saglasnosti Kontrolnog saveta za Nemačku.

*D. Bez obzira na odredbe stava A ovog člana, države potpisnice su sporazumne, ukoliko se njih tiče, da je Čehoslovačka vlada ovlašćena da vuče na žiro-račun kod Narodne banke Čehoslovačke na Rajhsbanku, u slučaju da takva mera bude donešena od strane Čehoslovačke vlade i odobrena od strane Kontrolnog saveta za Nemačku, u vezi sa preseljenjem iz Čehoslovačke u Nemačku nekadašnjih čehoslovačkih državljana.*

Odredbe o raspodeli nemačkih reparacija stupile su na snagu već 14. januara 1946. godine.

U odnosu na pristup posle Prvog svetskog rata, učinjena je radikalna promena: usvojeno je rešenje da se reparacije isplaćuju u naturi i to, uglavnom, u industrijskoj opremi. Na ovaj način, smatralo se, da će Nemačka biti ekonomski onesposobljena za

vođenje bilo kakvog rata u skorijoj budućnosti. Prema tome, potpuno je promenjen smisao reparacija posle Drugog svetskog rata. Umesto da se reparacijama izvrši pravična nadoknada za pretrpljene štete u ratnim razaranja, vodeće savezničke zemlje su, prvenstveno, bile zainteresovane da se zaštite od eventualne nemačke agresije u budućnosti.

Pariskom konferencijom je odlučeno da sve zainteresovane zemlje prihvataju način rešavanja potraživanja od Nemačke i kvote za raspodelu, iako ukupan iznos reparacija nije bio određen! Praktično, to je značilo da se oštećene zemlje odriču svih drugih potraživanja po navedenim osnovama.

Istovremeno, u stavu "C" je naglašeno da plaćanje reparacija ne oslobađa Nemačku plaćanja predratnih dugova, čime su velike sile zaštitile svoje ekonomske ciljeve, ne vodeći previše računa o interesima malih saveznika.

Pored ovih odrednica Završnog dokumenta Pariske konferencije, neophodno je istaći i sledeće:

1. završnim dokumentom nije utvrđen iznos, ali ni trajanje i oblik nemačkih reparacija;

2. svaka država je formalno zadržala pravo na definitivno rešavanje reparacionog problema;

3. konačno rešavanje reparacionog pitanja za svaku zemlju bilo bi realizovano pri zaključivanju mirovnog ugovora sa Nemačkom;

4. prilikom rešavanja reparacija iz Drugog svetskog rata, napravljen je



## FINANSIJE

nesvakidašnji presedan - pristupilo se raspodeli reparacija iako mirovni ugovor sa Nemačkom nije bio potpisan, što je kasnije ovoj zemlji pružilo formalno-pravni izgovor da izbegne obaveze u pogledu nadoknade štete koju je pričinila za vreme rata.

Bez obzira na načelnu saglasnost o reparacijama, među savezničkim zemljama su postojale velike razlike i u pogledu načina naplate i visine ukupne štete. Pored toga, velike sile (SAD, Velika Britanija i Francuska) imale su i

drugačije političke interese od ostalih zemalja. Za ove tri savezničke zemlje značajnije je bilo da se očuva Nemačka radi zaštite od komunističkog uticaja iz Sovjetskog Saveza, nego da se naplati pravičan iznos reparacija.<sup>23</sup>

Posle teških pregovora koji su trajali nekoliko godina, najzad je postignuta saglasnost o načinu podele reparacija. Svi izvori reparacija su podeljeni u dve kategorije: u kategoriji "A" su bili nemački plasmani u inostranstvu, tekuća proizvodnja, zaplen-

### Raspodela nemačkih reparacija iz Drugog svetskog rata

u procentima

Zemlja	Kategorija "A"	Kategorija "B"
Albanija	0,05	0,35
SAD	28,00	11,80
Australija	0,70	0,95
Belgija	2,70	4,50
Kanada	3,50	1,50
Danska	0,25	0,35
Egipat	0,05	0,20
Francuska	16,00	22,80
Velika Britanija	28,00	27,80
Grčka	2,70	4,35
Indija	2,00	2,90
Luksemburg	0,15	0,40
Norveška	1,30	1,90
Novi Zeland	0,40	0,60
Holandija	3,90	5,60
Čehoslovačka	3,00	4,30
Južnoafrička Unija	0,70	0,10
Jugoslavija	6,60	9,60

Izvor: Rueff Jacques, *Les nouvelles reparations allemandes. - Nouveaux aspects du probleme allemand*, Paris, 1947. str. 87.

<sup>23</sup> Podatak da je Nemačka dobila 11% sredstava a SSSR ni jedan dolar iz Maršalovog plana za obnovu ratom razorenih evropskih privreda, najbolje ilustruje pravi interes SAD, koje su iz

jeni materijal i monetarno i nemonetarno zlato. U kategoriji "B" su bili industrijski uređaji i druga oprema, rečni i pomorski brodovi.

Ukupna vrednost za isplatu reparacija koju je trebalo da podele navedene saveznice, je utvrđena u iznosu od 520.376.787 dolara (!?)<sup>24</sup>, a umesto fiksnih iznosa, kako je već istaknuto, određene su pojedinačne kvote.<sup>25</sup> Jugoslaviji je pripala kvota 6,6 za kategoriju "A" i 9,6 za kategoriju "B". No, i taj minorni iznos nije isplaćen jer su vodeće savezničke zemlje procenile "da Nemačka nije u finansijskom stanju da plaća za svoje zločine".

Pošto je odlučeno da Nemačka plaća reparacije u naturi, pristupilo se proceni vrednosti industrijskih preduzeća, trgovačkih brodova, monetarnog i nemonetranog zlata, imovine u inostranstvu i drugih vrednosti koje su mogle da se upotrebe za plaćanje reparacija. Prema zamisli vodećih savezničkih zemalja, Nemačku privredu je trebalo vratiti na 50-55% kapaciteta iz 1938. godine.

Na osnovu procena iz 1946. godine, za ovakav oblik reparacija moglo je da se upotrebi oko 2.000 fabrika čija je vrednost iznosila oko tri milijarde maraka (iz 1938). Ako se ima u vidu da je reparacioni zahtev 18 zemalja (bez SSSR-a i Poljske) iznosio

---

<sup>24</sup> Čak ni ovaj, neshvatljivo nizak iznos u poređenju sa visinom stvarne štete, nije isplaćen u celosti. Iz kategorije "B" primljena je oprema u vrednosti od 187.590.154 dolara a iz kategorije "A" 321.467.296 dolara, odnosno ukupno 509.057.451 dolar (po kursu iz 1938).

1.304 milijardi maraka/1938, može se zaključiti kakve su bile stvarne mogućnosti za dobijanje pravedne naknade za pretrpljenu ratnu štetu.

Slična situacija je bila i kod reparacija iz kategorije "A". Ukupna vrednost nemačke imovine u zemljama koje su ušestvovala u ratu je iznosila oko 325 miliona dolara/1938, n; nemačka imovina u neutralnim zemljama je iznosila oko 48 miliona dolara/1938; protivdavanja SSSR-a su iznosila oko 1,5 miliona dolara/1938 a zaplenjena neprijateljska imovina je bila oko 26,5 miliona dolara/1938. Iz ovih podataka, kao i kod reparacija iz kategorije "B", može se zaključiti da su oštećene zemlje mogle da računaju samo na delimičnu nadoknadu stvarnih razaranja koja su pretrpele.

Naravno, velike savezničke zemlje, SAD, Francuska i Velika Britanija, su pronašle način da ostvare svoje interese na drugi način, pa stoga nisu ni bile previše zainteresovane za reparacije koje su bile predmet opšte raspodele.<sup>26</sup>

U Londonu je 1953. godine ponovo razmatrana mogućnost naplate pravičnih reparacija od Nemačke, ali je

---

<sup>25</sup> Predviđeni iznos reparacija od 520 miliona dolara je predstavljao 0,16% stvarne štete koja je procenjena na 326 milijardi dolara.

<sup>26</sup> Velike sile su sprovodile princip jednostranih reparacija, demontiranjem industrijskih preduzeća i odnošenjem različitih materijala, mimo redovnih reparacija. Američki stručnjaci su do kraja 1946. godine prikupili oko 200.000 nemačkih patenata i odneli ih u SAD.

## FINANSIJE

### Pregled primljenih reparacija posle Drugog svetskog rata

Zemlja	Priznato pravo iz kategorije "A"	Pripadajuća suma iz kategorije "A"	Procenat primljenih iznosa iz kat. "A"	Primljeni iznosi iz kategorije "A"	Primljeni iznos iz kategorije "B"	Ukupno primljene reparacije
Albanija	0,05	160.734	0,01	26.590	1.050.694	1.077.284
SAD	28,00	90.010.843	24,38 10,48	78.385.4893 3.691.451	12.312.348	103.010.285
Australija	0,70	2.250.271	0,46	1.484.105	2.467.411	3.951.516
Belgija	2,70	8.679.617	2,66	8.543.082	7.869.470	16.412.552
Kanada	3,50	11.251.355	1,16	3.719.852	963.456	4.676.308
Danska	0,25	803.668	6,72	21.608.676	1.242.888	22.851.564
Egipat	0,05	160.734	0,81	2.602.753	352.268	3.155.021
Francuska	16,00	51.434.767	13,38	43.024.724	41.957.572	84.982.296
V. Britanija	28,00	90.010.843	17,17	55.192.141	50.471.648	105.563.789
Grčka	2,70	8.679.617	0,92	2.954.120	10.633.388	13.587.508
Indija	1,65	5.304.210	1,34	4.322.203	5.361.822	9.684.025
Luksemb.	0,15	482.201	0,19	615.216	577.572	1.192.788
Norveška	1,30	4.179.075	2,42	7.767.445	5.815.677	13.583.122
N. Zeland	0,40	1.285.869	0,12	393.781	909.116	1.312.897
Pakistan	0,35	1.125.136	0,06	187.403	1.191.273	1.378.676
Holandija	3,90	12.537.225	9,96	32.029.656	8.198.236	40.227.892
Čehoslov.	3,00	9.664.019	1,98	6.356.154	8.141.510	14.497.664
Južna Afrika	0,70	2.250.271	2,39 0,93	7.680.995 2.980.596	-	10.661.591
Jugoslavija	6,60	21.216.841	2,46	7.891.864	28.043.810	35.935.674
<b>Ukupno</b>	<b>100,00</b>	<b>321.467.296</b>	<b>100,00</b>	<b>321.467.296</b>	<b>187.590.154</b>	<b>509.057.450</b>

*Izvor: Rueff Jacques, Les nouvelles reparations allemandes, – Nouveaux aspects du probleme allemand, Paris, 1947. str. 124.*

ishod bio isti kao i ranijim sličnim pri-likama. Tako je pitanja nemačkih reparacija ostavljeno za neko buduće vreme, uz uslov da se prethodno potpiše mirovni ugovor.

Mirovni ugovor sa Nemačkom nije potpisan a formalni izgovor je pronađen u činjenici da je ova zemlja bila podeljena na dve države. Stoga se, s pravom, očekivalo da će sa ujedinjenjem Istočne i Zapadne Nemačke pitanje reparacija biti ponovo pokrenuto. Međutim, kada je krajem 1989. srušen berlinski zid i Nemačka ponovo postala jedna država, reparacije su, slučajno ili namerno, zaboravljene.<sup>27</sup>

#### 4.1. Ratna šteta i reparacije na teritoriji Jugoslavije

Posle završetka Drugog svetskog rata, formirana je *Državna reparaciona komisija Vlade FNRJ za utvrđivanje ratne štete*. U izveštaju: *Ljudske i materijalne žrtve Jugoslavije u ratnom naporu 1941-1945*, evidentirani su svi oblici materijalnih i drugih razaranja, kao i ljudski gubici. Poseban značaj imaju sledeći elementi u proceni ukupne štete:

– Jugoslavija je imala 1.706.000

žrtava, od toga 304.540 vojnih i 1.401.460 građanskih lica;

- za rad je onesposobljeno 425.000 lica, od čega 220.000 lica čija je sposobnost za dalje privređivanje smanjena za 25%, 135.000 lica čija je sposobnost smanjena za 50% i 70.000 lica čija je radna sposobnost smanjena 100%;
- u aprilskom ratu je zarobljeno 268.397 pripadnika jugoslovenske vojske - u logorima Nemačke i Austrije nalazilo se 2.653 oficira i 234.721 podoficira i vojnika;
- u toku rata internirano je 320.000 građana, čije je zarobljeništvo prosečno trajalo tri godine;
- od 2.436.534 kuće u Jugoslaviji, srušeno je ili teže oštećeno 504.160 (20,7%);
- uništeno je 289.000 seoskih domaćinstava;
- uništeno je 72.720 hektara pod voćem (24%) i 84.740 hektara vinograda (38%);
- uništeno je 295.000 hektara pod šumom a 175.000 hektara pretvoreno u kamenjar;
- uništeno je 1.150 a oštećeno 1.316 strugara;
- uništeno je 56% kapaciteta u stočarstvu, živinarstvu i pčelarstvu;
- uništeno je ili deportovano u Nemačku 36,5% industrijskih postrojenja;
- uništen je 51% rudnika i rudničkih postrojenja;

---

<sup>27</sup> Uporedo sa zahtevima za plaćanje reparacija, saveznici su optužili Nemačku i za zločine protiv čovečnosti. Po tom osnovu, na osnovu Saveznog zakona o obeštećenju (BEG), Nemačka je do 31. oktobra 1986. godine, isplatila oko 7 milijardi maraka u korist žrtava nacističkih progona, a na osnovu kasnijih izmena zakona, još 30,4 milijarde maraka. Pored toga, Jevrejima je isplaćeno oko 52 miliona maraka zbog prisile na prinudni rad i još oko 10 miliona maraka poljskim i drugim radnicima po istom osnovu.

- opljačkano je i uništeno nacionalno bogatstvo (muzeji, biblioteke, arhivi, univeziteti...);
- Srpskoj pravoslavnoj crkvi je pričinjena šteta od 3.310.637.509 dinara (oko 66 miliona dolara)...<sup>28</sup>

Na osnovu navedenih i drugih oblika razaranja, prema procenama Reparacione komisije, u Drugom svetskom ratu na teritoriji Jugoslavije je pričinjena ratna šteta u iznosu od 46,9 milijardi dolara, po kursu dolara iz 1938. godine.<sup>29</sup>

Struktura štete po zemljama poćionicima izgleda ovako:

- 35.850.000.000 dolara šteta koju je pričinila Nemačka;
- 9.850.000.000 dolara šteta koju je pričinila Italija;
- 650.000.000 dolara šteta koju je pričinila Bugarska;
- 542.000.000 dolara šteta koju je pričinila Mađarska.

Direktna materijalna šteta je procenjena na 9.145.000.000 dolara, od čega otpada na:

- Nemačku 7.120.000.000 dolara;
- Italiju 1.449.000.000 dolara;
- Bugarsku i Mađarsku zajedno 575.000.000 dolara.<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> *Ljudske i materijalne žrtve Jugoslavije u ratnom naporu 1941-1945.*

<sup>29</sup> Na Srbiju i srpski narod otpada 75% ukupne ratne štete pričinjene na teritoriji Jugoslavije, na osnovu teritorijalnog principa, broja stanovnika, obima razaranja, vrednosnog pristupa ...

<sup>30</sup> Izveštaj Državne reparacione komisije Vlade FNRJ.

Materijalna šteta na teritoriji Jugoslavije od 9,145 milijardi dolara iznosi 17% štete svih savezničkih država. Jugoslovenska šteta je 1,4 puta veća od štete Velike Britanije; 7,2 puta je veća od štete SAD; dva puta je veća od štete Holandije; četiri puta je veća od štete Belgije; 2,2 puta je veća od štete Čehoslovačke; 3,6 puta je veća od štete Grčke ...

U mirovnim ugovorima iz 1947. godine, predviđeno je da na ime ratne štete Italija plati 125 miliona dolara, Mađarska 50 miliona a Bugarska 25 miliona dolara. Iste godine kada je potpisan mirovni ugovor sa Bugarskom, Jugoslavija se jednostranim aktom odrekla ratnih reparacija na osnovu Ugovora o prijateljstvu. Naplata ratne štete od Italije je precizirana dvostranim ugovorom 1954. a sa mađarskom je odgovaraći ugovor potpisan 1956. godine. Na osnovu ovih dokumenata, Italija i Mađarska su platile zemenarljive iznose na ime reparacija.

Sa Nemačkom, zbog već objašnjenih razloga, nije potpisan mirovni ugovor tako da visina reparacija nije uopšte definitivno utvrđena. Od Nemačke su, na ime ratne štete, dobijena industrijska postrojenja i oprema u vrednost od 35.935.674 dolara, što predstavlja samo jedan promil (!?) štete koju je ova zemlja poćinila na teritoriji Jugoslavije u Drugom svetskom ratu.

Jugoslavija je dobila gotovo tri puta manji iznos reparacija od SAD, iako je imala 7,2 puta veću ratnu štetu; dobila je tri puta manji iznos reparacija

od Velike Britanije, iako je imala 1,4 puta veću ratnu štetu; dobila je manji iznos reparacija od Holandije, iako je imala dva puta veću ratnu štetu...

Početak sedamdesetih godina, jugoslovenska strana je ponovo pokrenula pitanje reparacija i posle pregovora delegacija SFRJ i SRN, tokom 1972. godine je usaglašen Protokol o pomoći u kapitalu a 1974. godine je potpisan Sporazum o odobravanju pomoći u kapitalu. Oba dokumenta predstavljaju delove jedinstvenog aranžmana kojim je SR Nemačka odobrila kredit od (jedne) milijarde maraka, uz kamatnu stopu 2,5%, *grace period* od 8 godina i rokom otplate od 30 godina.<sup>31</sup>

Sastavni deo kreditnog aranžmana sa Nemačkom, predstavljao je dokument pod nazivom Ed memoar (*Aide memoire*), uručen 1973. a ratifikovan naredne godine, kojim se Jugoslavija, praktično, odrekla daljih potraživanja od Nemačke, po osnovu žrtava nacističkog progona: "*Vlada SFRJ u principu prihvata predloge vlade SRN da se iznosom od ukupno milijardu DM kredita, u vidu pomoći u kapitalu (Kapitalhilfe), kompenzira obeštećenje jugoslovenskih žrtava nacističkog progona*".<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Posle dva reprogramiranja, otplate kredita je počela 1988. godine.

<sup>32</sup> Odbor za spoljnu politiku Saveznog veća i savezno veće Savezne skupštine su usvojili Ed memoar prilikom ratifikacije Sporazuma o odobravanju pomoći od 25. decembra 1974. godine.

Preostali deo ratne štete koju je Nemačka počinila u Jugoslaviji tokom Drugog svetskog rata, nije uopšte bio predmet pregovora iako je ova zemlja, prema usvojenim međunarodnim aktima, imala obavezu da plati odštetu "do najveće moguće mere".<sup>33</sup> Tačnije, jugoslovenska strana, nije sve do danas podnela uredan zahtev za naplatu reparacija od Nemačke, što je svakako teško razumeti!<sup>34</sup> Jedino je 5. decembra 1991. godine upućena nota Nemačkoj, kojom je predloženo obnavljanje pregovora o svim preostalim pitanjima jugoslovensko-nemačkih odnosa iz Drugog svetskog rata. Odgovor nije

---

<sup>33</sup> Pored industrijske opreme i postrojenja u vrednosti od 35,9 miliona maraka i kredita iz sedamdesetih godina, koji se teško može smatrati oblikom reparacija bez obzira na povoljne uslove pod kojima je sklopljen, Jugoslovenski građani su dobili još 8 miliona maraka na ime obeštećenja zbog medicinskih eksperimenata *in vivo*.

Uz to, na osnovu Londonskog sporazuma je naplaćeno i 158 miliona dolara po raznim osnovama: na ime naknada za socijalno osiguranje jugoslovenskih radnika u Nemačkoj za vreme rata, likvidiranje salda predratnih klirinških računa, likvidiranje depozita Srpske narodne banke i banke NDH, prebijanje međusobnih potraživanja jugoslovenske i nemačke pošte i železnice, obeštećenje za nerestituisani bakari i privatno-pravna potraživanja jugoslovenskih građana od pre rata - svi ovi iznosi nisu u bilo kakvoj vezi sa ratnim reparacijama.

<sup>34</sup> Osim reparacija, Jugoslavija je od okupatora, a najviše od Nemačke, imala značajna potraživanja po osnovu restitucija. Međutim, brojne istorijske vrednosti i raznovrsni oblici kulturnog bogatstva ostali su ili u Nemačkoj ili u nekim savezničkim zemljama, koje su ignorisale jugoslovenske zahteve za povraćaj nacionalnog blaga.

---

## FINANSIJE

dobijen, pošto Nemačka, verovatno, smatra da je pitanje reparacija definitivno rešeno.

Iako odgovornost za genocid i ratne zločine, po međunarodnom pravu i običajnim pravilima, ne zastareva, teško je verovati da postoje realni

izgledi u pogledu naplate reparacija od Nemačke, zbog zločina koje je počinila na teritoriji Jugoslaviji u Drugom svetskom ratu. Ovakav stav se zasniva na iskustvima stečenim posle Prvog svetskog rata i saznanjima o odnosu velikih sila prema reparacijama posle Drugog svetskog rata.

Miodrag ARSIĆ

## "MEĐUNARODNO DVOSTRUKO OPOREZIVANJE I NJEGOVO IZBEGAVANJE"

Institut G17 i KPMG, Beograd, 2002, str. 205

Za zemlju koja se nalazi na početku dugotrajnog i teškog puta potpunog preobražaja svog ekonomskog sistema, koja mora još mnogo da uči i radi na promeni načina razmišljanja o ekonomiji, kao i na jačanju svojih pozicija na svetskom tržištu, knjiga o problemima međunarodnog dvostrukog oporezivanja predstavlja izuzetno korisno štivo. Pogotovo što nije reč o isključivo teorijskom delu, kakva se kod nas, uglavnom, pišu, već, takoreći, o priručniku koji je napisao dobar poznavalac svetske prakse i aktivni učesnik u sklapanju međunarodnih ugovora vezanih za izbegavanje dvostrukog oporezivanja.

Knjiga se sastoji, uslovno rečeno, iz dve celine: prva je više teorijska, koja čitaoca upoznaje sa osnovnim pojmovima vezanim za međunarodno dvostruko oporezivanje, principima na kojima počivaju savremeni poreski sistemi, ali ukazuje i na dugogodišnje brojne pokušaje međunarodne zajednice da taj problem reši.

Prva celina završava se iscrpnim prikazom vrsta ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, što predstavlja logički uvod u drugi deo knjige koja se bavi ugovorima o izbegavanju dvostrukog oporezivanja koje je do sada sklopila naša zemlja.

Eliminisanje negativnog dejstva međunarodnog dvostrukog oporezivanja na tokove kapitala, robe, usluga i ljudi nalazi se u središtu razmatranja autora u uvodnom delu knjige. To pitanje je od posebnog značaja za zemlje, poput naše, za koje je od presudne važnosti privlačenje stranog kapitala.

Nakon definisanja pojmova i razjašnjavanja izvesnih terminoloških zabuna, autor posebnu pažnju posvećuje principima na kojima savremene države zasnivaju svoju poresku jurisdikciju. Reč je o principu državljanstva, principu izvora i principu rezidentnosti. Razmatrajući prednosti i nedostatke primene ovih principa, istaknuto je da vrlo malo zemalja primenjuje isključivo jedan princip.



Najčešće se kombinuju princip rezidentnosti i princip izvora. Upravo te različite kombinacije primene principa na kojima se zasniva poresko zakonodavstvo svake zemlje dovode do sukoba oko prava oporezivanja dohotka i imovine između pojedinih zemalja i do međunarodnog dvostrukog oporezivanja.

Naša zemlja, takođe, kombinuje princip rezidentnosti i princip izvora kada je u pitanju oporezivanje dohotka i imovine. U Zakonu o porezu na dohodak građana, Zakonu o porezu na dobit preduzeća i Zakonu o porezima na imovinu propisano je da su poreski obveznici rezidenti Republike Srbije, ali i nerezidenti za dohodak i imovinu koji ostvaruju, odnosno poseduju na teritoriji Srbije. Rezidentnost kao poreski princip primerenija je razvijenim zemljama jer su one izvoznici kapitala i tehnologije, a imaju i efikasniju poresku administraciju. Zemlja u tranziciji mora da bude svesna, s jedne strane, da njeni rezidenti ne ostvaruju veliki dohodak u inostranstvu, niti poseduju značajnu imovinu, a, s druge strane, da poreska administracija ni u zemlji ne pokazuje veliku efikasnost, a kamoli da je sposobna da utvrdi što to njeni rezidenti imaju u inostranstvu i kolike prihode ostvaruju. Sem toga, primenjujući princip izvora, zemlja u tranziciji mora veoma da pazi da ne destimuliše strane investicije.

Da bi izbegle negativno dejstvo međunarodnog dvostrukog oporezivanja, zemlje pribegavaju određenim merama za njegovo regulisanje. Te

mere mogu da budu: unilaterlane i međunarodne.

Autor, s pravom, smatra da unilateralne mere izbegavanja dvostrukog oporezivanja imaju niz nedostataka u odnosu na međunarodne mere. On ističe da zemlje u tranziciji, u svojstvu rezidentne zemlje, ne dobijaju mnogo uvođenjem unilateralnih mera jer je mali broj njihovih rezidenata koji investiraju ili obavljaju značajnu privrednu aktivnost u inostranstvu. Stoga bi se opravdano moglo postaviti pitanje svrishodnosti unilateralne mere izbegavanja dvostrukog oporezivanja koju predviđa naše zakonodavstvo, za fizička lica u Zakonu o porezu na dohodak građana (čl. 12), a za pravna lica u Zakonu o porezu na dobit preduzeća (čl. 51-54).

S obzirom da je problem međunarodnog dvostrukog oporezivanja uočen još u doba antičke Grčke, odavno se ulažu naponi na međunarodnom nivou da se on reši ili bar ublaži. Nakon Drugog svetskog rata naročito je OECD, formirajući Fiskalni komitet, uložio znatne napore da napravi model ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja. Bez obzira što je taj model, uglavnom, prilagođen razvijenim zemljama, on predstavlja osnovu i za sklapanje bilateralnih ugovora između zemalja koje nisu članice OECD. Model je podložan stalnom ažuriranju kako bi se prilagođavao potrebama i stavovima zemalja članica.

Značaj ovog modela potvrdile su i UN na taj način što su ga prihvatile kao osnovu za izradu svog modela ugovora

o dvostrukom oporezivanju između razvijenih i zemalja u razvoju. Bez obzira što ova dva modela ugovora ne predstavljaju potpuno rešenje problema, oni pružaju veliku pomoć zemljama prilikom sklapanja bilateralnih ugovora jer su standardizovali pojedine odredbe tih ugovora. Naša zemlja, takođe, koristi rešenja iz ovih modela prilikom pregovora sa drugim zemljama, uz vođenje računa o specifičnostima svog ekonomskog i pravnog sistema i poziciji svoje privrede na svetskom tržištu.

Posebno poglavlje autor posvećuje vrstama ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja koji predstavljaju osnovni instrument za izbegavanje sukobljavanja poreskih jurisdikcija. Navodeći nekoliko kriterijuma za klasifikaciju ugovora, on se posebno bavi multilateralnim i bilateralnim ugovorima. Zaključen je veoma mali broj multilateralnih ugovora, a još manji broj njih se primenjuje.

Koliko je teško postići dogovor između zemalja kada je u pitanju njihov poreski suverenitet najrečitije govori primer Evropske unije. Bez obzira što su zemlje članice EU uspele da se dogovore oko mnogih stvari koje znače odricanje od njihovog ekonomskog suvereniteta, nisu uspele da reše pitanje eliminisanja dvostrukog oporezivanja. Na nivou EU ne postoji multilateralni ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, niti Evropska komisija ima nadležnost u ovoj oblasti. Prepušteno je zemljama članicama da se same dogovaraju. U skladu s tim,

nema zajedničkog stava EU ni prema zemljama nečlanicama, već je eliminisanje dvostrukog oporezivanja stvar bilateralnih dogovora između zemalja članica i nečlanica.

Bilateralni ugovori između zemalja su se do sada pokazali kao najbolji instrument za izbegavanje dvostrukog oporezivanja. Autor detaljno analizira ciljeve i prednosti sklapanja ovih ugovora.

Drugi, obimniji deo knjige posvećen je iskustvu i praksi Jugoslavije u sklapanju bilatarnih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja. Svi pregovori koje je Jugoslavija do sada vodila vođeni su na osnovu nacrtu ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja u odnosu na poreze na dohodak i na imovinu. Taj nacrt uvažava međunarodne standarde, ali ima izvesne specifičnosti u odnosu na model ugovora OECD.

Autor daje iscrpan uporedni pregled pitanja koja su regulisana odredbama ugovora. Svako poglavlje drugog dela knjige posvećeno je jednom članu ugovora. Rešenja u pojedinim odredbama razlikuju se u zavisnosti od zemlje sa kojom je ugovor zaključen. Posebna vrednost knjige sastoji se u tome što autor daje iscrpan komentar svakog člana i svakog stava ugovora, tako da je čitaocu sasvim jasno zašto se razlikuju pojedine odredbe ugovora sklopljenih sa različitim zemljama. Ovakav pristup može da bude od velike pomoći budućim pregovaračima, koji u ovoj knjizi, praktično, imaju vodič za zaključivanje novih ugovora.

Članom 1 regulisano je na koja lica se primenjuje ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, a to su rezidenti jedne ili obe države ugovornice. U sledećem članu definišu su porezi na koje se ugovor primenjuje: porez na dohodak i porez na imovinu. Zatim se daju opšte definicije pojmova i izraza koji se upotrebljavaju u ugovoru.

Koncept rezidenta razlikuje se u pojedinim državama i zbog toga je izuzetno značajno da se on precizno definiše da bi se izbegli mogući nespozum u primeni ugovora. To se čini u članu 4 i istovremeno se rešava dilema kako se određuje status lica ako su rezidenti obe države ugovornice.

Još jedna važna definicija utvrđuje se posebnim članom ugovora, a to je definicija izraza "stalna jedinica". Oko tog koncepta postoje neslaganja između razvijenih zemalja i zemalja u razvoju, koja proizilaze iz različitih ekonomskih interesa ove dve grupe zemalja. Dok prva grupa teži da ova definicija bude što uža, kako bi preduzeća iz ovih zemalja koja imaju stalne jedinice na teritoriji druge države ugovornice plaćala što manji porez u zemlji izvora dohotka, dotle zemlje u kojima stalne jedinice posluju zagovaraju što širu definiciju jer žele da obezbede što veći obim prava oporezivanja na svojoj teritoriji.

Naredna dva člana ugovora odnose se na oporezivanje dohotka od nepokretne imovine i dobiti od poslovanja. Smatra se da dohodak koji rezident ostvari od nepokretne imovine koja se nalazi na teritoriji druge države

ugovornice može da se oporezuje u toj drugoj državi. Što se tiče dobiti preduzeća, ona se oporezuje samo u državi ugovornici, osim ako to preduzeće nema stalnu jedinicu u drugoj državi ugovornici.

Oporezivanje dobiti ostvarene od obavljanja međunarodnog saobraćaja reguliše se posebnim članom ugovora, jer je to pitanje dobilo na značaju intenzivnim razvojem međunarodnog saobraćaja. Ta dobit oporezuje se u državi ugovornici u kojoj je sedište stvarne uprave preduzeća.

Veoma osetljivo pitanje oporezivanja povezanih preduzeća regulisano je članom 9, koji predviđa mogućnost da države ugovornice koriguju oporezive dobiti i poreske obaveze ovih preduzeća kada ona između sebe ne posluju na tržišnim principima.

Naredna tri člana nacrtu ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja odnose se na oporezivanje dividendi, kamata i autorskih naknada. Generalno je zauzet stav da se ti prihodi ne oporezuju u zemlji izvora već u državi rezidentnosti. Međutim, ostavljena je i mogućnost zemlji izvora da te prihode oporezuje do određene visine u skladu sa dogovorom sa drugom državom ugovornicom.

Član ugovora koji se odnosi na kapitalni dobitak precizira oporezivanje dobitka rezidenta države ugovornice od otuđenja nepokretne imovine, zatim dobitak od otuđenja pokretne imovine koja služi za poslovanje stalne poslovne jedinice odnosno od pokretne imovine koja pripada stalnoj bazi koju

koristi rezident države ugovornice u drugoj državi ugovornici, kao i dobitak od otuđenja pomorskih ili rečnih brodova, vazduhoplova ili drumskih vozila. Takođe je regulisano oporezivanje dobitka od otuđenja akcija kompanije čija se imovina uglavnom sastoji od nepokretne imovine u državi ugovornici, kao i dobitka od sve ostale imovine.

Ugovorom se reguliše oporezivanje dohotka od samostalne lične delatnosti, primanja iz radnog odnosa, primanja direktora, umetnika i sportista, penzija, usluga za potrebe vlade, primanja studenata, profesora i istraživača, kao i ostali dohodak.

Poseban član ugovora bavi se metodama otklanjanja dvostrukog oporezivanja. Države ugovornice, čije je rezident poreski obveznik, primenjuju dva metoda: metod kredita i metod

izuzimanja ili kombinaciju ova dva metoda.

Završne odredbe odnose se na jednak poreski tretman državljana država ugovornica, saradnju nadležnih organa, razmenu obaveštenja i stupanje na snagu i prestanak važenja ugovora.

Poreski praktičari će u ovoj knjizi naći izuzetno dragocen podsetnik i savetnik. To je naročito važno u situaciji kada, nakon prelaska nadležnosti sa bivšeg saveznog na republički nivo, nema mnogo onih koji su u praksi radili na tom izuzetno složenom i osetljivom poslu. Pored državnih činovnika, ovo je neizbežna literatura i za konsultante i fiskalne teoretičare jer ukazuje na niz mogućnosti kreiranja takvog poreskog sistema koji bi našoj zemlji doneo komparativne prednosti u odnosu na druge, nama konkurentne, zemlje.

**mr Jasmina KNEŽEVIĆ**

**OPŠTEPRIHVAĆENI RAČUNOVODSTVENI  
PRINCIPI *GAAP* SAD: OSNOVA  
MEĐUNARODNOG FINANSIJSKOG  
IZVEŠTAVANJA**

**Prof. dr Radoslav STEFANOVIĆ**

**Ekonomski fakultet, Kragujevac**

Opšteprihvaćeni računovodstveni principi *GAAP* SAD predstavljaju računovodstvene smernice za pripremanje finansijskih izveštaja. Oni igraju ključnu ulogu u finansijskom izveštavanju SAD, jer definišu prihvatljive računovodstvene prakse.

Generalno, *GAAP* SAD se smatraju "svetskom klasom" u pogledu kvaliteta. Kao rezultat, mnoge multinacionalne korporacije koriste, u međunarodnom (transnacionalnom) finansijskom izveštavanju, *GAAP* SAD za pripremanje sekundarnih finansijskih izveštaja - izveštaja za inostrane čitaoce (korisnike).

**" OPŠTEPRIHVAĆENI  
RAČUNOVODSTVENI PRINCIPI  
*GAAP* - Računovodstveni standardi  
i principi razvijeni u računovodstvenoj praksi ili ustanovljeni od  
autoritativne organizacije".<sup>1</sup>**

Praksa finansijskog izveštavanja u SAD zasniva se na setu veoma brojnih i detaljnih računovodstvenih smernica. Sveobuhvatan, zajednički naziv ovih

---

<sup>1</sup> Roger H. Hermanson, James Don Edwards and Michael W. Maher, *Accounting Principles*, Fifth Edition, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL., 1992, p. 20.

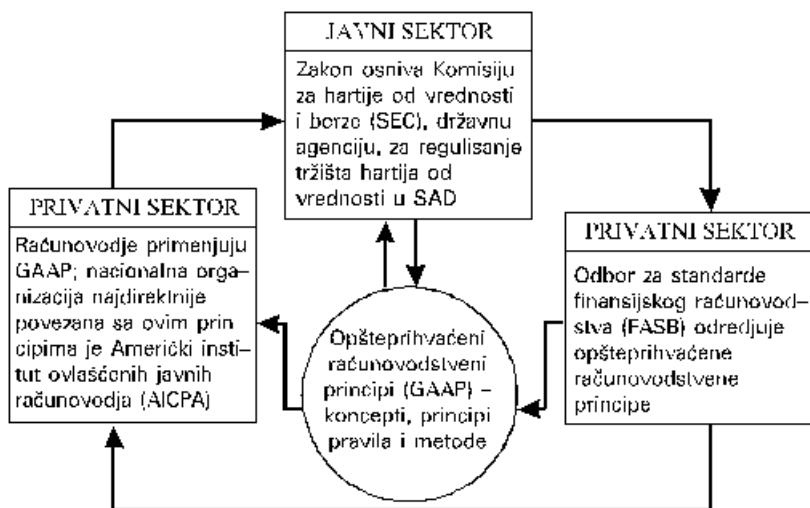
## FINANSIJE

smernica, koje uključuju koncepte, principe, pravila i metode, jeste opšteprihvaćeni računovodstveni principi (*Generally Accepted Accounting Principles - GAAP*). Kao konstitutivni elementi računovodstvene teorije, GAAP usmeravaju aktivnosti računovodja u identifikovanju, merenju i komuniciranju finansijskih informacija, čime se obezbeđuje logičan okvir za računovodstvenu praksu. Zbog toga što kroz usmeravanje aktivnosti računovodja jasno definišu prihvatljive računovodstvene prakse, GAAP igraju ključnu ulogu u finansijskom izveštavanju.

Dominantan uticaj na finansijsko izveštavanje u SAD, koji se ostvaruje posredstvom *GAAP*-a, danas ima Odbor za standarde finansijskog računovodstva (*Financial Accounting*

*Standards Board - FASB*), kao regulatorno telo u privatnom sektoru. Pri tome, u profesionalnom regulisanju finansijskog izveštavanja *FASB* tesno saradjuje sa Komisijom za hartije od vrednosti i berze (*Securities and Exchange Commission - SEC*) i Američkim institutom ovlašćenih javnih računovodja (*American Institute of Certified Public Accountants - AICPA*). Relacije izmedju ovih, ključnih računovodstvenih organizacija u SAD i pravila kojima se one rukovode mogu se ilustrovati na sledeći način:<sup>2</sup>

Osim što predstavljaju idejnu osnovu finansijskog izveštavanja u SAD, *GAAP* SAD se još primenjuju i u međunarodnom (transnacionalnom) finansijskom izveštavanju - finansijskom izveštavanju do koga dolazi



<sup>2</sup> Walter T. Harrison, Jr. and Charles T. Horngren, *Financial Accounting*, Fourth Edition, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 2001, p. 9.

kada multinacionalne korporacije svoje finansijske izveštaje šalju na čitanje korisnicima drugih zemalja - inostranim čitaocima. U cilju što adekvatnijeg zadovoljenja informacionih potreba inostranih korisnika, a pre svega investitora i kreditora, multinacionalne korporacije mogu preduzeti različite prilaze prilagodjavanja u pogledu jezika, valute i računovodstvenih standarda koji se koriste u pripremanju finansijskih izveštaja. Jedan od pet mogućih prilaza prilagodjavanja, u kome *GAAP* SAD mogu da nadju svoju primenu, jeste pripremanje sekundarnih finansijskih izveštaja.<sup>3</sup>

Prema ovom, nesporno najpotpunijem prilazu prilagodjavanja, pored finansijskih izveštaja namenjenih domaćim korisnicima (korisnicima u svojim zemljama) - primarnih finansijskih izveštaja, multinacionalne korporacije uporedo sastavljaju i izveštaje namenjene inostranim korisnicima (korisnicima drugih zemalja) - sekundarne finansijske izveštaje. Glavna razlika izmedju primarnih i sekundarnih finansijskih izveštaja sastoji se u upotrebi različitih računovodstvenih standarda za njihovo sastavljanje. Naime, dok za sastavljanje primarnih finansijskih izveštaja korporacije koriste računovodstvene standarde svojih zemalja - domaće standarde, dotle za pripremanje sekundarnih finansijskih izveštaja one u potpunosti koriste

neki drugi set računovodstvenih standarda - tudje standarde. Baziranje sekundarnih finansijskih izveštaja na tudjim, a ne domaćim, računovodstvenim standardima upravo i čini suštinu ovog prilaza prilagodjavanja multinacionalnih korporacija u medjunarodnom finansijskom izveštavanju.

U praksi se, u okviru drugog seta računovodstvenih standarda - tudjih standarda, najčešće radi o korišćenju ili opšteprihvaćenih računovodstvenih principa *GAAP* SAD, što se vezuje za japanske multinacionalne korporacije ili računovodstvenih standarda Medjunarodnog komiteta za računovodstvene standarde (*International Accounting Standards Committee - IASC*) - medjunarodnih računovodstvenih standarda, što je, pak, karakteristično za evropske multinacionalne korporacije. Pri tome, treba imati u vidu konstataciju da "postoji samo nekoliko važnih slučajeva u kojima U.S. *GAAP* dolaze u sukob sa *IASC* standardima".<sup>4</sup> Inače, svoju veoma široku upotrebu u medjunarodnom finansijskom izveštavanju, a u kontekstu razmatranog prilaza - sastavljanja sekundarnih finansijskih izveštaja multinacionalnih korporacija, *GAAP* SAD zasnivaju na, po nama, gotovo jedinstvenom gledištu u računovodstvenoj literaturi, koje glasi: "U.S. *GAAP* su najdetaljniji i najsveobuhvatniji u svetu i generalno se smatraju "svetskom klasom" u pogledu kvaliteta".<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Helen Gernon and Gary K. Meek, *Accounting: An International Perspective*, Fifth Edition, McGraw-Hill, New York, International Edition, 2001, p. 57.

<sup>4</sup> Isto, p. 61.

<sup>5</sup> Isto, p. 61.

S obzirom da *GAAP* SAD predstavljaju srž svetske računovodstvene teorije i sve širu osnovu prihvatljive prakse međunarodnog finansijskog izveštavanja, kraći osvrt na njihovo razvijanje, a pre svega njihovu uslovljenost i sadržinu smatramo neophodnim. Smatramo, takodje, da za svrhe elementarnog upoznavanja sa pomenutim, najvažnijim pitanjima u vezi *GAAP* SAD veoma korisno može da posluži Dodatak (*Appendix*) C "Rezime opšteprihvaćenih računovodstvenih principa (*GAAP*) (*Summary of Generally Accepted Accounting Principles - GAAP*)", sadržan u već citiranom univerzitetskom udžbeniku poznatih američkih profesora, Harrison-a i Horngren-a. Sa takvim ubedjenjem, prevod integralnog teksta pomenutog dodatka<sup>6</sup> dajemo u nastavku ovog napisa.

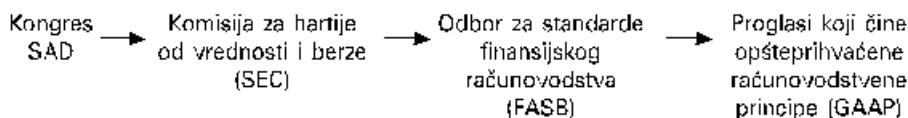
### REZIME OPŠTEPRIHVAĆENIH RAČUNOVODSTVENIH PRINCIPA *GAAP*

Svaka tehnička oblast ima profesionalne asocijacije i regulatorna tela koja usmeravaju praksu profesije. Računovodstvo nije izuzetak. U SAD, opšteprihvaćeni računovodstveni principi *GAAP* su najviše pod uticajem Odbora za standarde finansijskog računovodstva *FASB* koji ima sedam

članova sa punim radnim vremenom i brojni personal. Svoju finansijsku podršku dobija od profesionalnih asocijacija, takvih kao što je Američki institut ovlašćenih javnih računovodja (*AICPA*).

*FASB* je nezavisna organizacija, bez državnih ili profesionalnih afilijacija. Proglasi *FASB*-a, nazvani **Izveštaji o standardima Finansijskog računovodstva** (*Statements of Financial Accounting Standards*), specificiraju računovodstveni tretman određenih poslovnih transakcija. Svaki novi *Standard* postaje deo *GAAP*-a, "računovodstvenog zakona zemlje". Kao što naši zakoni stiču autoritet prihvatanjem od strane ljudi, *GAAP* zavise od opšteg prihvatanja poslovne zajednice. Kroz ovu knjigu, pozivaćemo se na *GAAP* kao podesan način za funkcionisanje finansijskog računovodstva.

Konačnu odgovornost za ustanovljavanje računovodstvenih pravila, za kompanije posedovane od opšte investicione javnosti, Kongres SAD je preneo Komisiji za hartije od vrednosti i berze (*SEC*), državnoj agenciji, koja reguliše promet plasmanima. Međutim, mnogo od svoje moći donošenja pravila *SEC* je delegirala na *FASB*. Tok autoriteta za razvijanje *GAAP* je sledeći:



---

<sup>6</sup> Harrison and Horngren, op. cit., pp. 677-678.



**SVRHA FINANSIJSKOG  
IZVEŠTAVANJA**

Glavna svrha finansijskog izveštavanja je da obezbedi informacije koje su korisne za donošenje investicionih i kreditnih odluka. *FASB* veruje da računovodstvene informacije mogu biti korisne za odlučivanje samo ako su relevantne, pouzdane, uporedive i konzistentne.

*Relevantne* informacije su korisne za predviđanje i ocenu prošlih performansi - to jest, informacije poseduju povratnu vrednost. Na primer, obelodanjivanje profitabilnosti svake od poslovnih linija PepsiCo je relevantno za ocenu kompanije od strane investito-

ra. Da bi bile relevantne, informacije moraju biti blagovremene. *Pouzdana* informacije su oslobodjene značajnih grešaka - to jest, one poseduju validnost. Takodje, one su oslobodjene od pristrasnosti (predrasuda) pojedinačnog gledišta - to jest, one su potvrdive i neutralne. *Uporedive* i *konzistentne* informacije mogu biti komparirane iz perioda u period, čime se pomaže investitorima i kreditorima da prate progres entiteta tokom vremena. Ove karakteristike se kombinuju prilikom uobličavanja koncepata i principa koji čine *GAAP*. Naredni pregled sumira koncepte i principe koje je računovodstvo razvilo u obezbedjenju informacija korisnih za odlučivanje.

**REZIME VAŽNIH RAČUNOVODSTVENIH KONCEPATA,  
PRINCIPA I FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA**

*(Summary of Important Accounting Concepts, Principles, and Financial Statements)*

<b>Koncepti, principi i finansijski izveštaji (Concepts, Principles, and Financial Statements)</b>	<b>Kratak rezime (Quick Summary)</b>
<b>Koncepti (Concepts)</b> Koncept entiteta (Entity concept)	Računovodstvo postavlja medju (granicu) oko svake organizacije koja je predmet posebnog (odvojenog) izveštavanja.
Koncept kontinuiteta (Going-concern concept)	Računovodje pretpostavljaju da će biznis nastaviti sa poslovanjem u predvidivoj budućnosti.
Koncept stabilne monetarne jedinice (Stable-monetary-unit concept)	Računovodstvene informacije se izražavaju primarno monetarno (vrednosno).
Koncept opreznosti (konzervatizma) (Conservatism concept)	Računovodje prikazuju pozicije u finansijskim izveštajima tako što se izbegava precenjivanje sredstava, sopstvenog kapitala i prihoda i potcenjivanje obaveza i rashoda.
Koncept vremenskog perioda (Time-period concept)	Obezbedjuje da se računovodstvene informacije prikazuju u regularnim intervalima.
Koncept materijalnosti (bitnosti) (Materiality concept)	Računovodje se striktno pridržavaju ispravnog računovodstva samo za pozicije koje su značajne za finansijske izveštaje kompanije.

## FINANSIJE

<b>Koncepti, principi i finansijski izveštaji</b> <i>(Concepts, Principles, and Financial Statements)</i>	<b>Kratak rezime</b> <i>(Quick Summary)</i>
<p><b>Principi</b> <i>(Principles)</i></p> <p>Princip pouzdanosti (objektivnosti) <i>(Reliability (objectivity) principle)</i></p> <p>Princip troška <i>(Cost principle)</i></p> <p>Princip prihoda (realizacije) <i>(Revenue principle)</i></p> <p>Princip sučeljavanja <i>(Matching principle)</i></p> <p>Princip konzistentnosti <i>(Consistency principle)</i></p> <p>Princip obelodanjivanja <i>(Disclosure principle)</i></p> <p><b>Finansijski izveštaji i napomene</b> <i>(Financial Statements and Notes)</i></p> <p>Bilans stanja <i>(Balance sheet)</i></p> <p>Bilans uspeha <i>(Income statement)</i></p> <p>Izveštaj o novčanim tokovima <i>(Statement of cash flows)</i></p> <p>Izveštaj o neraspodeljenom dobitku <i>(Statement of retained earnings)</i></p> <p>Izveštaj o spostvenom kapitalu <i>(Statement of stockholders' equity)</i></p> <p>Napomene uz finansijske izveštaje <i>(Financial statement notes)</i></p>	<p>Računovodstvene evidencije i izveštaji se bazi- raju na najpouzdanijim raspoloživim podacima.</p> <p>Sredstva i usluge, prihodi i rashodi se evidenti- raju po svojim stvarnim istorijskim troškovima.</p> <p>Govori računovodjama kada da priznaju prihod (samo kada je zaradjen) i o iznosu prihoda za priznavanje (novčana vrednost onoga što se prima).</p> <p>Usmerava računovodje u (1) identifikovanju svih rashoda nastalih tokom perioda, (2) meren- ju rashoda i (3) sučeljavanju rashoda prihodima zaradjenim u toku perioda. Cilj je da se izmeri neto dobitak.</p> <p>Biznisi treba da koriste iste računovodstvene metode iz perioda u period.</p> <p>Finansijski izveštaji kompanije treba da prikažu dovoljno informacija eksternim korisnicima, u cilju donošenja na informacijama zasnovanih odluka o kompaniji.</p> <p>Sredstva = Obaveze + Sopstveni kapital u određenom trenutku. Prihodi i dobiti Rashodi i gubici = Neto dobitak ili gubitak perioda</p> <p>Prilivi gotovine Odlivi gotovine = Povećanje ili smanjenje gotovine u toku peri- oda, grupisano u okviru poslovnih, investi- cionih i aktivnosti finansiranja</p> <p>Početni neraspodeljeni dobitak + Neto dobitak (ili minus neto gubitak) Dividende = Krajnji neraspodeljeni dobitak</p> <p>Pokazuje razlog promene na svakom računu sopstvenog kapitala, uključiv i neraspodeljeni dobitak.</p> <p>Obezbeduju informacije koje ne mogu biti pogodno prikazane u samim finansijskim izveštajima. Napomene su integralni deo izveštaja.</p>

**Prof. dr Dragana MARKOVIĆ**

**“MONETARNE FINANSIJE”**

**Drugo, dopunjeno izdanje**

**Ekonomski fakultet, Kragujevac, 2003.**

Monografija *Monetarne finansije* nastala je kao rezultat težnje i želje autora da se izabrana pitanja, iz bogatog opusa problema monetarnih finansija, na što bliži i kvalitetniji način, prezentiraju studentima, post-diplomcima ekonomskih i srodnih fakulteta. Konkretno, u formi udžbeničke literature, namenjena je studentima treće godine Ekonomskog fakulteta u Kragujevcu.

Autor knjige dr Dragana Marković, redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Kragujevcu, imala je izuzetno težak zadatak da, i pored brojnih eminentnih svetskih profesora i naučnika koji su objavili radove iz ove oblasti, prikaže i približi studentima i široj naučnoj javnosti esencijalna pitanja iz oblasti monetarnih finansija. Koristeći aktuelnu, znalacki biranu,

monografsku i udžbeničku literaturu domaćih i stranih autora i svoje višegodišnje iskustvo u izvodjenju nastave iz ove oblasti, autor je prezentirao najznačajniji korpus pitanja iz oblasti monetarnih finansija.

Činjenica da je knjiga *Monetarne finansije* doživela drugo, dopunjeno izdanje svedoči o tome da se radi o oblasti koja je pre svega dinamična, aktuelna i zanimljiva. Autor je, i pored toga što ovo drugo dopunjeno izdanje donosi novine u gotovo svih šest delova iz kojih je sačinjeno, ipak zadržao osnovnu strukturu, što samo potvrđuje činjenicu da je knjiga od samog početka bila dobro koncipirana.

Sadržina knjige je veoma aktuelna, kako sa teoretskog, tako i sa praktičnog aspekta jer čitaocima prezentira metodologiju kreiranja i povlačenja

novca kao osnovnog faktora ostvarivanja monetarne ravnoteže, kao uslova ostvarivanja stabilnog funkcionisanja ekonomije i prosperiteta u svim sferama društvenog života. Ona sadrži i veliki broj praktičnih primera iz savremene svakodnevne prakse centralnih banaka i drugih finansijskih institucija iz tržišno najrazvijenijih zemalja Evrope i Amerike. Stoga je prezentirana materija, pored svoje aktuelnosti i veoma instruktivna, te kao takva može poslužiti utvrđivanju načina ostvarivanja različitih ciljeva kompariranjem brojnih sistema i metoda funkcionisanja ekonomija različitih zemalja.

U želji da posluži u nastavne svrhe i da olakša i bude od koristi za potrebe naučno-istraživačkog rada, a uzimajući u obzir svu kompleksnost ove problematike, knjiga je podeljena u šest poglavlja sa uvodnim delom.

*Uvodni deo* prikazuje osnovne pojmove i termine koji su esencijalni za analizu i izučavanje ove problematike. Autor je na jedan racionalan i potpuno razumljiv način objasnio veoma kompleksne probleme i tako omogućio čitaocu da savlada i pređe osnovni prag znanja koji je neophodan za dalje razmatranje i izučavanje problema iz oblasti monetarnih finansija.

U *prvom delu* knjige izloženi su osnovni pojmovi vezani za pitanja značenja novca i procesa njegovog kreiranja. U cilju razumevanja suštine funkcije novca u nacionalnoj ekonomiji, izvršena je kraća analiza istorijskog razvoja novca i data njegova savre-

na definicija. Autor je prezentirao iskustva i politike obuhvata novčane mase u razvijenim tržišnim privredama, povezujući i komparirajući ih sa definicijom i obuhvatom novčane mase u Srbiji.

*Drugi deo* je posvećen determinisanju ponude novca. Ovo pitanje je, sa razlogom, dobilo udarno mesto u strukturi knjige i analizirano je na samom početku, imajući u vidu da je autor u ovom delu objasnio pojmove primarnog novca i monetarnog multiplikatora, koji praktično predstavljaju "azbuku" monetarnih finansija. S obzirom da se u robno-novčanoj privredi sve transakcije sučeljavanja ponude i tražnje, kao neophodnog uslova ekonomskog ekvilibrijuma i rasta nacionalne ekonomije bez inflacije, ostvaruju putem novca, nameće se potreba izučavanja novca, procesa ponude novca i faktora koji dovode do promena u ponudi novca, što predstavlja temu izlaganja u drugom delu. Autor je na sistematičan način prikazao načine i metode kreiranja novca kao i mogućnosti uticaja centralne banke na količinu novca u opticaju, u skladu sa ciljevima monetarne politike koji su istovremeno i krajnji ciljevi ekonomske politike. Razmatran je, takođe, i uticaj sektora banaka i nebankarskog sektora (sektora stanovništva, sektora privrede i države) na novčanu masu sa svim implikacijama na realni sektor.

U *trećem delu* detaljno je obrađena analiza tražnje novca, kao drugi uslov ravnotežnog funkcionisanja ekonomije. To je logičan nastavak drugog dela i

doprinosi obuhvatnosti ove studije. U cilju rasvetljavanja važnosti uticaja ponude i tražnje novca u monetarnoj teoriji, autor polazi od same definicije i pojma tražnje novca, preko različitih teorijskih okvira analize tražnje za novcem, da bi na kraju prikazao brojne faktore uticaja na tražnju novca i načine njihovog kontrolisanja.

*Četvrti deo* je posvećen bazičnim monetarnim teorijama i politikama. Osnove monetarnih teorija date su komparativnom analizom stavova monetarista i kejnzijanaca. Potreba njihovog izučavanja proizilazi iz činjenice da, upoznavanje sa monetarnim teorijama predstavlja bazu za razumevanje različitih monetarnih politika. Iako su predstavnici navedenih pravaca u monetarnoj teoriji imali ponekad dijagonalno suprotne prilaze, njihova komparativna analiza je dala efekte na polju razumevanja i mogućnosti uticaja na monetarni i realni sektor. Na monetarno-kreditne politike autor je stavio poseban naglasak, s obzirom da su one jedan od baznih instrumenata ekonomske politike.

U *petom delu*, i pored bitnih novina u vezi Evropske centralne banke, različitih organizacionih modela centralnih banaka, cilj prikazivanja je ostao isti, a to je pokušaj da se na jedan potpuno razumljiv i sistematizovan način omogući prikaz svih elemenata i karakteristika u vezi instrumenata monetarnog regulisanja. Naime, ako se pođe od činjenice da je centralna banka kontrolor poslovanja banaka i kreator monetarne politike, i da kao takva predstavlja determinišući faktor u očuvan-

ju stabilnosti i vrednosti nacionalne valute i monetarnog i realnog sektora, logičnim se nameće opredeljenje da se studenti ekonomije upoznaju sa načinom utvrđivanja optimalnog kvantuma novca u skladu sa ciljevima ekonomske politike.

Nedovoljna zastupljenost finansijskih tržišta u nastavnim programima studija ekonomije, sa jedne strane, i nesumnjiva neophodnost njihovog izučavanja i razvijanja, s druge, uticali su da autor poslednji *šesti deo* knjige posveti pitanjima definisanja prirode i strukture funkcionisanja finansijskih tržišta, učesnicima i najznačajnijim instrumentima. Autor udžbenika daje teorijski fundiranu i argumentovanu celinu finansijskih odnosa u kojima nastaju i razvijaju se osnovne funkcije, ciljevi i zadaci finansijskog tržišta. Ova pitanja prezentirana su na bazi iskustva SAD, kao zemlje u kojoj su najrazvijenije operacije na finansijskim tržištima. Usvajanjem načina njihovog funkcionisanja, dobiće se dobar okvir i oslonac za razvoj finansijskog sistema Srbije i Crne Gore.

Ova knjiga nudi čitaocu nove ideje, usmeravajući ga da razmišlja u duhu tržišnog poslovanja i da sagleda načine i mogućnosti ostvarenja različitih ciljeva ekonomske politike, kojima će se obezbediti stabilan i održiv privredni razvoj i napredak. Na studiozan i temeljan način obrađene su teme od izuzetnog značaja, tako da predstavljaju značajan izvor informacija, koje mogu da posluže ne samo studentima, kojima je ova knjiga prvenstveno i namenjena, već i onima koji se u praksi bave mone-

tarnim finansijama i poslovanjem na finansijskom tržištu i berzama.

Rukopis je pisan stručnim, razumljivim i lako čitljivim jezikom, tako da je sa zadovoljstvom preporučujemo svima koji su zainteresovani ili profesionalno upućeni na bavljenje monetarnim finansijama. Iz ovog kratkog prikaza se može zapaziti da, ma koliko dobro poznajemo problematiku iz ove oblasti, možemo značajno obogatiti naša saznanja.

Imajući u vidu njen savremen edukativni i informativni karakter, može se sa sigurnošću reći da je ovo drugo dopunjeno izdanje knjige prof. dr Dragane Marković, trajno obogatilo naučnu, stručnu i poslovnu literaturu iz oblasti monetarnih finansija, tako da će biti pouzdan vodič pun ideja i instrukcija za širu čitalačku javnost.

**Srdan FURTULA**

**Prof. dr Đorđe ĐUKIĆ, prof. dr Vojin BJELICA,  
prof. dr Života RISTIĆ**

## **“BANKARSTVO”**

**Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.**

Knjiga *Bankarstvo* u celini je koncipirana saglasno nastavnom planu i programu Ekonomskog fakulteta u Beogradu za predmet Bankarstvo. Obrada tematike tradicionalnog bankarstva, a pre svega prikaz depozitno-kreditnih poslova kao i obrada tematike savremenog bankarstva, a pre svega prikaz svih oblika kontrole i upravljanja finansijskim rizicima kao i prikaz globalizacije i međunarodnog bankarstva, izvršena je od autora koji su se svojim dugogodišnjim teoretskim i praktičnim radom u zemlji i inostranstvu specijalizovali za ta područja bankarstva. Deo knjige čiji je autor prof. dr Đorđe Đukić se zasniva i na njegovim šestomesečnim istraživanjima koja su obavljena 2002. godine u okviru Fulbright-ove stipendije.

S obzirom da se u okviru ove knjige prvi put obrađuje (Prof. Đukić) problematika rizika u bankarskom

poslovanju sa tematikom zaštite od tih rizika ((kreditni rizik, likvidnosni rizik, rizik plaćanja, kamatni rizik, devizni ili valutni rizik, rizik zemlje, tržišni rizik i operativni rizik), kao i problematika globalizacije i međunarodnog bankarstva (Prof. Ristić) knjiga je namenjena ne samo studentima, već i svim drugim zainteresovanim licima, a pre svega bankarima poslovnih i centralnih banaka koji su posredno ili neposredno uključeni u proces upravljanja finansijskim rizicima, kao i proces globalizacije i međunarodnog bankarstva.

Kako se knjiga pojavila sredinom 2003. godine, i to iz pera tri profesora bankarstva na ekonomskim fakultetima u Beogradu (Đukić), Novom Sadu (Bjelica) i Podgorici (Ristić) jasno je već iz same strukture knjige da je namera autora da predstave čitaocima glavni pravac razvoja bankarstva u svetu. Polazeći od toga da se, naročito

od kraja 1970-ih godina, menja priroda poslovanja banaka, koje su relativno sve manje kreditne ustanove, a sve više učesnici na tržištu nekreditnih usluga. Sekuritizacija je umanjila značaj bankovnih zajmova u korist pribavljanja sredstava emitovanjem hartija od vrednosti na finansijskom tržištu.

Ono što je još bitno a lako uočljivo je da se prezentiranim tekstom u knjizi afirmiše preduzetnički tip bankarstva koji je vezan za promenu dosadašnjeg mišljenja o mestu i ulozi banaka. One se, naime, više ne shvataju samo kao mesta distribucije kredita, kao šalteri centralne banke ili kao pogodan oblik za laku i špekulativnu zaradu. Cilj osnivanja i opstanka banke je oplodnja kapitala i zarada njenih osnivača i opstanak i rast na tržištu.

Konačno, ono što je opšti sud nakon studioznog isčitavanja/izučavanja ove nevelike knjige (286 stranica) je da četiri stranice (268-272) teksta pod naslovom "Osnovni pristup multinacionalne banke na međunarodnom finansijskom tržištu" zaslužuju da ih svaki bankar ili neko ko želi status i rejting stručnjaka u savremenoj banci – nauči napamet i bespogovorno primenjuje u praksi, radio u banci ili na finansijskom tržištu. U tom odeljku prof. Ristić govori ne samo o kreaciji, proizvodnji i plasmanu tržišno segmentiranih bankarskih proizvoda, već i o procesima nadnacionalnih tržišnih integracija – multinacionalnom bankarstvu, preko elektronsko-automatizovanog i digitalno-sofisticiranih

procesa u bankarskoj praksi do potrebe da banke sopstvenom inicijativom i sopstvenim kapitalom ubrzaju svoju transformaciju i prilagode se zahtevima savremenog/globalizovanog finansijskog tržišta!

O time da se banke sve više orjentišu na tržište nekreditnih usluga u knjizi se govori (Prof. Bjelica) u odeljku o nekreditnim poslovima, gde su posebno obrađeni forfeting, faktoring, lizing, akceptiranje i avaliranje te garancije. Istovremeno, raste uloga banaka u prometu hartija od vrednosti: ulaganjem u hartije od vrednosti banka razrađuje rizik i obezbeđuje višu mobilnost sredstvima i likvidnost. Ipak, u delu koji je najobimniji (98 strana), obrađene su, u vidu zasebnih odeljaka, sledeće methodske jedinice: Banke kao akteri u finansijskom posredovanju; Savremeno bankarstvo u zemljama s razvijenom tržišnom privredom; Bankarski sektor u SR Jugoslaviji; Nebankarski finansijski sektor; Kontrola poslovanja banaka.

U odeljku "Banke kao akteri u finansijskom posredovanju" razvija se teza da je banka bitan element svakog sistema privređivanja u kome se razmena obavlja uz posredovanje novca: "...u svim društvenim okolnostima glavni sadržaj pojma banke određen je njenim posredovanjem u novčanim poslovima". U ostvarivanju te funkcije glavni poslovi banke su: (a) prikupljanje depozita, probavljanje sredstava i sekundarno kreiranje novca; (b) plasman sredstava u obliku kredita i u drugim oblicima plasmana; (c) posre-



dovanje u obavljanju funkcije platnog prometa. Obavljanje ove funkcije zavisi od društveno-ekonomskog ambijenta u kome banka posluje. U principu, u odgovarajućem tržišnom ambijentu, osnovni cilj banke je ostvarivanje kamatne stope najmanje u visini profitne stope koju određeni sektor reprodukcije može da ponudi. Međutim, upravo zbog toga što je bankarstvo stožer tržišne privrede, ono je, na posredan ili neposredan način, pod strogim nadzorom države u svim privredama.

Zajedničko za sve banke, bez obzira na svojinski oblik, su tri načela: likvidnost, efikasnost ulaganja i sigurnost plasmana i rentabilnost poslovanja. U ovom odeljku određene su osobenosti banaka kao finansijskih posrednika, a zatim nebankarski finansijski posrednici. Potom je izložena evolucija bankarskog poslovanja. "Klasična fizionomija banke od naglašeno kreditne ustanove transformiše se u modernu bankarsku ustanovu". Istovremeno, sa razvojem tehnologije bankarskog poslovanja proširuju se i vrste poslova u finansijskim institucijama. Banke šire svoje poslovanje naročito na pružanju usluga u prometu hartija od vrednosti.

Osnovni zadatak banke je da (u odeljku "Formiranje finansijskog i kreditnog potencijala banke"), kao monetarna i finansijska institucija plasira sredstva za potrebe svojih klijenata, u nameri da pri tome ostvari najveći ekonomski efekat. Banka ima istovetan zadatak i u vršenju drugih

bankarskih usluga. "Da bi poslovne banke mogle očekivati pun ekonomski efekat u obavljanju bankarskih poslova, one moraju raspolagati određenim volumenom i strukturom finansijskog i kreditnog potencijala (potencijal za plasmane) koji banka iskazuje u svom bilansu poslovanja (bilans stanja)". Prof. dr Đorđe Đukić u drugom delu knjige obrađuje Finansijski i investicioni potencijal bankeitala banke. S obzirom na prirodu njihove delatnosti, autor polazi od teze da "bankama kapital nije potreban kao primarni izvor finansiranja", već da bi banka mogla normalno da posluje i opstaje, njen kapital izvršava sledećih pet funkcija: (a) zaštita od stečaja; (b) normalno poslovanje; (c) obezbeđenje poverenja u sposobnost banke da može normalno poslovati i za slučaj poremećaja na tržištu; (d) obezbeđivanje stalnog razvoja poslovanja banke; (e) obezbeđenje održivog rasta banke na duži rok. Pri tome se daju kriterijumi za određivanje "adekvatnosti kapitala" banke prema propisima bazelskog komiteta.

U operativno instruktivnom smislu značajan i zanimljiv je odeljak "Cena kredita", gde se razmatra jedno od najosetljivijih pitanja u poslovanju svake banke. Svaki kapital po svojoj prirodi teži maksimizaciji stope prinosa. U kreditnom poslovanju banke to znači težnju za ostvarivanjem što više rezlike između pasivne i aktivne kamatne stope. Pri tome, banka mora voditi računa o spostvenoj konkurentnosti na tržištu na drgi rok. To je činilac

koji mora uticati na tu razliku. Ovom pitanju posvećen je ceo odeljak koji sadrži matematičko i grafičko predstavljanje utvrđivanja kamatne stope.

U poslednjem, šestom, poglavlju knjige prof. Ristić obrađuje "Međunarodno bankarstvo". U skladu s opredeljenjem koji autori sprovode od početka knjige da čitaocu predstave savremeno bankarstvo, u zaključnom delu razmatra se proces globalizacije u međunarodnom bankarstvu. "To je danas ideologija postmodernog liberalizma koja na svojoj platformi i u svom okrilju okuplja i interesno povezuje međusobno do juče nepovezane i antagonističke strukture... ujedinjuje crni, crveni i zeleni protekcionizam". U tom kontekstu je i odeljak "Multinacionalna banka i međunarodna finansijska tržišta" u kojem autor elaborira tezu da su savremene banke u tržišno razvijenim zemljama shvatile: "da zbog jake konkurencije i pada stope profita uz stalan porast troškova poslovanja, inovacije na području bankarskih usluga nisu dovoljna garancija njenog opstanka na sve oštrijem finansijskom tržištu koje se globalizuje, internacionalizuje i integriše na nadnacionalnom nivou. Iz tih razloga savremena banka, u strategiji i filozofiji svoje poslovne politike, napušta politiku plasmana pojedinačnih bankarskih usluga (npr. platnih kartica, čekova, bank-automata, k.k. aranžmana i slično), namenjenih za bogatu ili običnu klijentelu, za klijentelu na selu ili u gradu i svoju strategiju razvoja zasniva na kreaciji, proizvodnji i plas-

manima tržišno segmentiranih bankarskih proizvoda koji će biti uspešno apsolvirani na:

- novčanom tržištu i, u okviru njega, na tržištu žiralnog novca, na kreditno-depozitnom, eskontnom, lombardnom kao i na tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti, ili
- deviznom tržištu i, u okviru njega, na: valutnom, deviznom i tržištu deviznih hartija od vrednosti, ili
- tržištu kapitala i, u okviru njega, na investiciono-zajmovnom i depozitnom, hipotekarnom tržištu, tržištu akcija i obveznica, ili
- terminskom tržištu i, u okviru njega, na tržištu fjučersa, opcija i svopova.

"Na taj način - objašnjava prof. Ristić - savremena banka kreira, proizvodi i plasira segmentirani bankarski proizvod, i to za poznatog kupca, već za tržišni segment i nepoznatog kupca na njemu. To naravno ima za posledicu prestrukturiranje bilansnih pozicija nove banke, a u vezi s tim i porast učešća pojedinih podbilansa banke, uz istovremeni pad drugih podbilansa u bilansu svake banke. Ovaj pad ili porast podbilansnih pozicija savremene banke, rezultira isključivo iz tržišnih zahteva i osnovni je indikator za ocenu uspešnog ili neuspešnog prilagođavanja banke tržišnim uslovima i njenoj konkurentnoj poziciji na tržištu".

**Dragan PEJIĆ**

**Prof. dr Veselin DRAŠKOVIĆ**

## **”KONTRASTI GLOBALIZACIJE”**

**Ekonomika – Beograd, Fakultet za pomorstvo Kotor, 2002.**

Nedavno je izašla iz štampe najnovija knjiga prof. dr Veselina Draškovića *Kontrasti globalizacije*, koja tretira savremeni proces globalizacije u njegovom najširem značenju i interdisciplinarnom pristupu.

Autor je predstavljanje složenog i multiplikativnog izraza globalizacije kao svjetskog fenomena eksplicirao preko njenih osnovnih performansi, finansijske globalizacije i virtualizacije, uticaja transnacionalnih korporacija, širenja jaza između razvijenih i nerazvijenih zemalja (”asimetrični poredak”), stvaranja globalnog poretka i njegovog uticaja na postsocijalističku tranziciju.

Naslovom studije *Kontrasti globalizacije* indicira se na činjenicu da je autor metodološki pristup prilagodio serioznom prikazu i analizi savremene globalizacije kao složenom i protivrječnom fenomenu o kome u literaturi, pored određenih jedinstvenih mišljenja, postoje veoma oprečna

tumačenja od strane autora ekonomske, pravne, sociološke, političke, kulturološke i drugih struka i nauka. Te činjenice ilustruju ozbiljnost pristupa, postavljenog zadatka i njegove obrade.

Prof. dr Veselin Drašković je širinom pristupa konfrontirao mišljenja raznih autora, napravio izbor relevantan za naslovljenu temu, a glavne kontraste globalizacije apostrofirao na relacijama liberalizam-protekcionizam, konkurencija-monopolizam, razvoj-stagnacija i bogatstvo-siromaštvo.

Globalizacija kao složeni fenomen, koji u određenoj mjeri čini dio i perspektivu geopolitike, već otprilike tri decenije izražava trend političke, ekonomske, kulturne i druge stvarnosti najširih razmjera. Ona je zapravo počela s pojavom međunarodnih, nadnacionalnih institucija, preko kojih su najmoćnije i najrazvijenije svjetske sile nametnule zajedničke standarde u domenu međunarodnih odnosa. Na taj

način, putem mehanizama i instrumenata prilagođenih velikim, moćnim i razvijenim zemljama, doprinosi se daljoj polarizaciji između razvijenih i bogatih zemalja, s jedne, i nerazvijenih i siromašnih zemalja, s druge strane.

Mnoge značajne promjene novijeg datuma, karakteristične za posljednju dekadu XX vijeka, nastale na najbitnijim područjima ljudske aktivnosti, uticale su na drugačiji odnos snaga u svjetskim okvirima. Pored vojnih, političkih i ekonomskih odnosa, značajno mjesto kompletnog globalnog prestrojavanja odvija se na sektoru naučnih, tehnoloških, ekoloških i drugih dostignuća. Autor je, s pravom, na sve to u knjizi ukazao, potkrepljujući svoje tvrdnje analizom dva dominantna procesa: a) prelaz industrijski razvijenih zemalja u postindustrijsko društvo, i b) prelaz bivših socijalističkih zemalja i socijalističke Kine u razne oblike mješovitog društva i privrede.

Lajt motiv navedenih procesa ubrzanja globalizacije jeste, smatra autor, interes krupnog kapitala za oplođavanje u internacionalnom procesu, gdje pravila igre malim zemljama nameću moćni i razvijeni. Ovim procesom stvara se sve veća povezanost država, regiona, privreda, institucija. Globalne promjene u svom višestrukom izrazu nadmašuju nacionalne i regionalne procese, institucije i mehanizme regulacije. Kroz njih se ostvaruje dominacija moćnih na čitavom svjetskom prostoru, male zemlje gube nacionalni suverenitet

(koji se u većini zemalja inače relativizira), dok se privredni i socijalni razvoj ostvaruje krajnje neravnomjerno. Razvijene zemlje ostvaruju stabilne stope rasta i razvoja, a time i visoki životni i potrošački standard stanovništva. Nasuprot tome, u nerazvijenim zemljama je evidentna stagnacija, nepovoljni trendovi rasta, siromašenje, pa čak i glad. Navedene tvrdnje ilustruju svi relevantni pokazatelji mjerenja nivoa razvijenosti, prije svega reprezentativni: društveni bruto proizvod ili nacionalni dohodak per capita, struktura privrede, potrošnja po glavi stanovnika, stopa mortaliteta stanovništva, pismenost i dr.

Navedena polarizacija sve više se izražava i u bivšim socijalističkim zemljama, gdje su globalizacija i prelazak na tržišnu privredu simultano djelovali u cilju ostvarivanja tzv. “nove kapitalističke ekonomije”.

Prof. dr Veselin Drašković o ovim temama i o sinhronizovanosti njihovog djelovanja u ovoj razvojnoj etapi i ubuduće, izražava jasan stav. Pri tome, on u čitavom radu ističe da su finansijska globalizacija i transnacionalizacija privrede, kao promoteri ovog svjetskog fenomena, najznačajnija komponenta razvoja svjetske ekonomije.

Tranzicijski procesi u postsocijalističkim zemljama ostvaruju se paralelno s globalizacijom. Autor smatra da su zemlje u tranziciji dio tzv. “asimetričnog poretka” i da se reforme u njima ne sprovode u skladu s očekivanjima. Koncept “šok terapije”

koji je primijenjen, uzročnik je produblivanja krize u tim zemljama, gdje je s tranzicijskim promjenama poremećen sistem vrijednosti u cjelini i na relaciji: društvo-pojedinac, grupe-pojedinac ili pojedinac-pojedinac.

Posljedice transformacije svjetske privrede odražavaju se na sve zemlje, bilo da se radi o pozitivim ili negativnim efektima. Istina, različite su refleksije na razvijene i nerazvijene zemlje i zemlje u razvoju.

Podržavajući pozitivne rezultate globalizacije, posebno na planu integrisanja i dostignuća nauke, tehnike, tehnologije, informatike, interneta, porasta međunarodne konkurencije roba, usluga, kapitala i drugih faktora proizvodnje, dr Drašković je, kao i mnogi drugi autori, veoma kritičan prema procesima globalizacije i nastavljanju polarizacije u svim domenima. Uz sve ranije izloženo, postoje izvjesne strepnje od utopizma i totalitarizma koje može da proizvede savremeni proces globalizacije, s naglaskom na nezaposlenost, socijalno raslojavanje, ekstremizam, globalni terorizam, nekontrolisana trka u naoružanju, uništavanje životne sredine eksperimentima i industrijskim otpadom, trgovina narkoticima, širenje zaraznih i neizlječivih bolesti i dr.

Pitanja ambivalentne prirode globalizacionih procesa biće sve složenija i izrazitija i pored otpora globalizaciji koji pružaju određeni pokreti i udruženja, zbog toga što će i buduće tokove i društveni razvoj usmjeravati najmoćniji, najbogatiji,

najrazvijeniji - svjetske super sile, a ostalima preostaje prilagođavanje.

Knjiga profesora Draškovića *Kontrasti globalizacije* predstavlja vrijedan rad u kojem je sadržana višeznačna analiza savremenih procesa globalizacije i tranzicije, kao aktuelnih zbivanja na međunarodnoj sceni. Oslonjena je na prvorazrednu, dobro odabranu literaturu stranih i domaćih autora, što joj, uz dobar metodološki prilaz, obezbjeđuje kvalifikacije sadržajnog i informativnog naučno-istraživačkog rada.

Iako je tematski predodređena prvenstveno na ekonomske aspekte svjetske transformacije, tj globalizacije i tranzicije (koje se odvijaju neravnomjerno) i njene posljedice, knjiga ima interdisciplinarni karakter, jer su u njoj eksplicirani i konfrontirani neki bitni sadržaji ne samo ekonomske, nego i sociološke, politikološke i filozofske provenijencije.

Iznošenjem ličnog mišljenja, najčešće kritički intoniranog, u vezi najznačajnijih pitanja koja su tretirana u studiji, autor se ne pridružuje antiglobalistima, već ukazuje na složenost situacije i zalaže se za traženje rješenja koja vidi u shvatanju potrebe prilagođavanja civilizacijskim normama, dostignućima i stremljenjima. Jer, prilagođavanje tokovima globalizacije i tranzicije je od presudnog značaja za nerazvijene i srednje razvijene zemlje, a posebno za male zemlje u koje spada i naša zemlja. Ono je imperativ za ovu razvojnu fazu i vrijeme koje dolazi, što podrazu-

---

## FINANSIJE

mijeva koncept otvorene tržišne  
privrede.

Rezultati ovog istraživanja mogu  
da posluže brojnim korisnicima, a  
naročito naučnicima i nastavnicima,  
mladim istraživačima, studentima i

svima koji su zainteresovani za  
istraživanja iz ove oblasti.  
Objavljivanje predmetne studije je  
obogatilo ekonomsku nauku za jedan  
vrijedni rad.

**Prof. dr Milica KOSTIĆ**

---

## BIBLIOGRAFIJA

Već više od trideset godina gospođa **Olivera RUDI** za časopis *FINANSIJE* priprema rubriku BIBLIOGRAFIJA. Tokom svih ovih godina njen požrtvovani i posvećeni rad značajno je doprinomio kvalitetu i značaju časopisa.

Gospođa Rudi je iz broja u broj davala sveobuhvatan pregled knjiga i članaka, ne propuštajući ni jedan značajan naslov. Informativni sadržaj ove rubrike koristio je brojnim generacijama naučnih i stručnih radnika koji su mogli jednostavno i lako da saznaju šta je sve važno objavljeno iz oblasti finansija.

Njen dugogodišnji rad u finansijskim institucijama učinio ju je vrsnim poznavaoцем stručne literature, kojoj se ona, i na ovaj način, posvećuje. Gospođa Rudi ne prestaje svoj rad na rubrici čak i u godinama kada za to nije dobijala nikakvu nadoknadu. Htela je da pomaže i prosvetljuje i to je činila nesebično.

Nedavno nam je saopštila da zbog zdravstvenih tegoba više ne može da sarađuje u časopisu. Ostaje nam samo da se nadamo da će rubrika BIBLIOGRAFIJA uspevati da i dalje ostvaruje kvalitet kakav joj je davao rad gospođe Rudi.

Uređivački odbor  
časopisa *FINANSIJE*

---

### UPUTSTVO ZA PRIPREMU RADOVA ZA OBJAVLJIVANJE U ČASOPISU *FINANSIJE*

Poštovani autori,

U ovom uputstvu je opisano na koji način treba pripremiti radove za objavljivanje u časopisu *FINANSIJE*:

- Radove pisati na srpskom (latinica) ili engleskom jeziku;
- Font je Times New Roman (Latin) veličine 12 cicera za osnovni tekst i 10 za fusnote;
- Rad pisati koristeći MS Word za Windows (tastatura za srpsku latinicu) ili neki od kompatibilnih programa za pripremu teksta;
- Radovi se dostavljaju obavezno u elektronskom obliku (na disketi ili kao dodatak elektronskoj pošti) i, poželjno, odštampani u dva primerka;
- Standardni format stranice je A-4;

Naslovi i podnaslovi:

- Glavni naslov rada piše se na sredini prve stranice rukopisa na srpskom (verzal 18 cicera), a ispod njega naslov na engleskom jeziku (verzal 16 cicera);
- Ime i prezime autora, pišu se ispod naslova (verzal 14 cicera); naziv i mesto institucije autora daju se u produžetku imena autora.
- Posle naslova rada i imena autora, napisati kratak rezime (5-10 redova) na srpskom i na engleskom jeziku;
- Ispod svakog rezimea (na srpskom i engleskom) navesti ključne reči (verzal).

Literatura:

- U spisku literature, na kraju rada, reference se daju po sledećem primeru:

Debreu, G. [1959]. *Theory of value*, Yale University Press, New Haven, p. 23.  
Jovanović, D. [2002] «Finansiranje privrednog razvoja i modeli rasta», *Finansije*, br. 3-4/2002. str. 12-23.

- Literatura u tekstu i fusnotama navodi se po imenu prvog autora ili institucije koja je izdala publikaciju i godini izdanja u uglastim zagradama, na primer, Debreu [1959] ili Jovanović [2002];

Nadamo se da ćete preporučena uputstva koristiti i unapred vam se zahvaljujemo.

Uređivački odbor časopisa *FINANSIJE*