

FINANSIJE

ASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXII
Broj 1-6/2007
Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

2007.

FINANSIJE

1 - 6

Iz sadržaja:

Bojan Antić
FINANSIJSKA LIBERALIZACIJA - GRADUALIZAM ILI ŠOK TERAPIJA

Jasmina Roskić
PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR ZA PODSTICANJE
I ZAŠTITU INOSTRANIH ULAGANJA U SRBIJI

Dr Saša Muminović, dr Vladan Pavlović
ATRAKTIVNOST INVESTIRANJA U REPUBLICI SRBIJI

Prof. dr Gordana Gasm
PRINCIPI EVROPSKE UNIJE O DRŽAVNOJ POMOĆI U KONTEKSTU
PROCESA STABILIZACIJE I ASOCIJACIJE – PUTOKAZ
ZA HARMONIZACIJU U SRBIJI

Dr Bojan Đorđević
INOVATIVNI PROCESI U BANKAMA: BRENDIRANJE
FINANSIJSKIH PROIZVODA I USLUGA

Mr Viktorija Jazić
UPRAVLJANJE KREDITNIM RIZIKOM

Aleksandar Mališić
OSNOVNA PRAVILA I TEHNIKE INVESTIRANJA
U FINANSIJSKE INSTRUMENTE

Dr Srđan Marinković
TRANSPARENTNOST FINANSIJSKIH TRŽIŠTA:
OSVRT NA BEOGRADSKU BERZU

Miodrag Arsić
POSLOVANJE PREDUZEĆA NEREZIDENTA
U REPUBLICI SRBIJI

REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA

FINANSIJE
ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina L XII

Broj: 1-6

2007.

Osnivač i izdavač:

Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša, 20.

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: dr Mirko Cvetković**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**Prevod rezimea:** mr Jasmina Knežević**Redakcija:** Časopis FINANSIJE, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd. Tel. 011 2685-301. E-mail: 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
62. godina, br. 1-6/2007.
Beograd

SADRŽAJ

ČLANCI

Bojan Antić
FINANSIJSKA LIBERALIZACIJA –
GRADUALIZAM ILI ŠOK TERAPIJA
str. 5

Jasmina Roskić
PRAVNI I INSTITUCIONALNI
OKVIR ZA PODSTICANJE
I ZAŠTITU INOSTRANIH ULAGA-
NJA U SRBIJI
str. 28

Dr Saša Muminović,
dr Vladan Pavlović
ATRAKTIVNOST INVESTIRANJA
U REPUBLICI SRBIJI
str. 44

Prof. dr Gordana Gasmi
PRINCIPI EVROPSKE UNIJE O
DRŽAVNOJ POMOĆI U KONTEK-
STU PROCESA STABILIZACIJE I
ASOCIJACIJE – PUTOKAZ ZA
HARMONIZACIJU U SRBIJI
str. 65

Dr Bojan Đorđević
INOVATIVNI PROCESI U BANKA-
MA: BRENDIRANJE FINANSIJSKIH
PROIZVODA I USLUGA
str. 96

Mr Viktorija Jazić
UPRAVLJANJE KREDITNIM RIZI-
KOM
str. 113

Aleksandar Mališić
OSNOVNA PRAVILA I TEHNIKE
INVESTIRANJA U FINANSIJSKE
INSTRUMENTE
str. 147

Dr Srđan Marinković
TRANSPARENTNOST FINANSIJ-
SKIH TRŽIŠTA: OSVRT NA BEO-
GRADSKU BERZU
str. 168

POSLOVNA PRAKSA

Miodrag Arsić
POSLOVANJE PREDUZEĆA NERE-
ZIDENTA U REPUBLICI SRBIJI
str. 188

PRIKAZI

Mr Biljana Vitković
„DELANJE I SISTEM SVETA“
str. 218

FINANCE

*Journal for the theory
and practice of finance*

62 years, No 1-6/2007.

Belgrade

CONTENTS

ARTICLES

Bojan ANTIĆ

FINANCIAL LIBERALISATION –
GRADUALISM OR SHOCK THERAPY

p. 5

Jasmina Roskić

THE LEGAL AND INSTITUTIONAL
FRAMEWORK FOR PROMOTION
AND PROTECTION OF FOREIGN
INVESTMENTS IN SERBIA

p. 28

Saša Muminović, Ph.D.,

Vladan Pavlović, Ph.D.

INVESTING IN SERBIA

p. 44

Professor Gordana Gasmi, Ph.D.

EU PRINCIPLES ON STATE AID IN
THE CONTEXT OF STABILIZA-
TION AND ASSOCIATION PRO-
CESS –GUIDELINES FOR HARMO-
NIZATION IN SERBIA

p. 65

Bojan Đorđević, Ph.D.

INNOVATIVE PROCESSES IN
BANKS: BRANDING
FINANCIAL PRODUCTS AND SER-
VICES

p. 96

Viktorija Jazić

CREDIT RISK MENAGEMENT

p. 113

Aleksandar Mališić

BASIC RULES AND TECHNIQUES
OF CAPITAL BUDGETING

p. 147

Srđan Marinković, Ph.D.

FINANCIAL MARKET TRANS-
PARENCY: BELGRADE STOCK
EXCHANGE OVERVIEW

p. 168

BUSINESS PRACTICE

Miodrag Arsić

BUSINESS OPERATIONS OF THE
NON-RESIDENT COMPANIES IN
THE REPUBLIC OF SERBIA

p. 188

REVIEWS

Biljana Vitković

„L’ACTION ET LE SYSTČME DU
MONDE“

p. 218

FINANSIJSKA LIBERALIZACIJA - GRADUALIZAM ILI ŠOK TERAPIJA

FINANCIAL LIBERALISATION - GRADUALISM OR SHOCK THERAPY

Bojan ANTIĆ
Orka-Hemija d.o.o. Beograd

Rezime

Finansijska liberalizacija je proces kome je pristupio veliki broj zemalja od sredine 70-ih godina XX veka, kako bi većom finansijskom integrisanošću u globalno tržište kapitala iskoristile prednosti koje ono pruža. Ipak, nisu sve zemlje tom procesu pristupile na isti način. Strategija nagle finansijske liberalizacije koju je primenjivala jedna grupa zemalja označavana je kao šok terapija, dok su druge zemlje ovom procesu pristupale postepeno, oslanjajući se na gradualističku strategiju. Kako su se iskustva zemalja značajno razlikovala u zavisnosti od primenjene strategije, osnovni cilj ovog rada je da, analizirajući različita empirijska iskustva zemalja u razvoju, prezentuje pouke o načinu sprovođenja uspešne finansijske liberalizacije.

Ključne reči: RAČUN KAPITALA, ŠOK TERAPIJA, GRADUALIZAM

Summary

The financial liberalization is the process approached by a large number of countries from the mid 70s in order to exploit all the benefits offered by a more intensive financial integration into the global capital market. Though, not all the countries approached this process in the same way. The strategy of one group of the countries was marked as the shock therapy, while another group of the countries, on the contrary, approached this process utilizing the gradualistic strategy. As the experiences of the countries were different depending on the strategy being implemented, the main aim of this paper is to draw the conclusions about the way the process of financial liberalization should be treated, through the analysis of different empirical experience of the developing countries.

Key words: CAPITAL ACCOUNT, SHOCK THERAPY, GRADUALISM

UVOD

Sredinom 70-ih godina XX veka, veliki broj zemalja se uključuje u proces intenzivnije integracije u globalno tržište kapitala. Tada započinje druga značajna epizoda međunarodne finansijske integracije¹, a mnoge zemlje prihvataju veći stepen finansijske otvorenosti u očekivanju teorijski i praktično proklamovanih različitih pozitivnih ekonomskih efekata. Shodno tome, kako ističe Jadhav (2003), pozitivna očekivanja zemalja kretala su se u širokom rasponu koga odlikuju sledeći pokazatelji:

- 1) Otvoreniji kapitalni račun platnog bilansa koji podrazumeva veću finansijsku efikasnost, specijalizaciju i inovativnost, kao posledice izloženosti domaćeg finansijskog sektora globalnoj konkurenciji;
- 2) Zemlje u razvoju imaju potrebu za kapitalom iz eksternih izvora, kako bi se ublažila izražena razlika između niže domaće štednje i potrebe za višim investicijama;
- 3) Rezidenti dobijaju mogućnost zasnivanja investicionih i potrošnih odluka na međunarodnim kamatnim stopama, što može da uveća individualno i ukupno ekonomsko blagostanje;
- 4) Slobodniji tokovi kapitala koji doprinose zasnivanju cenovnog mehanizma na objektivnijim međunarodnim osnovama, većoj

alokativnoj efikasnosti i konkurentskoj disciplini, i optimizaciji upravljanja agregatnom štednjom i investicijama;

- 5) Otvaranje računa kapitala takođe uvodi mogućnost međunarodne portfolio diverzifikacije i po toj osnovi značajno smanjenje postojećih rizika.

I pored nespornih praktičnih koristi, međunarodna finansijska liberalizacija podrazumeva i određene rizike koji su već prepoznati u teoriji:

- 1) Otvoren račun kapitala može dovesti do „izvoza“ ili odliva domaće štednje, što u kapitalno oskudnim zemljama može da umanjí investicioni razvoj;
- 2) Konvertibilnost računa kapitala može da izloži ekonomiju većoj makroekonomskoj nestabilnosti usled volatilnosti kratkoročnih kapitalnih kretanja, rizika kapitalnih odliva i potencijalnih negativnih eksternih efekata na druge sfere;
- 3) Prerana liberalizacija računa kapitala može da privuče značajne kapitalne prilive, da podstakne apresijaciju deviznog kursa i da destabilizuje ekonomiju koja prolazi kroz fazu osteljivih strukturnih reformi. I obratno, u trenutku kada stabilizacioni program izgubi kredibilitet, kapitalni odliv može da inicira platno-bilansnu krizu, depresijaciju deviznog kursa i pokretanje inflatorne spirale;
- 4) Veći kapitalni priliv i precenjeni devizni kurs mogu da skrenu re-

¹ Prva istorijska epizoda intenzivne međunarodne finansijske integracije odvijala se u periodu od 1870. godine do I svetskog rata.

surse od izvoznih sektora ka sektorima orijentisanim na domaće tržište i da podstaknu Holandsku bolest, tj. značajan gubitak konkurentnosti;

- 5) Konvertibilni račun kapitala može da dovede do pojave i naraštavanja finansijskih mehura, naročito u sektoru nekretnina i na tržištu akcija, čije pucanje može da ima negativne eksterne efekte na ekonomiju u celini.

Dakle, finansijska globalizacija donosi i koristi i rizike, koji su manje ili više izraženi u zavisnosti od strategije pristupanja ovom procesu, ali je u svakom slučaju globalizacija neizbežan proces ekonomskog razvoja.

Nacionalne razlike u pristupu procesu integracije u globalno tržište kapitala i različiti efekti po nacionalne ekonomije privlače pažnju istraživača. Uočeno je da je jedna grupa zemalja primenila gradualistički pristup finansijskoj liberalizaciji dok je druga grupa zemalja pristupila ovom procesu primenom strategiju šok terapije. Uočeno je da pozitivni i negativni ekonomski efekti koje je teorija predviđala nisu ispoljeni u svim zemljama na podjednak način i u potpunosti.

Ovaj rad sadrži analizu strateških specifičnosti na primeru nekih zemalja u razvoju, od kojih su dve primenjivale gradualističku strategiju (Indija i Kina), a druge dve šok terapiju (Tajland i Peru). Analizom uporednih iskustava ove dve strategije, pokušaćemo da izdvojimo onu strategiju koja donosi veće koristi i minimizira rizike svojstvene finansijskoj liberalizaciji.

1. INDIJA: ISKUSTVA I LEKCIJE

Gradualistički pristup liberalizaciji računa kapitala, Indija je gradila na iskustvu brojnih zemalja koje su tokom 90-ih godina 20. veka prošle kroz epizode teških finansijskih kriza. Tako, Azijska finansijska kriza predstavlja jedan nesrećan slučaj koji je nastao zbog fundamentalnih strukturnih problema, slabosti finansijskog sektora, neadekvatne supervizije i prebrze finansijske liberalizacije zagovarane od strane Međunarodnog monetarnog fonda (MMF). Slučaj ove finansijske krize je ukazivao na nužnost skladnog kombinovanja principa postupnosti u kontekstu liberalizacije računa kapitala, paralelno sa izgradnjom regulatornih i supervizijskih institucija i sprovođenjem zdrave makroekonomske politike, politike deviznog kursa i politike finansijskog sektora.

Dakle, indijska ekonomska elita promišljeno je i mudro učila na greškama drugih, mada je podjednako važno i to da je izbor gradualizma kao ideje-vodilje ekonomskih reformi bio produkt više činjenica a posebno činjenica da se ekonomskim reformama nije pristupilo nakon duže ekonomske krize², da su solidne ekonomske performanse iz 80-ih godina XX veka bile posledica evolutivne transformacije, kao i da je izbor gradualizma bio pretpostavka postiza-

² Platnobilansna kriza iz 1991. godine smatrana je kratkoročnim zastojem bez izazivanja loših ekonomskih performansi u dužem vremenskom periodu.

nja društvenog konsenzusa koji je obezbeđivao širok legitimitet celokupnim ekonomskim reformama.

Indija je gajila i specifičan odnos sa MMF-om. Naime, za razliku od Azijske finansijske krize, u slučaju Indije, MMF je podržavao vladinu strategiju gradualističkog pristupanja liberalizaciji računa kapitala od samog početka novijeg reformskog kursa. Odnos koji je Indija gajila prema MMF-u, nedopuštajući mu nametanje koncepta šok terapije, i posledično ponašanje MMF-a u pravcu podrške gradualističkoj strategiji, može biti objašnjen izraženom sumnjom indijske elite u sposobnost MMF-a da priskoči u pomoć u slučaju izražene krize platnog bilansa.

Inostrani kapitalni prilivi su počeli da rastu 1993/1994. godine, a naročito 2003/2004. godine, beležeći skok sa 15.6 milijardi dolara na 20.2. milijardi dolara 2005/06. godine. Ne samo da se, kao rezultat uspešne finansijske liberalizacije, povećao kvantitet kapitalnih priliva, već je zabeleženo i kvalitativno prestrukturiranje u korist stabilnijih nezajmovnih kapitalnih tokova, smanjujući mogućnost izbivanja dužničke krize u slučaju inverzije domaćih i/ili spoljnih ekonomskih okolnosti. Kao godišnji udeo u društvenom proizvodu, kapitalni tokovi su povećali prosečno učešće od 1.6% tokom 80-ih godina na 2.3% tokom perioda 1992-2002. godine, ukazujući time da su kapitalni tokovi bili u skladu sa apsorpcionim kapacitetom procesa ekonomskog rasta tokom 90-ih godina.

Osnovne lekcije kojima nas podučava indijski izbor i implementacija

gradualističke strategije liberalizacije računa kapitala su sledeće:

Indija je liberalizaciju računa kapitala tretirala kao proces, a ne kao događaj. Finansijska liberalizacija je smeštena u duži vremenski okvir sa minimizacijom potencijalnih troškova po indijsku ekonomiju i društvo. Gradualizam je dolazio do izražaja kroz usklađivanje procesa liberalizacije računa kapitala domaćim ekonomskim kretanjima, naročito kretanjima u monetarnoj i finansijskoj sferi.

Ekonomski autoriteti Indije priznavali su relaciju između tekućeg računa i računa kapitala, pa su zato, u skladu sa opšteprihvaćenim teorijskim konsenzusom, liberalizovali priliv inostranog kapitala u obliku stranih direktnih investicija (SDI) i u obliku portfolio investicija tek posle liberalizacije spoljnotrgovinskih odnosa, kako bi se izbegla zamka da se inostrani kapital usmerava ka neproaktivnim sektorima.

Liberalizacija računa kapitala odvijala se paralelno sa ukupnim ekonomskim reformama u Indiji. To je podrazumevalo usklađivanje finansijskog otvaranja sa drugim reformskim procesima, kao na primer, sa reformama regulatorne infrastrukture, jačanjem bankarskog sektora i reformom finansijskog tržišta.

Tako je, na primer, izgrađena kvalitetna regulatorna infrastruktura koja je bila neophodna jer je iskustvo drugih zemalja pokazalo da je tranzicija iz finansijske represije ka finansijskoj liberalizaciji redovno vodila finansijskom krahu u okolnostima neadekvatno regu-

lisanih finansijskih sistema. Važan napredak postignut je na terenu jačanja discipline među igračima tržišta kapitala u pravcu emitovanja potpunijih informacija tržišnim participantima, kako bi se smanjila informaciona neusklađenost na finansijskom tržištu i poboljšao kvalitet investicionih odluka.

U bankarskom sektoru je izvršena postepena liberalizacija kompleksne strukture kamatnih stopa, kako bi se sprečilo da banke naglo uvećaju aktivne kamatne stope i uspore ekonomski rast i razvoj. Ta mera je kombinovana sa smanjenjem izdvajanja gotovinskih sredstava na račun kod Rezervne banke Indije, otvaranjem bankarskog sektora za međunarodnu konkurenciju i jačanjem prudencijalne regulative i supervizije banaka u skladu sa Bazelskim propisima³, kao i sa pooštavanjem tretmana sumnjivih zajmova. Specijalna pažnja posvećena je nerezidentnim depozitima usmerenim u bankarski sistem Indije, kako bi se, za razliku od perioda platnobilansne krize 1990-1991. godine tokom koje su bili veoma volatilni usled kamatnih diferencijala i eksplicitnih državnih garancija na devizni kurs, privukla stabilna depozitna baza.

³ Za banke koje posluju u Indiji preciziran je dan početka pune implementacije Bazel II standarda. Tako, za strane banke koje posluju u Indiji i indijske komercijalne banke sa inostranim operacijama, respektivni datum je 31. mart 2008. godine, dok ostale komercijalne banke počinju sa punom implementacijom 31. marta 2009. godine.

Privlačenje portfolio kapitala olakšano je reorganizacijom i modernizacijom dva najveća berzanska tržišta u Indiji: NSE - berze u Nju Delhiju i BSE – berze u Bombaju. Time je dat svež zamajac učvršćenju anglosaksonskog modela finansijskog sistema u Indiji i privlačenju međunarodnog portfolio kapitala. Šira distribucija rizika, u jeku nabujalih kapitalnih priliva, ostvarena je tipskom diverzifikacijom igrača koji su mogli da nastupaju na finansijskom tržištu. Tako, kao novi učesnici na finansijskom tržištu pojavili su se: strani institucionalni investitori, uzajamni fondovi, fondovi smelog kapitala, osiguravajuće kompanije i penzioni fondovi, koji su proširili spektar profesionalizovanih finansijskih usluga i povećali atraktivnost Indije kao međunarodnog investicionog odredišta. Uporedo sa ovim promenama, reformski proces se usredsredio i na prilagođavanje računovodstvenih standarda međunarodnoj praksi kao i na poboljšanje i očuvanje stabilnosti i predvidivosti domaćeg pravnog okvira.

Indija je pristupila hijerarhizaciji u liberalizaciji računa kapitala, koja je podrazumevala davanje prioriteta liberalizaciji kapitalnih priliva u odnosu na kapitalne odlive, dok su svi odlivi vezani za prilive bili, takođe, liberalizovani. Ako analizu spustimo na tipove međunarodnog kretanja kapitala, strane direktne investicije (SDI) su preferirane zbog stabilnosti ovih kapitalnih tokova, pozitivnih efekata na domaću makroekonomsku dinamiku i „uvoza“ discipline u indijsku ekonomiju kroz dinamiziranje konkurencije, dok su inostrani

kratkoročni prilivi zajmovnog kapitala bili izbegavani. O postojećoj averziji prema zajmovnim prilivima govori i činjenica da su oni stagnirali na nivou od 1% per annum društvenog proizvoda Indije u periodu 1992-2004. godine. Zahvaljujući tome, Indija nije iskusila krizu platnog bilansa u periodu posle 1992. godine. Mere kontrole kapitala su postepeno stimulisale spoljno zaduživanje na duži rok, naročito u segmentu komercijalnih zajmova i operacija banaka i dilera na deviznim tržištima.

Kada su u pitanju kapitalni odlivi, prvenstvo je davano korporativnom sektoru, koga su sledili finansijski intermedijari (banke i druge finansijske institucije), a na kraju su dolazila individualna kapitalna kretanja. Korporativni sektor je uživao preferencijalni tretman kako bi se moćnim indijskim kompanijama olakšao nastup na međunarodnom tržištu, kroz direktne investicije i/ili akvizicije. Smatrano je da će liberalizacija kapitalnih odliva imati poželjan efekat na nadgradnju indijske industrije kroz lakši pristup tehnološkim i menadžerskim znanjima. Finansijski intermedijari su uživali drugostepeni značaj zbog relativne nelikvidnosti aktivnih bilansnih pozicija, kao i relativno kratkoročne prirode pasivnih pozicija; njima je pripisivana i mogućnost participacije u prenošenju domino efekta i samoispunjavajuće krize poverenja. Finansijska liberalizacija finansijskih intermedijara je obavljana paralelno sa reformama finansijskog sektora u pravcu njegove veće stabilnosti i poverenja. Kada se radi o individualnim kretanjima kapitala, nerezidenti indijskog pore-

kla su uživali sasvim drugačiji status u odnosu na nerezidente: nerezidentnim Indijcima dozvoljeno je da pristupaju računima u Indiji, raspolazu akcijama i nekretninama, i posledično, da ih povlače, dok je nerezidentima uživanje istih prava oduzimano (sve do 2002-2003. godine). Ne smemo zapostaviti činjenicu da se izuzetost Indije domino efektu iniciranom Azijskom finansijskom krizom duguje, između ostalog, upravo opisanim merama kontrole kapitalnog odliva. Indija je zabranjivala i upotrebu rupija u inostranstvu za transakcije koje u osnovi nisu imale trgovinske i/ili investicione transakcije. Indija je na taj način želela da izbegne situaciju u kojoj bi očekivanje depresijacije usled domino efekta ili loših ekonomskih fundamenata dovelo do obimne prodaje i posledične depresijacije.

Liberalizacija kapitalnih odliva individualnih transaktora, korporativnog sektora i investicionih fondova zavisila je u velikoj meri od nivoa deviznih rezervi zemlje kao i od intenzivnije dvosmerne fluktuacije deviznog kursa. Ovakav pristup odabran je zbog internacionalizacije poslovnih aktivnosti indijskih kompanija i njihovom željom za skladnim međunarodnim sinergijama i dostupnim respektivnim znanjima.

Takođe, smatrano je da promena u kapitalnim tokovima može biti apsorbirana promenom deviznog kursa, bez „bega“ deviznih rezervi. Ovakvo rezonovanje ima i svoju negativnu stranu: za tržišta u nastajanju kao što je indijsko, kritično je očuvanje deviznog kursa na nivou koji obezbeđuje međunarodnu konkurentnost i primenu strategi-

je ekonomskog rasta koji je predvođen izvozom. Da bi se ovo postiglo, Indija je pažljivo balansirala između liberalizacije računa kapitala i očuvanja poželjnog nivoa deviznog kursa. Naime, dok je s jedne strane Indija ohrabri-vala kapitalni priliv kroz emitovanje nedvosmislenog signala o blagovremenom i urednom servisiranju spoljnog duga, iste te kapitalne prilive Indija je sterilisala u značajno meri⁴, kako bi se očuvala stabilnost deviznog kursa rupija prema američkom dolaru koji je korišćen kao nominalno sidro, sprečio rast uvoza, pomoglo krhkom izvoznom sektoru (kako veće apresijacije deviznog kursa nije ni bilo), sprečilo narastanje deficita tekućeg računa i izbegli inflatorni efekti povećanih priliva kapitala. Tokom 90-ih godina, Rezervna banka Indije je, kako bi pomirile interese, „is-savala“ likvidnosne viškove iz bankarskog sektora i usmeravala ih ka finansiranju javnog deficita, i to preko aukcija vladinih obveznica i operacijama na otvorenom tržištu. To je činjeno na diskretan način, „isušujući“ tržište i sprečavajući potencijalnu ekscesivnu volatilnost deviznog kursa. Dakle, postepenost u otklanjanju mera kontrole kapitala dozvoljavala je uspešno kombinovanje određenog stepena monetarne autonomije i finog navođenja deviznog kursa ka nivou koji je obezbeđivao međunarodnu konkurentnost i stabilnost spoljnog sektora, rast devi-

⁴ Od 1996. godine, Rezervna banka Indije je apsorbovala u proseku oko 50% godišnjih kapitalnih priliva.

znih rezervi, prevenciju spekulativno motivisanih aktivnosti i stabilan priliv kapitala. Dakle, kapitalni tokovi su oblikovali devizni režim podjednako koliko je devizni režim uticao na kapitalne tokove.

Kontinuitet indijskog ekonomskog uspeha duuguje se sistemskoj političkoj stabilnosti. Od početka 90-ih godina XX veka, u Indiji je održano šest parlamentarnih izbora i smenilo se sedam premijera na čelu, najčešće, koalicioni-h vlada koje su sačinjavale nacionalne i regionalne političke partije. Primetno je da je, uprkos različitosti političkih ideologija na indijskoj političkoj sceni i frekventnim izbornim procedurama, prepoznavanje javnog dugoročnog interesa u delu sprovođenja ekonomskih reformi posledica razvijene svesti indijske političke elite o značaju i neophodnosti postizanja i održanja konsenzusa na ovom terenu⁵.

Uspeh koji je Indija postizala svojim uravnoteženim, faznim pristupom finansijskoj liberalizaciji izuzetna je preporuka za očuvanje tog kursa, uz nužna prilagođavanja, odnosno, fina štelovanja u skladu sa datim vremenskim momentom i zahtevima koje postavljaju domaća i međunarodna kretanja. Pre svega, mislimo na reformu realnog sektora, dalju fiskalnu konsolidaciju i

⁵ Dalja finansijska liberalizacija nailazi na političku prepreku, pošto se politički lideri plaše da bi nastavak ovog procesa zahtevao neizbežne i nepopularne političke klackalice, što se u javnosti prikriva retorikom procvata različitih segmenata finansijskog sistema Indije.

očuvanje pratećih makroekonomskih parametara koji se odnose na sistemsku stabilnost.

To je transparentni okvir i kurs kojim Indija planira da se kreće za oročeni period od narednih pet godina kako bi se postigla punija liberalizacija računa kapitala i integracija u međunarodno tržište kapitala uz maksimiziranje koristi i minimiziranje rizika tog procesa kao savremene neizbežne dominante.

2. KINA: ISKUSTVA I LEKCIJE

Kina je započela intenzivne ekonomske promene krajem 1978. godine u vreme velikog ekonomskog i političkog reformatora Deng Sjaopinga. One su uglavnom bile usmerene ka transformaciji kineske ekonomije iz centralno-planuskog ka tržišnom okviru. Sastavna komponenta ukupnih ekonomskih reformi bila je čvrsta rešenost za integracijom Kine u međunarodno finansijsko tržište. Tom procesu, kao i ukupnim reformama, Kina je pristupala trajno se opredeljujući za gradualističku strategiju reformisanja, odnosno politiku „sitnog hoda“, što je bilo osnova sprovođenja „politike otvorenih vrata“. Refleksija kineskog pristupa vidljiva je kroz postepenost u reformisanju različitih segmenata kineskog finansijskog sistema, koja se proteže skoro tri decenije, kako bi se podržalo funkcionisanje tržišne privrede. Osnovni elementi kineskog finansijskog sistema koji su bili predmet finansijske liberalizacije su kapitalni tokovi u vidu stranih direktnih investicija (SDI) i portfolio investicija, upravljanje spoljnim dugom i forma deviznog sistema.

Otvaranje Kine za priliv SDI može se, prema hronološkom načelu, smestiti u tri perioda: prvi – od 1979-1986. godine, drugi – od 1986-1990. godine i treći - od 1990. godine do savremenog trenutka.

U periodu 1979-1986. godine, Kina se, usvajanjem Zakona Narodne Republike Kine o zajedničkim ulaganjima kineskih i inostranih investitora, po prvi put od 1949. godine otvorila za SDI. Strani kapital u obliku SDI je u opštoj perspektivi bio vrlo poželjan, ali i vrlo striktno regulisan i pod centralizovanim uticajem visokobirokratizovane prakse.

Period od 1986-1990. godine obeležio je značajno liberalniji stav kineske države prema stranim ulaganjima. Mogućnost da poslovni subjekt u celosti poseduje strani kapital uvedena je Zakonom Narodne Republike Kine o preduzećima. Značajan progresivni iskorak ostvaren je u smeru decentralizacije i pojednostavljenju odlučivanja o SDI i podsticanju osnivanja preduzeća u potpunom vlasništvu inostranog kapitala širom zemlje. Liberalni duh se očitavao i poreskim i uvoznim povlasticama, a povećan je i broj ekonomskih zona pod preferencijalnim tretmanom sa 4 na 14 priobalnih gradova.

Treći period, koji počinje od 1990. godine traje još uvek. Tokom ovog perioda, amandmanima na pojedina zakonska rešenja, Kina je još dalje uznapredovala na planu izgradnje i primene sistemskog regulatornog okvira koji je olakšavao priliv SDI, naročito, ka prioritetnim sektorima.

Podršku liberalizaciji priliva SDI dala je konvertibilnost za tekuće transakcije uvedena 1996. godine. Tom si-

stemskom merom, preduzeća u vlasništvu inostranog kapitala dobila su povlastice odobravane domaćim preduzećima: mogućnost valutne trgovine bez prethodno tražene autorizacije. Inostranim preduzećima je odobrena devizna retencija, za razliku od domaćih preduzeća kojima nije dozvoljavano da poseduju devizne račune niti mogućnost devizne retencije.

Zahvaljujući postupnim merama otvaranja Kine za priliv SDI, za razliku od perioda pre 1979. godine, tokom koga SDI, kao tip međunarodnog kretanja kapitala, nisu apsolutno egzistirale u punom smislu reči, prema podacima za 2004. godinu, Kina godišnje apsorbuje SDI ukupne vrednosti koja premašuje magičnu brojku od 50 milijardi dolara, dok je ukupni stok SDI 500 milijardi dolara ili 34% kineskog BDP-a po tržišnom deviznom kursu. Tako visok priliv međunarodnog kapitala, smešten u devizne rezerve zemlje, čini poziciju Kine naspram spoljne kratkoročne zaduženosti veoma udobnom – koeficijent kratkoročnog spoljnog duga i deviznih rezervi iznosio je 15.8% 2004. godine. Vrednost kineskog gradualizma vidimo i u činjenici da je kineski pristup ka preferiranju SDI u odnosu na druge vidove međunarodnog kretanja kapitala pomogao izolovanju Kine od rizika povezanih sa liberalizacijom računa kapitala⁶, ali i transmisiji tehnološkog i marketinškog znanja⁷.

Ne samo da Kina apsorbuje obimne kapitalne prilive, već je počela i da ohrabruje odliv SDI ka sirovinskim i tehnološkim sektorima, neophodnih kao potpora održanju stopa ekonomskog rasta od 8% u proseku, kao i ka američkom dugovnom tržištu i međunarodnom bankarskom sistemu. Ipak, odlivi kapitala u odnosu na kapitalne prilive još uvek su mali i iznosili su oko 3 milijarde dolara 2003. godine.

Kao i liberalizaciji SDI, Kina je gradualistički pristupila i otvaranju i izgradnji svojih finansijskih tržišta, koja su postojala pre 1930-ih godina i bila apsolutno odsutna u periodu socijalističke reorganizacije. U tom smislu, tržište korporativnih obveznica osnovano je 1984. godine, a tržište akcija u Šangaju 1990. godine i u Šenzenu 1991. godine. Ubrzo, inostranim investitorima je dozvoljena kupovina akcija B tipa preko Šangajske i Šenzenske berze 1991. godine, a zatim je, već 1994. godine, inostranim trgovcima finansijskim instrumentima ponuđena mogućnost da trguju kineskim finansijskim instrumentima. Ipak, tržišna kapitalizacija tržišta akcija u Kini je mala i iznosi svega 17% BDP-a⁸ prema podacima za 2004. godinu i prema navodima izveštaja McKinseya (2006) među najmanjima je na svetu. Tome dodajemo i

⁶ U kontrapunktu ovome stoji činjenica da je proteklih godina, zastupljenost SDI u ukupnim kapitalnim prilivima na silaznoj putanji, implicirajući sve izraženiju determinisanost kapitalnih

tokova tržišnim silama umesto željama kreatora ekonomske politike.

⁷ Prasad i Wei [2005]

⁸ Prosečna vrednost za zemlje u razvoju je 60 i više procenata BDP-a.

nerazvijeno tržište korporativnih obveznica, čija tržišna kapitalizacija iznosi 1% BDP-a⁹. Skroman napredak je ostvaren i u podsticanju razvoja osiguravajućih kompanija, uzajamnih penzionih fondova, čija je aktiva iznosila 4.1%, 0.9% i 1.2% BDP-a, respektivno, 2003. godine, što je, u svakom slučaju, pozitivan pomak sa stanovišta produbljivanja investicione baze i davanja zamajca razvoju finansijskog tržišta.

Drugi kanal podsticanja priliva inostranog kapitala predstavljala je distribucija finansijskih instrumenata izvan granica Kine. Finansijski instrumenti koji su korišćeni u te svrhe bile su akcije H, N i S tipa, američki i globalni depozitni sertifikati, kao i kovertibilne obveznice. Do danas, prekogranični listing predstavlja važnu politiku reformisanja kineskih preduzeća, naročito onih u državnom vlasništvu i liberalizacije inostranih kapitalnih priliva.¹⁰

Za razliku od prikupljanja kapitala emisijom finansijskih instrumenata, mogućnosti kupovine akcija u Kini od strane inostranih investitora bile su veoma male. U skladu sa potrebom sprečavanja odliva kapitala iz Kine, inostrani investitori nisu raspolagali mogućnošću obavljanja sekundarnog prometa akcijama A tipa¹¹. Ipak, kako bi im se omogućila kupovina kineskih akcija, potrebe potencijalnih inostranih ulagača su servisirane kroz mogućnost

kupovine akcija B tipa denominiranih u inostranoj valuti, kojima se trgovalo u malom obimu na tržištu izolovanom od tržišta za akcije A tipa. Zahvaljujući tome, potencijalni prodavci tih akcija mogli su da izvrše transakciju samo sa kontrapartima spremnim da otkupe akcije u američkim ili hongkonškim dolarima. U duhu započete liberalizacije, 1996. godine, Narodna banka Kine preduzima mere s ciljem pojednostavljenja inostranog ulaganja u akcije domaćih emitenata, i to kroz autorizovane investicione fondove, a od 2003. godine, preko kvalifikovanih inostranih institucionalnih investitora¹², dok je od jula 2004. godine na snazi regulativa koja ovlašćuje domaće institucionalne investitore da investiraju u inostranstvo. Ipak, još uvek nerazvijeno finansijsko tržište u Kini posledica je dominacije kineske vlade u vlasničkoj strukturi kompanija, činjenice da su finansijski instrumenti najperspektivnijih kineskih kompanija kotirani na inostranim berzama (pre svega, u Hong Kongu i Šangaju), kao i deficitarnosti u broju i operacijama institucionalnih investitora što pothranjuje spekulativnu trgovinu i smanjuje tržišnu disciplinu.

Posmatrajući prodor inostranih finansijskih institucija na kinesko finansijsko tržište, gradualizam je vidljiv od 1981. godine kada je otvorena prva inostrana bankarska filijala. Tek od 1994. godine se donose svi važniji sistemski

⁹ Prosečna vrednost za zemlje u razvoju je 50 i više procenata BDP-a.

¹⁰ Haihong [2000]

¹¹ Akcije denominirane u juanima.

¹² Dozvoljena kvota ulaganja na finansijskom tržištu Kine podignuta je 2005. godine sa 4 na 10 milijardi dolara.

zakoni koji su regulisali poslovanje inostranih finansijskih institucija, a među njima, najvažniji je Zakon Narodne Republike Kine o stranim finansijskim institucijama iz 1994. godine. Pod tim zakonom, širina poslovnih aktivnosti koje su inostrane finansijske institucije mogle da preduzimaju bila je veoma sužena. Tako, filijale inostranih banaka i banke osnovane mešovitim kapitalom nisu mogle da posluju u lokalnoj valuti, dok je njihov spektar deviznih poslova bio ograničen na maksimalno 13 tipova operacija. Do progresivne promene, sa stanovišta inostranih finansijskih kompanija, dolazi 1996. godine, kada je uvedena šira sloboda stranim bankama na polju deviznog poslovanja. Paralelno uz te promene, geografske restrikcije su postepeno popuštane, dopuštajući osnivanje bankarskih filijala u 23 grada i na ostrvu Hainan, a od januara 1999. geografski obuhvat je proširen na sve kineske velike i srednje gradove. Sve reformske mere u kineskom bankarskom sistemu preduzete u proteklih deset godina imale su za cilj da ga okrenu ka tržišnoj orijentisanosti. Pored toga, kineski bankarski sistem, preko koga se transferiše 75% ukupnog kapitala Kine, očišćen je od nenaplativih zajmova, čije je učešće u aktivni redukovano sa 31% 2001. godine na 10% 2005. godine pri velikim komercijalnim bankama. Otklanjanjem te anomalije ispunjena je važna pretpostavka pozicioniranja Kine kao atraktivne investicione destinacije.

Upravljanje potencijalom kineske spoljne zaduženosti navođeno je u skladu sa četiri fundamentalna principa: 1) upotreba inostranog kapitala uz kanali-

sanje u pravcu potreba ekonomskog razvoja, 2) ograničenost ukupnog iznosa spoljnog duga u skladu sa stopom ekonomskog rasta, agregiranim investicionim planom, fiskalnom i platnobilansnom pozicijom, 3) ograničenje iznosa deviznih sredstava koja se mogu konvertovati u juan, kako se ne bi umanjila efikasnost monetarne politike, i 4) optimizacija strukture spoljnog duga, uz nužnost dekuražiranja kratkoročne zaduženosti.

Da bi se ostvarili svi prethodno navedeni principi, korišćeno je nekoliko metoda. Prvi metod je podrazumevao obavezu da dugoročno i srednjoročno inostrano zaduživanje bude u skladu sa Državnim planom i pod dejstvom stroge kontrole, dok je kratkoročno zaduživanje bilo ograničavano jasno determinisanim koeficijentom devizne aktive i pasive. Drugi metod je je podrazumevao da su jedino finansijske institucije mogle da se zadužuju u inostranstvu u komercijalne svrhe kao i da emituju i plasiraju srednjoročne i dugoročne obveznice u inostranstvu. Treći način da se ispoštuju utemeljeni principi podrazumevao je sistem izveštavanja u smeru vladine statistike, s ciljem monitoringa pozicije spoljnog duga, uključujući kratkoročne prilive i odlive.

Zahvaljujući vođenoj politici u segmentu spoljnog zaduživanja, koeficijent spoljnog duga prema BDP-u je iskazao tendenciju stabilnosti od početka 90-ih godina i iznosio je oko 15%, mada je u periodu 2000-2004. godine, zabeležio rast sa 9% na 45%, dostižući nivo koji bi mogao da bude uzrok potencijalnoj кризи, smatraju Prasad i Wei (2005).

Kineski devizni sistem je evoluirao tokom čitavog reformskog perioda, iz oblika koji je podrazumevao rigidne devizne mere kontrole ka punoj konvertibilnosti tekućeg računa.

Početak ekonomskih reformi, Kina je dočekala sa rigidnim deviznim sistemom, u okviru koga je raspolaganje deviznim prihodima i rashodima bilo visokocentralizovano i u rukama vlade, dok je Narodna banka Kine operativno efektivirala celokupne devizne transakcije.

Ipak, 17. aprila 1980. godine, kada je Kina oficijelno preuzela obaveze prema Međunarodnom monetarnom fondu, dolazi do krupne promene u smislu postepenog usvajanja protržišnog pristupa u funkcionisanju deviznog sistema. Promena je nezaobilazno podrazumevala eksperimentalno uvođenje 12 deviznih tržišta za svop trgovinu i povećanje broja participanata na deviznim tržištima kroz povlašćeni tretman državnih i domaćih kolektivnih preduzeća. Sve transakcije su realizovane prema deviznom kursu koji je plivao u prethodno definisanom pojasu, a pri tom je bio viši od znaničnog fiksnog deviznog kursa.

Od 1986. godine, broj institucija koje su mogle da nastupe na svop tržištu je uvećan, i obuhvatao je inostrana preduzeća, javne ustanove, državna i domaća kolektivna preduzeća, kao i fizička lica. Upotreba prethodno ekspliciranog deviznog kursa je okončana, i isti je prepušten plivanju bez determinisanog pojasa.

Od 1988. godine, počinje da funkcioniše prva devizna berza u Šangaju, sa

mrežom od 80 centara širom zemlje, sve se intenzivnije širi tip i broj participanata na deviznim tržištima, a fizičkim licima su dozvoljene kupoprodajne transakcije u ovim centrima.

Od 1994. godine, devizne reforme dobijaju na snazi ali i širini, osnivanjem međubankarskog tržišta, zaokruživanjem deviznog tržišta u kompaktnu celinu, prelaskom na jedinstveni i tržišno determinisan devizni kurs u režimu pljavog plivanja, napuštanjem deviznih kvota i parcijalnom konvertibilnošću juana za tekuće transakcije.

Prvog decembra 1996. godine, Kina je prihvatila član VIII sporazuma sa MMF-om i time uvela punu konvertibilnost juana za tekuće transakcije. Preuzimanje te obaveze nalagalo je prateće reforme sistema deviznog sistema. Osnovne izmene ticale su se uključivanja inostranih preduzeća u devizni promet preko ovlašćenih banaka ili deviznih svop tržišta. Slično tome, fizičkim licima je pojednostavljen pristup deviznim sredstvima do određenog limita, za čije prekoračenje je bila neophodna dozvola.

Liberalniji pristup deviznim sredstvima proširen je i na sektore koje nisu učestvovali u spoljnotrgovinskoj razmeni. Ubrzo je, i to od 14. januara 1997. godine, domaćim preduzećima dozvoljena retencija određenog iznosa deviznih sredstava bez vremenskog limita, što je značajan pomak njihovoj poziciji u odnosu na prethodni preiod.

Dvadeset prvog jula 2005. godine, Kina je napustila osmogodišnji devizni aranžman vezivanja za američki dolar, posmatran kao domaće nominalno sidro

i instrument promovisanja trgovine i SDI¹³, i prešla na kontrolisano fleksibilni devizni kurs juana, inicirajući razvoj neophodne tržišne infrastrukture i finansijskih instrumenata za slobodno plivanje juana¹⁴. Time je ispunila neophodne pretpostavke za lakšu tranziciju ka potpunijoj liberalizaciji računa kapitala i sučeljavanju sa rizicima koje donose obimni kapitalni prilivi preko veće autonomije monetarne politike. Ipak, i pored toga, Kina i dalje odoleva pritiscima međunarodne javnosti koja traži veću kursnu fleksibilnost. Razlozi tome su, kako ističu Prasad et al. (2005) strah Kine da bi se tim potezom narušila konkurentnost izvoznog sektora koji vuče ekonomski rast i dominantno determiniše zaposlenost, pogoršalo stanje u sektoru poljoprivrede koji je međunarodno konkurentan i sa viškom radne snage od 150 miliona radnika u ruralnim zonama, kao i da bi se ugrozilo zdravlje bankarskog sistema usled postojanja pozitivne neto pozicije inostrane aktive na makronivou¹⁵ i kapitalnih odliva vođenih željom kineskih ekonomskih agenata za međunarodnim in-

vesticijama. Ipak, kvalitetu kineskog pristupa pridodaje se i to što je u skladu sa empirijom koja pokazuje da su zemlje srednjoročno uspješnije kada uvođe kursnu fleksibilnost pre potpune liberalizacije računa kapitala, naročito u uslovima slabosti finansijskog sektora, što je slučaj Kine.

Precizno planirana postepena liberalizacija deviznog sistema donela je Kini mnogostruke koristi, pre svega, u vidu uključenja u globalni ekonomski poredak, uspešnog upravljanja deviznim sredstvima, kombinovano sa negovanjem kursne stabilnosti¹⁶ i izolacijom domaćeg finansijskog sistema od volatilitnosti međunarodnih kamatnih stopa i deviznih kurseva.

Reformskim uspesima dodajmo i podjedanko važne izmene regulatornog okruženja: danas finansijski sistem Kine nadziru 4 entiteta: Narodna banka Kine je zadužena za monetarnu politiku i platni sistem; Komisija za hartije od vrednosti Kine, osnovana 1992. godine, nadzire funkcionisanje tržišta za hartije od vrednosti; Komisija za regulaciju osiguranja Kine kreirana je 1998. godine s ciljem preuzimanja uloge supervizije industrije osiguranja od Narodne banke Kine; Komisija za bankarsku regulaciju Kine, takođe, izjedrila je iz Na-

¹³ Lane i Schmukler [2007]

¹⁴ Možda kao najpogodniji indikator finansijske otvorenosti Kine javila se ekspanzija onšor tržišta za depozite denominirane u inostranoj valuti, koji su prema podacima za 2003. godinu odnosili 8% ukupnih depozita u domaćoj valuti.

¹⁵ Neto pozicije inostrane aktive kineskog bankarskog sektora 2001., 2002. i 2003. godine iznosile su 85, 108 i 85 milijardi dolara, respektivno.

¹⁶ Uprkos izraženoj težnji za kursnom stabilnošću, javljale su se epizode izražajnih očekivanja publike u smeru devalvacije juana, koja su, zajedno sa opadajućim diferencijalom domaćih i inostranih kamatnih stopa, dovodila do odliva kapitala iz zemlje, kao krajem 1997. godine i početkom 1998. godine.

rodne banke Kine 2003. godine i zadužena je za bankarske institucije, kompanije za upravljanje aktivom, investicione kompanije i druge depozitne finansijske institucije.

Posmatrajući ukupan kontekst finansijske liberalizacije, treba naglasiti uspeh Kine u dostizanju poželjne i stabilne strukture spoljnog duga u korist stabilnih dugoročnih¹⁷ vis-a-vis kratkoročnih kapitalnih tokova, disciplinu u servisiranja spoljnih obaveza, impresivan rast deviznih rezervi (1.2 biliona američkih dolara)¹⁸, kao i čudotvorno izbegavanje regionalnog kolapsa izazvanog Azijskom finansijskom krizom. Izbegavanje ove krize, kako objašnjavaju Fernald i Babson (1999), uprkos fundamentalnim slabostima kineskih preduzeća i finansijskih institucija, duže se snažnoj eksternoj poziciji reflektovanoj suficitom tekućeg računa od 3% 1997. i 1998. godine, kao i koeficijentom spoljnog duga prema BDP-u od 63.2% 1997. godine, ali i odsustvu sila tržišta koje bi, u regularnim tržišnim odnosima, izgurale promene u slučaju postojanja ili percepcovanja postojanja takvih problematičnih instituci-

ja, što je, u krajnjoj liniji, pozitivan efekat reformskog gradualizma u usvajanju tržišnih principa. Danas, merama kontrole kapitala Kina neuporedivo intenzivnije reguliše kapitalne odlive nego kapitalne prilive. Oklevanje u punom otvaranju računa kapitala plod je svesnosti kineske ekonomske avangarde da bi to mogla biti potencijalno rizična mera u okruženju slabog finansijskog sistema i slabe prudencijalne kontrole. Uprkos tome, Kina je svesna da je neizbežna finansijska liberalizacija u dugoročnom nacionalnom interesu, pa vođena time, nastavlja deregulaciona kretanja. U tom smislu, objavljen je i plan postizanja konvertibilnosti juana za kapitalne transakcije po principu 'korak po korak', kako bi se taj proces uskladio sa ukupnim makroekonomskim i finansijskim reformama.

3. TAJLAND: ISKUSTVA I LEKCIJE

Iskustvo Tajlanda se razlikuje od iskustva Indije i Kine, pre svega, zbog implementacije strategije šok terapije pri finansijskoj liberalizaciji.

Period koji je prethodio finansijskoj liberalizaciji na Tajlandu karakterisala je izloženost tajlandske ekonomije značajnim makroekonomskim neravnotežama, podstrekivanim kreditnom ekspanzijom i labavom fiskalnom politikom, što je pothranjivalo agregatnu tražnju i apresijaciju deviznog kursa i redukciju konkurentnosti izvoznog sektora, kao i rast tekućeg deficita koji je kasnih 70-ih godina i tokom 80-ih godina 20. veka iznosio približno 7% BDP-a. Tome dodajmo i osetljivost tajland-

¹⁷ Kako ističu Roy et al. (2006), priliv stabilnog kapitala posledica je stimulisanja kapitalnih priliva u targetirane geografske regione i postepenosti u otvaranju finansijskog sektora.

¹⁸ Informacija je od 13. aprila 2007. godine. Dodajmo da mnogi posmatrači kineske makroekonomske situacije rast deviznih rezervi ekspliciraju rapidnom ekspanzijom kineskog izvoza, kao i obilnim prilivima SDI, kao posledicama potcenjenosti juana.

ske ekonomije na spoljne šokove, pre svega, drugi naftni šok 1979. godine, i konsekvantno obaranje konkurentnosti tajlandske ekonomije. Kao odgovor na takvo ekonomsko stanje, od 1984-1987. godine, sprovodi se makro stabilizacioni program koji je involvirao inicijalnu devalvaciju nominalnog deviznog kursa. Na to su se nadovezale i strukturne reforme, pa je kao zbirni ishod preduzetih promena, uprkos inicijalnom negativnom efektu viših kamatnih stopa, dostignuta stopa rasta od 9.5% do 1987. godine, čemu dodajemo i ekspanziju izvoznog sektora.

Krajem 1987. godine, finansijski sistem Tajlanda, sa koeficijentom finansijske aktive prema BDP-u od 98.9%, označivan je vrlo dubokim u komparaciji sa finansijskim sistemima drugih zemalja u razvoju sličnog per capita dohotka. Tajlandski finansijski sistem je bio zasnovan na bankama, sa više od 67.5% aktive u vlasništvu banaka, i sa ograničenom finansijskom intermedijacijom preko uzajamnih fondova i drugih tipova finansijskih investitora.¹⁹ Tržišta obveznica i akcija su bila nerazvijena – relativni udeo emitovanih obveznica u BDP-u iz 1989. godine iznosio je 11.5%, dok je berzanska kapitalizacija iznosila 35.5% BDP-a.

Regulacija finansijskog sistema od strane vlade Tajlanda bila je veoma izražena. Centralna banka Tajlanda je plafonirala depozitne i zajmovne kamatne stope i svom snagom se trudila da determiniše sektorsku kreditnu alo-

kaciju. Kada je u pitanju regulatorni okvir, krajem 1987. godine ocenjen je kao veoma nepouzdan kako nije izjednačavao motivaciju vlasnika/ menadžera sa principima opreznog bankarskog poslovanja. Napomenimo i da Centralna banka Tajlanda nije imala puno diskreciono pravo zatvaranja nesolventnih finansijskih institucija, jer je nadležnost izdavanja licenci bila na Ministarstvu finansija, a Centralna banka Tajlanda je igrala ulogu supervizora. O zatvaranju očiju Ministarstva finansija prema finansijskoj nedisciplini svedoči i činjenica da je do tog trenutka, poslednja banka zatvorena još davne 1965. godine.

Na Tajlandu je dejstvo tržišne discipline bilo ometano garancijama na depozite, lošom računovodstvenom praksom i blagim obavezama za finansijskim informisanjem javnosti. Vlasništvo nad finansijskim i nefinansijskim institucijama bilo je koncentrisano na mali broj porodica, što je sprečavalo efektivan tržišni nadzor nad njihovim poslovanjem.

Finansijski sektor Tajlanda se vrlo dugo oporavljao od bankarske krize iz 1983-1987. godine. Slabijim performansama dodajmo i stalnu akumulaciju nenaplativih zajmova, koji su 1987. godine odnosili 7% ukupnih zajmova komercijalnih banaka, kao i mere sistemске podrške namenjene određenom broju banaka i finansijskih kompanija sa sumnjivim bilansnim pozicijama.

Slabostima dodajmo i korporativni sektor, koji je krajem 80-ih godina, bio karakterističan po lošem korporativnom upravljanju, neadekvatnim standardima izveštavanja javnosti, koncentraciji vla-

¹⁹ Alba et al. [1999]

sništva i lošoj zaštiti interesa akcionara. Prema tome, inicijalni uslovi na početku perioda intenzivnijeg kapitalnog priliva bili su šarenoliki. Dok je makroekonomsko i strukturno okruženje bilo benigne prirode, uslovi u korporativnom i finansijskom sektoru su bili manje povoljni u kontekstu prihvatanja inostranog kapitala, odnosno, finansijske liberalizacije.

Uprkos očiglednim ekonomskim nedostacima, vlada Tajlanda je donela odluku da liberalizuje račun kapitala i finansijski sistem u celini krajem 80-ih i početkom 90-ih godina 20. veka.

Početak liberalizacije računa kapitala Tajland je dočekao sa relativno liberalnim tretmanom SDI i portfolio investicija. Mogućnost inostranog zaduživanja bila je dozvoljena, ali uz dozvolu Centralne banke Tajlanda. Početkom 1985. godine, podjednako tekuće i kapitalne transakcije su značajno liberalizovane, a do kraja 1994. godine Tajland je bio oslobođen deviznih ograničenja za tekuće transakcije i gajio je veoma privlačan ambijent za inostrana ulaganja. U periodu od 1985-1996. godine, ključne promene u procesu liberalizacije obuhvatale su: preuzimanje obaveze liberalizacije tekućeg računa u skladu sa članom VIII sporazuma sa MMF-om, poreski preferencijalni tretman portfolio priliva, 100% inostrano vlasništvo u firmama koje celokupnu proizvodnju izvoze, kao i etabliranje Bangkoka kao regionalnog finansijskog centra preko regulatornih i poreskih podsticaja. Ostali potezi odnosili su se na niže rezervne zahteve na nerezidentne račune u tajlandskim batima kod domaćih komerci-

jalnih banaka, postepenu eliminaciju restrikcija na kupovinu deviznih sredstava od strane rezidenata i prekogranični transfer, i postepeno otklanjanje barijera za odliv kapitalnih tokova.

Reforma ukupnog finansijskog sistema podrazumevala je dve osnovne komponente: demontažu kontrole kamatnih stopa i relaksaciju portfolio restrikcija uz širenje spektra aktivnosti.

Demontaža kontrole kamatnih stopa bila je jedna od bazičnih reformskih mera tokom 1989-1992. godine. Tako, u periodu 1989-1991. godine, ukida se plafoniranje kamatnih stopa na depozite komercijalnih banaka, a vrlo brzo i plafoniranje zajmovnih stopa. Ipak, oktobra 1993. godine, imajuću u vidu postojanje jaza između kamatnih stopa za prvoklasne i ostale zajmotražioce, Centralna banka Tajlanda počinje da zahteva od banaka deklarisanje minimalne kamatne stope na kredite velikim klijentima, minimalne kamatne stope na kredite malim prvoklasnim klijentima, kao i gornjeg limita za ove kamatne stope.

Druga mera finansijske liberalizacije odnosila se na eliminaciju restrikcija na širinu portfolio aktivnosti finansijskih institucija, prevashodno banaka, kojima je, takođe, dozvoljeno da penetriraju u oblast lizing aktivnosti kako bi se podstakla intenzivnija tržišna konkurencija. Od marta 1992. godine, finansijske kompanije su proširile polje delovanja na prodaju državnih obveznica, obezbeđivanje ekonomskih, finansijskih i investicionih informacija i savetodavne usluge vezane za tržište kapitala. Ubrzo je bankama dodatno dopušteno angažovanje i u oblastima osigura-

nja, emisije i plasmana dugovnih finansijskih instrumenata i prodaje udela u uzajamnih fondovima. Konačno, oborene su i bankarske rezervne restrikcije konvertujući ih u restrikciju na likvidnu aktivu, dozvoljavajući bankama da investiraju do 3% u državne vrednosne papire.

Prethodno opisan način finansijske liberalizacije doprineo je brzom naraštanju ranjivosti tajlandske ekonomije, kako na makro tako i na mikronivou. Ranjivosti na makronivou manifestovale su se kroz ogroman rast priliva kapitala po osnovu inostranog zaduživanja, koji je za period od 1988-1996. godine iznosio 100.3 milijarde dolara, vodeći ka kreditnoj ekspanziji, koja je, mereno koeficijentom kredita i BDP-a, tokom perioda 1987-1996. godine narasla sa 64% na 142%, i rastu cenovnog balana. Naročito je važno istaći stimulisan priliv kratkoročnih priliva kapitala koji se, zajedno sa visokim domaćim kamatnim stopama i implicitnim garancijama na devizni kurs kojih su ekonomske vlasti bile nevoljne da se odreknu, doprineo izgradnji obimnih kratkoročnih pozicija banaka i nebankarskih institucija početkom 1995. godine. U skladu sa tim, relativni udeo kratkoročnih kapitalnih priliva zabeležio je rast sa 26% 1989. godine na 50% krajem 1995. godine, a zatim je usledila blaža redukcija i to na 42% 1996. godine i 37% 1997. godine, što je ipak bila vrlo visoka brojka u poređenju sa drugim zemljama u razvoju. To je povelu ka deviznom riziku i skraćenju roka dospeća inostranih obaveza, čineći ekonomiju hipersenzitivnom na kapitalni odliv i posledično

zapadanje u recesiju. Do takvog, vrlo dobro procenjenog scenarija došlo je tokom Azijske finansijske krize, naročito ako imamo u vidu da je MMF, čak i po izbijanju krize, zagovarao nastavak politike finansijske liberalizacije, čak i pored slabosti tajlandske ekonomije. Kada je u pitanju mikronivo, ranjivosti su se manifestovale u vidu visokog koeficijenta zaduženosti korporativnog sektora, čija se prosečna vrednost tokom perioda 1988-1996. godine povećala sa 1.6% na 2.3%, i njegove izloženosti deviznom riziku, imajući u vidu da je do 1996. godine 42% ukupnog duga tajlandskog korporativnog sektora bilo denominirano u inostranim valutama, od čega je 30% bio kratkoročni dug. Finansijski sektor je dospao u situaciju ranjivosti vodeći politike ekscesivnog usmeravanja sredstava ka sektorima²⁰ čija je sposobnost servisiranja finansijskih obaveza bila eksponirana potencijalnim šokovima, kao i smanjujući sopstvenu sposobnost apsorbovanja potencijalnih negativnih šokova usled bilansne ročne neusklađenosti, loše određenih cena zajmova kao i nižih rezervnih izdvajanja po potencijalno nenaplativim potraživanjima.

Možemo zaključiti da su vođene makropolitike i nedorečen institucionalni okvir pod kojim su funkcionisale tajlandske finansijske institucije doprineli kreiranju slabosti, koje su se ispoljile ju-

²⁰ Prema tržišnim procenama, ukupna eksponiranost tajlandskih finansijskih institucija sektoru nekretnina kretala se između 30% i 40% agregatne bilansne sume.

la 1997. godine kada izbija Azijska finansijska kriza. Ona je posledica nekoliko faktora: 1) narastanje ranjivosti kojene vuče iz privatnog sektora, uzimajući u obzir obim investiranja i strukturu finansiranja, 2) slabosti nereformisanog finansijskog sektora – koje su uključivale neadekvatan regulatorni i supervizijski režim, postojanje implicitnog depozitnog osiguranja, koncentraciju vlasništva, lošu računovodstvenu praksu – što je sve zbirno, zajedno sa finansijskom liberalizacijom, doprinelo izgradnji ranjivosti kroz podsticanje hazarderskog ponašanja finansijskih institucija, 3) slabosti u monitoringu korporativnog sektora, i 4) kombinacije restriktivne monetarne politike sa fiksnim deviznim kursom, što je podsticalo ekonomske transakcije na neodmereno izlaganje deviznom i likvidnosnom riziku.

4. PERU: ISKUSTVA I LEKCIJE

Peru, podjednako kao i Tajland, pripada grupi zemalja koje su iskusile koncept rapidne finansijske liberalizacije. Tom kursu Peru je pristupio 1990. godine, usvajajući paket mera namenjenih hitnom reformisanju problematične peruanske ekonomije kroz program ekonomske liberalizacije u skladu sa recepturom Vašingtonskog konsenzusa, koji je podrazumevao i liberalizaciju računa kapitala i finansijskog sektora.

Peru se od ranih 70-ih godina pa sve do sredine 80-ih godina 20. veka suočavao sa platno-bilansnim krizama, niskim stopama ekonomskog rasta, rastućom inflacijom, velikim fiskalnim disbalansima i rapidnom akumulacijom

duga. Programi prilagođavanja iz 1984-1985. godine doprineli su kratkoročnom ekonomskom oporavku, ali ubrzo dolazi do ekonomskog kolapsa očitavanog kroz kumulativni pad BDP-a od 20% 1988-1989. godine, investicioni kolaps, godišnju stopu inflacije od 1.700% 1988. godine i 2.800% 1989. godine, i de facto nepostojanje deviznih rezervi zemlje²¹.

Do samog početka finansijske liberalizacije, finansijski sistem Perua bio je strogo regulisan, pre svega, kroz sistem plafoniranja kamatnih stopa i rezervne obaveze, a javni sektor je efektuirao svoj uticaj preko razvojnih banaka i programa usmeravanog kreditiranja. Zvanični cilj liberalizacije bio je da se promoviše mobilizacija i efikasna alokacija resursa, uključujući inostrani kapital putem različitih podsticaja.²² U skladu sa javno proklamovanim ciljevima, u drugoj polovini 1991. godine, stupa na snagu nova zakonska osnova namenjena podsticaju priliva inostranog kapitala. Važnost priliva inostranog kapitala naglašena je činjenicom da je jednakost tretmana domaćih i međunarodnih investitora ustavno garantovana, iako su inostrani investitori podlegali obaveznoj registraciji pri Nacionalnoj komisiji za strane investicije i tehnologiju.

Širina prava garantovanih inostranim investitorima svrstavala je Peru u

²¹ Jula 1990. godine, pozicija deviznih rezervi je bila negativna i iznosila je -105 miliona dolara!

²² Ariyoshi et al. [2000]

red vrlo poželjnih investicionih destinacija. Inostranim investitorima je dozvoljavano da slobodno vrše repatrijaciju profita i/ili dividendi, obavljaju reeksport kapitala, pristupaju domaćim kreditnim izvorima, kupuju akcije domaćih emitenata. Zahvaljujući takvoj politici, stok inostranih investicija se značajno povećao, sa 1.3 milijarde dolara 1990. godine na 6 milijardi dolara 1995. godine.

Zakon kojim je započeta reforma peruanskog finansijskog sektora bio je Zakon o finansijskim i osiguravajućim institucijama, usvojen aprila 1991. godine, koji zamenjuje do tada važeći zakon iz 1931. godine. Opšti ciljevi zakona bili su povećanje sektorske konkurentnosti, kao i poboljšanje javnog poverenja i solventnosti sistema.²³ Dublje posmatrano, taj zakon je težio: 1) eliminaciji neformalnog sektora bankarstva i rehabilitaciji ili likvidaciji finansijskih institucija, 2) uvođenju restrikcija na ponašanje akcionara i menadžmenta banaka i drugih finansijskih institucija, uvećanju minimalnih kapitalnih zahteva (npr. za banke, minimalni kapitalni cenzus je iznosio 5.2 miliona dolara) i organizaciji finansijskih institucija po principu otvorenih akcionarskih društava, 3) etabliranju kreditnih limita za lica povezana sa bankom, i 4) osnivanju fonda za osiguranje depozita kome su finansijsku kontribuciju obezbedili i Centralna banka Perua i druge finansijske institucije.

²³ Liebana [1997]

Finansijska liberalizacija je podrazumevala i slobodu uvozno-izvoznog sektora u realizaciji deviznih transakcija na tržištu bez posredovanja centralne banke, a puna konvertibilnost sola – nacionalne valute Perua - bila je garantovana Ustavom Perua. Pored toga, rezidentima i nerezidentima dozvoljeno je da otvaraju i poseduju račune denominirane u stranoj valuti u domaćim finansijskim institucijama, iako su više rezervne obaveze zadržavane na depozite u stranoj valuti.

Liberalizacija priliva kapitala omogućila je peruanskom bankarskom sektoru inostrano zaduživanje, koje nije podlegalo strogim rezervnim obavezama. Paralelno s tim, bankarski sistem se menjao i u smislu ekspanzije kapitala i poboljšanja indikatora performansi, posledično privlačeći inostrane investitore zainteresovane za peruanski finansijski sistem: zemlje provenijencije inostranih investitora prema tradiciji bile su Čile i Španija (Banco Bilbao Vizcaya i Banco Santander), ali i SAD, Italija i Hong Kong. Tome je nezanemarljivo kontribuirala redukcija koeficijenta neoperativnih zajmova prema ukupnim zajmovima, sa 12.8% 1990. godine na 5.2% 1996. godine.

Krajem 1992. godine, u reformskom jeku, menja se i zakon koji reguliše oblast centralnog bankarstva: u skladu sa novim zakonskim rešenjem, Centralna banka Perua ima za osnovne ciljeve obezbeđivanje monetarne stabilnosti i regulaciju novčane ponude; zabranjuje joj se finansiranje potreba javnog sektora (sem kroz kupovinu obveznica Trezora), uvođenje višestrukih deviznih

kurseva, kao i bilo koji vid intervencije radi determinisanja usmerenja bankarskih portfolio pozicija, dok je mogućnost određivanja minimalne i maksimalne visine kamatnih stopa zadržana za izuzetne situacije.

Obiman priliv kapitala bio je i posledica restriktivne monetarne politike u Peruu koja je vođena u periodu monetarne ekspanzije u SAD, kao i signifikantnog poboljšanja ekonomskih fundamenata peruanske ekonomije.

Sa prelaskom na fleksibilni devizni kurs, obimni kapitalni prilivi su doprinosili njegovoj apresijaciji: između 1990. godine i 1995. godine, realni efektivni devizni kurs je apresirao za 25%, privlačeći time inostrani kapital koji je finansirao narastajući tekući deficit sa 3.8% BDP-a 1990. godine na 7.3% 1995. godine. Ipak, obimni kapitalni prilivi i apresijacija deviznog kursa kritikovani su kako su povlačili vođenje kontraktivne monetarne i fiskalne politike, koje su imale negativne efekte na izvozne industrije.

Ubrzo nakon liberalizacije računa kapitala i poboljšanja tržišnog sentimenta, finansijske institucije su počele pristupati inostranim kreditnim linijama, izlažući peruansku ekonomiju riziku naglog povlačenja kapitala, kako su u strukturi zaduživanja dominirale kratkoročne pozajmice.

Potencijalni rizici su se ispoljili pri određenom broju finansijskih institucija u jeku volatilnosti na međunarodnom tržištu kapitala 1998. godine. Nakon ove epizode, potencijalni rizici su smanjeni zahvaljujući jačanju pozicije deviznih rezervi, koje su višestruko pokri-

vale spoljnu kratkoročnu zaduženost. U kontekstu progresa na finansijskim tržištima ostvarenog nakon liberalizacije računa kapitala, istaknimo snažno pulsirajuću aktivnost koja se reperkutovala kroz rast aktive pod upravljanjem novoosnovanih penzionih fondova sa 29 miliona dolara 1993. godine na 1.5 milijardu dolara 1997. godine, dok se stok finansijskih sredstava pod upravljanjem uzajamnih fondova uvećao sa 3 miliona dolara na 736 miliona dolara tokom istog posmatranog perioda.

Atraktivnost domaćeg finansijskog tržišta, posmatrano sa stanovišta inostranog kapitala, odražavala se i činjenicom da su inostrani fondovi obavljali 2/3 ukupne trgovine akcijama 1994. godine, vršeći poređenje sa njihovom apsolutnim nepostojanjem na početku reformskog kursa.

Iskustvo Perua, koji je pristupio rapidnoj finansijskoj liberalizaciji koju su pratili oprezna fiskalna i monetarna politika, fleksibilni devizni kurs, kao i jačanje finansijskog sistema, bilo je vrlo povoljno, što osnažujemo činjenicama da je Peru uspeo da izbegne dve međunarodne oluje, podignute finansijskim krizama u Meksiku 1995. godine i u Aziji 1997. godine, kao i da se stopa ekonomskog rasta sa 2.9% 1991. godine popela na prosečnih 6% tokom perioda 1992-1998. godine, dok je inflacija nastavila silazni trend i to sa 100% 1991. godine na 6% 1998. godine.

ZAKLJUČAK

Pregled iskustava Indije, Kine, Tajlanda i Perua na terenu primene dve

različite strategije finansijske liberalizacije, omogućava nam da izvučemo određene zaključke o strateškom pristupu finansijskoj liberalizaciji koji donosi veće koristi, uz postepeno smanjenje rizika koje finansijska integracija inherentno nosi.

Iskustva Indije i Kine vrlo jasno demonstriraju uspešnost gradualističke strategije finansijske liberalizacije kao procesa smeštenog u dugi vremenski okvir koji je dozvoljavao blagovremenu i sekvenciranu pripremu celokupnog ekonomskog sistema, i to kroz temeljne finansijske reforme čiji su ključni elementi bili reforma bankarskog sistema, transformacija finansijskog tržišta, modernizacija sistema prudencijalne kontrole i supervizije i dr.

Dakle, širokim i dugoročnim integrativnim reformskim potezima koj su kombinovali finansijsku liberalizaciju sa makroekonomskom stabilizacijom i utemeljenjem institucionalne infrastrukture ispunjavane su osnovne pretpostavke integrisanja u globalno tržište kapitala uz maksimizaciju benefita koje taj proces donosi i minimizaciju troškova, pre svega u vidu finansijskih kriza kojima su do sada i Indija i Kina uspešno odolevale.

Negativno iskustvo Tajlanda sa radikalnom varijantom finansijske liberalizacije i konsekventnim zapadanjem u finansijsku krizu naglasilo je potrebu izbegavanja preduzimanja ovog procesa bez prethodno ispunjenih početnih, visokorestriktivnih uslova u vidu reformisanja korporativnog i finansijskog sektora i implementacije adekvatne makroekonomske politike.

Iskustvo Perua se značajno razlikuje od iskustva Tajlanda uprkos primeni strategije rapidne finansijske liberalizacije. Uspeh Peru sa primenom ove strategije objašnjava se dijametralno suprotnim preovlađujućim okolnostima u odnosu na tajlandsku ekonomiju. Naime, Peru je pristupio finansijskoj liberalizaciji mudro se obazirući na postojeća poučna iskustva i posledično implementirajući opreznu makroekonomsku politiku sa postepenim jačanjem finansijskog sistema.

Opšti zaključak na osnovu iskustava ovih zemalja mogao bi se sažeti u zapažanju da primena gradualističke strategije može doneti zemlji mnogo više koristi, a manje rizika od međunarodne finansijske integracije, naročito imajući u vidu da podrazmeva temeljnu pripremu za uslove (rizike) koji vladaju na međunarodnom tržištu kapitala i kontinuiranu evaluaciju kvaliteta finansijskog integrisanja. Zapažanje do koga smo empirijskom analizom došli odgovara opštim rezultatima istraživanja do kojih je došao i Johnston (1998), čime potvrđujemo ispravnost našeg razmišljanja. Primena šok terapije pri finansijskoj liberalizaciji neuporedivo je opasniji put kojim zemlje mogu krenuti, naročito ako nije praćena paralelnim reformisanjem finansijskog ambijenta, a njena primena može se savetovati isključivo u situacijama u kojima je zemlji neodložno i urgentno potreban pristup na međunarodno tržište kapitala, kao što je bio slučaj sa Peruom, ali uz paralelnu konstrukciju institucionalnog i makroekonomskog okvira koji proces finansijske liberalizacije može podržati.

LITERATURA

1. Alba, P., Hernandez, L., Klingebel, D. [1999] „Financial Liberalization and the Capital Account: Thailand 1998-97”. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2188.
2. Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Otker-Robe, I., Canales-Kriljenko, J.I., Kirilenko, A. [2000] „Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”. *IMF Occasional Paper*, No. 190.
3. BIS. [2003] „China’s Capital Account Liberalization: International Perspective”, *BIS Papers*, No. 15. April
4. Erskine, A. [2004] „The Rise in China’s FDI: Myths and Realities”, *Australia-China Free Trade Agreement Conference*. Sydney. 12-13 August.
5. Farrell, D., Lund, S., Rosenfeld, J., Morin, F., Gupta, N., Greenberg, E. [2006] *Putting China’s Capital to Work: The Value of Financial System Reform*. McKinsey Global Institute. May.
6. Fernald, J.G., Babson, O.D. [1999] „Why Has China Survived the Asian Crisis So Well? What Risks Remain?”, *International Finance Discussion Papers*, No. 633. Board of Governors of the Federal Reserve System. February.
7. Haihong, G. [2000] „Liberalising China’s Capital Account Lessons Drawn from Thailand’s Experience”. *Visiting Researchers Series*, No. 6. Institute of Southeast Asian Studies.
8. Jadhav, N. [2003] „Capital Account Liberalisation: The Indian Experience”. Paper presented at *A Tale of Two Giants: India’s and China’s Experience with Reform and Growth*. New Delhi. November.
9. Johnston, R.B. [1998] „Sequencing Capital Account Liberalization and Financial Sector Reform”. *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, No. 8.
10. Kletzer, K.M., [2004] „Liberalizing Capital Flows in India: Financial Repression, Macroeconomic Policy and Gradual Reforms”. *Brookings/NCAER Conference on the Indian Economy*. New Delhi, March.
11. Lane, P.R., Schmukler, S. L. [2007] „The International Financial Integration of China and India”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 4132.
12. Liebana, P.L. [1997] *Financial Liberalization in a Dollarized Economy: Peru 1990- 995*. Department of Economics. University of Notre Dame.
13. Ma, G., McCauley, R.N. [2007] „Do China’s Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalisation”. *BIS Working Papers*, No. 233.

14. Prasad, E., Rumbaugh, T., Wang, Q. [2005] „Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China“. *IMF Policy Discussion Paper*, No. 1.
15. Prasad, E., Wei, S.J. [2005] „The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations“. *IMF Working Paper*, No. 79.
16. Reddy, Y.V. [2007] „Point of View: Converting a Tiger“. *Finance & Development*, Vol. 44. No. 1. March.
17. Roy, M., Misra, R., Misra, S. [2006] „A Review of Cross-Country Experience in Capital Account Liberalisation“. *Reserve Bank of India Occasional Papers*, Vol. 27. No. 1&2.
18. Wang, J. [2005] „Financial Liberalization in East Asia: Lessons from Financial Crises and the Chinese Experience of Controlled Liberalization“. Paper presented at the symposium *Law, Culture and Financial Development*. Shanghai. 14 May.
19. Williamson, J. [2006] 'Why Capital Account Convertibility in India is Premature?'. *Economic and Political Weekly*. May 13.

PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR ZA PODSTICANJE I ZAŠTITU INOSTRANIH ULAGANJA U SRBIJI

THE LEGAL AND INSTITUTIONAL FRAMEWORK FOR PROMOTION AND PROTECTION OF FOREIGN INVESTMENTS IN SERBIA

Jasmina ROSKIĆ

Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja, Beograd

Rezime

Postojeći pravni i institucionalni okvir za strana ulaganja u Srbiji je nepotpun i heterogen. Republika Srbija je do sada donela niz zakona i drugih propisa u cilju razvoja što povoljnijeg okruženja za strane investicije, kao što su odredbe koje regulišu hartije od vrednosti, delovanje privrednih društava, finansijskog tržišta, transfera kapitala, postupak stečaja, posebnih poreskih stimulacija za strane ulagače i sl. Pa ipak, još dosta toga treba da bude urađeno. Neki važni zakoni još uvek nisu doneti: Zakon o restituciji, Zakon o advokaturi, novi Zakon o koncesijama i drugim oblicima privatno-pravnih partnerstava, novi Zakon o stranim ulaganjima i sl. S druge strane, bilateralni i multilateralni sporazumi koji su na snazi u ovoj oblasti sadrže elemente nasleđene tokom poslednjih decenija od SFRJ, SRJ i SCG. Ovaj članak daje pregled postojećeg stanja u kontekstu međunarodnih standarda i rešenja u oblasti privlačenja stranih ulaganja, naglašavajući značaj bilateralnih sporazuma u odsustvu globalnih multilateralnih rešenja, posebno u oblasti međunarodne zaštite stranih ulagača i njihovih ulaganja. U radu su navedene preduzete aktivnosti Vlade Republike Srbije na planu uspostavljanja pravnog okvira za privlačenje, pre svega, direktnih stranih investicija, kao i neophodne pravce budućeg delovanja.

Ključne reči: SRBIJA, DIREKTNE STRANE INVESTICIJE, PRAVNI OKVIR, BILATERALNI SPORAZUMI O PODSTICANJU I ZAŠTITI ULAGANJA

Summary

The existing legal and institutional framework for foreign investments in Serbia is very heterogeneous and incomplete. The Republic of Serbia has enacted a series of laws and other regulations in order to develop more favourable environment for foreign investors, such as laws and provisions regulating securities, financial markets, transfer of capital, bankruptcy, additional stimuli in tax regime for foreign investors, Company Law, etc. However, a lot of things need to be done in future. Some of the important laws have not been adopted yet, e.g. Law on Restitution, Law on Advocacy, new Law on Concession and other form of public-private partnership, new Law on Foreign Investments etc. On the other hand, bilateral and multilateral agreements in force in the domain consist of elements inherited from SFRY, FRY and SeM. This article reviews the current situation in the context of international standards and possibilities underscoring the importance of bilateral agreements in the absence of global multilateral resolutions, especially in the field of international protection of foreign investors and their investments. This article specifies activities of the Government of the Republic of Serbia aimed at establishing the legal framework for attracting primarily direct foreign investments, as well as the necessary future activities.

Key words: SERBIA, DIRECT FOREIGN INVESTMENTS, LEGAL FRAMEWORK, BILATERAL AGREEMENTS ON PROMOTION AND PROTECTION OF INVESTMENTS

1. PRAVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR ZA PODSTICANJE I ZAŠTITU INOSTRANIH ULAGANJA U SRBIJI

Pravni okvir za strana ulaganja sastoji se od velikog broja nacionalnih i međunarodnih principa i pravila, različitih oblika i formi, koji se stalno menjaju i unapređuju. Svi oni zajedno čine „međunarodni zakonski okvir“, pod kojim se podrazumevaju:

- Multilateralni sporazumi u ovoj oblasti kojim se definišu osnovna pravna pravila koja se u sferi stranih ulaganja ustanovljavaju uglavnom pod okriljem međunarodnih

organizacija, koji su pravno obavezujuća za sve države članice, i koji, shodno tome, imaju nadnacionalni karakter.

- Regionalni međunarodni sporazumi u kojima učestvuju zemlje koje pripadaju određenoj grupi, s obzirom na geografsku pripadnost ili po nekom drugom kriterijumu (kao što je npr. stepen njihove razvijenosti, nivo ostvarenih integracionih procesa i sl.). Ovi sporazumi su po pravilu ograničeni na određeni broj zemalja potpisnica. Takvi su, na primer, sporazumi o regionalnim ekonomskim integracijama, koji, uopšte uzev, uključuju

veći stepen zajedništva i saradnje između njihovih zemalja članica, i koje obično prate nadnacionalni zajednički instituti (npr. NAFTA - North American Free Trade Agreement, APEC- Asia Pacific Economic Cooperation ili OECD-Organization for Economic Cooperation and Development, kao i slični karakteristični primeri). Ovi sporazumi u velikoj meri određuju okvire za sadržinu pojedinačnih bilateralnih sporazuma u oblasti zaštite ulaganja između pojedinih država.

- Bilateralni sporazumi u ovoj oblasti koje pojedine zemlje potpisuju između sebe u cilju unapređenja uzajamnih ekonomskih odnosa i stvaranja povoljnih uslova za strane ulagače iz druge zemlje ugovornice.
- Rezolucije međunarodnih organizacija i njihovih organa, koje se najčešće daju u formi preporuka i predstavljaju neobavezujuće, fleksibilno sredstvo kojima se zaočružuje pravni okvir u ovoj oblasti i kojima se ustanovljavaju jedinstvena pravila vezana za praksu zaključivanja bilateralnih sporazuma.

Sve ove odredbe međunarodnog prava primenjuju se u konkretnom zakonskom miljeu i ukupnom ekonomskom i pravnom sistemu odnosne zemlje, tako da nacionalni zakoni i propisi predstavljaju, zajedno sa pomenutim međunarodnim pravilima i principima, sastavni deo zajedničkog pravnog okvira za strana ulaganja. Republika Srbija, poštujući navedene međunarodne stan-

darde u ovoj oblasti, nizom donetih zakona i propisa nastoji da izgradi pravni i institucionalni okvir koji će omogućiti što veći priliv stranih investicija.

2. MEĐUNARODNI PRAVNI STANDARDI U OBLASTI ZAŠTITE ULAGANJA

U savremenom svetu postoji veliki broj različitih ideja o potrebi postojanja međunarodnih okvirnih pravila o ulaganju koja bi olakšala protok kapitala među zemljama, eliminisala barijere za ulaganja između njih, obezbedila nivo njihovog tretiranja i generalno, osigurala odgovarajuću zaštitu ulagačima i njihovim ulaganjima. Ovakvi zahtevi su pojačani zbog postojećeg strukturnog disbalansa u svetu. Pravila usvojena kroz Sporazume¹ u okviru Svetske trgovinske organizacije definisala su principe koji su se primenjivali na trgovinu i usluge, kao i investicije i usluge, dok odgovarajuće zajedničke odredbe za investicije u robnom sektoru ne postoje, prevashodno zbog prisutnih političkih interesa pojedinih zemalja koje su dale prioritet regionalnim ili bilateralnim sporazumima, zabrinute da li će politički ustupci eventualnog sporazuma biti praćeni odgovarajućom ekonomskom koristi.

Na četvrtoj sesiji Ministarske konferencije zemalja OECD održanoj u Dohi, novembra 2001. godine, ministri su se saglasili da bi definisanje pravila i uslo-

¹ Npr. TRIPS (Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights)

va za dugoročne investicije, posebno strane direktne investicije, doprinelo razvoju trgovine između zemalja. Multilateralni okvir bi bio koristan u smislu smanjenja konflikata pravila različitih zemalja u ovoj oblasti koji često prouzrokuje brojna nerazumevanja i neslaganja između njih. Razvijajući dalje ovu inicijativu, ministarski savet zemalja članica OECD je na svom poslednjem sastanku održanom maja 2006. godine u Parizu², usvojio Okvirnu politiku u oblasti ulaganja koja predstavlja neobavezujuće, fleksibilno sredstvo za zaokruživanje celine pravnih pravila u ovoj oblasti i odgovor na izazove stalnih promena investicionih politika, kao posledice razvoja pojedinih država. Ona pokriva zajedničke smernice i stavove zemalja članica u 10 različitih domena, među kojima su i politika investicija, kao i investicioni podsticaji i olakšice. Okvirna politika sačinjena je uz angažman predstavnika 60 država, uz učešće Svetske banke, UNCTAD-a i drugih međunarodnih organizacija i predstavlja odraz uspostavljene prakse između zemalja članica OECD-a i onih zemalja koje nisu članice ove organizacije, sa ciljem mobilisanja privatnih ulaganja radi pomoći privrednom rastu i ekonomskom razvoju zemalja.

U nedostatku multilateralnog sporazuma o investicijama, saradnja između zemalja se odvija uglavnom kroz bilateralne sporazume kroz koje se ujednačava trgovinska praksa u ovoj oblasti. Mnogi ovakvi ugovori se zaključuju

između razvijenih zemalja, prevashodno izvozno orijentisanog kapitala, s jedne strane i nerazvijenih, pretežno uvozno orijentisanih zemalja, s druge strane. U svetu danas postoji veliki broj bilateralnih sporazuma o podsticanju i zaštiti ulaganja, koji na različite načine definišu osnovne pojmove u ovoj oblasti, od stranog ulagača, preko pojma ulaganja do različitog definisanja mogućnosti rešavanja eventualnih sporova koji mogu nastati u vezi sa ulaganjem. U tom smislu, postoji potreba njihovog objedinjavanja, i definisanja zajedničkih pravila u ovoj oblasti, koja traje već duže od deset godina, ali do sada nije dala konkretan rezultat.

Bilateralni sporazumi o podsticanju i zaštiti ulaganja su se iskristalisali kao osnovni element i okvir za direktne strane investicije. Kao deo opšteg zakonskog okvira pojedinih zemalja, kod njih postoji razvijen veliki broj varijanti osnovnih odredbi, posebno onih koje se odnose na različite položaje i očekivanja stranih ulagača i država odakle potiču, a koje zaključuju takve sporazume. Bilateralni sporazumi o investicijama su prvobitno bili zaključivani gotovo isključivo između razvijenih i nerazvijenih zemalja, odnosno između onih koje su pretežno vršile ulaganja i onih koje su bile domaćini takvih ulaganja. Tokom godina, ovi standardi su pokazali značajan nivo prilagodljivosti različitim zakonodavnim i opštedruštvenim uslovima, pa su počeli da ih zaključuju razvijene zemlje između sebe, zatim između razvijenih zemalja i tzv. zemalja u tranziciji itd. Na taj način, bilateralni sporazumi su se prilagođavali

² Policy framework for investment, OECD 2006

različitim okolnostima, iako svi oni uglavnom svojom sadržinom pokrivaju slične brojne oblasti za podsticanje ulaganja kao što su definicija opštih pojmova (ulaganje, ulagač, prihodi, teritorija), garantovanje stranim ulagačima nacionalnog tretmana, kao i tretmana najpovlašćenije nacije, zatim obezbeđenje promptne i adekvatne naknade ulagaču u slučaju eksproprijacije i drugih gubitaka nastalih usled tzv. nekomercijalnih rizika, garantovanje prava slobodnog transfera, odredbe o subrogaciji, mehanizam za rešavanje investicionih sporova u skladu sa odredbama međunarodnog prava i sl.

Iako je nesporno da je osnovni razlog investicionih aktivnosti tržište, odnosno realizacija dobiti, svi ulagači očekuju da država koja je domaćin ulaganja čvrsto definiše dugoročne i stabilne uslove i pravila u ovoj oblasti, kao i da se jasno deklarise u smislu poštovanja osnovnih pravila i principa međunarodnog prava. Oni traže ne samo otvoreno tržište, već i iste startne uslove i mogućnosti kao i domaći ulagači, kao i zaštitu svojih ulaganja. Svaki oblik ustanovljavanja restriktivnih i diskriminatorskih mera sprečava slobodan priliv stranih investicija i neminovno vodi stvaranju određenih međunarodnih tenzija.

3. INSTITUCIONALNI OKVIR ZA PRIVLAČENJE STRANIH ULAGANJA U SRBIJI

U svim zemljama vlade i njihove agencije imaju odlučujuću ulogu u obezbeđenju povoljnih uslova za poslovno preduzetništvo, kao i u upravlja-

nju privatnom inicijativom. Ovo se posebno odnosi na mala i srednja preduzeća, koja, u cilju svog kontinuiranog napretka i jačanja, traže povoljne uslove i olakšice za razvoj i stvaranje povoljnih uslova za strana ulaganja. Posebno je ova tendencija izražena u zemljama jugoistočne Evrope. Imajući sve navedeno u vidu, kao i permanentnu potrebu preduzeća iz navedenih zemalja, OECD je, u saradnji i uz finansijsku potporu EBRD³ predstavio program procene dostignuća politike preduzetništva (EPPA) u okviru investicionog plana za zemlje jugoistočne Evrope⁴. EPPA se sastoji iz serije izveštaja koji pokrivaju sve zemlje jugoistočne Evrope, procenjujući kvalitet vladine politike u odnosu na sektor malih i srednjih preduzeća i redovno posmatranje njihove primene. Kao deo ovog programa 2004. godine je predstavljen program ove politike u Srbiji. Izveštaj za 2004. godinu, sadržao je i deo koji se odnosio na potrebu usklađivanja zakonske regulative u našoj zemlji u cilju povećanja obima i nivoa privlačenja stranih investicija. Jedan od osnovnih preduslova za to jeste upravo zaključivanje bilateralnih sporazuma o uzajamnom podsticanju i zaštiti ulaganja sa što većim brojem država.

Stvaranje povoljnih uslova za domaća i strana ulaganja, predstavlja veliki izazov za sve zemlje, s obzirom na to da sve veća globalizacija i pritisak da se bude

³ Evropska banka za obnovu i razvoj

⁴ UNCTAD, World investment report 2006: www.unctad.org/fdistatistics

konkurentan u poslovanju stvaraju okvir i potrebu za neprestanim poboljšanjima opšteg poslovnog okruženja i rezultata rada privrednih društava. Republika Srbija je u potpunosti usvojila međunarodna iskustva u ovoj oblasti i definisala prioritete u cilju privlačenja i zadržavanja direktnih stranih ulaganja i to:

- unapređenje opšte investicione klime (poboljšanje uslova za ulaganje u zemlji), koje podrazumeva široki spektar odgovarajućih propisa i bolje razumevanje važne uloge neposrednih stranih ulaganja u ekonomskom i društvenom razvoju zemlje;
- izgradnja povoljne slike o zemlji u inostranstvu, koja podrazumeva plan marketinških i promotivnih aktivnosti sa ciljem privlačenja novih ulaganja i stvaranja boljih uslova za investiranje. Ove aktivnosti u Srbiji su poverene posebnoj Agenciji za promociju stranih ulaganja (SIEPA);
- privlačenje novih ulaganja (usvajanje načela „sve pod jednim krovom“) kojim se obezbeđuje jedno mesto kontakta za investitore gde bi oni mogli da dođu do svih potrebnih dozvola i da reše sve svoje zahteve vezane za propise koji se tiču osnivanja i poslovanja njihovih preduzeća.
- Pružanje pune podrške investitorima, koja obuhvata tešnju saradnju između obrazovnog sistema i privrede, koja podrazumeva važnu ulogu obrazovnog sistema u stvaranju povoljnog okruženja za neposredna strana ulaganja.

U cilju konkretne realizacije ovako definisanih prioriteta, Republika Srbija je, 9. marta 2006. godine usvojila Strategiju podsticanja i razvoja stranih ulaganja.⁵ Njen osnovni cilj bio je da pruži odgovore na brojne ključne izazove sa kojima se država suočava u nastojanju da privuče nova ulaganja, pre svega u proizvodne sektore, da ukaže na nacionalni prioritet razvijanja izvoza proizvoda sa dodatnom vrednošću i, naročito da doprinese otvaranje novih radnih mesta. Privlačenje stranih ulaganja treba da obezbedi dodatnu ekonomsku stabilnost zemlje i snagu da se sprovede modernizacija i unapređenje u svim sektorima. Privlačenje i zadržavanje neposrednih stranih ulaganja veoma je značajno jer se samo na taj način stvaraju nova, trajna radna mesta, dolazi do povećanja izvoza, prenosa tehnologije i znanja o poslovanju, povećanju konkurentnosti, unapređenju ukupne proizvodnje i na taj način, konačno, smanjenju siromaštva putem opšteg privrednog rasta i razvoja, što je jedan od najznačajnijih milenijumskih ciljeva Vlade Republike Srbije.

Prioritetni cilj Strategije jeste da skrene pažnju na sve slabosti aktuelnog privrednog razvoja Srbije u cilju njihovog otklanjanja, da stvori povoljnu klimu i okvir za privlačenje, zadržavanje i širenje međunarodno konkurentnih i ka izvozu usmerenih stranih ulaganja kao dopune razvoju strategije malih i srednjih preduzeća i tekućim novim ulaganjima u okviru programa privatizacije.

⁵ Službeni glasnik RS, br. 22/2006.

Glavni podsticaj koji Strategija daje jeste podsticaj da se ubrza unapređenje u poslovnom okruženju Srbije, na dobrobit svih investitora. Predviđeno je da će se Strategija sprovoditi u 4 osnovne oblasti:

- Reforma propisa;
- Jačanje institucionalnih kapaciteta i razvijanje saradnje na državnom i opštinskom nivou, kako bi se olakšao razvoj poslovanja;
- Aktivnosti i inicijative za unapređenje konkurentnosti;
- Razvijanje kampanje u zemlji za bolje razumevanje značaja stranih ulaganja i jasno usmerena međunarodna marketinška strategija.

Postoje pozitivni i ohrabrujući znaci da Srbija može izuzetno dobro da iskoristi svoj razvojni potencijal u narednih pet do deset godina, i da u tom periodu može da ostvari snažan privredni rast i unapredi standard života svojih građana, istovremeno se pretvarajući u konkurentnu i funkcionalnu tržišnu ekonomiju. Makroekonomsko i poslovno udruženje stalno se tokom poslednjih pet godina razvijalo, a Vlada je donela veliki broj novih zakona, stabilizovala godišnji budžet, postigla zvanične dogovore sa međunarodnom zajednicom o dugu i pitanjima podrške budžetu i učinila značajan napredak programom privatizacije. Ključne prednosti Srbije, koje daju dodatnu garanciju i perspektivu njenom budućem razvoju na planu privlačenja stranih ulagača su sledeće:

- konkurentna radna snaga - obučena, relativno jeftina, sa znanjem

engleskog jezika i tradicionalnom izloženošću inostranstvu;

- centralni položaj u jugoistočnoj Evropi i dobar pristup tržištima preko procene pristupanja EU;
- postojanje tzv. CEFTA⁶ sporazuma sa zemljama regiona;
- industrijska i istraživačka tradicija i iskustvo u inženjerskim i proizvodnim poslovima;
- prirodni resursi i uslovi za proizvodnju u poljoprivredi i šumarstvu;
- opšte poboljšanje investicione klime koja se i dalje unapređuje u kom smislu je neophodno naglasiti prioritete u oblasti reforme zakonodavstva.

4. ZAKONODAVNI OKVIR ZA STRANA ULAGANJA U SRBIJI

Najveći deo priliva neposrednih stranih ulaganja u Srbiju je do sada, kao i drugim zemljama u regionu, došao putem privatizacije. Prilivi neposrednih stranih ulaganja tokom 2005. godine iznosili su približno 1,5 milijardu dolara, i to uglavnom zahvaljujući prodaji banaka. Taj trend je nastavljen i tokom 2006. godine, prodajom velikih preduzeća (Mobtel i dr.), kada je ostvaren rekordni priliv stranih investicija koji je premašio 4 milijarde USD.⁷ Da bi se privukli značajni iznosi novih neposrednih stranih ulaganja, neophodno je

⁶ Central European Free Trade Agreement

⁷ U 2007. godini, prema podacima SIEPA, ostvareno je oko 3 milijarde dolara stranih investicija (do kraja oktobra -2,7 milijarde USD)

podstaći saradnju javnog i privatnog sektora, unaprediti infrastrukturu i dalje jačati konkurenciju. Mnoga strana preduzeća su procenila da su opšti uslovi za investiranje u Srbiji relativno nezavisni od političke neizvesnosti u zemlji.

Imajući u vidu broj privatizovanih preduzeća, ulagači se najviše zanimaju za prerađivačku industriju, a potom za građevinarstvo i trgovinu. Zatim slede poljoprivreda i ribarstvo, pa finansijske i druge usluge, a zatim zanatstvo, ugostiteljstvo i turizam. Najmanje interesovanje vlada za privatizaciju u oblasti zdravstva i socijalne zaštite što se objašnjava najpre limitirajućom zakonskom regulativom u ovoj oblasti, a potom i potrebom dugoročnog ulaganja u ovoj oblasti sa neizvesnim trajanjem i visinom prihoda, što stranim ulagačima nije atraktivno.

U cilju ubrzanja procesa privatizacije, Vlada Republike Srbije je, tokom 2005. i 2006. godine predložila, a Skupština je potom usvojila, izmene i dopune odgovarajućih zakona: Zakona o privatizaciji, o Agenciji za privatizaciju i Akcijskom fondu. Nadležnosti Agencije za privatizaciju su tako dopunjene u smislu da ona sada obavlja i poslove stečajnog upravnika, ukoliko je za to imenuje stečajno veće. Bitna izmena Zakona o privatizaciji odnosi se na to da će preduzećima koja idu na prodaju država otpisati dugovanja prema fondovima i javnim preduzećima i time ih učiniti znatno privlačnijim za potencijalne investitore. Pomenuti dugovi naknadno bi se izmirili iz prihoda ostvarenih prodajom ovih preduzeća.

Donet je Zakon o investicionim fondovima (juna 2006. godine), kojim se uređuje delovanje investicionih fondova u procesu privatizacije a time se postiže veća javnost u njihovom poslovanju. Doneti su i Zakon o slobodnim trgovinskim zonama, o sprečavanju pranja novca, o zaštiti potrošača, Zakon o hipoteci, o hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima, sve sa ciljem stvaranja povoljne klime za strane ulagače.

Zakonom o privatizaciji je propisano da privatizacija mora da se okonča u 2007. godini, sa izuzetkom javnih preduzeća, koja očekuje organizaciono i statusno pripremanje za privatizaciju. Naime, neophodno je da se ova preduzeća osnaže i smanje troškove svoga poslovanja, pa bi trebalo da Vlada što pre donese Strategiju restrukturiranja javnih preduzeća, koji bi propisao opšte uslove privatizacije u ovim preduzećima, smanjenje viška radne snage u njima (za oko 10%), kao i posebne socijalne programe za radnike, koji bi se finansirali iz tzv. tranzicionih fondova, dok bi se dodatna sredstva za ovu namenu obezbedila upravo procesom restrukturiranja javnih preduzeća (prodajom onih delova preduzeća koja su daleko od osnovne delatnosti). Usvojenim izmenama i dopunama Zakona o privatizaciji iz decembra 2007. godine⁸ predviđen je završetak privatizacije društvenih preduzeća do kraja sledeće godine. Takođe je predviđeno da se preduzeća koja ne nađu kupce do tog roka privati-

⁸ Službeni glasnik RS br. 123/07

zuju kroz stečaj i tako nađu strateške partnere. Ovaj zakon je propisao pojednostavljenu proceduru pripreme preduzeća za privatizaciju i omogućio je da se deo viška prihoda od prodaje imovine preduzeća u restrukturiranju, posle namirenja poverilaca, raspodeli zaposlenima.

Poseban problem u do sada izvršenoj privatizaciji predstavljaju privatni ulagači koji su u prethodnih nekoliko godina kupili preduzeća od države a koji u velikom broju slučajeva ne poštuju svoje ugovorne obaveze koje se odnose na socijalne i investicione programe.

Država u takvim slučajevima ima na raspolaganju dve mogućnosti: da zanemari nastalu situaciju, ili da poništi prethodnu privatizaciju čime šalje lošu poruku drugim potencijalnim ulagačima. Kada se privatizacioni talas okonča, nova neposredna strana ulaganja će biti jedini oblici direktnih stranih investicija, pa će tako njihov nivo zavisi isključivo od kvaliteta poslovnog okruženja.

Pored stranih ulagača, veoma su značajna i ulaganja koja vrše domaći investitori, i njihov nivo takođe treba podići. Samo 13%-16% BDP Srbije odlazi u investicije.

Teško se može računati sa porastom stranih ulaganja, pre nego što se domaća ulaganja značajno podignu, jer su domaći preduzetnici prvi koji testiraju kvalitet poslovnog okruženja u zemlji.

U cilju konkretne realizacije osnovnih ciljeva Strategije i stvaranja pozitivnog pravnog okvira za po-

većanje priliva direktnih stranih investicija, Vlada Republike Srbije donela je Uredbu o uslovima i načinu privlačenja direktnih stranih investicija⁹ kojom se „uređuju uslovi i način privlačenja direktnih investicija, kriterijumi za dodelu sredstava za privlačenje direktnih investicija, dinamika isplate tih sredstava kao i druga pitanja od značaja za povećanje konkurentnosti Republike Srbije kroz priliv direktnih investicija koje imaju povoljan uticaj na otvaranje novih radnih mesta, transfer novih znanja i tehnologija, kao i za ujednačavanje teritorijalnog razvoja Republike Srbije“¹⁰.

Sredstva za privlačenje direktnih stranih investicija obezbeđuju se u budžetu Republike i mogu se koristiti za „finansiranje investicionih projekata u proizvodnom sektoru, sektoru istraživanja i razvoja i sektoru usluga koje mogu biti predmet međunarodne trgovine, osim za finansiranje investicionih projekata u oblastima poljoprivrede, turizma, ugostiteljstva i trgovine“¹¹.

Pravo na dodelu ovih sredstava ima pravno lice koje je registrovano na teritoriji Republike Srbije i koje ima investicione projekte u sektorima za koje se sredstva dodeljuju, osim onih pravnih lica koja:

- imaju dospele a neizmirene obaveze prema pravnim i fizičkim licima u Republici Srbiji;

⁹ Službeni glasnik RS, br.56/06 i 50/07

¹⁰ član 1.

¹¹ Član 3.

- protiv kojih je pokrenut stečajni postupak; koje imaju dospele a neizmirene obaveze prema Republici Srbiji; i
- kojima su iz budžeta već dodeljena sredstva za iste namene.

Kriterijumi za dodelu sredstava takođe su propisani Uredbom i sastoje se od ocenjivanja:

- referenci investitora;
- udela domaćih dobavljača i efekata investicije na produktivnost;
- održivosti investicije;
- efekata investicije vezanih za istraživanje i razvoj;
- efekata investicije na ljudske resurse, koji se procenjuju u odnosu na nivo znanja i veština čije se sticanje obezbeđuje realizacijom investicionog projekta, kao i u odnosu na mogućnost korišćenja tih znanja i veština i u drugim subjektima u Republici Srbiji;
- ocene uticaja na životnu sredinu kod investiranja u proizvodni sektor i sektor istraživanja i razvoja;
- obima međunarodnog prometa koji se ocenjuje u skladu sa obimom usluga koje se pružaju, odnosno sa količinom proizvoda koja će biti isporučena korisnicima na tržištima van teritorije Srbije;
- efekata investicije na razvoj privredno nerazvijene opštine, koji se boduju prema stopi nezaposlenosti u opštini u kojoj investitor namerava da investira.

Dodela sredstava po ovom osnovu vrši se u postupku koji se sprovodi u skladu sa javnim oglasom i Uredbom. Javni oglas priprema i objavljuje

Agencija za strana ulaganja i promociju izvoza (SIEPA). Javni oglas se objavljuje u jednom dnevnom listu i na veb stranici Agencije. Prijava za učestvovanje u postupku dodele sredstava podnosi se Agenciji u roku koji je naveden u oglasu, a sadržinu i obrazac prijave bliže propisuje ministar nadležan za poslove ekonomije i regionalnog razvoja.¹² Ispunjenost uslova i kriterijuma za dodelu sredstava u skladu sa Uredbom utvrđuje Komisija za ocenu prijave koju obrazuje svojim rešenjem ministar ekonomije i regionalnog razvoja. Dodeljena sredstva se isplaćuju periodično, u jednakim iznosima od po 25% od njihovog ukupnog iznosa, u četiri faze i to:

- po zaključenju kupoprodajnog ugovora ili ugovora o zakupu zemljišta;
- po dobijanju dozvole za izgradnju;
- po dobijanju upotrebne dozvole,
- po ostvarivanju pune zaposlenosti predviđene investicionim projektom.

Međusobna prava i obaveze u vezi sa korišćenjem sredstava uređuju se ugovorom koji zaključuju Agencija i korisnik sredstava, a korisnik sredstava je obavezan da dostavi Agenciji plativu garanciju poslovne banke u korist Republike Srbije, koja može biti na celokupan iznos sredstava ili na iznos odobrenih sredstava ukoliko se sredstva isplaćuju periodično.

¹² čl. 19. i 20 Uredbe.

5. BILATERALNI SPORAZUMI O PODSTICANJU I ZAŠTITI ULAGANJA NA SNAZI U REPUBLICI SRBIJI - DEO OPŠTEG PRAVNOG I INSTITUCIONALNOG OKVIRA

Prestankom postojanja državne zajednice Srbija i Crna Gora, Republika Srbija je nasledila međunarodno-pravni subjektivitet, pa dakle preuzela i prava i obaveze po osnovu do sada potpisanih bilateralnih sporazuma o uzajamnom podsticanju i zaštiti ulaganja. Takvih ugovora, koji su na snazi, je više od 40, a njihovi su potpisnici bili Srbija i Crna Gora, Savezna Republika Jugoslavija, pa čak i Socijalistička Federativna Republika Jugoslavija.¹³

Danas su u Srbiji na snazi sporazumi o podsticanju i zaštiti ulaganja sa gotovo svim zemljama Evropske unije (Velika Britanija, Španija, Italija, Austrija, Nemačka (raniji sporazum, potpisan još u vreme SFRJ, produžen razmenom nota), Francuska (sa kojom je snazi Protokol iz 1974. godine), Belgija, Holandija, Poljska, Češka, Slovačka, Mađarska, Finska, Kipar i Švajcarska). Pored toga, Sporazum je potpisan sa svim susednim zemljama, kao i bivšim jugoslovenskim republikama (Hrvatska, Slovenija,¹⁴ Bosna i Hercegovina, Makedonija, Albanija, Bugarska¹⁵ i Rumunija¹⁶). Od osta-

lih zemalja, navedeni sporazum je na snazi sa pojedinim afričkim (Libija, Egipat, Gvineja) i azijskim zemljama (Iran, Irak, Kuvajt), a od posebnog je značaja pomenuti da je na snazi sa Ruskom Federacijom i sa NR Kinom¹⁷.

Tipski nacrt teksta navedenog sporazuma koji se koristi kao osnova u bilateralnim pregovorima, usvojila je Vlada Republike Srbije oktobra 2007. godine, čime su stekli uslovi za nastavak aktivnosti ma planu pregovaranja i usaglašavanja ovog sporazuma sa pojedinim zemljama.

Tekst srpskog nacrta Sporazuma je sačinjen uz poštovanje svih osnovnih standarda propisanih od strane OECD u ovoj oblasti. Njime su definisani osnovni pojmovi, kao što su pojam stranog ulaganja i ulagača, kao i prihoda koje donosi ulaganje. On, takođe predviđa odredbe kojima se stranim ulagačima obezbeđuje pravičan i ravnopravan tretman, primena nediskriminatorskih mera, kao i nacionalni, odnosno tretman najpovlašćenije nacije.

Odredbama ovog sporazuma obezbeđuje se zaštita stranog ulagača od eksproprijacije i drugih mera po dejstvu jednakih eksproprijaciji koje može preduzeti jedna od strana ugovornica. Pored toga, garantuje mu se naknada štete u slučaju gubitaka pretrpljenih usled nastupanja tzv. nekomercijalnih rizika (nemiri, ustanak, pobuna, štrajk i slična događanja). Jedna od najznačajnijih odredbi sporazuma sa aspekta stranih ulagača jeste ustanovljavanje

¹³ Bilateralni sporazumi sa SR Nemačkom, Švedskom i Francuskom

¹⁴ takođe članica EU

¹⁵ članica EU od 01. januara 2007. godine

¹⁶ isto

¹⁷ sa obe države od 1996. godine

međunarodno-pravne zaštite u slučaju spora između stranog ulagača i države. Naime, ovim sporazumom se omogućava da ulagač odluči da li će spor poveriti na rešavanje domaćem sudu ili međunarodnoj arbitraži, po sopstvenom izboru. Ovo je jedno od osnovnih pravila propisanih Konvencijom o rešavanju investicionih sporova između država i državljana drugih država, koju je Srbija i Crna Gora ratifikovala maja 2006. godine, a stupila je na snagu 9. maja 2007. godine, po našem polaganju ratifikacionih instrumenata. Treba pomenuti je da je bivša SFRJ bila potpisnica ove konvencije, donete još 1966. godine. Po raspadu SFRJ, sve bivše jugoslovenske republike ponovo su joj pristupile. Poslednja je to učinila Savezna Republika Jugoslavija, jula 2002. godine. Konvencija je kod nas ratifikovana tek maja 2006. godine.

Odredbe Konvencije odražavaju pažljivu izbalansiranost između interesa ulagača i države domaćina. Prihvatanje jurisdikcije Centra u rešavanju investicionih sporova trebalo bi da obezbedi veći stepen pravne sigurnosti u sprovođenju arbitražnog postupka za obe strane u sporu. Saglasnost strana je kamen temeljac određivanja nadležnosti Centra. Saglasnost za jurisdikciju mora biti data u pismenoj formi, a jednom data - ne može se jednostrano povući.¹⁸ Saglasnost strana mora postojati, mada Konvencijom nije tačno određen trenutak od koga ona mora po-

stojati. Može se dati u formi posebne odredbe u bilateralnom investicionom sporazumu (kojom se naglašava da se rešavanje eventualnog spora proisteklog iz tog sporazuma, poverava u nadležnost Centra za rešavanje investicionih sporova), ili u formi kompromisnog dogovora strana u sporu koji je već nastao. Odredbama same Konvencije ne traži se da saglasnost dve strane bude izražena jednim instrumentom. Tako, zemlja domaćin može u svom pozitivnom zakonodavstvu kojima se promovira strana ulaganja ponuditi rešavanje sporova koji mogu nastati kod različitih vrsta investicija jurisdikciji Centra, a ulagač može dati svoju naknadnu saglasnost na to pismenim prihvatanjem takve ponude.

Dok je saglasnost strana suštinski i prethodni uslov za jurisdikciju Centra, jurisdikcija Centra u daljem postupku ograničena je prirodom spora između strana. Član 25. Konvencije predviđa da spor mora biti „pravni spor koji direktno proističe iz ulaganja.“ Izraz „pravni spor“ koristi se za konflikte koji nastaju u vezi prava strana u sporu koji je pod jurisdikcijom Centra. Spor se mora odnositi na utvrđivanje postojanja ili primene određenih prava i obaveza, ili tumačenje prirode tih prava, kao i na poštovanje zakonskih obaveza od strane ulagača ili države domaćina ulaganja.

Za rešavanje sporova koji su u nadležnosti Centra, po pravilima te institucije, jedna od strana mora biti njegova članica (ili članica neke od konstitutivnih agencije ili podgranaka Centra), a druga strana mora biti državljanin dru-

¹⁸ član 25. stav 1.

ge države koja je takođe članica Centra¹⁹, bez obzira da li je u pitanju fizičko ili pravno lice. Treba naglasiti da fizičko lice koje je državljanin države koja nije članica Centra ne može biti strana u sporu pod okriljem Centra, čak i ako istovremeno ima državljanstvo druge države koja je članica. Ova nemogućnost je apsolutna i ne može se amortizovati čak i ako država koja je strana u sporu da svoju saglasnost. Ova odredba je fleksibilnija kada su u pitanju pravna lica. Naime, pravno lice koje ima državljanstvo države koja je strana u sporu a nije članica Centra, može učestvovati u sporu pod nadležnošću Centra ukoliko se država saglasi da se ono tretira kao pravno lice druge strane ugovornice pod stranom kontrolom.

Imajući u vidu da se arbitražni ili savetodavni postupak ne može voditi protiv strane ugovornice bez njene saglasnosti i da strana ugovornica ima obavezu da svoju saglasnost za takvu proceduru da pismeno, nema mesta shvatanju da pristup Konvenciji može biti tumačen kao očekivanje da će ta ugovorna strana imati privilegiju povoljnijeg razmatranja zahteva za poveravanje spora Centru na rešavanje. S tim u vezi, Konvencijom se izričito precizira da svaka država ima pravo da, pre donošenja odluke o poveravanju spora na rešavanje u okviru Centra, traži prejudicijono iscrpljenje nacionalnog postupka i svih pravnih lekova²⁰.

Polaganjem instrumenata ratifikacije i obezbeđenjem pravnih uslova za

stupanje na snagu i primenu ICSID Konvencije, Srbija je praktično aktivirala arbitražne klauzule koje su bile sastavni deo bilateralnih do sada potpisanih sporazuma o uzajamnom podsticanju i zaštiti ulaganja sa pojedinim zemljama. Naime, praktično svi dvostrani sporazumi o podsticanju i uzajamnoj zaštiti ulaganja do sada zaključeni sadrže odredbu o nadležnosti ICSID-a.²¹

Primena materijalno-pravnih standarda koji iz ove konvencije proizilaze (standard zabrane eksproprijacije bez odgovarajuće naknade, standard poštenog i pravičnog tertmana i dr.) i poznavanje načina na koji se ovi standardi tumače može doprineti da domaći organi izbegnu i preduprede mogućnost da svojim činjenjem ili nečinjenjem daju povoda stranim ulagačima za tužbe protiv naše države. Njihova primena predstavlja dodatnu garanciju stranim ulagačima i svakako će doprineti, uz obezbeđenje preduslova na unutrašnjem planu (u smislu donošenja pomenutih i drugih zakonskih propisa) većem privlačenju direktnih stranih investicija.

6. OSNOVNI PRAVCI DALJIH AKTIVNOSTI VLADE

U poređenju sa drugim zemljama regiona, Srbija je na poslednjem mestu po

¹⁹ Član 25. stav 2.

²⁰ Član 26.

²¹ Osim sporazuma sa Ruskom Federacijom, Francuskom, Izraelom i SAD. Napomena: sporazum sa SAD je jednostran - garantuje se samo zaštita američkih ulaganja u Srbiju, a pregovori radi zaključenja novog, bilateralnog sporazuma, trebalo bi da počnu tokom 2008. godine

godišnjem prilivu stranih investicija. Konkurencija u privlačenju novih neposrednih stranih ulaganja ogleda se u globalnom i brzom tehnološkom razvoju i napretku logistike, zajedno sa globalnom potrebom za smanjenjem troškova u većini industrijskih sektora, što sve zajedno povećava konkurenciju i podiže unutrašnje standarde i očekivanja investitora. Srbija mora da uloži napor da na tom planu sustigne zemlje iz regiona.

Dosadašnja iskustva i statistički podaci pokazuju da, među zemljama u regionu, Srbija ima najniži nivo privlačenja neposrednih stranih ulaganja. Pored toga, ima i najniži BDP (bruto društveni proizvod) po glavi stanovnika, najvišu inflaciju, najviši stepen nezaposlenosti i najniži procenat izvoza u BDP. Ovi podaci su utoliko ozbiljniji ukoliko se uzme u obzir da je, prema opštim pokazateljima privrednog rasta, Srbija, pre petnaest godina, bila ispred većine susednih zemalja. Iz ovoga jasno proizilazi da je neophodno značajno poboljšanje u mnogim oblastima. Osnovni uslov za to jeste poboljšanje pravne osnove za strana ulaganja, kroz donošenje niza osnovnih zakona u ovoj oblasti.

Investitore koji nameravaju da ulažu u Srbiju obeshrabruju mnoge činjenice. Najpre, Srbija još uvek nije donela relevantne zakone u mnogim oblastima, pre svega, Zakon o restituciji, dok je Zakon o vlasništvu nad zemljištem zastareo. Nova ulaganja u industrijske parkove i razvoj drugih imovinskih odnosa u Srbiji prilično zaostaje u odnosu na druge zemlje regiona. Pored toga, odgovara-

juće gradsko i industrijsko planiranje je u Srbiji veoma nerazvijeno, a i problem građevinskih dozvola je izvor velike nesigurnosti stranih investitora. Prednosti Srbije, koje treba iskoristiti za privlačenje stranih ulaganja su već pomenute. To su, najpre, povoljan geografski položaj (centralno mesto u regionu, pogodno za trgovinu sa Istokom i Zapadom podjednako); visok procenat stanovništva koje govori strani jezik (narочito engleski); relativno niske plate; kao i niske stope oporezivanja i poreske olakšice koje su uvedene za strane ulagače. Srbija, naime, ima najnižu poresku stopu na dobit preduzeća (10%) u Evropi, najnižu standardnu PDV stopu (18%), posebne poreske olakšice i kredite za strane ulagače koji otvaraju nova radna mesta, kao i carinske olakšice za tzv. ulaganje u stvarima (uvoz opreme). Reforme oporezivanja i modernizacija su ključni element celokupnog paketa podsticaja koji se nudi novim ulaganjima. Uopšteno govoreći, ukupna niska stopa oporezivanja, efikasno i transparentno vođena, prihvata se kao najbolji pristup. Zato poreska politika Srbije treba da ostane konkurentna poreskim politikama susednih zemalja po niskim stopama korporativnog oporezivanja i ograničenim propisima koji se tiču izuzeća od plaćanja poreza.

Posebno je važno stvoriti uslove za efikasnu primenu otkrića i pronalazaka (inovativnih rezultata) u privredi, tako da se potrebno vreme od nastajanja do realizacije inovacije smanji do nivoa koji se zahteva na svetskom tržištu. Inovaciona delatnost zajedno sa naučno-istraživačkom delatnošću, predstavlja

najznačajniju pokretačku snagu ukupnom tehnološkom razvoju jedne zemlje. Nova znanja i tehnologije, zasnovane na pronalazačkom, inventivnom i inovativnom razvoju, primenjene u proizvodnji i procesu stvaranja novih proizvoda i usluga, jedino mogu povećati ukupnu konkurentnost privrede u svetskim okvirima. Sredstva koja se izdvajaju za tu namenu su nedovoljna, iako je permanentan njihov rast. Radi obezbeđivanja finansijskih sredstava za podsticanje inovativnosti, Zakonom o inovacionoj delatnosti osniva se Fond za inovacionu delatnost. Zakonom je omogućeno da Fond tokom vremena preraste u akcionarsko društvo i da privatni kapital zauzme značajno mesto u finansiranju njegovih aktivnosti.

Dalje aktivnosti usmerene na stvaranje klime poverenja i sigurnosti za strane ulagače odvijaju se kroz donošenje novog Zakona o stranim ulaganjima, Zakona o industrijskim parkovima, Zakona o restituciji, Zakona o koncesijama i drugim oblicima javno-privatnog partnerstva i drugih. Posebno je značajno pomenuti da je u pripremi novi Zakon o stranim ulaganjima koji treba da omogućiti praktičnu primenu principa „sve pod jednim krovom“, odnosno da doprinese ubrzanju i pojednostavljenju procedure registracije i odobrenja stranog ulaganja. Pored toga, priprema se i novi Zakon o koncesijama i drugim oblicima javno-privatnog partnerstva koji, pored koncesije, predviđa i druge oblike partnerstva (poslovne saradnje) između ulagača i države. Svi ovi zakoni doprinose stvaranju povoljne klime i okruženja za privlačenje stranih investicija.

Imajući u vidu dosadašnja iskustva na planu direktnih stranih investicija, može se reći da je procenat tzv. greenfield investicija u Srbiji relativno mali, i daleko od njenih stvarnih razvojnih potreba. Radi dalje modernizacije i razvoja, porasta zaposlenosti i izvoza, zemlja je upućena na značajno podizanje priliva stranih ulaganja, koje je ključno za oporavak srpske privrede. Pored pravnog režima, opštu investicionu klimu čine i druge prilike. Pri tome je svakako najveća smetnja za strane ulagače unutrašnja politička nestabilnost, spora i dugotrajna procedura dobijanja dokumentacije. Otuda je uklanjanje prepreka za strana ulaganja jedan od najvažnijih uslova za oporavak naše privrede pa bi dugoročna strategija privlačenja stranog kapitala trebalo da bude kontinuirana i kompleksna i da mobilize sve potencijale Republike Srbije.

LITERATURA

1. Dolzer R., Stevens M, *Bilateral investment treaties*, Washington, 1995;
2. Goldberg, Linda S. *Financial FDI and host countries: New and old lessons*, Federal Reserve Bank of New York, New York, 2003;
3. UNCTAD, *World investment report 2006, FDI from developing and transition economies: implication for development, Serbia and Montenegro*;
4. „Latest Developements in Investor-State Dispute Settlement“, UNCTAD, *IIA Monitor*, No.4, 2005;

5. *Policy framework for investment*, OECD, 2006;
6. Stanivuković, M., *Arbitražna između države i ulagača na osnovu dvostranih sporazuma o zaštiti i unapređenju ulaganja*, Zbornik radova u spomen prof. dr Miodraga Trajkovića, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Udruženje pravnika u privredi Srbije i Crne Gore, Beograd, 2006;
7. Stevens M., *ICSID and Bilateral Investment Treaties, IBA section on Business Law, Arbitration and ADR*, 2001;
8. Rajneesh N., Portelli B., *Foreign Direct Investment and Economic Development: Opportunities and Limitations from a Developing Country Perspective*, MERIT/Infonomics, 2004;
9. *News from ICSID*, Vol. 22, no.2, 2005;
10. OECD, *Multilateral agreement on Investment, Directorate for financial, fiscal and enterprise affairs*, 1998.

Rad primljen: 14. X 2007.

UDK: 339.727,22(497)

JEL:

Pregledni rad

**ATRAKTIVNOST INVESTIRANJA
U REPUBLICI SRBIJI**
**Iskustva investicionih fondova na području
Balkana**

INVESTING IN SERBIA
***Lessons from Investment Funds Targeting the Balkan
Region***

Dr Saša MUMINOVIĆ
JULON d.d, Ljubljana
Dr Vladan PAVLOVIĆ
Megatrend univerzitet, Beograd

Rezime

Iako se o Balkanu govori kao o ekonomski nehomogenom prostoru punom previranja, investicioni fondovi koji ulažu na području Balkana ostvarili su dobar uspeh i to u godini kada velike svetske berze beleže snažne korekcije. Pojedini menadžeri investicionih fondova su prepoznali prednosti investiranja na tom području, koja su ujedno i predmet ovog članka - uključivanje regije u evropske integracije, visoki privredni rast i makroekonomska stabilnost, visoka stopa nezaposlenosti, odnosno potencijal jeftine i obrazovane radne snage, organski rast (širenje) blue chip preduzeća, sve bolju organizaciju i transparentnost tržišta kapitala, i dr. Cilj ovog rada je da identifikuje prednosti ulaganja na području Balkana.

Ključne reči: INVESTICIONI FONDOVI; BALKAN

Summary

Although the area is said to be economically unhomogenous and full of uncertainties, investment funds that invest in Balkan area were successful. That was in the year when the main stock exchanges are under the strong correction. Some investment fund managers have recognised the advantages of investing in this area, which are the subject of this paper – accession of the region in the European integration process, high economic growth and macro-economic stability, high unemployment rate or the potential of cheap and educated labour force, organic growth of blue chip companies, ever improving organisation and transparency of the capital market among others). The purpose of the paper at hand is to identify advantages of investing in the Balkan.

Key words: INVESTMENT FUNDS; BALKANS

UVOD

Globalizacija finansijskih tokova postala je realnost bez obzira na sve nedostatke i kritike. Stvorene su mogućnosti da se svaki subjekt veoma lako premešta s jednog tržišta na drugo tražeći najprikladnije modalitete i instrumente plasiranja ili pribavljanja sredstava. Ulaganje u investicione fondove je samo jedan od načina da se pojedinac ili privredno društvo uključi u tokove tržišta kapitala. U nedostatku detaljnih informacija, vremena i posebnih znanja, investicioni fondovi su optimalan način za ulaganje. Ukupna imovina investicionih fondova u Srbiji je samo oko 25 mil. evra, dok je pod upravom investicionih fondova u Hrvatskoj čak 4 mlrd. evra. U svetu je danas u fondove ukupno investirano oko 18 triliona evra, broj investitora se kreće oko 150 miliona od čega su 88% privatna lica, a 12% institucionalni investitori.¹ S druge, strane institucionalni investito-

ri kontrolišu mnogo veći procenat ulaganja.

Prva dva investiciona fonda u Srbiji, pet dobrovoljnih penzionih fondova, ali i nekoliko inostranih investicionih fondova koji veći deo svojih sredstava ulažu na područje Balkana opravdali su očekivanja. Investicioni fondovi iz Srbije se polako probijaju u region, dok inostrani fondovi već uveliko uživaju u prednostima investiranja na Balkanu. Ocenjuje se da je glavni razlog velikom skoku indeksa u regionu upravo aktivnost investicionih fondova, budući da su pre godinu dana osnovani tzv. mladi Balkan fondovi, koji su prvenstveno ulagali u akcije na Banjalučkoj, Beogradskoj i Zagrebačkoj berzi.

Ne samo da se globalno tržište, u prethodnih godinu dana, ocenjuje kao pregrejano u smislu rasta, već je i pod udarom klasične krize koja izvire iz krize tržišta nakretnina u SAD. To ne samo da utiče na to da fondovi napuštaju tržišta, već ima za posledicu i osetniji pad cena. Pad cena na berzama je prilika za fondove da kupuju akcije po nižim cenama, ali predstavlja i opasnost

¹ *Ekonomist*, specijalno izdanje, jul 2007.

od daljnjeg povlačenja investitora iz fonda kao posledica pada vrednosti investicione jedinice.

Region Balkana se ispostavio kao alternativa investiranju na razvijenim tržištima i rastućim tržištima Azije i Latinske Amerike. Poznavanje prednosti i nedostataka kojima je potencijalni investitor izložen, od ključnog je značaja za uspeh investiranja na ovom području.

1. GEOGRAFSKO ODREĐENJE PODRUČJA BALKANA

Geografski orijentisani investicioni fondovi svoja ulaganja usmeravaju na određeno geografsko područje – Balkana, Azije, Južne Amerike. Pri tome se rukovode optimističnim prognozama vezanim za izabrano tržište - regiju.

Balkan² je istorijska i geografska regija jugoistočne Evrope te poluostrvo jugoistočne Evrope. Iako se danas pojam Balkan³ kao jedna od geograf-

skih regija Evrope polako napušta (regija je jugoistočna Evropa⁴), i dalje ga pojedini autori uzimaju kao regiju, te postoji više definicija za ograničavanje, ali obično se smatra da Balkan sadrži delove Grčke, Albanije, Bugarske, Turske i nekih država bivše Jugoslavije, s ukupnom površinom od 550,000 km² i 53 mil. stanovnika. Geografska definicija Balkana zasniva se na planinskim lancima, u koje spadaju Dinaridi, planina Balkan, Rodopi, Šarplanina i Pind.

Zemlje koje se *neslužbeno* spominju kao deo Balkana su: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Grčka, Makedonija, Srbija, Crna Gora i Turska (sa-

prema istočnoj i južnoj često će reći, ozbiljno ili u šali, da Balkan započinje u Beču ili Minhenu. I Metternich je jednom prilikom, vjerovatno rasrđen na svoje sunarodnjake, ustvrdio da je Balkan pokraj bečkih zidina, do kojih su doprle Sultanove trupe i pred kojima su turske „kafedžije“ ostavile kavu dotad nepoznatu austrijskoj imperijalnoj prijestolnici („Ah, te divne bečke kavane, nema im ravnih u svijetu!“). Pravi Bečlijci i „minhenci“ protestiraju i poriču navedenu granicu. Njima Balkan započinje s onu stranu crte koja ih dijeli od bivše Jugoslavije, recimo u Ljubljani i Zagrebu. A na to se pak vrijeđaju Ljubljanci i Zagrepčani - Balkan je istočnije, u Beogradu, Sarajevu, Prištini, Tirani, „tamo“. Tko bi tu prihvatio zločestu dosjetku najvećega hrvatskog pisca Miroslava Krleža da Balkan zapravo započinje pokraj otmjenog zagrebačkog hotela „Esplanade“. No, ostavimo po strani anegdota. U „Enciklopediji Jugoslavije“ koju je Krleža brižno vodio i pomno nadzirao, stoji da granicu na sjeverozapadnoj strani Balkana, napose u Hrvatskoj, tvore rijeke Kupa, Sava, Dunav

² <http://hr.wikipedia.org/wiki/Balkan>

³ „Granice Balkana istodobno su zemljopisne i anegdotske. Istočnu granicu odredilo je more i povijest tako da ona uglavnom nije sporna. Na sjevernoj strani stvari su složenije: Sava i Dunav tvore jednu vrstu prirodne granice koja se uzima u obzir makar se ponekad ne prihvaća - balkanski je element djelatan te negdje možda nadilazi spomenute rijeke. Na zapadnoj pak strani, granice su dobrim dijelom anegdotske, ponegdje čak i više nego zemljopisne. Autor „Dunava“ Claudio Magris govori o tome na dobronamjieran način, koji ovdje pokušavamo prenijeti u slobodnu prijevodu. Onaj tko iz zapadne Evrope gleda

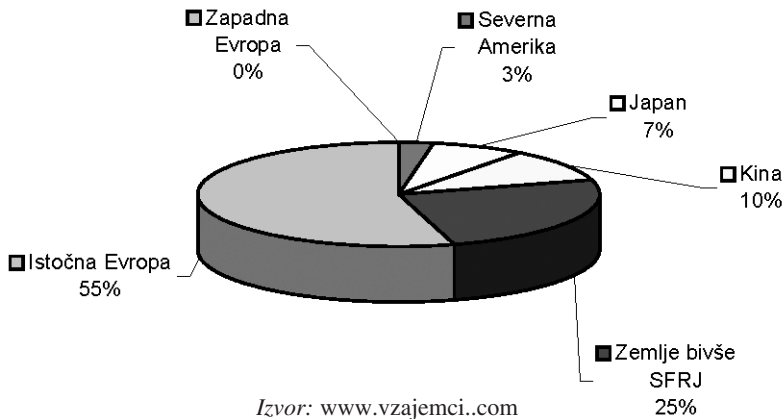
mo njen deo u Evropi). Ponekad se u okviru Balkana spominju i Rumunija, Hrvatska i Slovenija.

Istorijski, pojam **Balkan** obojen je negativnim značenjima: nasilje, verska i etnička netrpeljivost, sveopšta nazadnost i podeljenost. U engleskom jeziku reč *balkanisation* označava neizlečivu rascjepkanost i netrpeljivost između frakcija unutar neke grupe. Zato se ta reč izbega-

va i ponekad smatra pogrdnom. I pored tih negativnih konotacija investicioni fondovi koji su orijentisani na ovo područje su ostvarili zavidan rast i u perspektivi će zauzimati značajno mesto.

Perspektivnost tržišta zemalja nastalih na prostoru bivše SFRJ i Istočne Evrope u narednih nekoliko godina iz ugla slovenačkih analitičara prikazuje Grafikon br.1.

Grafikon br. 1: Perspektivnost tržišta u narednih nekoliko godina



(Geoantropolog Jovan Cvijić je svojedobno spominjao i Soču kao zemljopisnu ili geološku granicu, ne političku). Na jugu pak, duž jadranske obale, granica koju također navodi spomenuta „Enciklopedija“ išla bi sve do Riječkoga ili čak Tršćanskoga zaljeva, čime bi zahvatila i dio Slovenije. Valja ipak napomenuti da obala koju nije okupiralo Tursko carstvo ima mjestimice različite identitete, koje je dijele čak i od vlastitoga zaleđa, od tako često potcijenjene „zagore“. Teško je, međutim, prihvatiti da, na primjer, Livno ili Duvno (Tomislavgrad), Imotski sa svojom Krajinom pa donekle i Klis,

Sinj pa čak okolica Karlovca - nisu na Balkanu. A gdje bi tad bili?! Ta gdje se onda odigrala povijest koja je okrunila kraljeve i stvorila hrvatsku srednjovjekovnu državu - ako ne upravo u tome dijelu našega poluotoka?“. Matvejević, P. *Metafora pauka - Neumoljive taštine i simulacije*. Deo kolumne u dnevnom listu Danas: O nama na Balkanu

⁴ Taj se izraz koristi sve više, npr. inicijativa Evropske unije iz 1999. godine zove se *Pakt o stabilnosti za jugoistočnu Evropu*, a on-line novine Balkan Times preimenovale su se 2003. godine u Southeast European Times.

2. FINANSIJSKA TRŽIŠTA I INVESTICIONI FONDOVI

Savremena tržišna ekonomija nezamisliva je bez hartija od vrednosti, koje pripadaju korpusu finansijskih instrumenata. Finansijska tržišta predstavljaju najznačajniji faktor ukupnog ekonomskog i privrednog sistema u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom. Privredni razvoj doprinosi razvoju finansijskih tržišta, ali i razvoj finansijskih tržišta povratno doprinosi privrednom razvoju. Nerazvijena finansijska tržišta jedan su od razloga i sporig izgrađivanja tržišne privrede kod nas.⁶

U literaturi su prisutne brojne definicije finansijskih tržišta. U stranoj literaturi govori se o tržištu kapitala (*capital market ili capital i securities markets*), novčanom tržištu (*money market ili money i discount markets*), deviznom tržištu (*foreign exchange market*), a kada se misli na skup ovih tržišta koristi se odrednica *finansijski sistem*⁷.

Najvažnija podela finansijskih tržišta jeste podela na novčano tržište⁸ i tržište kapitala, a budući da je ova podela isuviše globalna, vrši se daljnja segmentacijana na specijalizovana tržišta, u koja spadaju: devizno tržište; tržište hartija od vrednosti, u okviru ko-

jeg se diferenciraju tržište kratkoročnih HOV i tržište vlasničkih hartija od vrednosti, kao segment tržišta kapitala; kreditno tržište (koje takođe zadire i u novčano tržište i u tržište kapitala); eskontno i lombardno tržište; međubankarsko tržište i dr.

Značaj i uloga finansijskih tržišta mogu se posmatrati kroz sledeće funkcije koje ova tržišta obavljaju: funkcija povezivanja; alokativna funkcija; funkcija razvoja; funkcija efikasnosti; funkcija određivanja cene finansijskih instrumenata, funkcija smanjenja troškova i funkcija pouzadnosti.⁹

U finansijske instrumente spadaju hartije od vrednosti čijim se emitovanjem i prodajom vrši transfer štednje, kao i mnogi finansijski oblici koji ne spadaju u korpus hartija od vrednosti (npr. nemonetarni depoziti, krediti, štedne knjižice, polise osiguranja).

Finansijske institucije se javljaju kao učesnici na finansijskim tržištima i čine jedan od bitnih elemenata sistema finansijskih tržišta. U finansijske institucije spadaju centralna banka, banke, ostale depozitne finansijske institucije (štedionice, štedne i kreditne asocijacije, kreditne unije), osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi, investicione kompanije i fondovi, finansijske kompanije i ostale finansijske institucije i berzanski posrednici.

Sa aspekta uticaja na razvoj finansijskog tržišta i privrede u celini, investicioni fondovi imaju veliki značaj, koji je poslednjih decenija sve veći. U litera-

⁵ Kulić, M. [5], str. 19.

⁶ Kulić, M. [5], str. 19.

⁷ Radmilović, S. (eds.) [9] str. 12.

⁸ Često se u poslovnom žargonu i stručnoj literaturi pojam tržište novca koristi kao sinonim za novčanim tržištem što je pogrešno, jer je tržište novca samo jedan deo novčanog tržišta.

⁹ Detaljnije videti u: Kulić, M. [5], str. 20-21.

turi su prisutne brojne različite definicije investicionih fondova i različiti pristupi definisanju, što ima za posledicu brojne različite definicije investicionih fondova, najčešće prouzrokovane različitom zakonskom regulativom, ali i postojanjem različitih vrsta investicionih fondova.¹⁰

Značajno je razlikovati investicioni fond od investicione kompanije (*investment company*) ili društva za upravljanje investicionim fondom (*management company*). Po pravilu, investicione kompanije upravljaju sa više investicionih fondova od kojih svaki ima svoje ciljeve, menadžment (portfolio menadžera), investicionu strategiju i portfolio strukturu.¹¹

U zavisnosti od zakonskih rešenja, investicioni fondovi imaju, odnosno nemaju svojstvo pravnog lica. Prema našem zakonu¹², otvoreni investicioni fondovi nemaju status pravnog lica, dok zatvoreni investicioni fondovi i privatni investicioni fondovi imaju status pravnog lica, s tim što su prvi organizovani kao akcionarska društvo, a drugi, kao društva sa organičenom odgovornošću.

Investicioni fondovi se smatraju najpogodnijim načinom prikupljanja usitnjene i disperzirane štednje stanovništva i njene alokacije u perspektivna i profitabilna preduzeća.

¹⁰ Detaljnije videti u: Muminović, S., Pavlović, V. [7], str. 38-52.

¹¹ Kapor, P. [3], str. 9.

¹² Zakon o investicionim fondovima, Službeni glasnik Republike Srbije br. 46/2006

Investicioni fondovi doprinose:

- Porastu štednje i njenom usmeravanju u projekte mlađih i inovativnijih preduzeća, koji se smatraju značajnim nosiocima razvoja razvijenih tržišnih ekonomija;
- Obogaćivanju finansijskog sistema i jačanju konkurentnosti među finansijskim institucijama, što ima za posledicu povećanje efikasnosti finansijskog posredovanja;
- Produblivanju i razvoju tržišta akcija i obveznica, kao i podsticanje razvoja novih finansijskih instrumenata.

Individulanim investitorima ulaganje u investicione fondove donosi sledeće prednosti: niži nesistemske, odnosno specifični rizik; profesionalno portfolio upravljanje; niže troškove u odnosu na direktnu kupovinu; veću utrživost u odnosu na bazične hartije od vrednosti na kojima se akcije fonda zasnivaju.¹³

3. GEOGRAFSKO ORIJENTISANI INVESTICIONI FONDOVI USMERENI NA PODRUČJE BALKANA

Učešće stranih investitora u ukupnom prometu Beogradske berze u 2007. godini u proseku je bilo 39,64%¹⁴. Među stranim investitorima nalaze se i investitori iz bivše SFRJ, a među njima među finansijski naj snažnijim su investitori iz Slovenije.

¹³ Detaljnije videti u: Muminović, S., Pavlović, V. [7], str. 34.

¹⁴ IZVOR: www.belex.co.yu

FINANSIJE

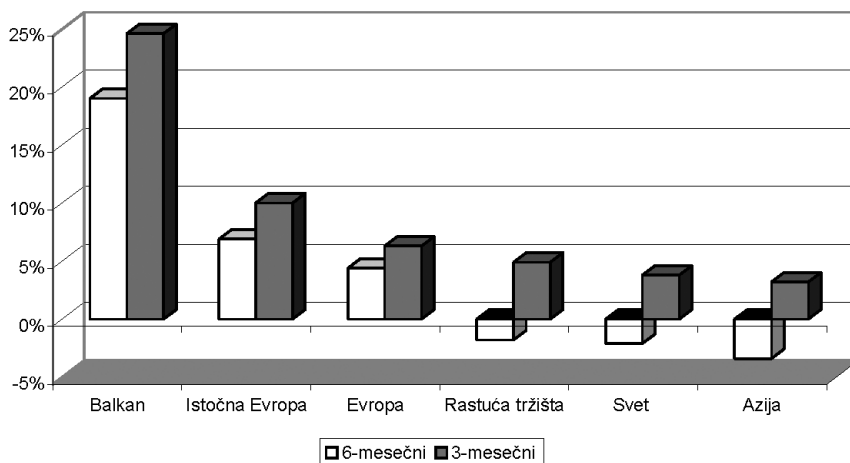
Investitori koji dobro poznaju ne samo ekonomske prilike, već i društvo u celini sa svim kulturnim specifičnostima.

Geografsko usmereni investicioni fondovi su relativno novi i u Sloveniji. Većina je ustanovljena u 2006. godini. U septembru 2006.godine takvih fondova je bilo 33. Najviše njih, (osam), svoja ulaganja usmerava na šira tržišta, dok su ostali orijentisani na uža područja. Prema podacima objavljenim u časopisu Finance¹⁵, koji su prikazani na Grafikonu br. 2, imali su najbolji, kako 3-mesečni tako i 6-mesečni prinos¹⁶ u 2006. godini.

U 2006. godini investicioni fondovi slovenačkih društava za upravljanje, *Ilirika Vzhodna Evropa*, *KD Balkan*, *MP-BALKAN.SI*, *Publikum Balkan*, *NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa* i *Triglav Balkan* koji su orijentisani na područje Balkana su u samo pola godine prikupili 10 mlrd.SIT, odnosno 41,7 mil. evra uloga. U Hrvatskoj, investicioni fond *Aureus Equity* vrlo uspešno usmerava 20% svojih ulaganja na područje bivše SFRJ.

Prema podacima Banke Slovenije, u periodu januar 2004 – februar 2005 (14 meseci), slovenački investitori su

Grafikon br. 2: Prosečni prinos geografsko usmerenih slovenačkih investicionih fondova



IZVOR: Petrič, T. [4].

¹⁵ IZVOR: Petrič, T. [8].

¹⁶ Navedeni podaci su bili već u idućem broju časopisa kritikovani jer su poređeni prinosi u SIT i u USD. Ne obzirajući se na navedeni nedostatak podaci su i kao približni veoma interesantni. IZVOR: Kleindienst, R. [4].

na tržišta bivše SFRJ investirali 112 mil. evra. Do kraja juna 2007. godine imovina u investicionim fondovima *Ilirika Vzhodna Evropa*, *KD Balkan*, *MP-BALKAN.SI*, *Publikum Balkan*, *Triglav Balkan* prešla je 290 mil. evra

FINANSIJE

MP-BALKAN.SI i *Publikum Balkan* su od navedenih najviše usmereni na područje bivše SFRJ, dok ostali investiraju deo svojih sredstava i u Rusiju, Tursku, Austriju, Mađarsku...

Strukturu pojedinih navedenih fondova prikazuje Tabela br. 1. Kako se radi o akcijskim investicionim fondovima udeo akcija je preovladavajući, što ove fondove svrstava među visokorizične od kojih se očekuje natprosječni prinos.

nih kredita¹⁸ u SAD nisu u velikoj mjeri pogodila portfelj ovih fondova koji su ostvarili dobar prinos.

Razlike u prinosima među pojedinim fondovima koji ulažu u jednu regiju su znatne. U drugoj polovini 2006. godine, kada je pozitivan trend zabeležen na svim rastućim tržištima, balkanski investicioni fondovi su dostigli u proseku 10% rasta. U tom periodu najviše je porasla vrednost udela *Ilirika Vzhodna Evropa* - 17%. U prvoj polovini 2007.

Tabela br. 1: Struktura fondova

	Ilirika Vzhodna Evropa	KD Balkan	MP Balkan	Publikum Balkan
Akcije	79,0%	63,6%	96,2%	81,5%
Obveznice	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%
Investicioni fondovi	4,3%	0,0%	0,0%	8,5%
Instrumenti tržišta novca	0,0%	1,5%	0,0%	3,0%
Depoziti i gotovina	16,6%	31,9%	4,8%	7,1%
Ukupno:	100%	100%	100%	100%

Izvor: Prospekti investicionih fondova u DELO FT 03.10.2006.godine

Kriza na svetskim berzama koje su nastale usled povećanja kamatnih stopa¹⁷ i cena sirovina (ponajviše nafte), zatim usled drugorazrednih hipotekar-

¹⁷ Politika podizanja kamatnih stopa najvažnijih centralnih banaka oborila je cene azijskih i evropskih akcija u maju i junu 2006. godine. Bankari centralnih banaka širom sveta su upotreбили politiku podizanja kamatnih stopa kako bi izbegli ubrzanu inflaciju podstaknutu turbulencijama koje njihove reči i radnje imaju na globalno finansijsko tržište.

godine najveći rast je imao Triglav Balkan 46,86%, a najmanji *Ilirika Vzhodna Evropa* – 21,38%. Posmatrano u periodu jun 2006 – jun 2007. godine, najveći porast vrednosti udela ostvario je MP Balkan i to 111,48% - Tabela br.2

¹⁸ Likvidacija dva veća hedge fonda otkrila je probleme na hipotekarnom tržištu. Radi se o drugorazrednim hipotekama dužnicima slabog boniteta, ali za višu cenu. Strah se proširio i na sektor nekretnima koji je pozadina problema na tržištu kapitala.

FINANSIJE

Tabela br. 2: Prinos fondova 30.06. 2007. godine

	U 2007. godini	jednogodišnji
<i>Ilirika Vzhodna Evropa</i>	21,38%	54,68 %
KD Balkan	35,04 %	67,48 %
MP Balkan	34,67 %	111,48 %
Publikum Balkan	41,92 %	103,57 %
Triglav Balkan	46,86 %	n.p.

Izvor: Mesečni izveštaji društava za upravljanje

U Srbiji **Delta** je prva započela proceduru za dobijanje dozvole. Zakon o investicionim fondovima usvojen je krajem maja 2006. godine i primenjuje se od 11. decembra 2006. godine. Tim zakonom je predviđeno da do kraja jula 2007. godine treba da se registruju svi inostrani investicioni fondovi, odnosno da dobiju dozvolu Komisije za hartije od vrednosti.

Investicioni fond **Delta plus**, registrovan u februaru 2007. godine, je za samo dva meseca prikupio oko 4 mil. evra sredstava i preko 500 investitora. Fond je fokusirao svoja ulaganja tako što 60% svog portfolia investira u akcije, 30% u obveznice i 10% u depozite, a ciljna grupa fonda biće uglavnom hartije od vrednosti domaćih privrednih društava. Član fonda *Delta investments* postaje sa jednokratnom uplatom, programskom uplatom ili putem investicionog plana, a ovaj poslednji način uglavnom koriste privredna društva za svoj račun ili za račun svojih zaposlenih. Za pristupanje fondu neophodno je samo potpisati pristupnicu, izvršiti uplatu na kastonu račun fonda i izdvojiti petnaestak minuta za obrazloženje investicione politike.

U periodu od 26. 02.-15. 08. 2007. godine vrednost udela Investicionog fonda **Delta plus** porasla je za 36% -

Grafikon br. 3, a imovina je dostigla 1.605 mil. din. Iako je rast od 36% impresivan u ovako kratkom roku, ako se taj podatak uporedi sa rastom indeksa Beogradske berze vidi se da je vrednost udela pratila trend tržišta. U istom periodu indeks Beogradske berze Belexfm porastao je za 29,50%, indeks Belex15 za 53%, a indeks Belexline za 52%.

To se naročito vidi na primeru Delta investimenta koji je trećinu sredstava uložio u državne obveznice, pa su oscilacije koje bi se mogle očekivati na osnovu pada indeksa Beogradske berze izbegnute. Da ulagači imaju poverenja u odluke portfolio menadžera pokazuje i podatak, na koji ukazuje direktorka Delta investimenta, da je samo jedan odsto od oko 2.000 klijenata povuklo svoja sredstva iz fonda.

Kako je predstavljeno na prezentaciji (23. aprila 2007. godine) u Privrednoj komori Beograda drugi investicioni fond u Srbiji **Fima ProActive** počinje sa radom 3. maja. Upis investicionih jedinica počeo je 16. aprila i do 30. aprila, svaki građanin ili pravno lice, mogao je da kupi udele po ceni od 1.000 din. Osnivač fonda Fima ProActive je Fima grupa iz Varaždina, čija je vrednost aktive 400 mil. evra. Za razliku od običnih balansiranih (mešovitih ili uravnoteženih) fondova, ovaj fond je razvojno balansiran (75% ulaže u akcije), što podrazumeva veći rizik ulaganja, ali su i očekivanja u vidu većeg prinosa nego kod običnih balansiranih fondova. Za sada se Fond Fima ProActive ograničio da ulaže u hartije od vrednosti na domaćem

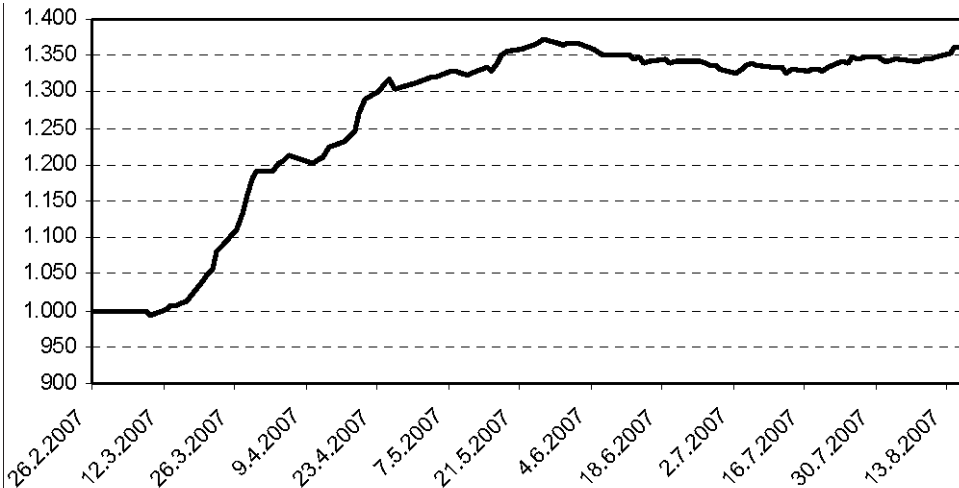
tržištu kapitala. Prinos ulagača u Fima proaktiv je nešto manji u poređenju sa Delta plus, ali ovaj fond je startovao tek u maju ove godine, dakle u trenutku kada je zabeležen pad vrednosti akcija na Beogradskoj berzi. Ali, i oni su na 1.000 dinara zaradili 64,25 dinara, ili šest odsto, što je takođe više od kamate koju poslovne banke daju na oročenu štednju.

Na tržištu se pojavio i treći investicioni fond, **Raiffeisen investment**. Investicioni fond **Focus Invest a.d. Beograd**, osnovan je juna 2007. godine. Fond pretežno investira u akcije (najmanje 75% imovine Fonda se ulaže u vlasničke hartije od vrednosti). Vrednost imovine Fonda je 12.10.2007. iznosila 214.388.025 dinara. Na pomenuti datum vrednost investicione jedinice je iznosila 1.077,88 din. Komisi-

ja za hartije od vrednosti dala je dozvolu za rad i investicionom fondu u Srbiji **Focus premium**, 18. avgusta 2007. godine. U najavi je osnivanje još nekoliko fondova prvenstveno od strane banaka i procene su da bi uskoro u Srbiji poslovalo 10-ak investicionih fondova.

Imajući u vidu da su institucionalne mogućnosti za ulaganje domaćih investitora u investicione fondove u Srbiji stvorene tek 2006. godine, domaći mali investitori nisu bili u mogućnosti „da iskoriste vanredne mogućnosti za srazmerno visoku zaradu u prvoj fazi razvoja finansijskog tržišta u Srbiji 2003-2006. godine, povezano sa talasom privatizacije i objektivno podcenjenom vrednošću akcija velikog broja preduzeća koja su tada prvi put izašla na berzu, što su strani investicioni fon-

Grafikon br. 3: Kretanje vrednosti jedinice udela Delta plus 26. 02. – 15. 08. 2007. godine



Izvor: www.deltainvestments.co.yu

dovi i drugi strani investitori veoma dobro znali da iskoriste.“¹⁹

4. POZADINA USPEHA FONDOVA KOJI ULAŽU NA PODRUČJU BALKANA

Većina društava za upravljanje²⁰ investicionim fondovima u Sloveniji svoje prednosti sumiraju kroz sledeće procese:

- uključivanje regije u evropske integracije,
- visoki privredni rast,
- visoku stopu nezaposlenosti koja predstavlja potencijal jeftine radne snage i
- organski rast (širenje) blue chip preduzeća,
- sve bolju organizaciju i transparentnost tržišta kapitala i dr.

Uključivanje u evropske integracije

Prvo proširenje tadašnje EEZ 1973. godine, uključilo je Dansku, Irsku i Veliku Britaniju, drugo Grčku 1981. godine, treće Portugal i Španiju 1986. godine, treće 1995. godine Austriju, Finsku i Švedsku, četvrto 2004. godine Sloveniju, Češku, Slovačku, Litvaniju, Letoniju, Estoniju, Poljsku, Mađarsku, Kipar i Maltu, a poslednje Rumuniju i Bugarsku. Pregovore su počele Hrvatska, Turska, Srbija, Makedonija i Albanija.. Sve zemlje ulažu napore da otpočnu/okončaju pregovore i vide svoj strateški cilj u pridruživanju EU.

Uspeh procesa približavanja EU zavisi od obaveza ispunjavanja tzv. Kopenhagenskih kriterijuma (1,2 i 3) i Madridskog kriterijuma (4):

- politički: stabilne ustanove koje garantuju demokratiju, vladavinu prava, ljudska prava i poštovanje zaštite manjina;
- ekonomski: delotvorna tržišna privreda i sposobnost nošenja s konkurencijom i tržišnim silama u Uniji;
- sposobnost preuzimanja obaveza članstva, uključujući prianjanje ciljevima političke, ekonomske i monetarne unije;
- usvajanje pravne tekovine Evropske unije (*aquis communautaire*) i njena efikasna primena putem odgovarajućih administrativnih i pravosudnih struktura.

Koliko je pozitivan uticaj približavanja EU, ilustruju podaci o statistikama berzi novih (poslednje primljenih) članica EU. Posmatrajući prinose evropskih indeksa u 2004. godini, dolazi se do zaključka da su nove članice EU prinosima zasenčile stare članice. SAX indeks Slovačke berze – 83,9%, PX50 indeks Češke berze – 67,7%, WIG20 indeks Poljske berze - 44,1%, BUX indeks Mađarske berze - 34,8% i SBI20 indeks Slovenačke berze - 23,2%; nasuprot DAX – 7,3% i FTSE 6,8%²¹. Očekuje se (optimistički) da do 2015. godine sve zemlje Balkana budu članice EU, što će bitno povećati stabilnost regije i povećati mogućnosti za ostvarivanje većih prinosa.

¹⁹ Kapor, P. [3].

²⁰ PDU Publikum, DZU Medvešek-Pušnik i drugi.

²¹ Izvor: berze, članice CESI, www.finance.yahoo.com.

FINANSIJE

Privredni rast

Visok privredni rast je karakterističan za sve rastuće ekonomije, pa tako i Balkana. O potencijalu radne snage prvenstveno se može govoriti u kontekstu nivoa obrazovanosti iste, što je pored porezne, glavna konkurentska prednost neke ekonomije

Za države regiona nije samo karakterističan privredni rast već i stabilizacija političkih prilika, posebno na teritoriji bivše SFRJ. Napredak ilustruju podaci koje je objavio PDU Publikum²². Navedene prostore je u 2004. godini posetilo preko 10 miliona turista, odnosno 30%

više nego 2000. godine. Ocenjeni privredni rast trostuko nadmašuje rast u EU. Izvoz Srbije je u 2005. godini povećan za 30% u poređenju sa 2004. godinom.

Na Berzi u Istanbulu se trguje sa preko 300 društava, čija tržišna kapitalizacija prelazi 180 mlrd.USD.

Prema podacima u Tabeli br.2 može se zaključiti da se radi o ekonomsko nehomogenom prostoru sa BDP-om per capita od 3.800 do 22.200 USD, relativno stabilnim rastom BDP-a, ne velikom inflacijom i sa procentom nezaposlenih koji daleko prevazi- lazi prosek EU.

Tabela br. 2: Ekonomski pokazatelji u državama Balkana

	BDP per capita	Realna rast BDP	Inflacija	Nezaposlenost
Albanija	4.900 USD	5,5%	2,4%	14,3% (30%)
Bosna i Hercegovina	6.800 USD	5,3%	4,4%	45,5% (30%)
Bugarska	9.600 USD	5,5%	5,0%	11,5%
Grčka	22.200 USD	3,7%	3,5%	9,9%
Makedonija	7.800 USD	3,7%	1,2%	37,3%
Srbija	4.400 USD	5,9% *	15,9%	31,6% (50%**)
Crna Gora	3.800 USD	5,5%	2,4%	14,3% (30%)
Turska	8.200 USD	NA	3,4%	27,5%
Rumunija	8.200 USD	4,5%	9,0%	5,9%
Hrvatska	11.600 USD	4,0%	3,3%	18 %
Slovenija	21.600 USD	3,9%	2,5%	10,1%

Izvor: www.cia.gov,

podaci se odnose na prognozu za 2005. godinu

* Srbija bez Kosova, ** Kosovo

²² www.publikum.si

Radna snaga

Upravo su i neke od slabosti, kao nezaposlenost, dobre strane, koje poboljšavaju perspektivu Balkana. Nezaposlenost je u regiji visoka. Prema podacima prikazanim u Tabeli br 2, kreće se od 50% na Kosovu, 45,5% u BiH, do 9,9% u Grčkoj.

Pre svake analize nezaposlenosti, komentara, komparacije među zemljama regiona ili u drugim državama potrebno je obavezno definisati nezaposlenost i učiniti podatke uporedivim. Bilo koji drugačiji pristup nužno vodi pogrešnoj interpretaciji istih. Pri tome treba prvenstveno uzeti u obzir razliku između anketne (ILO) i registrovane nezaposlenosti. Registrovana nezaposlenost neke države naime govori, koliko je u državi osoba, koji su po kriterijumima te države nezaposleni. Anketna, odnosno ILO nezaposlenost je međusobno uporediva, jer se upotrebljava kriterijum, da li je osoba u prethodnoj nedelji radila najmanje jedan plaćeni sat.

Tako, prema podacima Eurostata ILO nezaposlenost za Tursku za 2004. godinu je 10,3%, dok je prema podacima CIE, navedenim u Tabeli br. 2, registrovana nezaposlenost 27,5% (prognoza za 2005. godinu). Pri tome nije bilo bitnih negativnih ekonomskih pomaka koji bi uslovlili takav porast nezaposlenosti, već je samo reč o različitoj metodologiji merenja nezaposlenosti. Isto tako za Rumuniju je ILO 7,1% dok podaci CIE ukazuju na predviđenu 5,9% stopu.

Ono što je bitno i što ovu regiju raz-

likuje od npr. Latinske Amerike je obrazovna struktura nezaposlenih, koja je mnogo viša. Upravo je to ono što je zanimljivo stranim investitorima. Problem može da leži jedino u slaboj mobilnosti radne snage. Još uvek većina nezaposlenih nije spremna da promeni svoje prebivalište zbog posla.

Rast preduzeća

Organski rast podrazumeva vitalni, uobičajeni rast preduzeća. Suprotno, anorganski rast, nije vezan za uobičajenu, prevladavajuću delatnost (preduzeće iz prehrambene industrije počne da se bavi izdavačkom delatnošću). Organski/interni rast je suprotan postupku akvizicije. Predstavlja oblik pridobijanja određenog udela nekog preduzeća, bez obzira da li se radi o prijateljskom ili neprijateljskom preuzimanju.

Za sve tranzicijske zemlje je karakteristično da preduzeća imaju potencijal za organski rast. Ovo proizilazi iz samog pozicioniranja na tržištima, tako da nije neobično što su preduzeća u regiji Balkana zanimljiva investitorima i iz ovog ugla.

Tržišta kapitala

Koncentracija kapitala i preuzimanje nadzora od strane strateškog ulagača nakon postupka privatizacije predstavljaju značajne karakteristike akcionarskih društava u tranzicijskim državama regiona. Po pravilu, interes strateškog ulagača je da zatvori, ograniči pristup javnosti. Takvim društvima manje odgovara status otvorenog akcio-

narskog društva. Iz toga proizilazi tendencija preoblikovanja u zatvorena akcionarska društva ili čak i u društva sa ograničenom odgovornošću, uvažavajući pri tome moguće konflikte sa malim akcionarima.

Tako na primer u Srbiji, učešće stranih investitora u ukupnom prometu Beogradske berze (FIT), u 2005. godini u proseku je bilo 44,62%, u ukupnom prometu akcija (FIS) u proseku 54,09%, a obveznica u proseku (FIB) 14,64%.

U periodu I-VIII 2006. godine učešće stranih investitora u ukupnom prometu Beogradske berze (FIT) u proseku je bilo 47,58%, u ukupnom prometu akcija (FIS) u proseku 54,79%, a obveznica u proseku (FIB) 10,70%. Iz toga je vidljiv da je proces privatizacije u punom zamahu i da su stranim investitorima ulaganja u Srbiji veoma atraktivna²³.

Statistika berzi na prostorima bivše SFRJ ukazuje, da je tržište kapitala uveliko zavisno od procesa tranzicije. U Tabeli br. 3 navedeni su podaci o tržišnoj kapitalizaciji 31. 12. 2004. godine i 30. 06. 2007. godine na 13 berzi regiona. Raspon između berze najniže i berze najviše tržišne kapitalizacije je izuzetno visok – 3.388 mil. evra Montenegro berza – 512.716 mil. evra Istam-

bulska berza²⁴. Koliko je pojedina zemlja odmakla u procesu tranzicije opredeljuje obim aktivnosti na tržištu kapitala. U početnoj fazi, aktivnosti su povećane zahvaljujući procesu privatizacije i preuzimanjima (berze u Beogradu, Podgorici, Skoplju, Sarajevu, Banja luci). Nakon završetka tog procesa, aktivnosti na berzi opadaju, pogotovo ako se radi o malom tržištu kapitala (berza u Ljubljani). Tada likvidnost postaje problem ako se intenzivno ne uključe novi investitori ili ne dođe do povezivanja berzi

Koncentracija vlasništva u akcionarskim društvima u početnoj fazi je akcelerator berzanske trgovine, da bi nakon preuzimanja kroz tendenciju zavaravanja akcionarskih društava imala suprotan, negativan, efekat. Prema tome, ulaganja u početnoj fazi privatizacije su više spekulativnog karaktera u očekivanju preuzimanja društava. Dugoročno, uz tendenciju povlačenja tih društava sa berze, te akcije postaju neatraktivne za trgovinu (likvidnost im se smanjuje). To je još jedan razlog za povezivanje tržišta kapitala regiona. Određeni koraci su već napravljeni (u Crnoj Gori, Hrvatskoj i Bosni i Hercegovini) i samo je pitanje vremena kada će doći do povezivanja, kako na lokalnom tako i na regionalnom nivou.

²³ U periodu 2002.-2005.god broj prodatih preduzeća iznosio je 1.631, a procenat uspešnosti 73%.

Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije, U poslednje dve godine preuzeto (privatizovano) je 12 banaka.

²⁴ Poređenja radi, tržišna kapitalizacija Euronexta iznosi 3.139.342 mil. evra, od berzi Istočne Evrope Warsaw Stock Exchange 156.928 mil. evra, Prague Stock Exchange 38.775 mil. evra, Budapest Stock Exchange 37.486 mil. evra. <http://www.fese.eu>

FINANSIJE

Tabela br. 3: Statistike berzi Balkana

Država	Berza	Tržiška kapitalizacija mil.EUR u 2004.godini	Tržiška kapitalizacija mil.EUR 30.06.2007.
Slovenija	Ljubljana SE	13.400,14	17.622,50
Hrvatska	Zagreb SE	15.656,73	48.346,35
	Varaždin SE	8.606,20	-
Bosna i Hercegovina	Sarajevo SE	3.234,82	7.568,59
	Banja Luka SE	1.437,07	5.168,03
Srbija	Beograd SE	4.613,79	18.454,70
Crna Gora	Montenegro SE	855,08	3.388,22
	NEX	1.590,00	3.797,76
Makedonija	Macedonian SE	1.215,71	4.486,18
Rumunija	Bucharest SE	15.310,00	24.737,33
Bugarska	Bulgarian SE	4.312,20	9.350,78
Grčka	Athens SE	123.033,36	172.265,55
Turska	Istambul SE	218.318,00	512.716,00
Ukupno:		411.583,09	827.601,99

Izvor: www.feas.org, <http://www.fese.eu>

Društva za upravljanje fondovima izračunavaju i svoje indekse koji su vezani za područje Balkana. Podaci o pojediničnom indeksu uključuju vrednost indeksa na današnji dan, grafikon najviših i najnižih vrednosti, opis indeksa i popis svih hartija od vrednosti koji ulaze u njegov sastav. Takvi su na primer MP-BALKAN.SI indeks i Publikum Balkan Index. Poslednji, Publikum Balkan Index, je indeks kurseva 80 akcija vodećih preduzeća pojedinačnih država s područja Balkana. Učešće akcija pojedinačne države u indeksu je sledeće: Slovenija 15%, Hrvatska 15%, BiH 15%, Srbija 15%, Makedonija 4%, Turska 15%, Rumunija 7%, Bugarska 7% i Grčka 7%.

Sama identifikacija faktora uspeha bez ukazivanja na eventualne rizike bila bi površna. Među rizike mogu se ubrojiti: makroekonomski rizici (posebno vi-

sina javnog duga), (ne)stabilnost deviznog kursa, likvidnosni rizik (koji je uslovljen razvojem i veličinom berze mereno tržišnom kapitalizacijom), rizik promene kamatnih stopa, i što je vrlo izraženo, rizici povezani sa nepotpunim informacijama o poslovanju preduzeća i samim bonitetom preduzeća.

Na lestvici rizika od 1 do 10 s obzirom na njihova ulaganja, prema kriterijumu Udruženja društava za upravljanje iz Slovenije (ZDU GIZ), ovi fondovi se rangiraju 9-10, odnosno veoma su rizični.

5. PRIVLAČNOST INVESTIRANJA U REPUBLICI SRBIJI

Među zemljama nastalim na prostoru bivše SFRJ, Republika Srbija je izuzetno interesantno tržište. Zbog eko-

nomskih performansi. Srbija beleži snažan **ekonomski rast** u protekle tri godine. Prema predviđanjima Vlade, taj rast bi mogao u narednih pet godina da bude između 6 i 7% godišnje. Time bi ispred Srbije bila decenija najbržeg privrednog razvoja u istoriji. Naravno, takav statistički rast je moguć kao posledica velikog pada DBP u prethodnim godinama i niske osnovice. Bruto domaći proizvod u Srbiji je u prvom kvartalu 2007. u odnosu na prvi kvartal 2006. godine porastao za 8,7%, dok je u prvoj polovini 2007. godine ostvaren rast industrijske proizvodnje od 5,2% u poređenju sa istim periodom prethodne godine.

Jedan od najvažnijih činilaca privredne stabilnosti je **stopa inflacije** i upravo zbog toga je odlučnost Narodne banke Srbije da uprkos velikoj javnoj potrošnji, rastu plata i rastu cena na svetskom tržištu, održi ciljnu inflaciju u okviru od 3 do 6% (XII 2008. u odnosu na XII 2007) od presudnog značaja. To podrazumeva i mere koje će dovesti do poskupljenja zaduživanja (ali prvenstveno kredita za građane). Nivo ciljne inflacije za kraj 2008. godine, predstavlja nameru NBS da se stabilnost cena postigne bez negativnog uticaja na ostale makroekonomske tokove.

U kontekstu javne potrošnje veoma je zanimljiv način na koji će se realizovati Nacionalni investicioni plan (NIP), s obzirom da je u toku realizacija više od 1.000 projekata i da je 2007. godinu, iz budžeta planirano oko 547 mil EUR, a za te projekte je povučeno oko 200 mil. evra.

Sa stanovišta ekonomskih odnosa sa inostranstvom, najvažnije za 2008. godinu je planirano sticanje **statusa zemlje kandidata za EU**. Cilj Vlade Republike Srbije je da naredne godine, u najboljem slučaju, Republika Srbija bude na „*beloj šengenskoj listi*“, a u najgorem slučaju do kraja 2009. godine. Istraživanje koje je u junu 2007. godine sprovedeno za Kancelariju Vlade Srbije za pridruženje EU, potvrđuje trend po kom ubedljiva većina građana, njih oko 70%, podržava ideju o Srbiji kao članici EU. Međutim, i sa najbržim radom Skupštine i Vlade, približavanje Evropskoj uniji će, ipak, zavisiti od saradnje s Haškim tribunalom. Zbog toga je neizvesno potpisivanje Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju koji treba da bude parafiran u oktobru 2007. godine.

CEFTA sporazum zamenio je 32 sporazuma o slobodnoj trgovini u regionu zemalja jugoistočne Evrope, a predviđa liberalizaciju trgovine, prema pravilima Svetske trgovinske organizacije (STO). Sporazum CEFTA predviđa stvaranje zone slobodne trgovine do 31. decembra 2010. Sporazumom CEFTA bi trebalo da se podstakne rast robne razmene i poveća konkurentnost. Vlada Srbije uputila je Skupštini predlog da po hitnom postupku potvrdi ratifikaciju **CEFTA sporazuma** do sastanka Zajedničkog komiteta u septembru 2007. godine. Ratifikacija CEFTA sporazuma daće pozitivan signal stranim investitorima, ubrzati integraciju Srbije u EU, za šta su primeri Slovenija, Češka, Mađarska, Bugarska i Rumunija, koje su kao članice CEFTE ušle u EU.

Od međunarodnih sporazuma o slobodnoj trgovini treba spomenuti ugovor koji Srbija ima sa Rusijom. To je ogromni potencijal izvoza iz jedne male zemlje u jednu ogromnu zemlju. Velika prilika i za slovenske investitore, koja do sada nije bila previše iskorišćena.

Pretpostavke su da bi **spoljnotrgovinski deficit** mogao dostići skoro 10 mlrd.USD dolara, ali bez straha od platno-bilansne krize i/ili devalvacije jer su osnov za pokriće i deficita spoljnotrgovinskog i ukupnog deficita platnog bilansa neto strane direktne i portfolio investicije, priliv po osnovu kredita i menjačkih poslova i nova devizna štednja²⁵. Porast devizne štednje može biti dobar pokazatelj rasta standarda i porasta kupovne moći što nije zanemarivo za državu veličine Republike Srbije, ali s druge strane rast štednje može biti i posledica vraćanja štednje u banke.

Prema analitičarima Privredne komore Srbije ove se godine očekuje više

²⁵ Prema podacima Narodne banke Srbije, štednja je na kraju 2003. prešla iznos od 1 mlrd. evra, a za nepune dve godine - oktobra 2005. već je dostigla 2 mlrd. evra. Početkom oktobra 2006. godine devizna štednja je premašila iznos od 3 mlrd. evra, da bi za devet narednih meseci, do jula 2007, porasla za dodatnih milijardu evra i prešla 4 mlrd. evra. Devizna štednja, veća od 4 mlrd. evra, odgovara i iznosu koji su do polovine 2002. građani Srbije konvertovali iz maraka i drugih valuta u evre, prilikom uvođenja zajedničke evropske valute, ističe se u saopštenju.

od 3 mlrd.USD stranih direktnih investicija i portfolio investicija u neto iznosu, neto priliv po osnovu kredita od više od 4,5 mlrd. USD, neto priliv po osnovu menjačkih poslova od više od 1,3 mlrd. USD i oko dve mlrd. USD nove devizne štednje. To će biti više nego dovoljno za pokriće deficita u razmeni sa svetom, koji bi po svemu sudeći ove godine dostigao istorijsku granicu. Pokrivenost uvoza izvozom iznosi u periodu I-VI 2007 iznosila je 48,7% i veća je nego prošle godine, kada je iznosila 47 %. Povećanje izvoza je rezultat do sada obavljene privatizacije i restrukturisanja preduzeća, kao i potpisanih i ratifikovanih ugovora o slobodnoj trgovini sa zemljama potpisnicama Pakta o stabilnosti. Izvoz je povećan i zbog izvoza viškova poljoprivrednih proizvoda i suficita u razmeni gotovih tekstilnih proizvoda.

Privatizacija je ključna za sprovođenje ekonomskih reformi. Sadašnji koncept privatizacije se zasniva isključivo na prodaji većinskog kapitala i imovine, za razliku od prethodnih modela. Za investitore je veoma interesantan nastavak privatizacije finansijskih organizacija, DDOR i Dunava, kao i nekih banaka, ali i prodaja udela države u Komercijalnoj banci.

Politički rizik je na prostorima Balkana veoma važan faktor. Većina medija je dramatično izveštavala o padu indeksa Beogradske berze kao posledica izbora zamenika predsednika Radikalne stranke za predsednika Skupštine Srbije. Ovaj pad su iskoristili strani investitori koji su pretežno kupovali akcije kada su ih domaći in-

FINANSIJE

Rezultati privatizacije od 2002 - 15. 06. 2007. god. (vrednosti su izražene u 000 evra)

Metod privatizacije	Broj ponuđenih preduzeća	Broj prodatih preduzeća	Procenat uspešnosti prodaje	Broj zaposlenih	Prodajna cena	Ugovorene investicije	Socijalni program
Tenderi	173	81	47%	73.643	1.071.776	960.836	276.739
Aukcije	1.883	1.408	75%	134.473	787.659	198.764	
Tržište kapitala	642	482	75%	105.580	490.099	5.902	
UKUPNO	2.698	1.971	66%	313.696	2.349.534	1.165.502	276.239

Izvor: <http://pks.komora.net/PrivredauSrbiji>

vestitori prodavali. Ocenjuje se da su političke prilike stabilne, i da predstojeći predsednički izbori neće uticati na prilike u Srbiji. S druge strane, pre izrade budžeta za 2007. godinu, Standard and Poor's je kreditni rejting Srbije ocenio slabije time što je dosadašnji predznak pozitivan zamenjen stabilnim.

Time se upozoravaju investitori da se rizik ulaganja u Srbiju povećava, pre svega zbog ekspanzivne fiskalne politike i moguće veće zaduženosti, kao i implikacija na kurs dinara. Kako kreditni rejting utiče na cenu novih kredita i priliv kapitala, za očekivati je da će svako daljnje zaduživanje u inostranstvu biti skuplje. Stoga su inostrana preduzeća u Srbiji u prednosti jer imaju pristup jeftinijim izvorima finansiranja preko matičnih društava u inostranstvu. Ako govorimo o političkim prilikama nezaobilazno je pomenuti problem Kosova i neophodnost njegovog rešavanja.

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku **prosečna neto zarada** u Srbiji u junu iznosila je 27.882 di-

nara i veća je realno za 18% nego u istom mesecu prethodne godine. Uprkos povećanju zaostajanje za platama razvijenih i dalje je veoma veliko.

U poređenju sa ostalim republikama bivše SFRJ zaposleni u Srbiji značajno bolje zarađuju samo od zaposlenih u Makedoniji, a osim za Slovenijom prilično se zaostaje i za Hrvatskom, gde je minimalna zarada tek nešto niža od srpskog proseka.

Minimalna zarada u Srbiji je na nivou Brazila (mesečno), odnosno na nivou nedeljne zarade na Novom Zelandu. Kada se radi o proseku, zaposleni u Srbiji otprilike zarađuju kao njihove kolege u Crnoj Gori i BiH. Važeća minimalna zarada u Srbiji duplo je veća od crnogorske, ali je za skoro 50 evra niža od garantovane zarade u BiH.

država	prosečna zarada	minimalac
Slovenija	815 €	432 €
Hrvatska	635 €	298 €
Srbija	329 €	118 €
Crna Gora	317 €	55 €
BiH	313 €	160 €
Makedonija	220 €	/

Nesporno je da se stabilnost finansijskog sistema u Srbiji znatno popravila. Vraćeno je poverenje u banke, povećava se devizna štednja, ukupne devizne rezerve zemlje su krajem juna 2007 dostigle 9,7 mlrd. evra, odnosno 13 mlrd. USD. Nivo deviznih rezervi, obezbeđuje pokrivenost novčane mase od tri i po puta, Beogradska berza je jedna od najzanimljivijih na Balkanu. Stabilnost finansijskog sistema doprinela je i popravljajući finansijskog položaja srpske privrede u 2006. godini. Finansijski položaj privrede je popravljen, pre svega, zahvaljujući inostranom kapitalu. Visoke kamatne stope i provizije u Srbiji stimulisale su poslovne banke da unose značajna sredstva iz inostranstva. Međutim, novac koji se ne može rentabilno upotrebiti donosi trajne štetne posledice, među kojima i prezađženost građana, rast uvoza i inflaciju. Imajući u vidu da će Srbija u ovoj godini zabeležiti najveći deficit trgovinskog i tekućeg bilansa u svojoj istoriji, pri čemu se finansiranje deficita u velikoj meri vrši na osnovu priliva kredita iz inostranstva, obustavljanje priliva novih kredita dovelo bi, u prvom koraku do pada deviznih rezervi, a u drugom, do pada vrednosti dinara. Budući da su odobravani krediti indeksirani, pad dinara bi mogao da dovede do finansijske krize koja bi pretila da se prelije na ostale delove ekonomije. Treba imati u vidu da je stabilan dinar u odnosu na evro, uprkos inflaciji, pre svega posledica zaduživanja i velikih priliva po osnovu privatizacije, budući da se kurs formira tržišnim putem na osnovu ponude i tražnje deviza. Osim destimla-

cije izvoza, odnosno pospešivanje deficita tekućeg bilansa, politika deviznog kursa otvara bojazan u vezi stabilnosti dinara, nakon izvršene prodaje značajnijih javnih preduzeća. Imajući u vidu da je privreda Srbije uvozno zavisna, a da je trgovinski deficit zabrinjavajući, moguće je očekivati devalvaciju u narednim godinama (jer se očekuje daleko veća tražnja za devizama od njihove ponude). Budući da su odobravani krediti sa deviznom klauzulom, a u poslednje vreme privreda sve češće uzima cross border kredite, teret dugova koji izgleda umeren nakon devalvacije može postati nepodnošljiv. S druge strane, i stanovništvo je sve više zaduženo. U slučaju značajnije devalvacije, rate, pre svega, stambenih kredite uzetih na period od 20 do 30 godina mogu lako postati previsoke za korisnike kredita. U takvim slučajevima, banke aktiviraju hipoteke nad nekretninama, što u uslovima nedovoljne tražnje za nekretninama (usled smanjene platežne sposobnosti izražene u evrima, a i očekivanja daljeg pada cena nekretnina) može dovesti do krize u sektoru nekretnina, koja se često prelijeva na čitav finansijski sistem (aktualna je kriza na tržištu nekretnina u SAD, a u bliskoj istoriji su viđene veće krize izazvane krizom na tržištu nekretnina, npr. u Francuskoj, Bangkoku, Hjustonu i dr.)

Ubrzani rast svetske privrede ima dobar uticaj na razvoj Beogradske berze. Nažalost, nedostatak likvidnih akcija i dalje predstavlja najveći nedostatak Beogradske berze. Za dalji razvoj Beogradske berze, od presudnog značaja je restrukturiranje javnih preduzeća i izla-

zak akcija NIS-a, EPS-a i Telekomu na berzu, što je, prema najavama iz Vlade, sasvim izvesno. Beogradska berza je jedina berza u regionu na kojoj se ne trguje akcijama javnih preduzeća, i uprkos tome, beleži rast indeksa veći od rasta indeksa na berzama u istočnoj Evropi, a po učešću tržišta kapitala u GDP značajno premašuje Rumunsku i Sofijsku berzu. Tržišna kapitalizacija Beogradske berze za godinu dana povećana za 220%. Rast tržišne kapitalizacije je posledica rasta cena akcija listiranih kompanija, ali je pre svega posledica donetih propisa koji su obavezali veliki broj preduzeća da „izađu” na berzu. Rast tržišne kapitalizacije je praćen rastom likvidnosti, te je pojedinih dana likvidnost bila gotovo kao kod razvijenih berzi u regionu. Na Beogradskoj berzi još uvek nema akcija javnih preduzeća. Knjigovodstvena vrednost kapitala najvećih javnih kompanija iznosi oko 20 mlrd. evra. Akcije javnih preduzeća predstavljaju krupan potencijal za značajno povećanje tržišne kapitalizacije i razvoj finansijskog tržišta, imajući u vidu da investitori „vole“ akcije preduzeća od strateškog značaja²⁶. U drugim državama u regionu, pokazalo se da je rast tržišne kapitalizacije praćen rastom društvenog proizvoda i treba očekivati da listiranje javnih kompanija na berzi doprinese rastu BDP i smanjenju nezaposlenosti.

²⁶ Prema rečima gđina Vasilosa Margarisa, direktora Solunske berze. „Svi čekaju državne firme“, *Ekonomist*, specijalno izdanje, jul 2007.

Vrednost ukupnog prometa ostvarena na Beogradskoj berzi od početka 2007. godine zaključno sa 9. julom, iznosila je 100,7 mlrd. din. a time je za nešto više od šest meseci ove godine premašena vrednost celokupnog prošlogodišnjeg prometa ostvarenog u trgovanju svim hartijama od vrednosti. Uprkos rastu tržišne kapitalizacije i prosečnog dnevnog prometa, činjenica da je samo jedna kompanija do sada kotirana na zvaničnom listingu. Sve dok se ostalim akcijama trguje na vanberzanskom tržištu, ukazuje da je pred srpskom berzom i dalje dug razvojni put.

Prema preliminarnim podacima NBS²⁷, **ukupan spoljni dug** na dan 31. 12. 2007. iznosi 26. 235,9 mil. SAD dolara, od čega na javni sektor otpada 9,041 mil. SAD dolara, a na privatni sektor 16. 528,7 mil. SAD dolara. Ukupna ulaganja nerezidenata u Srbiji za prva tri kvartala u 2007. god. iznosi 2.357.841 hiljada SAD dolara, dok odliv po osnovu povlačenja investicija nerezidenata u Srbiji za prva tri kvartala u 2007. god. iznosi 369.259 hiljada SAD dolara.

ZAKLJUČAK

Interakcija svih navedenih faktora, uključivanje regije u evropske integracije, visok privredni rast, visoka stopa nezaposlenosti, potencijal organskog rasta blue chip preduzeća i sve bolja organizacija i transparentnost tržišta kapitala, doprineli su uspehu navedenih in-

²⁷ Izvori: Narodna banka Srbije (ulaganja u novcu) i Republički zavod za statistiku, www.nbs.co.yu

vesticionih fondova. I u narednom periodu Balkanski fondovi imaju prednost u kontekstu najavljenih privatizacija, odnosno preuzimanja, zato je ta regija iz ugla dugoročnog investiranja vrlo zanimljiva. Kratkoročno gledano region je osjetljiv kako na političke tako na ekonomske potrese, što ga čini zanimljivim i spekulativnim. U narednom periodu treba očekivati intenzivniji rast nego kod drugih regija. Pri tome to nikako ne bi bio poziv investitorima za zanemarivanje pravila diversifikacije ulaganja, već da je Balkanske fondove poželjno uključiti u svoj portfolio.

Veoma niska korelacija sa kretanjima na svetskim finansijskim tržištima i u narednom periodu će uzrokovati da srpske akcije inostranim investitorima stabilizuju portfolio. Nakon turbolentne izborne godine, za narednu 2008. godinu, predviđa se da će to biti godina stabilnog rasta. Posledično će i prinosi biti nešto niži, ali još uvek na zavidnom nivou.

LITERATURA

- 1) Grmek, I. (2006): „Slovinci pri vlaganju zaostajemo.“ Ljubljana: *Finance*, br. 57.
- 2) Katić, N., „Suša nije kriva za sve“, *Politika*, 04.09.2007.
- 3) Kapor, P. (2007): „*Investicioni fondovi i investiranje u hartije od vrednosti.*“ Beograd: Poslovni biro.
- 4) Kleindienst, R. (2006): „Odmev: Strokovnjaki za Balkan in vzhodno Evropo.“ Ljubljana: *Finance*, br. 193.
- 5) Kulić, M. (2007): „*Finansijska tržišta.*“ Beograd: Megatrend univerzitet.
- 6) Mastnak, S. (2005): „Potencijala za vzajemne sklade je še veliki,“ Ljubljana: *Finance*, br.182
- 7) Muminović, S., Pavlović, V. (2006): „*Investicioni fondovi – neiskorišćeni potencijal u Srbiji.*“ *Finansijske* br. 1-6.
- 8) Petrič, T. (2006): „Strokovnjaki za Balkan in vzhodno Evropo,“ Ljubljana: *Finance*, br. 192.
- 9) Radmilović, S., i dr. (1997): „*Finansijska tržišta i njihovi zakoni,*“ Financin centar, Novi Sad, 1997.
- 10) Prospekti investicionih fondova u DELO FT 03.10.2006. godine.
- 11) *Ekonomist*, Specijalno izdanje, Novinsko-izdavačko preduzeće, Ekonomist media group, Beograd, jul 2007.
- 12) <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>. Eurostat.
- 13) <http://hr.wikipedia.org/wiki/Balkan>.
- 14) www.cia.gov.
- 15) www.finance.yahoo.com.
- 16) www.medvesekpusnik.si. DZU Medvešek-Pušnik
- 17) www.publikum.si. PDU Publikum.
- 18) www.sem-on.net.
- 19) www.vzajemci.com.
- 20) Republički zavod za statistiku R. Srbije <http://webrzs.statserb.sr.gov.yu>
- 21) Beogradska berza <http://www.belex.co.yu>
- 22) Narodna banke R. Srbije <http://www.nbs.yu>
- 23) Privredna komora Srbije: <http://pks.komora.net/>

Rad primljen: 10. V 2007.

UDK: 340.137:338.246.027(4-672eu:

497,11)346.542(4-672eu)

JEL: E 60

Originalni naučni rad

PRINCIPI EVROPSKE UNIJE O DRŽAVNOJ POMOĆI U KONTEKSTU PROCESA STABILIZACIJE I ASOCIJACIJE – PUTOKAZ ZA HARMONIZACIJU U SRBIJI

EU PRINCIPLES ON STATE AID IN THE CONTEXT OF STABILIZATION AND ASSOCIATION PROCESS – GUIDELINES FOR HARMONIZATION IN SERBIA

**Prof. dr Gordana GASMI
Univerzitet Singidunum, Beograd**

„Onaj ko se povede za praksom bez teorije, taj je kao kormilar koji se ukrca na lađu bez kormila i kompasa i nikada nije siguran kuda plovi“.

Leonardo da Vinči

Rezime

Autorica analizira principe Evropske unije o državnoj pomoći u kontekstu procesa stabilizacije i asocijacije, koji su putokaz za usklađivanje pravnog sistema Srbije sa pravom EU. Detaljno je analiziran pojam, primena i kontrola državne pomoći u praksi i pravu konkurencije Evropske unije kao i tumačenje ovog pojma u praksi Evropskog suda pravde (ECJ).

U radu se razmatra i kontrola državne pomoći, jer u EU postoji pravna razlika između novih oblika državne pomoći u odnosu na postojeće. Za prve, Komisija vrši stalni nadzor i predlaže državama članicama odgovarajuće mere, koje su po-

U zaključnim razmatranjima autorka formuliše preporuke za usklađivanje pravnog sistema Srbije sa pravom Evropske unije u sferi državne pomoći. Za Srbiju, koja je za sada bez institucionalno regulisane ekonomske saradnje sa EU, od posebnog je značaja upoznavanje principa prava konkurencije u EU i procedure kontrole u sferi državne pomoći.

Ključne reči: DRŽAVNA POMOĆ; STABILIZACIJA; ASOCIJACIJA; KONTROLA; USAGLAŠAVANJE

Summary

In her paper this author analyzes the EU principles on State Aid in the context of the EU Stabilization and Association Process. These principles are guidelines for EU approximation of Serbian legal system in the field of State Aids. She analyzes in details the notion, implementation and control of State Aids in EU practice, as well as in the EU competition law and how the ECJ interprets it in its practice.

The paper is also focused on State Aid control, since there is a legal difference in the EU practice between the new forms of State Aid and the existing ones. For the new forms of State Aid, the EU Commission performs permanent monitoring control and formulates the appropriate measures for EU Member States, which are necessary for the single market smoothly functioning.

In concluding remarks, the author formulates EU harmonization recommendations for Serbian legal system in the State Aid field. For Serbia, being for now without institutionalized economic cooperation with the EU, it is especially important to learn EU principles of competition law and EU procedures of State Aids control.

Key words: STATE AID; STABILIZATION; ASSOCIATION; CONTROL; HARMONIZATION

trebne za funkcionisanje jedinstvenog tržišta EU.

UVOD

Oblast državne pomoći koju zemlje članice EU pružaju preduzećima ili određenim privrednim granama i regionima jedna je od ključnih oblasti u pravu konkurencije EU. Ugovor o EU (čl. 87. st. 1) uređuje da se kao državna pomoć smatra pomoć: koja je dodeljena iz državnih sredstava; koja daje prednost

određenom subjektu, sektoru ili regiji i koja je selektivna, jer narušava tržišnu konkurenciju.

Usklađivanje nacionalnih pravnih sistema zemalja nečlanica, gde spada i Srbija, sa pravom EU, posebno je značajna u oblasti jedinstvenog tržišta Unije u procesu približavanja EU. To je ujedno jedan od kriterijuma za članstvo u EU, formulisan u Kopenhagenu, 1993. godine. Uz to je postavljen i EU uslov da privreda treće države, nečlanice treba da bude spremna da se uključi

u ravnopravnu konkurenciju i izdrži pritiske jedinstvenog tržišta EU. Državna pomoć značajna je i kod sprovođenja politike konkurentnosti EU, koju Unija nastoji da proširi i na zemlje sa kojima stupa u pridruženi odnos.

Otuda oblast državne pomoći čini jedno od važnih poglavlja Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju EU. Proces stabilizacije i asocijacije¹ (SAP) inicirala je Evropska unija prema području tzv. zapadnog Balkana, tj. prostoru bivše SFRJ primenjujući formulu 5+1-1 (sa izuzetkom Slovenije i dodatkom Albanije). SAP je formulisan još tokom 1999. godine, kao nastavak EU politike tzv. Regionalnog pristupa² (1997) prema određenim zemljama jugoistočne Evrope. Za razliku od Regionalnog pristupa EU, SAP sadrži pozitivniji odnos prema ovim zemljama, baziran na mreži bilateralnih sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju (SAA)³ ovih zemalja i EU, sa realnom perspektivom budućeg članstva u EU posle ispunjenja neophodnih kriterijuma. Perspektiva članstva za zemlje zapadnog Balkana potvrđena je na Samitu EU u Solunu, juna 2003. i ponovljena i u brojnim zvaničnim saopštenjima

¹ Stabilisation & Association Process - u daljem tekstu SAP

² Council conclusions on the principle of conditionality governing the development of the EU relations with certain countries of South-East Europe, EU Bulletin, 4-1997, Luxembourg, 1997, pp. 132-134.

³ Stabilisation & Association Agreement - SAA u daljem tekstu

EU sa zasedanja Saveta ministara EU i Evropskog saveta na nivou šefova država ili vlada.

Bela knjiga EU Komisije (maj 1995.)⁴ namenjena zemljama centralne i istočne Evrope za pripremu njihove integracije u unutrašnje tržište EU predstavlja dragoceni dokument i prema drugim zemljama nečlanicama, odnosno putokaz u oblasti njihove pravne harmonizacije. Bela knjiga obuhvata popis EU propisa i komentare, sa preporukama o primeni primarne i sekundarne regulative komunitarnog privrednog prava na polju 23 sektora od značaja za funkcionisanje jedinstvenog tržišta EU.

1. ZNAČAJ INSTITUCIONALNIH OKVIRA HARMONIZACIJE SA EU STANDARDIMA - SPORAZUM O STABILIZACIJI I PRIDRUŽIVANJU SA EU

Institucionalni okviri saradnje sa EU, u vidu odgovarajućeg bilateralnog sporazuma sa Unijom i relevantno ekonomsko zakonodavstvo, kao i regulisana administrativna praksa zemlje nečlanice predstavljaju instrumente unapređenja obostrano korisne saradnje sa

⁴ Kod nas je Bela knjiga Komisije prevedena i priređena u dva navrata: Prilagođavanje privrede uslovima poslovanja na tržištu EU, prir. T. Popovic i O. Kovač, IEN, Beograd, 1997. i Priprema pridruženih zemalja centralne i istočne Evrope za integraciju u unutrašnje tržište EU, 2001. IEN, Friedrich Ebert Stiftung, Beograd, prir. D. Lopandic

EU. U okviru procesa stabilizacije i pridruživanja (SAP), ovi institucionalni okviri sadržani su u zaključivanju Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju (SAA), koji predstavlja novu generaciju sporazuma o pridruživanju, posle Evropskih sporazuma bilateralno sklopljenih sa zemljama centralne i istočne Evrope početkom 90-ih. Osnovni cilj SAA, kao i kod evropskih, je stvaranje zone slobodne trgovine sa EU posle isteka prelazne faze. Period postupnog prelaska na zonu slobodne trgovine zavisi od svake pojedinačne zemlje zapadnog Balkana i njene ekonomske spremnosti. Tako je sa Makedonijom prvi SAA sklopljen aprila 2001. i predviđa 10 godina prelaznog perioda u dve faze. Sa Hrvatskom pak, SAA iz maja 2001. reguliše prelaznu fazu od 6 godina do uspostavljanja zone slobodne trgovine. U poređenju sa Evropskim sporazumima, koncept SAA zasnovan je na još jačoj političkoj dimenziji i cilju stabilizovanja regiona Balkana posredstvom procesa pravnog usklađivanja i primene ekonomskih reformi. Stoga SAA sadrži komponentu političkog dijaloga sa EU, na visokom nivou, kao jednu od konstitutivnih odrednica sporazuma. Pored toga, obaveza uzajamne saradnje na principima dobrosusedstva u regionu Balkana regulisana je u SAA kao jedan od principa od čijeg ispunjavanja zavisi pozitivna ocena EU za buduće članstvo. SAA podstiče regionalnu saradnju, te važnost sporazuma nadilazi bilateralni segment regulisanja ekonomskog, političkog i pravnog približavanja balkanskih zemalja i EU.

Svakako da je ekonomska supstanca

približavanja EU najbitnija. Otuda potiče značaj pravnih okvira SAA i inter-nog privrednog zakonodavstva zemlje nečlanice. Ekonomska osposobljenost zemlje nečlanice za asocijaciju sa EU je takođe vrlo bitna, imajući u vidu visoke tržišne zahteve za kvalitetom roba i usluga u EU (quality market). Pored nivoa ekonomske razvijenosti, privredna saradnja sa EU determinisana je strukturom ustanovljenih institucionalnih okvira tj. sporazuma sa EU. Na taj način, vrsta sporazuma sa EU određuje poziciju zemlje nečlanice prema EU (trgovinski sporazum preferencijalnog ili nepreferencijalnog tipa, sporazum o partnerstvu i saradnji, o pridruživanju, itd.). Značaj SAA kao pravnog okvira približavanja EU prevazilazi trgovinske aspekte saradnje i proteže se do ukupnog korpusa političkih odnosa i procesa obuhvaćene harmonizacije nacionalnog sistema sa komunitarnim pravom.

U slučaju Srbije, izazov ustanovljavanja ugovornih odnosa sa EU leži u činjenici kompleksnosti regulisanja ekonomske i drugih oblika saradnje između dve strane izrazito nejednake ekonomske i političke snage: EU, s jedne strane i Srbije, s druge. Stoga predstojeći SAA sa Unijom treba da sadrži mehanizme balansa i instrumente rešavanja ovih nejednakosti radi uspešne i obostrano korisne ekonomske i političke saradnje sa EU. To je od posebnog značaja za pitanja državne pomoći.

Strateške konsideracije stabilizacije Srbije i područja Balkana, kao regionalne celine, dopunjuju izloženu sliku važnosti i specifičnosti SAA u konkret-

nom slučaju. Pod tim se podrazumeva ne samo bezbednosna komponenta stabilizacije užeg i šireg regiona (sprečavanje konflikata u Srbiji, Crnoj Gori i šire na Balkanu), već i ublažavanje migracionih pritisaka sa ovog područja, kao i proces interetničkog pomirenja i izgradnje mera poverenja.

U ovako široko datom kontekstu predstojećeg pregovaranja SAA sa EU, tekući proces harmonizacije sa pravilima komunitarnog prava ima za cilj obezbeđivanje najoptimalnijih pravnih okvira uspešne ekonomske saradnje sa EU i podsticaj evropskoj ekonomskoj reintegraciji Srbije, kao i čitavog regiona. Udeo EU u ukupnom svetskom izvozu dostiže oko 40% zajedno sa intraregionalnom trgovinom među državama članicama. Ukoliko se sagledava samo razmena EU sa zemljama nečlanicama, udeo EU u svetskom izvozu iznosi oko 20%⁵. Kao rezultat intenzivne ekonomske integracije unutar Unije, udeo međusobne razmene zemalja članica EU je veći nego njihova razmena sa trećim zemljama, nečlanicama. EU predstavlja važan izvor stranih direktnih investicija u zemlje nečlanice i bitan je učesnik svetskog finansijskog tržišta. Otuda se za Srbiju uključivanje u evropske integracione procese i pravno usklađivanje sa komunitarnim privrednim pravom nameće kao vrhunski nacionalni prioritet u situaciji rastuće ekonomske međuzavisnosti u svetskoj privredi i međuna-

rodnim odnosima.

Regionalna saradnja na Balkanu nije zamena za evropsku ekonomsku reintegraciju ovih zemalja tj. njihovu „evropeizaciju“ u pravnom i ekonomskom, kao i političkom smislu. Naprotiv, regionalna saradnja je pozitivan metod rešavanja bilateralnih tenzija i konflikata, ali nije dovoljna ukoliko je ne prati paralelan proces zaključivanja sporazuma sa EU o stabilizaciji i pridruživanju⁶ i proces pravnog usklađivanja.

Upravo perspektiva budućeg članstva EU i dovoljnog stepena harmonizacije internog zakonodavstva sa pravom EU predstavlja pokretač potrebnih internih ekonomskih i pravnih reformi u balkanskim zemljama obuhvaćenim procesom stabilizacije i asocijacije. „Evropeizacija“ Balkana podrazumeva spremnost i osposobljenost ovih zemalja da primene pravila i principe komunitarnog privrednog prava i da preuzmu obaveze članstva EU, uključujući ekonomsko-monetarnu uniju i ciljeve političke unije u EU. „Kopenhagen kriterijumi“ obuhvataju takođe sposobnost same EU da primi

⁵ The EU and World Trade, European Commission, Brussels, 2005, p. 5

⁶ Zaključci međunarodne konferencije: „Assessing Effects of Regional Initiatives in South Eastern Europe - Towards an Efficient Framework“, koju je organizovao Evropski pokret u Srbiji u saradnji sa institutima iz Albanije, Bugarske, Makedonije i Rumunije, održane u Beogradu, 14/15 decembra 2001. Sličnu ocenu o regionalnoj saradnji sadrži i knjiga D. Lopandića, Regional Initiatives in South Eastern Europe, European Movement in Serbia, Belgrade, 2001, p. 198.

nove članice bez ugrožavanja dinamike internih evropskih integracionih tokova.

Sa Srbijom⁷ proces SAP je zvanično otpočeo prvim zasjedanjem Konsultativne radne grupe (CTF) tokom 2001 i 2002⁸. Tokom ovih sastanaka diskusije i ekspertske zaključci bili su fokusirani na razne sektorske ekonomske reforme i nužna interna pravna usklađivanja sa komunitarnim pravom. U tom kontekstu, EU je uputila snažnu poruku da interne reforme koje se sprovode moraju biti kompatibilne evropskim standardima i harmonizovane sa propisima EU, još u ranoj fazi pripreme nacrtu zakona. Ova generalna preporuka EU za harmonizaciju zasnovana je na pristupu Unije da se u regionu uspostavi set uniformnih trgovinskih propisa, carinskih pravila

i administrativnih procedura, koji će olakšati stvaranje boljih investicionih i trgovinskih uslova u svim zemljama regiona. Tome je posvećen i EU program pomoći EU: CARDS⁹, najnoviji instrument EU finansijske podrške regionu – IPA¹⁰, kao i mreža bilateralnih sporazuma o pridruživanju u regionu (Makedonija, Hrvatska i Albanija).

2. DRŽAVNE SUBVENCIJE U PRAKSI EU

Još od osnivanja Evropske ekonomske zajednice (EEZ), u Rimskom ugovoru o EEZ (1958) zastupljen je princip opšte zabrane primene državnih intervencija u cilju pomoći (state aid)¹¹ i državnih subvencija. U ovom izveštaju se pod pojmom: državne subvencije podrazumevaju svi vidovi državne pomoći, koje odobri država ili iz državnih sredstava odobrenih subvencija. Komunitarno pravo sadrži koncept državne pomoći koji je mno-

⁷ Posle sklapanja Sporazuma o okvirnim principima uređenja odnosa Srbije i Crne Gore 14. marta 2002. SR Jugoslavija je faktički prestala da postoji. Savezna država je detaljnije bila regulisana u momentu donošenja Ustavne povelje 2003, kao Državna zajednica Srbije i Crne Gore, koja je prestala da postoji istupanjem Crne Gore maja 2006. Srbija je zadržala međunarodno-pravni kontinuitet u pogledu međunarodnih obaveza, potpisanih konvencija, multilateralnih ugovora i članstva u UN i kao takva, priznata kao zemlja sukcesor DZ Srbija i Crna Gora od strane EU u odnosu na dalji tok procesa stabilizacije i pridruživanja.

⁸ Prvi sastanak EU - SRJ CTF (Consultative Task Force) održan je u Beogradu 23. jula 2001, drugi 6. novembra 2001, a treći 21/22. februara 2002.

⁹ EU je najveći donator na zapadnom Balkanu. Primera radi, tokom 2001. preko EURO 845 miliona pomoći je bilo dodeljeno posredstvom programa PHARE, Obnova i CARDS. Internet address: http://europa.eu.int/comm/external_relations/see/index.htm

¹⁰ IPA - Instrument of Pre-accession Assistance

¹¹ Vid. Ian Harden, „State aids and the economic constitution of the Community“, u: Ian Harden (ed), *State aid: Community Law and Policy*, Trier Academy of European Law, 1993, pp. 12 - 18.; Gordana Ilić, „Državna pomoć u pravu konkurencije Evropske unije“, *Pravo i privreda*, Beograd, br. 5-8/97, str. 880 - 893.

go širi od pojma subvencija. Radi lakšeg razumevanja i primene uobičajene terminologije, u izveštaju se koristi izraz: državne subvencije, kao sinonim za pojam državne pomoći¹².

Iako se, striktno gledano, radi o pojmu sa užim značenjem, na ovo terminološko opredeljenje autora uticala je i činjenica da je u okviru Urugvajске runde multilateralnih trgovinskih pregovora GATT-a/STO, u kojima je učestvovalo 125 zemalja, potpisan kao deo Finalnog akta i Sporazum o subvencijama i kompenzatornim merama (1994), čiji potpisnik je i Evropska unija i države članice pojedinačno. Ovim sporazumom su utvrđeni okviri zabrane državne pomoći tj. državnih subvencija i regulisani izuzeci od ove zabrane, u međunarodnim ekonomskim odnosima. Treba naglasiti da je EU sistem državne pomoći u velikoj meri kompatibilan sa principima Svetske trgovinske organizacije (STO) u domenu državnih subvencija, te je za Srbiju u procesu međunarodne ekonomske reintegracije primarno donošenje regulative o državnoj pomoći i uspostavljanje adekvatne prakse na bazi EU principa u ovoj oblasti.

Ugovor o EU ne sadrži definiciju državne pomoći u klasičnom smislu, već su oblici državne pomoći opisno određeni. U EU se državnim subvenci-

jama favorizuju određene privredne grane ili preduzeća i time ugrožava trgovina među državama članicama EEZ i dolazi do narušavanja konkurencije na zajedničkom tržištu. Dozvoljeni su određeni izuzeci od ove opšte zabrane. Princip je ostao nepromenjen i u Ugovoru o Evropskoj uniji (EU) iz Maastrichta (1993) i kasnije u dopunjenom Ugovoru o EU iz Amsterdama (1999) i iz Nice (2003).

U pogledu pojmovnog određivanja državne pomoći, značajno je naglasiti da je Komisija EU (a takođe i Evropski sud pravde), evoluirala u praksi, počev od širokog značenja pojma državne pomoći koji obuhvata one pogodnosti koje opterećuju javne prihode, ali i smanjenje javnih prihoda pa sve do sužavanja pojma državne pomoći na ekonomske pogodnosti koje država pruža samo određenim kompanijama na osnovu kriterijuma selektivnosti. Na taj način država obezbeđuje samo određenoj kompaniji ili samo konkretnom privrednom sektoru povlašćeni položaj na unutrašnjem tržištu, čime se štetno utiče na trgovinu među državama članicama EU.

U praksi država članica EU, Komisija je u svojim godišnjim izveštajima o politici konkurencije u EU, evidentirala 42 oblika državne pomoći, kao što su:

- investicione subvencije;
- investicione premije;
- investicioni grantovi;
- grantovi sa povraćajem;
- grantovi za pokriće troškova viška radne snage;
- grantovi za pokriće 50% troškova angažovanja konsultanata u vezi

¹² Na isti način je korišćen izraz: „subvencije“ i kod prevoda Ugovora o EU iz Nice, čl. 87 - 89. u: Lopandic Dusko (2003) *prir., Osnivački ugovori EU, Kancelarija za pridrživanje SCG Evropskoj uniji i Evropski pokret u Srbiji*, Beograd, str. 89 -90.

- restrukturiranja;
- grantovi namenjeni istraživanju i razvoju;
- troškovi plata za istraživanje i razvoj;
- premije za otvaranje novih radnih mesta;
- beskamratni zajmovi;
- zajmovi sa niskim kamatnim stopama;
- zajmovi sa tržišnim kamatama;
- zajmovi sa višim kamatama od tržišnih;
- davanje pomoćnog zajmovnog kapitala kompaniji;
- otpisivanje zajmova;
- kamatne olakšice;
- kapitalizacija kamatnih olakšica;
- državne garancije zajmova;
- državne garancije za devizne gubitke u vezi zajmova za proizvodnju uglja i čelika;
- preuzimanje garantovanih zaduženja;
- poreska izuzeća;
- konvertibilne menice;
- finansiranje operativnih gubitaka;
- smanjenje kratkoročnog duga;
- kupovina akcija od strane države;
- oslobađanje od doprinosa za socijalno osiguranje,
- oslobađanje od plaćanja za bolovanja;
- konverzije duga u kapital;
- izvozne subvencije;
- povlašćene cene električne energije, itd.

Komisija je odgovorna za primenu politike državne pomoći u EU. Sistem državne pomoći bazira se na opštoj zabrani davanja državnih subvencija, ko-

je ugrožavaju ili prete da poremete konkurenciju na unutrašnjem tržištu EU, tako što se određene kompanije stavljaju u pogodniji položaj ili se pružaju pogodnosti za proizvodnju nekih roba, u meri u kojoj data pomoć utiče na trgovinu između zemalja članica EU. Ugovor o EU (čl. 87 -89) taksonativno definiše dozvoljene izuzetke od opšte zabrane davanja državne pomoći. Države članice EU imaju pravno regulisanu obavezu da prethodno obaveste Komisiju o svojim shemama pomoći i o individualnoj pomoći (čl. 88. Ugovora o EU), kako bi Komisija mogla da se izjasni o tome (prethodna kontrola kroz informisanje Komisije). Sam postupak prethodne notifikacije regulisan je odredbama Uredbe Saveta br. 659. Ukoliko Komisija zauzme stav da predviđena državna pomoć nije u skladu sa principima unutrašnjeg tržišta, ona daje određeni rok državi članici da ukine ili izmeni državnu subvenciju.

Pored kontrole kroz prethodno obaveštavanje Komisije, u EU se primenjuje i vraćanje dodeljenih državnih subvencija u slučaju da su nezakonite (dodeljena pre pozitivne odluke Komisije ili njena primena nije u skladu sa odobrenjem Komisije). Komisije donosi odluku o povraćaju državne pomoći, kojom obavezuje državu članicu da preduzme sve potrebne mere da od korisnika vrati pomoć. Postupak prinudnog izvršenja sprovode nacionalni sudovi na osnovu odluke Komisije. Pravo Komisije da zahteva povraćaj zastareva u roku od 10 godina, od dana dodeljivanja nezakonite pomoći.

U državama članicama EU je još početkom 90-ih primetan trend značajne potrošnje velikih budžetskih sredstava za svrhe državnih subvencija različitih namena¹³. Ova praksa je, međutim, podvrgnuta veoma strogim procedurama kontrole i odobravanja od strane Komisije EU. Zato oblast državnih subvencija predstavlja jedno od ključnih poglavlja prava konkurencije EU. Regulisanje državnih subvencija koje države članice pružaju preduzećima, određenim privrednim granama ili regionima je od izuzetne važnosti za sprovođenje politike veće konkurentnosti, kako u samoj EU, tako i konkurentnosti članica EU u međunarodnim okvirima. Poseban problem predstavlja činjenica da bogatije države članice EU¹⁴ radije pribegavaju državnom subvencioniranju, što zabrinjava i samu Komisiju EU. Nemačka, Francuska, Italija i Velika Britanija dodelile su u proseku 742 ECU per capita godišnje. Nasuprot tome, tzv. siromašniji Jug EU: Grčka, Portugal, Španija i Irska su za poslednjih nekoliko godina godišnje izdvojile 428 ECU državnih subvencija mereno po zaposlenoj osobi.

Praksa EU pokazuje da, tokom 1997. godine, državne subvencije u članicama EU su, statistički gledano, najviše usmeravane prema sledećim sekto-

rima: poljoprivreda (28,44%), ribarstvo (5,21%), saobraćaj (3,70%), industrija uglja (0,47%) i ostali sektori (62,18%). U okviru toga, svakako da pravo na lojalnu konkurenciju na jedinstvenom tržištu EU ne isključuje državne subvencije, koje imaju dozvoljene namene i o kojima je prethodno obavestena Komisija EU.

Prema EU podacima za 15 zemalja članica, prema metodologiji Eurostata, preko 90 mlrd. evra državne pomoći kontinuirano se distribuira godišnje. Tako u Finskoj, državna pomoć merena per capita iznosi 387 evra u apsolutnom iznosu ili 1.74% učešća u BDP, dok u Velikoj Britaniji referentni podaci iznose 128 evra per capita ili 0.6% učešća u BDP. Istovremeno se može konstatovati trend opšteg pada iznosa državne pomoći na nivou EU za oko 10% počev od 1993. Sve države članice EU su se obavezale da smanje iznose državne pomoći do 2003. godine što je u skladu sa zaključcima i preporukama sa zasedanja Evropskog saveta u Stokholmu, marta 2001.

3. GENERALNA ZABRANA DRŽAVNIH SUBVENCIJA U EU

Pitanje državnih subvencija članica EU je u isključivoj nadležnosti Komisije EU, Saveta i Evropskog suda pravde. Otuda se u teoriji¹⁵ javio stav da u okvi-

¹³ European Commission, XXVIIIth Report on competition policy - *European Community competition policy* - 1997, Luxembourg, 1998, p. 83.

¹⁴ European Commission, *Community Competition Policy in 1993*, Luxembourg, 1994, p. 41.

¹⁵ Ian Harden, op. cit., p. 12.; S. Cassese, *The impact of European political union on national constitutions*, Paper to the Centre for European Studies, Oxford, April 1992.

ru EU već funkcioniše federalna struktura - na administrativnom nivou, odnosno na nivou ključnih komunitarnih organa, iako još uvek bez formalnog ustavnog priznanja u osnivačkim ugovorima. Naime, Komisija je konstitutivnim aktima EZ/EU¹⁶, koji su ustavnog karaktera, ovlašćena da odobrava državne subvencije u članicama EU. Ukoliko država članica u određenom roku ne postupi po odluci Komisije o konkretnoj državnoj subvenciji, Komisija ili druga zainteresovana država članica mogu neposredno uputiti predmet Sudu pravde, shodno čl. 93. st. 2. Ugovora o EZ (počev od Ugovora o EU iz Amsterdama, sada je to čl. 88).

Pravo konkurencije EU u celini ima za cilj omogućavanje efikasne alokacije resursa na jedinstvenom tržištu EU, dinamičko prilagođavanje promenama u strukturi potrošnje, kao i obezbeđivanje racionalnih ekonomskih troškova proizvodnje i cena na tržištu. Neki autori to definišu kao: „Neprekidan proces dinamičkog prilagođavanja promenama potreba potrošača i podsticaj proizvođačima da ulažu u istraživanje, razvoj i inovacije“ (Goyder).

U Rimskom ugovoru o osnivanju

¹⁶ Ugovor o osnivanju Evropske zajednice (EZ) predstavlja izmenjeni i dopunjeni Rimski osnivački ugovor o EEZ (1958), uključujući i izmene ovog ugovora sadržane u Jedinstvenom evropskom aktu (1987) i kao takav čini sastavni deo Ugovora o Evropskoj uniji (EU) iz Maastrichta (1993), iz Amsterdama (1999) i najnovijeg dopunjenog Ugovora o EU iz Nice (2003).

EEZ prihvaćeno je shvatanje radne konkurencije na čijoj primeni je ustanovljeno zajedničko tržište i ekonomsko ujedinjenje država članica¹⁷. Sa tog stanovišta, državni intervencionizam je definisan kao suprotan slobodnoj trgovini među članicama EZ, odnosno kao oblik narušavanja konkurencije na tržištu EZ. Polazeći od toga da državna intervencija narušava i meša se u tržišnu privredu, pojam državnih subvencija u sebi obuhvata iskrivljavanje konkurencije i stvaranje nelojalne prednosti za domaće proizvođače ili izvoznike. Ukratko, radi se o potkopavanju filozofije i suštine zajedničkog tržišta EU¹⁸.

Upravo na ovim teorijskim osnovama zasniva se opšta zabrana državne pomoći tj. državnih subvencija, formulisana u Gl. V, Odsek 3, ex čl. 92, stav 1 (čl. 87) Ugovora o EZ: „Ako ovim ugovorom nije drugačije određeno, smatraće se da su nespojivi sa zajedničkim tržištem u meri u kojoj ugrožavaju trgovinu između država članica, svi oblici državnih ili iz državnih sredstava odobrenih subvencija, koji putem povlašćivanja određenih

¹⁷ Prof. dr Radovan Vukadinović, *Pravo EU*, Beograd, 1996, IMPP, str. 215-216.

¹⁸ Lasok and Bridge, *Law and Institutions of the European Union*, 6.th ed, London, 1994, p. 639.

¹⁹ Dr D. Lopandić i M. Janjević, *Ugovor o Evropskoj uniji - Od Rima do Maastrichta*, Beograd, 1995, str. 75. Dr D. Lopandić, „Ugovor o EU - Rim - Maastricht - Amsterdam“, Beograd, *Međunarodna politika*, 1999. str. 106., D. Lopandić, *Ugovori EU - prečišćeni tekstovi Ugovora o EU I Ugovora o EZ nakon amandmana usvojenih Ugovorom iz Nice*, Beograd, 2004. str. 69 - 70.

preduzeća ili proizvodnih grana prete da dovedu ili dovode do nedozvoljene neloyalne konkurencije⁴¹⁹.

Na generalnu prirodu zabrane državnih subvencija ukazuje normativni koncept ovih odredbi utvrđivanjem: „Ako ovim ugovorom nije drugačije određeno, smatraće se nespojivim...svi oblici državnih...subvencija...“. Ovde utvrđivanje nespojivosti sa zajedničkim tržištem ima kvalitet zabrane, iako norma to izričito ne navodi.

Takvo tumačenje je potvrdio Evropski sud pravde (ECJ)²⁰ u slučajevima, kao što su Komisija protiv Francuske iz 1969, kao i u kasnijim²¹ slučajevima. Predmet zabrane su jednostrani državni akti članica EU, kojima one, radi sopstvenih ekonomskih i socijalnih ciljeva, pružaju određenim preduzećima ili sektorima pomoć različitih vidova. Ova pomoć je pod udarom zabrane samo ako se njome ugrožava trgovina među članicama EU i ako se njome može narušiti ili narušava konkurencija na jedinstvenom tržištu EU.

U literaturi se često navodi primer italijanskih propisa koji su omogućili poslodavcima u tekstilnoj industriji da

u periodu od tri godine smanje uplate na ime porodičnih socijalnih doprinosa zaposlenih²², kao tipičan primer zabranjene državne pomoći. Iako je Italija to pokušala da pravda kao vrstu poreske olakšice i kao instrument nacionalne socijalne politike, Sud je to odbio. Obrazloženje Suda je pre svega bazirano na teleološkom tumačenju odredbi čl. 87 (ex 92), koje imaju za cilj da spreče ugrožavanje trgovine među članicama EU putem narušavanja ili pretnje narušavanja konkurenciji. Prednosti koje neke vlasti države članice (centralne, regionalne ili lokalne) pružaju u tom smislu, biće smatrane zabranjenim i ništavim - u meri u kojoj proizvode takve efekte, bez obzira na prirodu državne intervencije, konkretne namene i ciljeve. Tako je u datom primeru fiskalni i socijalni cilj državne mere u Italiji bio nedovoljan da je zaštititi od zabrane njegov sprovođenja, prema pravu konkurencije EU.

Složenost pojma državne pomoći utiče na evidentan nedostatak njegovih klasičnih definicija u teoriji komunitarnog prava: „Pružanje državne pomoći (subvencija) određenim preduzećima ili sektorima narušava konkurenciju i potkopava slobodno kretanje roba. I pored toga, takva pomoć može biti vitalni element nacionalne regionalne ili ekonomske politike za vreme recesije ili

²⁰ U daljem tekstu: Sud

²¹ *Commission v France* (1969) ECR 523, Case 6; *Case 78/76: Firma Steinike und Weinlig v Germany* (1977) ECR 595, (1977) CMLR 688, nav. prema: Lasok and Bridge, op. cit, p. 639. Takođe i u: D. Wyatt and A. Dashwood, „EC Law“, 3rd ed, London, 1993, p. 520.

²² Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 521-522; Lasok and Bridge, op. cit, p. 640; *Case 173/73: Italy v Commission* (1974) ECR 709, 718 - 719.

²³ Pored navedenih autora, koji se služe deskriptivnim pristupom u analizi državnih subvencija u pravu i praksi EU, slično i u: P. Kent, *European Community Law*, London, 1992, p. 254.

perioda visoke nezaposlenosti. Ugovor o EEZ reguliše državnu pomoć u odredbama čl. 92 - 94.²³

Evropski sud pravde je pokušao da otkloni taj nedostatak kroz opštu definiciju državnih subvencija²⁴ za svrhe tumačenja relevantnih odredbi Ugovora o EZ: „Odnosi se na odluke država članica, kojima one, radi svojih ekonomskih i socijalnih ciljeva, pružaju preduzećima sredstva ili im omogućavaju pogodnosti u cilju pospešivanja sprovođenja predviđenih ekonomskih ili socijalnih ciljeva, u formi jednostranih i autonomnih odluka država članica.“

Državne subvencije, prema ovoj definiciji, treba da budu shvaćene kao instrument nacionalne ekonomske i socijalne politike, koji uključuje pružanje određene vrste realne koristi za određena preduzeća, fizička lica ili sektore.

Komisija navodi konkretne oblike državne pomoći: direktne subvencije, izuzeća od poreza i taksa, parafiskalna oslobođenja, ustupanje zemljišta ili zgrada besplatno ili pod posebno povoljnim uslovima, preferencijalne kamatne stope, krediti pod posebno povoljnim uslovima, obezbeđivanje robom i uslugama pod povoljnim uslovima, naknada za poslovne gubitke, kao i druge mere sa ekvivalentnim efektima. Kasnije su tome dodate i druge forme državne pomoći, kao što su: naknada troškova u slučaju poslovnog uspeha, indirektna i direktne državne garancije

²⁴ Case 61/79 (1980) ECR 1205, nav. prema: Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 521.

za kredite, garancije dividendi, odložena plaćanja fiskalnih i socijalnih doprinosa i dr.

U svakom slučaju, navedena lista nije kompletna²⁵, već podložna daljim dopunama zbog potreba praktičnog sprovođenja kompetencija Komisije. Tako Direktiva (Uputstvo) Komisije 80/723 od 25. 06. 1980. o transparentnosti finansijskih odnosa između država članica i javnih preduzeća navodi neke oblike državne pomoći javnim preduzećima. U čl. 3. su posebno naglašeni: naknada operativnih gubitaka, davanje kapitala, bespovratna pomoć ili krediti pod povoljnim uslovima, obezbeđivanje finansijskih pogodnosti kroz naknadu dugova javnih preduzeća, kompenzacija finansijskih tereta nametnutih od strane javnih vlasti i dr.

Iz tih razloga je Komisija u Izveštaju o politici konkurencije EZ za 1997. godinu²⁶, utvrđujući koncept državnih subvencija izdvojila četiri osnovna kriterijuma, koji moraju **kumulativno** biti ispunjeni da bi neka mera države članice predstavljala državnu subvenciju u smislu čl. 87 (ex 92). Ugovora o EZ. To su:

- a) korist ili prednost koja se pruža preduzećima;
- b) poreklo sredstava - samo pomoć pružena od strane države ili iz

²⁵ *Competition law in the European Communities*, Vol. II: Rules applicable to State aids (Situation at 31 December 1989), Commission of the EC, Brussels, Luxembourg, 1990, p. 25.

²⁶ European Commission, *XXVIIth Report on competition policy*, op. cit., pp. 65 - 68.

- državnih sredstava može činiti državne subvencije;
- c) kriterijum specifičnosti - državna subvencija mora biti specifična, odnosno namenjena samo pojedinim privrednim granama, preduzećima ili regionima, a ne svima dostupna i
 - d) narušavanje konkurencije i ugrožavanje trgovine među državama članicama - državna subvencija koja nema efekata za intrakomunitarnu trgovinu ne može biti oglašena nespojivom sa zajedničkim tržištem.

Kriterijum selektivnosti je ujedno najsloženiji kriterijum određivanja pojma i sadržine državnih subvencija. Primera radi, ako država članica EU uvede meru smanjenja socijalnih doprinosa za sva preduzeća koja zapošljavaju manuelne radnike, to predstavlja opštu meru, primenjenu na sve privredne sektore. Za razliku od toga, ako bi se ova mera odnosila samo na preduzeća koja posluju u sektorima usmerenim na međunarodnu konkurenciju i poslovanje sa inostranstvom, to bi predstavljalo vrstu državne subvencije, u smislu specifične mere.

Kada se radi o trgovini ili drugim vidovima ekonomske saradnje preduzeća iz država članica sa firmama iz trećih zemalja, nečlanica, Komisija je zauzela stav²⁷ da mere pomoći preduzećima iz članica EU za njihovu ekspanziju i nastup na trećim tržištima takođe pogađaju intra-komunitarnu trgovinu. To

je razumljivo, jer su tada ova preduzeća u međusobnoj konkurenciji, iako posluju van zajedničkog tržišta. Posledica takvog stava je da mere država članica namenjene pomoći za direktne investicije van EU potpadaju pod pojam državnih subvencija i njihovu zabranu u smislu odredaba Ugovora o EZ. Jedino ako se radi o neophodnom podsticanju malih i srednjih preduzeća iz država članica EU u njihovom inostranom nastupu, takve mere su dozvoljene shodno čl. 87 (ex 92), tač. 2. stav c. Kada su u pitanju velike kompanije, Komisija zauzima stroži stav prema merama pomoći za njihovo poslovanje van EU.

4. PRIMARNO I SEKUNDARNO ZAKONODAVSTVO EU O DRŽAVNIM SUBVENCIJAMA

Osnovno primarno zakonodavstvo o državnim subvencijama predstavljaju odredbe čl. 87 - 89. (ex 92 - 94) Ugovora iz Amsterdama i iz Nice (Odsek 2 o državnoj pomoći) u Gl. VI o zajedničkim propisima o konkurenciji iz Ugovora o EZ, kao sastavnog dela Ugovora o EU²⁸.

Ove odredbe su sa malim dopunama prenete iz Ugovora o EEZ iz 1958. godine. Utvrđen je opšti princip da su državne subvencije nespojive sa zajedničkim tržištem EU ako ispunjavaju širokopostavljene kriterijume, da dovede do narušavanja ili prete da naruše konkurenciju favorizovanjem određenih preduzeća ili proizvodnje od-

²⁷ XXVIIth Report..., op. cit., p.67.

²⁸ U daljem tekstu: Ugovor

ređenih roba i to u meri da ugrožavaju trgovinu među članicama EU. U praksi i tumačenju Suda, ova nespojivost sa zajedničkim tržištem tretira se kao implicitna zabrana takvih državnih subvencija.

Pored toga, čl. 87. reguliše automatske i diskrecione izuzetke od proklamovane zabrane državnih subvencija. U čl. 88 (ex 93.) regulisan je postupak kontrole sistema subvencija, koji je u primarnoj nadležnosti Komisije. U sklopu toga predviđena je obaveza prethodne notifikacije Komisiji o uvođenju ili menjanju državne subvencije. Time je primenjen princip transparentnosti, kao neophodan u realizaciji efikasnog nadzora²⁹.

Takođe i odredbe čl. 86 (ex 90) Ugovora predstavljaju izvor primarnog zakonodavstva u oblasti državnih subvencija. Njima je predviđeno da članice EU neće primenjivati mere koje bi bile u suprotnosti sa zabranom i dozvoljenim izuzecima državnih subvencija (ex čl. 92 - 94) u odnosu na javna preduzeća i preduzeća kojima članice daju posebna ili isključiva prava.

Primena pravila konkurencije na preduzeća koja vrše usluge od opšteg ekonomskog interesa ili koja imaju karakter finansijskog monopola, ograničena je tako da propisi o konkurenciji pravno ili faktički ne sprečavaju izvršavanje zadataka koji su im povereni. Pri tome, razvoj trgovinskog prometa

ne sme biti ugrožen u meri suprotnoj interesima zajednice. Radi toga je Komisija ovlašćena da se brine o primeni čl. 86 (ex 90) i prema potrebi upućuje odgovarajuća uputstva ili odluke država članicama.

U vršenju ovih ovlašćenja, Komisija je usvojila nekoliko uputstava (direktiva)³⁰ o transparentnosti finansijskih odnosa između država članica i javnih preduzeća. To su sekundarni propisi u ovoj oblasti. U 1993. god. Komisija je donela novije Uputstvo koje dopunjava prethodna, tako da je država članica obavezna da podnosi Komisiji godišnje izveštaje o finansijskim odnosima države i glavnih javnih kompanija, u cilju dosledne primene principa transparentnosti³¹.

Pored toga, u ovom kontekstu značajna su tzv. ALTMARK pravila Komisije EU. Ova pravila regulišu kada predložena mera ne predstavlja državnu pomoć. Radi se o situacijama kada su kumulativno ispunjena četiri elementa:

- 1) da je usluga o kojoj se radi jasno i precizno definisana kao usluga

²⁹ *Community Competition Policy in 1993*, European Commission, Brussels, Luxembourg, 1994, p. 41.

³⁰ Commission Directive 80/723/EEC of 25 June 1980 on the transparency of financial relations between Member States and public undertakings (OJ L 195, 29. 07. 1980.); Commission Dir. 85/413/EEC of 24 July 1985 amending Dir. 80/723/EEC (OJ L 229, 28. 08. 1985.). Detaljnije u: „Competition law in the EC“ Vol. II: Rules applicable to State aids (Situation at 31 December 1989), Commission of the EC, Brussels, Luxembourg, 1990, p. 23-29.

³¹ *Community competition policy in 1993*, p. 41.

- koja se pruža svim građanima pod jednakim uslovima, nezavisno od geografske lokacije (definicija treba da bude data u odgovarajućem propisu);
- 2) da je naknada za obavljanje ovih usluga unapred određena i utvrđena na objektivni i transparentan način (ili kroz transparentnu proceduru javnih nabavki ili na bazi troškova tipične kompanije koja dobro posluje – „on basis of costs of a typical well-run company“);
 - 3) da se državnim sredstvima nadoknađuju samo troškovi vezani za obavljanje te usluge, odnosno da nema prekoračenja troškova – „overcompensation“, (compensation limited to net public service);
 - 4) da su parametri za nadoknadu troškova objektivni i unapred predviđeni (parameters for compensation objective and established in advance).

Primarno zakonodavstvo EU u domenu državnih subvencija čine i odredbe čl. 77. Gl. IV Ugovora o zajedničkoj saobraćajnoj politici. Njima se regulišu subvencije date radi koordinacije saobraćaja ili ako predstavljaju naknade, uobičajene za javne usluge, kao subvencije koje su u skladu sa Ugovorom.

Ugovor o EU je ostavio neizmenjene odredbe Ugovora o osnivanju Evropske zajednice za uglj i čelik (ECSC), kojima se reguliše zabrana državnih subven-

cija za proizvode obuhvaćene ovim odredbama (čl. 4, 54 i 95)³². Za razliku od čl. 92, koji sadrži implicitnu zabranu, u čl. 4. Ugovora o ECSC sadržana je eksplicitna zabrana svih državnih subvencija u oblasti proizvodnje uglja i čelika. Za njihovo odobravanje Komisiji je prethodno neophodna saglasnost Saveta - jednoglasnim odlučivanjem u Savetu ministara, shodno čl. 95.

To je razumljivo jer se radi o tzv. osetljivom sektoru, sa hroničnim strukturalnim problemima i prekomernim proizvodnim kapacitetima u EU. Što je tržište EU više integrisano, time su i negativni efekti državne pomoći u proizvodnji uglja i čelika više pojačani.

Striktna kontrola državnih subvencija na ovom polju zato postaje još značajnija. Otuda tako strogo formulisana i primenjivana zabrana državne pomoći u ovom sektoru.

1. Akte sekundarnog zakonodavstva EU predstavljaju pre svega uputstva (direktive) i uredbe **Saveta ministara** u različitim „osetljivim“ sektorima: u oblasti brodogradnje - Council Directive 87/167/EEC of 26 January 1987 on aid to shipbuilding (OJ L 69, 12. 03. 1987) i mnoga druga uputstva³³, zatim u

³² *Community competition policy in 1993*, p. 44, kao i u: XXVth Report on Competition Policy in 1995, p. 199.

³³ *Comp. law in the EC*, Vol. II, p. 65-78, XXVth *Report on Comp. Policy in 1995*, p. 76, 206, Council Directive 90/684/EEC, as last amended by Directive 94/73/EC; Council Regulation (CE) No 3094/95 of 21 December 1995 implementing the OECD agreement on normal competitive conditions in commercial shipbuilding and shiprepair, including the elimination of production subsidies (OJ L 332, 30. 12. 1995).

domenu saobraćajnih usluga³⁴, ribarstva³⁵, čelika, proizvodnje uglja i sintetičkih vlakana i dr.

2. Pored akata Saveta, u akte sekundarne regulative o državnim subvencijama spadaju i različite vrste akata **Komisije**, koje ona donosi na osnovu opštih ovlašćenja iz čl. 155. Ugovora i na osnovu prenetih ovlašćenja od strane Saveta EU. Komisija može donositi odluke na osnovu čl. 87 - 88 (ex 92 - 93), kojima dozvoljava, zabranjuje ili utvrđuje obavezu izmene pružanja državne pomoći. Saglasno čl. 86 (ex 90) Ugovora koji se odnosi na javna preduzeća, Komisija je dobila legislativna ovlašćenja³⁶ da donosi uputstva i odluke, koje upućuje državama članicama.

Komisija ima takođe i kvazilegislativna tj. administrativna ovlašćenja da priprema studije³⁷, izveštaje, beleške, pisma državama članicama³⁸, i saopšte-

nja: Komisija je u januaru 1996. usvojila saopštenje o reviziji „de minimis“ pravila (OJ C 68, 6. 03. 1996), kojim se pojašnjava njegova primena, tako da su korisnici ne samo mala i srednja preduzeća, nego i preduzeća bilo koje veličine. Pri tome, plafon dozvoljene pomoći za koju se ne traži notifikacija Komisiji je 100 000 ECU u trogodišnjem periodu, pod uslovom da se ne radi o izvoznim podsticajima³⁹.

U novijem periodu, Komisija je usvojila Uredbu o de minimis pomoći - Commission Regulation No 69/2001 of 12 January 2001 on the application of Articles 87 and 88 of the EC Treaty on de minimis aid (Official Journal L 10 of 13.01.2001), koja je zatim zamenjena novom Uredbom od decembra 2006, koja izuzima od obaveze prethodnog obaveštavanja Komisije tzv. de minimis pomoć koju država članica EU pruža kompaniji u skladu sa propisima o konkurenciji. Shodno tome, navedena Uredba Komisije definiše de minimis pomoć kao malu pomoć koju preduzeću pruža država članica. U skladu s tim je takva pomoć izuzeta od pravila o konkurenciji. Ukupna suma de minimis pomoći, prema novoj Uredbi Komisije iz 2006, ne sme preći iznos od 200.000 evra tokom perioda od tri godine.

Uredba br. 994/1998 omogućila je Komisiji da izuzme određene kategorije državne pomoći od generalne zabrane. Uredba Komisije od 2001. reguliše de minimis izuzeća, male državne sub-

³⁴ Pregled uredbi i odluka Saveta o državnim subvencijama u oblasti saobraćajnih usluga vid. u: *Comp. law in the EC*, Vol. II, p. 149 - 196.

³⁵ *ibid*, p. 207 - 237.

³⁶ Dr R. Vukadinović, „Osnovni pojmovi o anti-kartelnom pravu EU“, str. 356. u Zborniku radova: *Pravo EU*, dr D. Mitrović i dr O. Račić (redaktori), Beograd, Sl. glasnik, 1996. i dr R. Vukadinović, *Pravo EU*, Beograd, IMPP, 1996, str. 218.

³⁷ XXVth Report on Comp. Policy in 1995, p. 319 - 326.

³⁸ Pregled relevantnih pisama Komisije državama članicama o notifikaciji državne pomoći i postupku ispitivanja u Komisiji vid. u: *Comp. law in the EC*, Vol. II, p. 17 - 20.

³⁹ *Comp. Policy NEWSLETTER*, No 1, Vol 2, Spring 1996, p. 33.

vencije, kasnije je dopunjena Uredbom od decembra 2006. Uredba Komisije se primenjuje na pomoć pruženu kompanijama u svim sektorima, osim na pomoć saobraćajnom sektoru, pomoć u vezi proizvodnje roba navedenih u Aneksu I uz Ugovor o EU; pomoć izvozu i pomoć uslovljenu korišćenjem domaće nasuprot uvezene robe.

Uredba br. 994/98 omogućila je Komisiji da izuzme određene kategorije državne pomoći od generalne zabrane i od obaveze obaveštavanja kada se radi o određenim oblastima horizontalnih politika EU (grupna izuzeća)⁴⁰. U pitanju su sledeće oblasti (čl. 1. tač. 1):

- mala i srednja preduzeća,
- istraživanje i razvoj,
- zaštita životne sredine,
- zapošljavanje i obuka,
- regionalne subvencije dodeljene saglasno planu koji Komisija usvaja za svaku državu članicu.

Komisija (Generalna direkcija - DG IV) je tokom 1995. pripremila 25 studija o raznim pitanjima kontrole državne pomoći u industriji veštačkih vlakana, uticaju regionalne pomoći, o državnoj pomoći u oblasti tekstila i industrije odeće, itd.

Ovi poslednji akti Komisije nisu ius cogens, ali imaju veliki praktičan uticaj u vođenju politike odobravanja i usmeravanja državne pomoći u državama članicama EU.

⁴⁰Gordana Ilić; „Uredba o izuzeću od obaveze obaveštavanja za određene kategorije državnih subvencija u oblastima horizontalnih politika EU“, Evropsko zakonodavstvo, IMPP, Beograd, 1998/br.3.

Posebno su značajni akti Komisije kojima ona utvrđuje okvire, principe i opšte smernice u kodeksima pružanja državne pomoći za različite privredne sektore. To su sektori odeće i tekstila, veštačkih vlakana, motorne i auto-industrije, brodogradnje i čelika⁴¹, ribarstva i dr. Na taj način Komisija direktno utiče na formiranje industrijske politike članica EU u ovim privrednim granama.

Osim sektorskih kodeksa državne pomoći, Komisija je nadležna za utvrđivanje smernica državne pomoći u oblastima horizontalnih politika EU u formi posebnih akata - tzv. horizontalne sheme. To su oblasti: zaštite životne sredine (decembra 1993. Komisija je usvojila smernice u ovoj oblasti u cilju omogućavanja održivog privrednog razvoja, ali prvi put su u EZ 1974. usvojeni zajednički principi na polju državne pomoći sa ekološkim karakterom)⁴², pomoć malim i srednjim preduzećima (Komisija je 1996. usvojila kodeks smernica za državnu pomoć malim i srednjim preduzećima -SME)⁴³, pomoć za zapošljavanje i obuku⁴⁴, za istraživanje i razvoj⁴⁵ i dr.

Komisija je ovlašćena da odobrava različite vrste regionalne pomoći u skladu sa odredbama čl. 87 (ex 92), stav 3 /a/ i /c/. Tako je Komisija 1988. usvo-

⁴¹ ibid, p. 39 - 122.

⁴² Community comp. policy in 1993, p. 42-43.

⁴³ Comp. policy NEWSLETTER, No 1, Vol. 2, Spring 1996, p. 34.

⁴⁴ OJ C 334, 12. 12. 1995.

⁴⁵ XXVth Report on Comp. Policy in 1995, p. 235-238.. OJ C 45, 17. 02. 1996.

jila Saopštenje o metodu primene ovih odredbi na regionalnu pomoć (OJ C 212, 12. 08. 1988). Pri tome, Komisija utvrđuje tačne geografske granice područja podobnih za regionalnu nacionalnu pomoć i skalu neophodne pomoći u državama članicama, ceneći prevashodno ciljeve regionalne politike EU.

3. Konačno, sekundarne izvore zakonodavstva u oblasti državne pomoći čini i sudska praksa **Evropskog suda pravde** (ECJ). To je od izuzetne važnosti u postupku po čl. 173. prilikom ocenjivanja zakonitosti akata Komisije, kao i u postupku po prethodnim pitanjima (čl. 177), kada ECJ tumači pravo EU u ovoj oblasti.

Radi rasterećenja ECJ, 1989. god. formiran je Sud prve instance (CFI), na koji je prenet nadležnost u vezi tužbi pravnih i fizičkih lica protiv organa zajednice u vezi primene pravila konkurencije.

U sferi državne pomoći, Sud prve instance je usvojio zapažene presude⁴⁶ o pravima zainteresovanih pogođenih fizičkih i pravnih lica u postupku prethodnog ispitivanja Komisije, dakle pre otvaranja procedure po čl. 88. (ex 93) objavljivanjem u Sl. listu EU (OJ EC).

⁴⁶Case T - 95/94 SYTRAVAL u *Commission, Judgement CFI* of 28 September 1995, „XXVth Report on Comp. Policy in 1995“, p. 92-93. Time se CFI donekle suprotstavio pozitivnom precedentnom pravu Suda (ECJ), ustanovljavajući dodatne obaveze za Komisiju. Iz tih razloga, Komisija se nedavno žalila Sudu (ECJ) na ovu presudu.

5. IZUZECI OD ZABRANE PRIMENE DRŽAVNIH SUBVENCIJA U EU

Ugovor o EU sadrži izuzetke od proklamovane opšte zabrane, koji su ipso iure dozvoljeni. U pitanju je pomoć socijalnog karaktera individualnim potrošačima, pod uslovom da se pri tome ne pravi diskriminacija u odnosu na poreklo robe (čl. 87, ex 92, stav 2. /a/). Primer ove pomoći je plaćanje subvencija proizvođačima osnovnih životnih namirnica, koje omogućavaju snižavanje cena⁴⁷ ovih proizvoda u prodaji. Subvencijama se onda kompenziraju gubici profita ovih proizvođača.

Druga grupa zakonskih izuzetaka su naknade šteta usled prirodnih nepogoda ili drugih vanrednih događaja (čl. 87, stav 2. /b/). Ovde je bitno ukazati da pojam vanrednih događaja ostaje vrlo neodređen. U teoriji se pod tim najčešće podrazumevaju određene političke teškoće⁴⁸, koje utiču na uslove poslovanja. Kao primer može biti politički terorizam sa posledicama na uslove privređivanja, kada bi dodela državne pomoći za otklanjanje ovih posledica bila svrstana kao automatski dozvoljena, jer je u pitanju vanredni događaj. Takvo tumačenje potvrđuje i praksa Komisije, koja je vanredne mere državne pomoći članica EZ u doba jake recesije i tzv. naftnog šoka (1974) tretirala u sklopu diskrecionih izuzetaka (koje odobrava Komisija ili izuzetno, Savet ministara).

⁴⁷ Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 528.

⁴⁸ Ibidem, p. 528.

Odatle sledi zaključak da se ekonomske teškoće ne mogu svrstati pod pojam vanrednih okolnosti.⁴⁹

Treću grupu dozvoljenih zakonskih izuzetaka za državne subvencije čini pomoć privredi određenih područja SR Nemačke, radi otklanjanja negativnih ekonomskih posledica podele Nemačke, čl. 87. (stav 2. /c/). Međutim, posle ujedinjenja Nemačke (1990), ova vrsta pomoći je izgubila svoje opravdanje, a time i svoju primenu, što je potvrdila Komisija EU.

Zajednička karakteristika ove tri vrste dozvoljenih izuzetaka od zabrane državne pomoći je da su one **automatski dozvoljene** (*ipso iure*). Za njihovo odobravanje nije potreban pristanak Komisije, odnosno Komisija se ne upušta u njihovo ocenjivanje, ali podležu obavezi prijavljivanja Komisiji.

Za razliku od toga, u stavu 3. čl. 87 (ex 92), navedeni su tzv. **diskrecioni izuzeci** od opšte zabrane državne pomoći. Za ovu drugu grupu izuzetaka od zabrane neophodno je da ih odobri Komisija ili izuzetno, Savet ministara.

Tom prilikom Komisija primenjuje svoja diskreciona ovlašćenja (da odobri ili ne), koja su vrlo široka, jer primenjuje procene ekonomske, tehničke i političke prirode. U odlučivanju o konkretnim slučajevima, Komisija procenjuje kako usklađenost sa pravilima za dodelu državne subvencije, tako i domet tj. do kog stepena će odobriti konkretne mere država članica. Stoga se u praksi

nailazi na pozitivne, negativne i uslovno pozitivne odluke Komisije (kojima se zahteva modifikacija odobrene subvencije)⁵⁰. Primera radi, od 57 slučajeva državne pomoći za koje je pokrenuta predviđena procedura, Komisija je za 22 donela pozitivne konačne odluke, 9 negativnih i 5 uslovnih odluka, tokom 1995. god.

Počev od 1980. Komisija je usvojila generalni princip tzv. kompenzacionog opravdanja⁵¹ za odobravanje diskrecionih izuzetaka, samo ako konkretne državne subvencije potpomažu ostvarenje navedenih ciljeva u st. 3. čl. 87 (ex 92). Preciznije rečeno, u pitanju su ciljevi EU tj. stvaranje jedinstvenog tržišta, tako da korisnik subvencije mora doprineti normalnom funkcionisanju tržišnih zakona i ciljeva EU.

Ugovor o EU predviđa četiri kategorije državne pomoći, koje mogu biti u skladu sa zajedničkim tržištem EU, čije odobravanje je u nadležnosti Komisije i petu grupu subvencija, koje određuje Savet (kvalifikovanom većinom, na predlog Komisije).

Prvu kategoriju predstavlja **pomoć za unapređenje ekonomskog razvoja područja sa izuzetno niskim životnim standardom ili gde je prisutna znatna nezaposlenost (čl. 87, stav. 3 /a/)**. Ta-

⁴⁹ *Competition Report*, 1990, nav. prema Wyatt and Dashwood, p. 529.

⁵⁰ : *XXVth Report on Competition Policy in 1995*, European Commission, Brussels, Luxembourg, 1996, p. 93.

⁵¹ Lasok and Bridge, op. cit, p. 642; Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 529; *Comp. report 1990*, Commission of the EC, point 169; *Comp. Report*, point 213.

ko je Komisija odobrila pomoć za ekonomski oporavak područja Sicilije sa rudnikom sumpora⁵². U slučaju pomoći holandske vlade proizvođačima cigareta Phillip Morris⁵³, Komisija je međutim, odbila da je odobri, sa obrazloženjem da to neće dovesti do povećanja zaposlenosti, niti je dato područje ekonomski zaostalo u odnosu na prosek u zajednici. Sud (ECJ) je potvrdio odluku Komisije. Generalni stav Komisije je da se kao osnov procene niskog životnog standarda ili povećanja zaposlenosti uzima prosek na nivou zajednice, a ne u nacionalnim okvirima država članica.

Drugu kategoriju diskrecionih izuzetaka državnih subvencija predstavlja **pomoć za unapređenje važnih projekata od zajedničkog evropskog interesa ili za otklanjanje znatnog poremećaja u privrednom životu jedne države članice (stav 3 /b/)**. Ova kategorija sadrži dve različite vrste državne pomoći. Mere koje su članice preduzimale za otklanjanje posledica naftnog šoka (1974, 1975.)⁵⁴ čine primer državne pomoći radi ublažavanja znatnog poremećaja u privrednom životu. Kod pomoći za važne projekte od za-

jedničkog evropskog interesa, Komisija ih odobrava kada su ti projekti deo transnacionalnog usaglašenog evropskog programa, npr. zajednički standardi za zaštitu životne sredine, razvoj TV visoke tehnologije, projekti pomoći malim i srednjim preduzećima, što spada u horizontalne politike EU⁵⁵.

Pri tome nije dovoljno da se radi o ekološkim problemima ili istraživačkim projektima samim po sebi, već je na Komisiji da odluči (U teoriji je poznat slučaj pomoći firmi Glaverbel u Belgiji za modernizaciju proizvodnje stakla, koji je Komisija odbila. Komisija je ocenila da investiranje u novu tehnologiju u konkretnom slučaju ne doprinosi zajedničkom evropskom interesu, jer bi se proizvodi morali prodavati na zasićenom tržištu. Sud je potvrdio stav Komisije, jer dati projekat nije bio deo transnacionalnog usaglašenog evropskog programa, koji bi dokazao zajednički evropski interes.)⁵⁶ da li su oni od zajedničkog evropskog interesa u smislu unapređenja jedinstvenog tržišta EU.

Treća kategorija dozvoljenih izuzetaka od zabrane su **subvencije za unapređenje razvoja određenih privrednih delatnosti ili određenih privrednih grana, ukoliko se time ne menjaju uslovi poslovanja u meri u kojoj je to suprotno zajedničkim interesima**.

⁵² *Competition Report, 1976*, nav. prema: Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 530.

⁵³ P. Kent, op. cit, p. 258; Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 530; Lasok and Bridge, op. cit, p. 643.

⁵⁴ Lasok and Bridge, p. 643; *Competition Report, 1975*, point 133, nav. prema: Wyatt and Dashwood, p. 531; videti I kod Nina Šćepanović, op. cit, str. 419.

⁵⁵ Lasok and Bridge, p. 643; Wyatt and Dashwood, p. 531.

⁵⁶ Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 531; ECR (1988) 1573: Case 67/87, Executif Regional Wallon and Glaverbel v Commission.

Komisija odobrava pomoć u domenu: energetike, brodogradnje, odeće i tekstila, sintetičkih vlakana, motorne i automobilske industrije, industrijskog investiranja, proizvodnje kućnih aparata, informacione tehnologije i elektronike, aluminijumskih proizvoda, keramike, stakla, papira i drveta⁵⁷. Uslovi za odobrenje su da ova pomoć sadrži razvojnu dimenziju i da ne sme menjati uslove poslovanja suprotno zajedničkom interesu. Pod tim se podrazumeva pravična konkurencija i trgovina pod ravnopravnim uslovima na jedinstvenom tržištu EU. Ovi uslovi su zakonski limiti odobravanja državnih subvencija za određene privredne sektore ili regione, koje Komisija ceni u svakom konkretnom slučaju. Ako se radi o pomoći preduzeću za spasavanje od bankrota, pomoć neće biti odobrena, ako nije praćena planom za restrukturiranje.

Za razliku od pomoći iz prve kategorije, ovde se koriste nacionalni parametri ekonomskog razvoja, ali u okviru situacije u EU. To posebno dolazi do izražaja kod odobravanja regionalne državne pomoći. Tada Komisija ocenjuje ne samo razvojne probleme regiona podobnog za korišćenje državnih subvencija, nego i ekonomsku poziciju date države članice u odnosu na proseku u EU. Shodno tome, ukoliko je solidan stepen privrednog razvoja određene države članice prema proseku u EU, utoliko mora biti veći disparitet datog

regiona za opravdanje pružanja pomoći⁵⁸. U tom slučaju državne subvencije moraju biti u formi inicijalnih investicija i/ili otvaranja novih radnih mesta koja su u direktnoj povezanosti sa tim subvencijama. Tako je Komisija odobrila državne subvencije italijanske vlade za razvoj zanatstva na Siciliji, kao ekonomski zaostalom regionu.

Mišljenja i presude Suda čine dragocen izvor prava u ovoj oblasti, imajući u vidu da normiranjem određenih vrsta državnih subvencija nije moguće regulisati i predvideti nepresušnu praksu država članica. Dešava se da je konkretna pomoć legalna sa aspekta razvojnih ciljeva, kao i da ne šteti uslovima poslovanja u zajedničkom interesu EU, ali je sporan metod finansiranja. Tako je Sud potvrdio odluku Komisije o zabrani francuske sheme finansiranja tekstilne industrije na osnovu uvođenja parafiskalnih taksi na domaći i uvozni tekstil. Pomoć je bila namenjena restrukturiranju francuskih tekstilnih preduzeća, ali tako da se obim pomoći povećavao, istovremeno sa povećanjem prihoda u tom sektoru. Tako bi izvoznici na francusko tekstilno tržište, paralelno sa svojim profitom od izvoza doprinosili razvoju svojih, možda manje efikasnih francuskih konkurenata⁵⁹. U ovom slučaju metod finansiranja predstavlja narušavanje jednakih uslova poslovanja na jedinstvenom tržištu EU, što je upravo u suprotnosti sa zajedničkim intere-

⁵⁷ *Competition Report*, 1985, points 182 - 217, nav. prema Lasok and Bridge, p. 644.

⁵⁸ Detaljnije kod Wyatt and Dashwood, p. 532.

⁵⁹ Lasok and Bridge, op. cit, p. 645; Wyatt and Dashwood, p. 532.

som. Stoga je Sud odlučio da način finansiranja treba da bude promenjen, da bi ova korisna subvencija bila legalna tj. u skladu sa čl. 87 (ex 92).

Ugovor o EU iz Mاستrihta je dopunio Ugovor o osnivanju EEZ, unevši **pomoć za unapređenje kulture i očuvanje baštine**, u četvrtu kategoriju diskrecionih izuzetaka (stav 3 /d/). Ova pomoć ne sme uticati na uslove razmene i konkurencije u EU, u meri suprotnoj zajedničkom interesu. Komisija odobrava ove vrste državnih subvencija u skladu sa politikom EU u oblasti kulture i principima ekološke zaštite (očuvanje baštine).

Najzad, **peta kategorija diskrecionih izuzetaka je u nadležnosti Saveta ministara**. Predstavlja odobravanje subvencija kvalifikovanom većinom u Savetu, na predlog Komisije. Savet je donosio nekoliko uputstava u oblasti nadgledanja državnih subvencija u brodogradnji. Poslednja je usvojena decembra 1995.⁶⁰ Cilj je primena sporazuma postignutog u okviru OECD o eliminisanju proizvodnih subvencija i uvođenju uobičajenih uslova konkurencije u oblasti brodogradnje i popravke brodova.

Na snazi je sedmo uputstvo Saveta, sa važnošću do kraja 1998. godine, jer navedeni sporazum u okviru OECD nije stupio na snagu, s obzirom da ga nisu ratifikovale SAD. Noviji primer u ovoj oblasti diskrecionih izuzetaka je odobravanje od strane Saveta, u for-

mi ad hoc uredbe⁶¹, subvencija za privatizaciju nacionalizovanih brodova u Španiji i u bivšoj Istočnoj Nemačkoj.

6. KONTROLA DRŽAVNIH SUBVENCIJA U EU

Ugovor o EU pravi razliku između postojećih sistema državnih subvencija u članicama EU i nameravanog uvođenja novih oblika državnih subvencija. Za postojeće slučajeve državne pomoći, Komisija je nadležna da vrši stalni nadzor (čl. 88, ex 93) u saradnji sa državama članicama i da im predloži odgovarajuće mere neophodne za razvoj ili funkcionisanje zajedničkog tržišta EU. Ovde se radi o preporukama Komisije. Ukoliko ih članice EU ne sprovedu, Komisija može pribeći proceduri predviđenoj u st. 2. čl. 88 (ex 93) Ugovora o EU.

Za državne subvencije koje članice nameravaju da primene ili izmene, predviđena je obaveza notifikacije, kako bi Komisija mogla da sprovede postupak preispitivanja, kao i u cilju transparentnosti primene državnih subvencija u članicama EU. U praksi Suda iskristalisan je princip ništavosti državnih subvencija koje nisu prethodno notifikovane Komisiji, sa obavezom vraćanja u prethodno stanje (naknada ilegalno date pomoći)⁶².

⁶⁰ *XXVth Report on Competition Policy in 1995*, p. 76.

⁶¹ Council Regulation No 1013/97, nav. prema: *XXVIIth Report on Competition Policy in 1997*, p. 68.

⁶² Wyatt and Dashwood, p. 537; N. Šćepanović, op. cit, str. 421.

Odluka Komisije ne može post factum označiti dozvoljenim mere državne pomoći, koje su primenjene u suprotnosti sa obavezom njihove notifikacije. U tom cilju su, saglasno sudskoj praksi⁶³, odredbe čl. 88 (ex 93) direktno primenljive⁶⁴. Usled toga, fizičko lice ili pravno lice može pred domaćim sudom države članice osporavati državnu subvenciju koja nije notifikovana ili je data pre odluke Komisije. Na ovaj način je ustanovljen **sistem prethodne kontrole**, koji sprečava uvođenje državnih subvencija koje su u suprotnosti sa jedinstvenim tržištem EU. Ugovor takođe sadrži tzv. standstill obavezu⁶⁵ (čl. 88. ex 93. tač. 3), koja sprečava članice da primene planiranu meru pre donošenja odluke Komisije.

Komisija je ovlašćena da odluči o ukidanju ili izmeni državne subvencije, ako oceni da ona nije u skladu sa zajedničkim tržištem ili je zloupotrebljena (čl. 88, ex 93, stav. 2). Pri tome, Komisija daje zainteresovanim stranama rok da se izjasne i nakon toga donosi odluku. Procedura počinje formalnim objavljivanjem u Sl. listu EZ. Komisija svojim saopštenjem poziva zainteresovane strane da proslede svoje komentare. Ukoliko posle prikupljanja podataka, dokaza i primedbi zainteresovanih strana, Komisija zaključi da je državna pomoć suprotna zajedničkom tržištu EU ili je zloupotrebljena, doneće odluku

ku da zatraži od države članice ukidanje ili izmenu državne subvencije u određenom roku koji odredi. U teoriji se ova procedura naziva prinudnom (sprovodbenom)⁶⁶. Imajući u vidu značajne ekonomske i političke interese članica, Komisija je, prema mišljenju Suda⁶⁷, dužna da odluku donese u roku od dva meseca.

Ako članica ne postupi po odluci Komisije, Komisija ili druga zainteresovana država članica mogu direktno predati predmet Sudu, bez obzira na čl. 169. i 170. Ugovora o EU (čl. 88, ex 93 stav 2).

Međutim, Savet ministara je ovlašćen da jednoglasno odluči, ako mu se obrati država članica, da je data državna subvencija legalna, ako je opravdana izuzetnim okolnostima i pri tome može odstupiti od čl. 87, ex 92. i 89, ex 94. Savet treba da se izjasni u roku od tri meseca. Za to vreme, postupak ispitivanja koji je pokrenula Komisija biće odložen. Po isteku od tri meseca, u odsustvu odluke Saveta, Komisija donosi odluku o konkretnoj državnoj subvenciji.

Pored toga, Savet može (čl. 89, ex 94) kvalifikovanom većinom, na predlog Komisije i nakon konsultovanja Evropskog parlamenta, doneti odgovarajuća pravila za primenu čl. 87 i 88 (ex 92. i 93), a posebno utvrditi uslove pod kojima se primenjuje obaveza notifikacije i postupanje Komisije, kao i vrste subvencija izuzete od tog postupka.

⁶³ Case 72/72, Capolongo v. Maya (1973) ECR 611, ibid, p. 536.

⁶⁴ Vid. P. Kent, op. cit, p. 255, 256, 258.

⁶⁵ Wyatt and Dashwood, op. cit, p. 535.

⁶⁶ Lasok and Bridge, op. cit, p. 646-647.

⁶⁷ Wyatt and Dashwood, p. 535.

Noviji primer ovog ovlašćenja Saveta je donošenje Uredbe Saveta o izuzeću od obaveze obaveštavanja za određene kategorije državnih subvencija u oblastima horizontalnih politika EU⁶⁸. Cilj donošenja Uredbe Saveta o izuzeću od obaveza notifikacije je u pojednostavljivanju procedura kontrole državnih subvencija, kako bi se nadležne službe Komisije orijentisale na najvažnije slučajeve državnih subvencija, koje sadrže realnu pretnju narušavanja konkurencije i ugrožavanja trgovine među članicama EU.

Nove zakonodavne tendencije u EU ilustruje Predlog Uredbe Saveta o detaljnim pravilima za primenu čl. 88 (ex 93) Ugovora, koji je Komisija podnela 16. aprila 1998. godine⁶⁹, koji je usvojen u formi Uredbe Saveta br. 659. iz 1999. Svrha ove uredbe je da kodifikuje i pojača efektivnost procedura kontrole državnih subvencija u članicama EU, putem donošenja uredbe Saveta EU, koja ima karakter opšteg akta sa obavezujućim dejstvom i direktnom primenom u svim državama članicama.

Glavni trend promena otpočeo je još 1980. a posebno od 1996. kada su države članice EU počele ozbiljnije da

shvataju kontrolna ovlašćenja Komisije u odnosu na dodelu državne pomoći. Tome je posebno doprinela praksa Komisije da traži povraćaj nelegalno date državne pomoći, zatim pravni teret je na korisnicima pomoći u odnosu na to da li je zakonita ili ne (tj. u skladu sa unutrašnjem tržištem) i konačno, nova regulativa u formi Uredbe 659 iz 1999. o proceduralnim aspektima kontrole znatno je doprinela jačanju uloge Komisije u ovoj oblasti. Posebno se može konstatovati povećanje značaja transparentnosti u postupku dodele, a naročito kontrole državne pomoći na nivou čitave EU.

U sklopu efikasne kontrole i njene transparentne primene, registrovano je, tokom 2002. oko 60 negativnih odluka o državnoj pomoći sa zahtevima za povraćaj protiv 8 država članica, u ukupnoj vrednosti od 2 mlrd. evra (od toga je 28 negativnih odluka doneto protiv Nemačke i 13 protiv Španije). To govori u prilog tezi da bogatije države članice radije pribegavaju državnim subvencijama u svojim nacionalnim ekonomskim politikama. Od ovih 60 negativnih odluka Komisije, tokom 2002. je bilo 8 pred nacionalnim sudovima država članica radi izvršenja i 6 pred Evropskim sudom pravde u postupku žalbe.

7. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA - PREPORUKE ZA USKLAĐIVANJE SA PRAVOM EU U DOMENU DRŽAVNIH SUBVENCIIJA

Za Srbiju je naročito značajna politika konkurencije koju Evropska unija sprovodi prema evropskim pridruženim

⁶⁸ Gordana Ilić, „Uredba Saveta o izuzeću od obaveze obaveštavanja za određene kategorije državnih subvencija u oblastima horizontalnih politika EU“, *Pregled evropskog zakonodavstva*, br. 5/98, izdanje Instituta za melunarodnu politiku i privredu (IMPP), Beograd

⁶⁹ Gordana Ilić, „Uredba o kontroli državnih subvencija u EU“, *Pregled evropskog zakonodavstva* br. 3/98, IMPP, Beograd

zemljama, koje čine njeno neposredno okruženje i time predstavljaju područje kompatibilnog režima poslovanja sa regulativom i praksom EU.

Usklađivanje pravnog sistema Srbije u oblasti prava konkurencije, a posebno u domenu državnih subvencija, sa pravom EU, pružilo bi nezaobilazan doprinos ekonomskom povezivanju sa EU i istovremeno, olakšalo privrednu i sveukupnu regionalnu saradnju SRJ sa zemljama okruženja. Politika konkurencije EU, sa ključnom ulogom kontrole državnih subvencija u sklopu toga, prema pridruženim zemljama centralne i istočne Evrope⁷⁰, kao i prema mediteranskim zemljama nečlanicama, predstavlja opšti okvir principa koje će EU primenjivati i prema Srbiji u sklopu Procesu stabilizacije i pridruživanja i ugovornog regulisanja ekonomske saradnje. To je ujedno i opšti kontekst sprovođenja procesa usklađivanja pravnog sistema Srbije sa pravom EU u ovoj oblasti.

U sprovođenju mreže bilateralnih evropskih sporazuma o pridruživanju⁷¹, EU je još pre učlanjenja CIEZ, pre svega težila širenju svog „*acquis communautaire*“. Ovo je razumljivo, s obzirom da je primena propisa o konkurenciji

ključni instrument za efikasnu raspodelu proizvodnih resursa, tehnološki napredak i proizvodnu fleksibilnost na promene u spoljnom ekonomskom okruženju, što ukupno vodi ka stabilnoj privredi.

Odatle se može povući paralela i oceniti da prva faza približavanja pravnih sistema zemalja nečlanica, a time i Srbije sa pravom EU obuhvata usklađivanje sa pravilima EU u pojedinim oblastima prava konkurencije. To je takođe funkcionalni preduslov i za intenzivniju ekonomsku saradnju sa EU. Otuda Srbija, prilikom donošenja prvih zakonskih okvira o državnoj pomoći, treba prevashodno da uputi pozitivne signale EU time što će već u prvoj fazi zakonskog regulisanja kontrole državne pomoći, ova oblast biti zasnovana na relevantnim EU principima o državnoj pomoći. Svakako da u ekonomskom smislu postoje određena ograničenja na polju državnih subvencija, ali i sam proces pravnog usklađivanja sa EU propisima u ovoj oblasti mora biti postepen, kako preporučuje i Bela knjiga Komisije namenjena zemljama tadašnjim kandidatima za članstvo EU (maja 1995).

Imajući u vidu složenost procesa tranzicije na tržišne uslove poslovanja, u kome se nalazi privreda Srbije, primena evropskih pravila o konkurenciji treba da bude postepena. Preporučljivo je stvaranje i delovanje nezavisnog državnog tela (komisije) nadležne za evidenciju i kontrolu državnih subvencija. Ovo nadzorno telo bi trebalo da usvoji određena pravila procedure radi primanja svih neophodnih informacija vezanih za državne subvencije. Takođe bi trebalo da raspolaže dovoljnim nadzor-

⁷⁰ u daljem tekstu: CIEZ

⁷¹ Evropski bilateralni sporazumi o pridruživanju EU sa Poljskom i Mađarskom stupili su na snagu 1. 02. 1994, dok sa Rumunijom, Bugarskom, Češkom i Slovačkom 1. 02. 1995. Vid. u: COM (1995) 322 final, nav. prema Gordana Ilić, „Prospects for restoring and promoting cooperation between FRY and the EU“, *Euro-balkans*, No 24, Autumn 1996, p. 35 - 36.

nim ovlašćenjima za efikasnu realizaciju svojih kompetencija evidencije i kontrole državnih subvencija.

U slučaju Srbije, harmonizacija inter-nih pravnih okvira o državnim subvencijama sa propisima EU ima za **cilj što širu primenu dozvoljenih izuzetaka od zabrane državnih subvencija prema pravu EU**. To je opravdano sa stanovišta ekonomskih kriterijuma formulisanih u samom Ugovoru o EU kod dozvole državnih subvencija od strane Komisije u situaciji izuzetno niskog životnog standarda ili znatne nezaposlenosti. To je u skladu sa odredbama čl. 87 (ex 92) stav 3, jer Srbija ima BDP per capita manji od 75% od EU proseka, te se čitava teritorija može podvesti pod oznaku područja gde je životni standard izuzetno nizak i postoji znatna nezaposlenost.

Upravo ove ekonomske činjenice omogućavaju Srbiji da se kvalifikuje kao tzv. „A region“ prema EU metodologiji u odnosu na programe horizontalnih državnih subvencija, tako da je opravdano maksimalno korišćenje državne pomoći za svrhe unapređenja ekonomskog razvoja i podsticanje zapošljavanja. Ova preporuka se posebno odnosi na državne subvencije u sferi podrške investicijama, otvaranju novih radnih mesta, treninga tj. profesionalnog osposobljavanja i za razvojne potrebe malih i srednjih preduzeća. U pogledu velikih investicionih projekata, EU primenjuje posebna pravila za državno subvencionisanje⁷².

⁷² Multisectoral Framework on regional aid for large investment projects: O.J. C 70 of 19 March 2002, p.8.

Smatramo da je neophodno usvajanje Zakona o kontroli državne pomoći Srbije, koji treba da reguliše postupak evidentiranja i kontrole državne pomoći na nacionalnom nivou, kako nadzor nad postojećom državnom pomoći, tako i da obuhvati kontrolu dodele budućih državnih subvencija i poreskih olakšica u svim oblicima. Nadležnom ministarstvu tj. upravi odgovornoj za kontrolu državne pomoći treba zakonskim odredbama dati ovlašćenje da blokiraju dodelu državne pomoći koja je u suprotnosti sa propisima.

U prilog navedenim preporukama govori aktuelna ocena EU o stanju državne pomoći u Srbiji iz godišnjeg Izveštaja Komisije o napretku Srbije u Procesu stabilizacije i pridruživanja (novembra 2007)⁷³:

„There was been limited progress in the area of competition...

Little progress has been made in the area of state aid. Monitoring of state aid continues to be weak and administrative capacity insufficient. Serbia has not yet established an operationally independent state aid authority in order to introduce a system of ex-ante control of all state aid measures and prepare the alignment of existing state aid measures with the SAA.

Overall, Serbia is moderately advanced in the area of competition, but its implementation and enforcement capacities remain to be improved. In the

⁷³ EU Commission (Nov 2007), Progress Report on Serbia, SEC (2007) 1435 final, <http://europa.eu.int>

area of state aid control, Serbia is lagging behind.”

Iskustvo CIEZ pokazuje da su, sledeći smernice Bele knjige, pojedine tada pridružene zemlje napredovale u procesu harmonizacije svoje ekonomske regulative sa komunitarnim pravom i praksom. Tako su npr. u nekima od ovih zemalja kandidata izvršena preispitivanja nacionalnih propisa u oblasti konkurencije, što je rezultiralo njihovom revizijom i usvajanjem novih zakonskih pravila o konkurenciji u Mađarskoj i Rumuniji⁷⁴. Iako je usklađivanje propisa i privrede tada pridruženih evropskih zemalja sa pravilima EU predstavljalo samo deo priprema za njihovo stupanje u članstvo EU, sa nekima od tih zemalja EU je još početkom 1998. otpočela pregovore o njihovom pristupanju. Od navedenih deset pridruženih zemalja, Komisija je tada za njih šest dala pozitivno mišljenje o njihovoj sposobnosti primene *acquis communautaire* i preuzimanju obaveza koje proističu iz članstva u EU u srednjoročnom periodu, kao i o stepenu ispunjavanja političkih i ekonomskih preduslova pristupanja EU. To su bile: Mađarska, Poljska, Češka, Estonija, Slovenija i Kipar. Na osnovu toga je EU sa njima, početkom 1998. otpočela pregovore o njihovom pristupanju EU, koji su završeni njihovim učlanjenjem maja 2004.

⁷⁴U Mađarskoj je usklađeni sa EU propisima zakon o konkurenciji stupio na snagu 1. 01. 1997., a u Rumuniji - 1. 02. 1997. XXVIIth Report on Competition Policy in 1997, p. 85.

Bela knjiga EU, međutim, nije namenjena samo pridruženim zemljama centralne i istočne Evrope. Posebno je značajna za svaku zemlju koja pristupa procesu usklađivanja svog relevantnog zakonodavstva sa pravom EU u domenu jedinstvenog tržišta i njegovih institucija⁷⁵. Svaka zainteresovana zemlja nečlanica sama bira brzinu harmonizacije, kao i redosled prioriteta.

Politika zaštite pravične konkurencije po važećim međunarodnim i evropskim standardima neophodna je svim tržišnim privredama. Prema tome, u cilju stvaranja pretpostavki za intenzivnu ekonomsku saradnju Srbije sa EU, potrebno je što pre stvoriti interne institucionalne uslove za njeno sprovođenje. U konkretnom slučaju državnih subvencija, to znači formiranje i operativno funkcionisanje nacionalne nezavisne komisije nadležne za realizaciju kontrole državnih subvencija, njihovu evidenciju i usvajanje odgovarajućih usklađenih pravila u ovoj oblasti.

Ovu preporuku dokazuju i iskustva susednih zemalja u regionu, Hrvatske i Makedonije, koje su u potpisanim Sporazumima o stabilizaciji i pridruživanju dobile odgovarajuća izuzeća od EU principa opšte zabrane državne pomoći (Aneks I). Tako su Makedonija i Hrvatska shodno tome, na osnovu Sporazu-

⁷⁵Oskar Kovač, „Bela knjiga o jedinstvenom unutrašnjem tržištu Evropske unije drugi put“, u: O. Kovač i Tomislav Popović (red), *Prilagođavanje privrede uslovima poslovanja na tržištu Evropske unije*, Beograd, 1995, str. 3 - 23.

ma o pridruživanju dobile tretman „A“ regiona tokom četiri godine počev od stupanja na snagu Sporazuma.

U sklopu toga, Sporazum EU sa Hrvatskom predviđa da u roku od 3 godine od stupanja na snagu Sporazuma, Hrvatska podnese Komisiji EU izveštaj o nivou BDP per capita, kako bi njena nacionalna agencija za kontrolu državnih subvencija i Komisija EU zajedno procenili podobnost Hrvatske da primenjuje regionalnu državnu pomoć, kao i intenzitet pomoći za svaki region i to u cilju stvaranja regionalne mape državne pomoći na osnovu relevantnih EU preporuka. Poljoprivreda i ribarski proizvodi su isključeni od ovih obaveza.

Za razliku od Sporazuma sa Hrvatskom, pristup EU u slučaju Sporazuma o pridruživanju Makedonije se donekle razlikuje, jer ne zahteva stvaranje nacionalnog nezavisnog kontrolnog tela za praćenje državne pomoći, niti je predviđeno tzv. regionalno određivanje državne pomoći na osnovu regionalnih mapa. EU u odredbama Sporazuma (Aneks I) dosledno insistira na uzajamnoj obavezi obe ugovorne strane godišnjeg izveštavanja o dodeljenoj državnoj pomoći.

U okviru EU samo su delovi Španije, Portugala i Grčke, su pre proširenja članstva EU, uživali maksimalnu fleksibilnost pružanja državne pomoći regionima koji su relativno zaostali na osnovu internih procena i rezultata tzv. regionalnog raspoređivanja dozvoljene državne pomoći vršenog u saradnji sa Komisijom EU.

Opravdano je očekivati da će pristup EU prema Srbiji biti prevashodno foku-

siran na ustanovljavanje pouzdanog i transparentnog sistema kontrole državne pomoći u cilju sprečavanja zloupotrebe državnog subvencionisanja. Razvoj i funkcionisanje sistema efektivne kontrole državne pomoći sobom nosi određene izazove za Srbiju, jer će EU nadzirati faktičku primenu ovog sistema, a ne samo nominalno ispunjavanje obaveza o državnoj pomoći definisanih u odredbama budućeg Sporazuma o pridruživanju. Upravo iskustva sadašnjih „novih“ članica EU (CIEZ) ukazuju da je oblast kontrole državnih subvencija bila jedna od najsloženijih područja primene tadašnjih Evropskih sporazuma u privredama u tranziciji i tokom njihovih pregovora o učlanjenju u EU.

Ovo pitanje zahteva političku odlučnost, dovoljno znanja, tj. ekspertize o pravnim aspektima, odnosno šta je to što treba regulisati u ovoj oblasti, kao i mehanizam institucionalne odgovornosti za nadzor i kontrolu državnih subvencija u Srbiji. Pri tome se podrazumeva adekvatno vršenje nadležnosti ne samo vlade tj. odgovornog ministarstva, nego i uključenost sistema pravosuđa, kao i parlamenta.

To je od posebnog značaja, imajući u vidu predstojeće međunarodno-pravne obaveze per annum izveštavanja EU i Svetske trgovinske organizacije (WTO) o državnoj pomoći u Srbiji. Istovremeno, kroz obavezu izveštavanja o državnoj pomoći, postižu se pozitivni efekti tj. da državne subvencije budu racionalno dodeljivane i da se javni fondovi, tj. budžetska sredstva troše na ekonomski zasnovanim razvojnim parametrima za privredu i za podsticanje zapošljavanja.

Sistem kontrole državne pomoći uspostavlja prethodno detaljno preispitivanje dodele državnih subvencija sa stanovišta njihove ekonomske opravdanosti i rezultata. Otuda ovaj sistem može pogoditi širok krug poreskih mera i uticati i na druge oblasti ekonomske politike. Primera radi, EU principi u oblasti restrukturiranja su izuzetno strogi, te ih treba primeniti sa velikim oprezom u prvoj fazi harmonizacije sa EU propisima. Nasuprot tome, EU pravila o državnoj pomoći za mala i srednja preduzeća, za zapošljavanje i oblast investicija su posebno značajna za Srbiju, koja odgovara EU kriterijumima nerazvijenog ekonomskog područja sa velikom stopom nezaposlenosti. U tom smislu je veoma preporučljivo već u prvoj fazi primenjivati ova pravila EU.

Važnu napomenu za poslovno okruženje u Srbiji predstavlja činjenica da se prema EU standardima, korisnici državne pomoći ne mogu braniti time da nisu znali da je dodeljena pomoć nelegalna. Teret pravnog rizika snose same kompanije, korisnici državne pomoći, koje u EU moraju znati da li je dodeljena državna pomoć u skladu sa unutrašnjim tržištem EU. To je od posebnog značaja u kasnijim postupcima povraćaja nelegalno date državne pomoći pred nacionalnim sudovima ili pred Evropskim sudom pravde koje pokreće Komisija ili druga zainteresovana država članica ili pak, zainteresovano pravno i fizičko lice u EU.

Može se zaključiti da u oblasti kontrole državne pomoći, kao ključne oblasti prava konkurencije EU, nema puno prostora za meritorne pregovore sa EU

u sklopu Procesu stabilizacije i pridruživanja i potpisivanja Sporazuma o asocijaciji Srbije sa EU u odnosu na važeće EU kriterijume. Stoga je značajno u Sporazumu obezbediti regulisanje ekonomskog statusa Srbije kao nerazvijenog „A“ regiona sa velikim nivoom nezaposlenosti, u cilju obezbeđivanja maksimalne fleksibilnosti za dozvoljenu primenu državne pomoći u skladu sa EU principima.

LITERATURA

1. EU Commission (Nov 2006), *Progress Report on Serbia*, COM (2006) 649 final, <http://europa.eu.int>
2. EU Commission (Nov 2007), *Progress Report on Serbia*, SEC (2007) 1435 final, <http://europa.eu.int>
3. *Nacionalna strategija Republike Srbije za pristupanje Evropskoj uniji*, jun 2005, <http://www.seio.sr.gov.yu>;
4. Ilić Gordana (jun 2002), „Sporazum o stabilizaciji i asocijaciji sa EU i harmonizacija propisa o držanim subvencijama“, *Zbornik radova sa Međunarodne konferencije Udruženja pravnika u Budvi*, str. 387 – 410.
5. Ilić Gordana (decembar 2001), „Usklađivanje pravnog sistema SRJ sa pravom EU u oblasti državnih subvencija“, Pravni fakultet Univerziteta u Nišu, *Zbornik radova sa tematske Konferencije o usklađivanju pravnog sistema SRJ sa pravom EU*, str. 257 – 276.

6. European Commission, „XXVIIth Report on competition policy - European Community competition policy - 1997“, Luxembourg, 1998
7. Kancelarija Vlade Srbije za evropske integracije (2006), *Akcionni plan za usklađivanje zakona R. Srbije sa propisima EU za 2006. godinu*, <http://www.seio.sr.gov.yu>;
8. Kancelarija Vlade Srbije za evropske integracije, (2006) *Plan za sprovođenje prioriteta iz Evropskog partnerstva*, Vlada Republike Srbije, april 2006 <http://www.seio.sr.gov.yu>;
9. Kancelarija Srbije za pridruživanje EU (januar 2006), *Izveštaj o sprovođenju Akcionog plana za harmonizaciju zakona Srbije sa propisima EU za 2005. godinu*, <http://www.seio.sr.gov.yu>;
10. Kancelarija Srbije za pridruživanje EU (jul 2006), *Akcionni plan za jačanje institucionalne sposobnosti za preuzimanje obaveza u procesu evropskih integracija*, <http://www.seio.sr.gov.yu>;
11. Commission of the EU (April 2005), *Report on the preparedness of Serbia & Montenegro to negotiate a Stabilization and Association Agreement with the EU*, <http://www.europa.eu.int>;
12. D. Lopandic prir. (2003), Bela knjiga Komisije, *Uključivanje privrede SRJ u interno tržište EU*, IEN, Beograd, 2003.
13. Ilić Gordana (2007), „Državna pomoć u pravu konkurencije Evropske unije“, naučni časopis/zbornik radova „*Pravo i privreda*“, Beograd, br. 5-8/97, str. 880 - 893
14. EU Commission (Nov 2006), *EU Enlargement Strategy and its Challenges in the 2006 – 2007*, COM (2006) 649; <http://www.europa.eu.int>;
15. Harden Ian (1993), „State aids and the economic constitution of the Community“, u: Ian Harden (ed), *„State aid: Community Law and Policy“*, Trier Academy of European Law, pp. 12 - 18.
16. Šćepanović Nina (1996), „Državna pomoć preduzećima kao oblik narušavanja konkurencije u pravu EU“, naučni časopis/zbornik radova „*Pravo i privreda*“ br. 5 - 8/96, str. 416.
17. Vukadinović Radovan (2005), *Međunarodno poslovno pravo*, udžbenik, Pravni fakultet Kragujevac.
18. Ilić Gordana (1998), „Uredba Saveta o izuzeću od obaveze obaveštavanja za određene kategorije državnih subvencija u oblastima horizontalnih politika EU“, „*Pregled evropskog zakonodavstva*“ br. 5/98, izdanje Instituta za međunarodnu politiku i privredu (IMPP), Beograd
19. Ilić Gordana (1998), „Uredba o kontroli državnih subvencija u EU“, „*Pregled evropskog zakonodavstva*“ br. 3/98, IMPP, Beograd
20. Lopandić Dusko prir. (2004), *Ugovori Evropske unije*

- (prečišćeni tekstovi Ugovora o EU i Ugovora o EZ nakon amandaman usvojenih Ugovorom iz Nice), Beograd
21. Gajić Dejan (2002), „*Trgovinski efekti integracije zemalja Centralno – Istočne Evrope*”, <http://www.ekonomist.co.yu/magazin/em99/eu/eu.htm>, 22-Apr-2002
 22. European Commission (1997), „*Agenda 2000 - For a stronger and wider Europe*“, Luxembourg, Office for Official Publications, 1997
 23. Ilić – Gasmi Gordana (2006), *Pravo Evropske unije*, monografija - udžbenik na Univerzitetu Singidunum, Beograd
 24. Cassese S. (April 1992), „*The impact of European political union on national constitutions*“, paper to the Centre for European Studies, Oxford
 25. Goyder D. C. (1993), „*EC Competition Law*“, Oxford, Clarendon Press;
 26. Lasok and Bridge (1994), „*Law and Institutions of the European Union*“, 6.th ed, London
 27. Lopandić i Janjević prir. (1995), „*Ugovor o Evropskoj uniji - Od Rima do Mاستrihta*“, prevod i priređivanje, Beograd
 28. Lopandic (1999), „*Ugovor o EU – Rim – Mاستriht – Amsterdam*“, Beograd
 29. Lopandić, prir (2003), Ugovori EU – prečišćeni tekstovi Ugovora o EU i Ugovora o EZ nakon amandmana usvojenih Ugovorom iz Nice, Kancelarija za pridruživanje SCG Evropskoj uniji i Evropski pokret u Srbiji, Beograd;
 30. Wyatt and Dashwood (1993), „*EC Law*“, 3rd ed, London;
 31. Kent P. (1992), „*European Community Law*“, London;
 32. Ilic – Gasmi Gordana (2007), *Pravo i Institucije Evropske unije*, Univerzitet Singidunum, Beograd
 33. Ilic – Gasmi Gordana (2004), *Reforme Evropske unije – institucionalni aspekti, monografija*, Prometej, Friedrich Ebert Stiftung, Beograd, 2004.
 33. Commission of the EC (1990), „*Competition law in the European Communities*“, Vol. II: Rules applicable to State aids (Situation at 31 December 1989), Brussels, Luxembourg;
 34. Joković Slavica (1997), „*PHARE program pomoći*“, Beograd
 35. Craig P. and De Burca Grainne (1998), *EU Law – Text, Cases and Materials*, Second Edition, Oxford University Press

INOVATIVNI PROCESI U BANKAMA: BRENDIRANJE FINANSIJSKIH PROIZVODA I USLUGA

INNOVATIVE PROCESSES IN BANKS: BRANDING FINANCIAL PRODUCTS AND SERVICES

**Dr Bojan ĐORĐEVIĆ,
Megatrend univerzitet, Beograd**

Rezime

U savremenim kompetitivnim tržišnim uslovima u finansijskom uslužnom sektoru, naročito bankama, primetno je nastojanje za primenom principa marketiniga i inovacija u poslovanju. Jedan od inovativnih koncepata bazira se na istraživanjima vrednosti koje primena brendinga daje finansijskim kompanijama - bankama i njihovim proizvodima/uslugama. Ova novonastala vrednost može da se maksimizira na tržištu i to putem jake percepcije potrošača (klijenata) o banci i njenoj ponudi, što može dovesti do rasta klijentske baze i povećanja tržišnog učešća banke, a time i povećanja profita. U tom smislu, klasičan nebankarski proizvod – finansijski lizing, doživeo je pravu ekspanziju upravo u bankama, i to dolaskom stranih finansijskih institucija na tržište Srbije. Skoro da nema banke u Srbiji koja nije osnovala svoju lizing kuću, preko koje na najbolji način jača svoj korporativni brend i imidž.

Ključne reči: BANKA, BREND, BRENDING, POTROŠAČI, LIZING

Summary

Modern banks are financial institutions with marketing philosophy and innovation application in their operation. One of those innovative concepts is based on the research of values provided by branding application to financial companies – banks and their products/services. The newly created value can be maximised on the market by consumers' (clients') strong perception of a bank and its offer, which can lead to an increase of customer base and increased market share of the bank, and consequently to increased profit. In that sense, a classic non-banking product – financial leasing, has undergone a real expansion in banks, with the coming of foreign financial institutions on the Serbian market. There is hardly a bank in Serbia without a leasing department through which they strengthen their corporate brand and image.

Key words: BANK, BRAND, BRANDING, CONSUMERS, LEASING

UVOD

Jedan od razloga nedostatka snažnih brendova u finansijskom uslužnom sektoru je tradicionalnost u shvatanju bankarskog poslovanja koja podrazumava zatvorenu organizaciju, baziranu prvenstveno na računovodstvenoj koncepciji poslovanja. Poslednjih godina primetno je funkcionisanje novog trenda unutar bankarskog poslovanja u kome se marketing koncepcija sa margina premešta u središte svih poslovnih aktivnosti. Ovaj trend je uslovljen pojavom hiperkonkurencije među bankarskim institucijama i nemilosrdnom borbom za pridobijanje što većeg broja potrošača-klijenata banke. Primetno je da banke pojačavaju svoje marketing aktivnosti, kako na tržištu, tako i u okviru svojih poslovnica i to na svim poljima: oglašavanje, odnosi sa javnošću, sponzorstva, internet, direktni marketing itd. Ovim putem, banke utiču na shvatanja postojećih i potencijalnih korisnika njihovih proizvoda i usluga, težeći da stvore

snažan utisak o sebi i svojim proizvodima i uslugama. Osnovni cilj ovih aktivnosti je zauzimanje određenog mesta u mislima potrošača (Brand Mind Space po T. Gadu). Posmatrajući sa globalnog aspekta, „mega merdžer mania“ i deregulacija finansijskih tržišta su glavni pokretači stvaranja snažnih globalnih brendova (npr. integracija HVB i UniCredit Bank). Svetski poznate banke, kao UBS i HSBC, spajanjem svojih lokalnih konkurenata i njihovih brendova, krenule su u brendiranje svih svojih maloprodajnih aktivnosti i to u okviru jednog korporativnog brenda. U Velikoj Britaniji, tržišne promene, kao što su povećanje interesovanja potrošača za korišćenjem finansijskih usluga i rast iskorišćenosti novih e-distributivnih kanala (e-banking, m-banking), usmerile su banke na građenje brendova zajedno sa potrošačima i svim ostalim akcionarima kompanije.

Brendiranje (branding) u finansijskim institucijama, posmatramo kao inovativni proces koji bankama u Srbiji može do-

neti velike prednosti, i to iz nekoliko razloga: prvo, nakon finansijske nestabilnosti prouzrokovane sankcijama i hiperinflacijom u periodu 1991-1995. godine, kada je došlo do gubitka poverenja u bankarski sektor od strane potrošača, dolazi do političkih promena 2000. godine, a time i promena u bankarskom sistemu Srbije. Primetan je proces naglog otvaranja finansijskog uslužnog sektora prema tržištu, veliki priliv stranog kapitala u postojeće banke i otvaranje novih. Strane banke, tj. domaće banke osnovane stranim kapitalom, prvenstveno imaju za cilj povratak poverenja u banke putem novog pristupa tržištu, novim kvalitetnim proizvodima/uslugama po meri potrošača i uopšte, putem nove koncepcije u poslovanju zasnovane na marketing strategijama i komunikacijama. Upravo marketing strategijski pristupi u bankama ističu u prvi plan kreiranje brendova proizvoda/usluga banaka, putem planiranja integriranih marketing komunikacija sa ciljevima koje treba dostići: bolja pozicioniranost na tržištu i rast tržišnog učešća, bolje pozicioniranje u svesti potrošača, kreiranje identiteta i imidža banke i razvoj ponude koja će imati posebnu vrednost za korisnike, odnosno dodatnu vrednost. Prepoznatljivost određene banke je danas jedan od bitnih elemenata ostvarivanja konkurentne prednosti na tržištu u Srbiji. Cilj brendiranja je da korisnici postanu svesni postojanja banke koja može da reši njihov finansijski problem, da poveća zainteresovanost i podstakne korišćenje finansijskih usluga čime se može ostvariti dugoročna lojalnost korisnika brendu banke. Jedan od sve prisutnijih problema u bankarskom poslovanju jeste

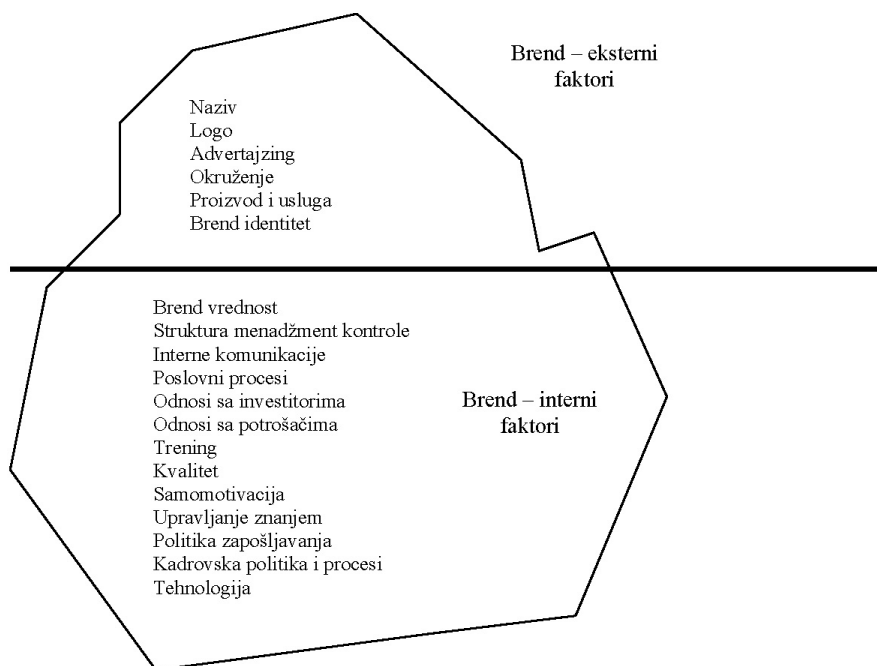
gubitak lojalnosti i prelazak klijenta iz jedne banke u drugu, konkurentsku banku. Upravo brendiranje, putem integriranih marketing komunikacija i CRM –a (marketing odnosa sa potrošačima) rešava ovaj problem i gradi stabilne dugoročne veze sa svojim klijentima ili korisnicima usluga, a time osigurava i rast profita bankarske institucije.

1. IZGRADNJA BRENDU U BANKARSKOM POSLOVANJU

Možemo reći da je proces brendiranja uzrokovao mnoge promene u načinu iskorišćenosti marketing alata u okviru organizacionih koncepcija kompanija i da predstavlja savremeni poslovni trend. Brendovi su bili posmatrani kao zaštitni znak (trademark) koji je obuhvatao naziv (brand name) ili logo, koji su diferencirali proizvod/uslugu od drugih-konkurenata. Ovaj koncept brend diferenciranja izražavao se u sistemu stvaranja vizuelnog identiteta kao vodeći princip, počevši od pakovanja pa do oglašavanja, uvek sa težnjom da naglasi različitosti u odnosu na druge. Tačnije, brendovi definišu sveukupne veze i odnose kompanije kroz njihovu tržišnu moć, ličnost i vrednosti, koji pored toga izdvajaju brendirane proizvode/usluge od njihovih glavnih konkurenata. U početku je samo kvalitet odnosa sa potrošačima bio razmatran i vrednovan. Sada lideri u brend menadžmentu, prepoznaju i jačaju brendove definišući odnose sa stejkholderima, istaknutim investitorima i zaposlenima. Takođe, razmatraju se i odnosi i vrednosti u relaciji sa organizacionim po-

našanjem. Ovo praktično znači da su vrednosti najbolje upravljanih brendova u potpunosti prihvaćene u celokupnoj kompaniji i veoma jako se reflektuju na tržištu. Kompanije iz uslužnog biznisa, sektora turizma, zdravstva, ugostiteljstva i naravno, bankarstva i osiguranja, naročito osećaju ove refleksije. Naime, zaposleni u bankama, osećaju i shvataju svoje brendove kao duplikat namera koje potrošači ispoljavaju u odnosu sa bankom, tačnije, sa zaposlenima koji su na prvoj liniji tzv. front officeu. Bankarski službenici koji su u direktnom kontaktu sa korisnicima, imaju neprocenljiv doprinos u izgradnji snažnog brenda. Potrošači – korisnici usluga banke, veoma mnogo vrednuju nepo-

sredan kontakt, odnosno uslužni susret u banci. Takođe, lokacija i uređenost prostorija banke odaju određene aspekte bankarske institucije i njenih zaposlenih što spada u domen internog marketinga banke kome ove institucije sve više poklanjaju pažnju u izgradnji i jačanju svog imidža tj. korporativnog brenda. U prilog ovome idu činjenice izvedene iz mnogobrojnih istraživanja tržišta finansijskih usluga, gde se po podacima više od 50% ispitanika opredeljuje za neposredan kontakt i uslužni susret sa ljubaznim službenikom banke koji će rešiti sve njihove finansijske probleme, u odnosu na, ipak rapidan rast korisnika novih distributivnih kanala e-bankarstva i m-bankarstva.

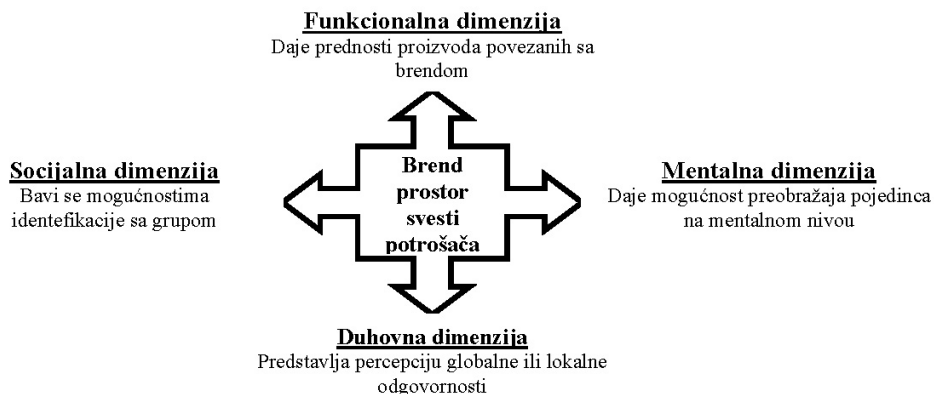


Slika 1. Brend „Ledena santa“

(Izvor: Interbrand)

Za razumevanje brendova i njihove izgradnje, koristi se koncept „Ledene sante“ (Brand Iceberg, Interbrand, 1999). Kao što možemo videti na Slici 1. koncept Brend ledene sante mnogo više poklanja pažnju najznačajnijim internim faktorima kompanije, koji veštom kom-

le tri dimenzije. U tu svrhu, pojavio se izraz „Brend prostor u svesti potrošača“ (Brand Mind Space, T. Gad, 2005, str. 133). Šta zaista predstavlja brend prostor? Možemo reći da je ovo prostor gde se može predstaviti brend u svoje sve četiri dimenzije.



Slika 2. Brend prostor u svesti potrošača
(Brand Mind Space)

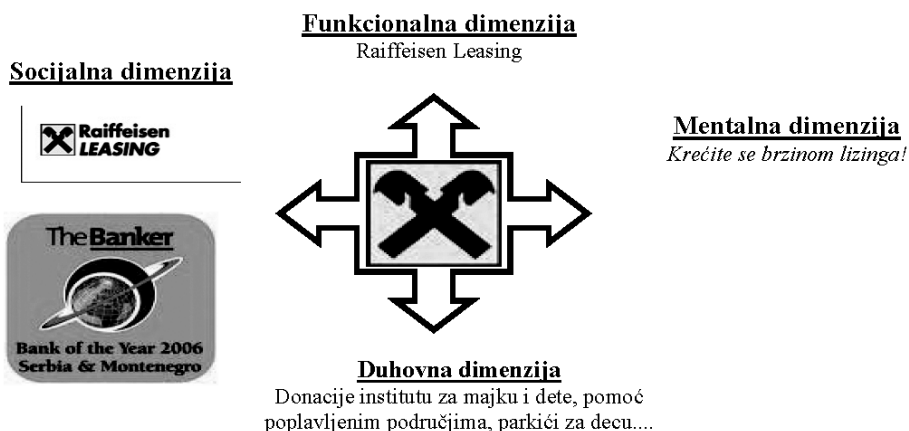
binacijom zajedno sa eksternim faktorima, stvaraju brend. Preciznije rečeno, brend predstavlja stvar ličnog doživljaja potrošača što predstavlja složeniji zadatak za kompaniju, u čijoj realizaciji je potreban strateški pristup. U tu svrhu, jedan od vodećih eksperta u svetu iz oblasti brandinga, Tomas Gad, postavio je model 4-D, koji podrazumeva četiri osnovne dimenzije brenda: funkcionalnu, socijalnu, mentalnu i duhovnu pa je stoga shvatljivo da se ni jedan brend ne zasniva samo na jednoj dimenziji. Najzahtevniji zadatak brend menadžera kompanije je planiranje preklapanja i usaglašavanja ovih dimenzija. Nikako se ne sme dogoditi da se pojačava određena dimenzija brenda na štetu druge ili osta-

U realnosti, svaki potrošač ima svoj lični brend prostor. Svaki potrošač ili svaki određeni segment potrošača na različite načine može shvatiti brend, odnosno tumačiti njegove poruke. U tu svrhu, brend menadžeri kompanija imaju zadatak da brend jasno kodiraju, odnosno stvore brend kod proizvoda ili kompanije (Brand Code). Treba napomenuti, da je oblast usluga mnogo komplikovanija i teža za brendiranje, od klasičnih proizvoda. Ipak, moguće je veoma uspešno podići imidž kompanije-banke u svesti potrošača putem korporativnog brendiranja. Kao primer, možemo navesti jednu od najuspešnijih inostranih banaka na našem području – Raiffeisen bank A.D. Beograd, koja je

FINANSIJE

za nekoliko godina koliko posluje u Srbiji, ostvarila visok rast tržišnog učešća i još važnije, visok stepen lojalnosti svojih klijenata. (Slika 3)

brend koda je u stvaranju brenda budućnosti, a njegov kod ili sastav i elementi su glavno sredstvo za postizanje tog cilja. Slikovito rečeno, brend kod



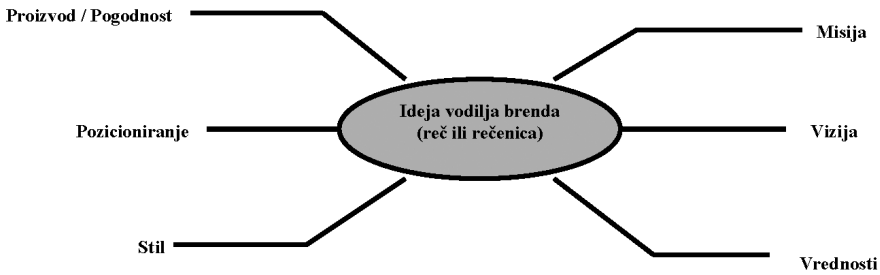
Slika 3. Brend prostor u svesti potrošača Raiffeisen Leasing

Stvarajući brend na bazi 4-D modela, banka može stvoriti jedinstveni brend kod, koji može pokrenuti i unaprediti bilo koji aspekt poslovanja – od inovacija proizvoda/usluga/procesa do zapošljavanja novog kadra. Možemo reći da brend kod, u najpribližnijem tumačenju, možemo terminološki odrediti kao - diferenciranje.

U poslovanju je diferencijacija od velike važnosti, jer ako nismo drugačiji i pri tome ne pružamo nešto novo, naša poslovna egzistencija je u opasnosti, ako nismo različiti i ne inoviramo, znači da smo zamenljivi i konkurencija će nas pregaziti. Brend kod nam daje jasan odgovor na pitanje čime se banka najviše bavi i sa čime i na koji način nastupa na tržištu. Svrha

izdvaja DNK iz banke, proizvoda ili usluge i predstavlja srž kompanije i najvažniji instrument u donošenju poslovnih odluka. Kompanije vođene elementima brend koda primenjuju dosledan pristup u brendingu, uvek i na svakom mestu, i to je najvažnija tajna njihovog poslovnog uspeha (T. Gad, 2005, str.136). Brend kod model sa svojim elementima podseća na pauka (Model pauka) sa šest osnovnih elemenata, i to:

1. Proizvod/Pogodnosti za potrošača,
2. Pozicioniranje,
3. Stil,
4. Misija,
5. Vizija i
6. Vrednosti.



Slika 4. Brend kod – Model pauka

Prva tri elementa brend koda (proizvod/pogodnost, pozicioniranje, stil) prikazuju trenutni položaj brenda na tržištu. Naredna tri (misija, vizija, vrednosti) prikazuju buduće aspekte brenda i vode ga u budućnost.

Proizvod/Pogodnost za potrošače – usko je vezan za funkcionalnu dimenziju. Predstavlja pažljivo formulisani opis pogodnosti i prednosti koje potrošač doživljava koristeći proizvode i usluge određene kompanije. Daje odgovor na pitanje koje su prednosti kupovine i pogodnosti u korišćenju određenog proizvoda, odnosno brenda, za potrošače.

Pozicioniranje – daje odgovor na pitanje zašto je određeni brend bolji i drugačiji od konkurentskih brendova. Treba naglasiti da brend predstavlja kod različitosti određene kompanije i proizvoda u odnosu na konkurenciju, što predstavlja osnovu uspešnog tržišnog pozicioniranja.

Stil – opisuje sopstvene karakteristike, imidž, stav, izražajnost kompanije ili proizvoda kao brenda. Pre svega, ovde mislimo na one karakteristike i elemente brenda koji se odmah primećuju. Treba istaći da socijalna dimenzija ima snažan uticaj na stil.

Misija – kompanija prvenstveno treba da da odgovor na pitanje koja je svrha njihovog postojanja i poslovanja, a da to ne rade zbog profita. Dalje, misiju treba da ima i proizvod/usluga kompanije, kao uslov uspešnog brendiranja.

Misija - je pod velikim uticajem duhovne dimenzije, jer je ovde značajna diferencijacija po pitanju društvene uloge. Kao prvi primer možemo navesti stipendiranje i zapošljavanje mladih talenata koji traže zaposlenje u kompanijama sa duhovnom dimenzijom, odnosno sa društvenim doprinosom, gde je na drugom mestu zarada – primer stipendiranja najboljih studenata Univerziteta u Nišu od strane nekih inokompanija. Kao drugi primer, navodimo brending austrijskih finansijskih kompanija i proizvoda na međunarodnom tržištu, gde treba izdvojiti Raiffeisen i HVB banku, kao i osiguranja Grawe i Weiner Stadische, i to kroz kulturu, tradiciju u finansijskim uslugama, poslovnost, brigu za mlade i sl.

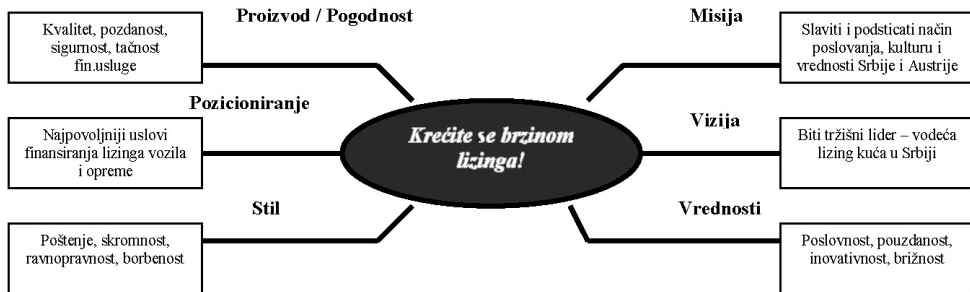
Vizija – u okviru brend koda predstavlja strategijsko pozicioniranje, odnosno pozicioniranje za budućnost. Kompanija mora imati jasnu viziju na kojim će tržištima nastupiti u budućnosti, koji će proizvodi/usluge biti njihovi aduti u pro-

daji, kojoj će ciljnoj grupi ili segmentu potrošača to ponuditi i kada će to uraditi. Kao što vidimo ovde se pojavljuje i vremenska dimenzija, koja nije tako bitna u branding, koliko je bitna za izradu strategijskog biznis plana.

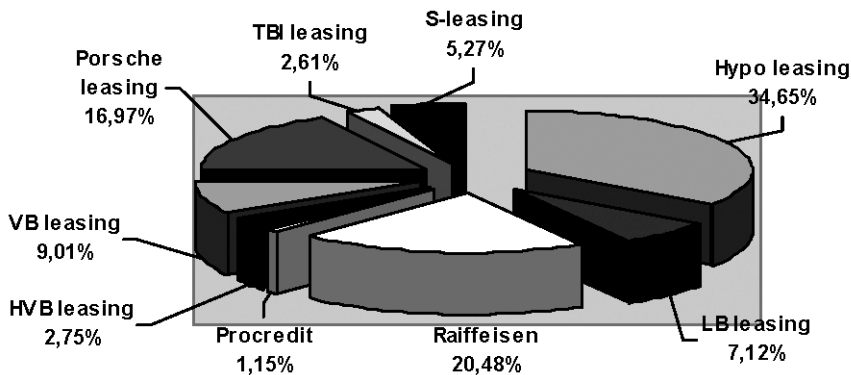
Vrednosti – naglašavaju postojanost i pouzdanost brenda, osobine koje garantuju trajnost. Obično su to korporativne vrednosti koje se mogu uporediti sa životnim pravilima. Reči kao što su pouzdanost, poštenje, poslovnost, skromnost, ravnopravnost, borbenost koje se nalaze u svakodnevnom životu, predstavljaju i korporativne attribute kompanija, koje na osnovu

njih mogu jačati svoj brend na tržištu.

Kao potvrda postojanju brenda lizing proizvoda Raiffeisen banke, mogu poslužiti podaci dobijeni iz istraživanja lizing tržišta Srbije iz 2005. godine. Iz Slika 6, 7, 8 jasno se može uočiti visoka tržišna pozicioniranost i tržišno učešće Raiffeisen Leasinga na tržištu Srbije. Ali ono što se ne vidi jeste stalni rast imidža i lojalnosti kompaniji, putem rastuće prodaje, ne samo lizing proizvoda, već i ostalih proizvoda/usluga ove banke (npr. Stambeni krediti za mlade), i ono najvažnije – povećanje i rast baze novih korisnika proizvoda i usluga banke.



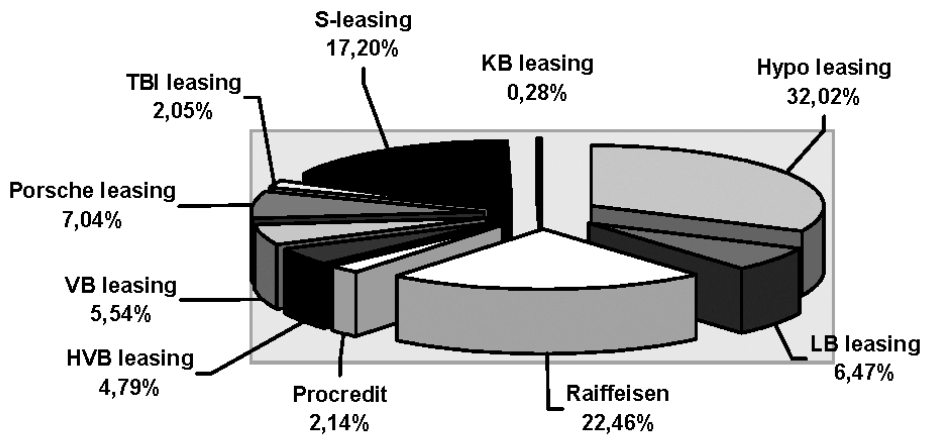
Slika 5. Brend kod Raiffeisen Leasing



Slika 6. Tržišni udeo u prodaji putničkih automobila (2005)

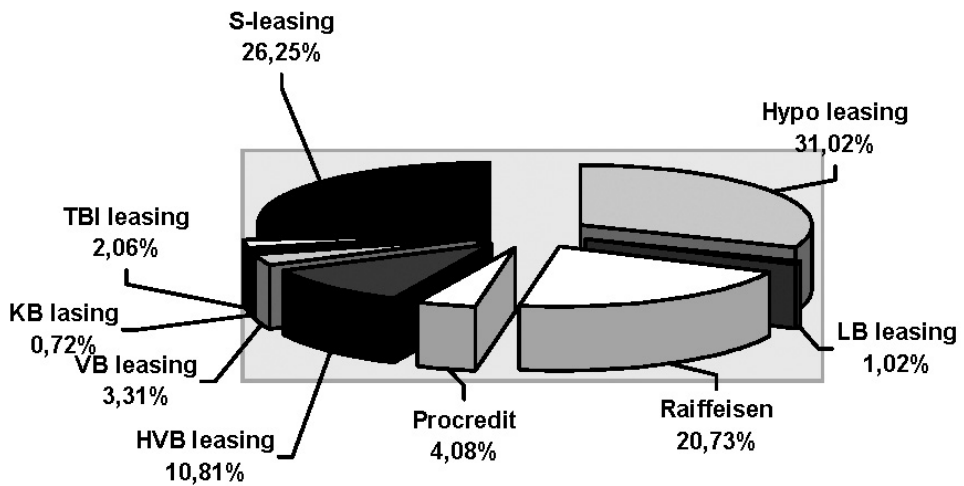
(Izvor: www.raiffeisenbank.co.yu, www.raiffeisen-leasing.co.yu)

FINANSIJE



Slika 7. Tržišno učešće lizing kompanija u Srbiji (2005)

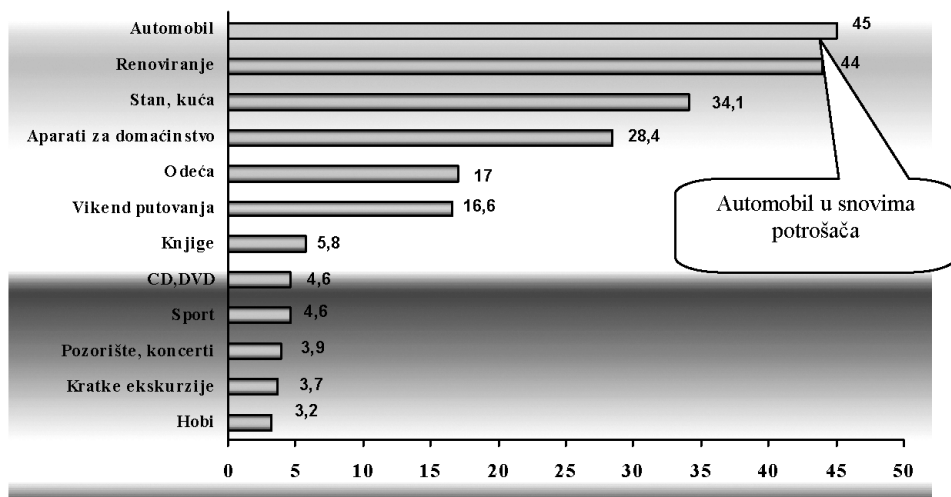
(Izvor: www.raiffeisenbank.co.yu, www.raiffeisen-leasing.co.yu)



Slika 8. Tržišni udeo u prodaji proizvodne opreme u Srbiji (2005)

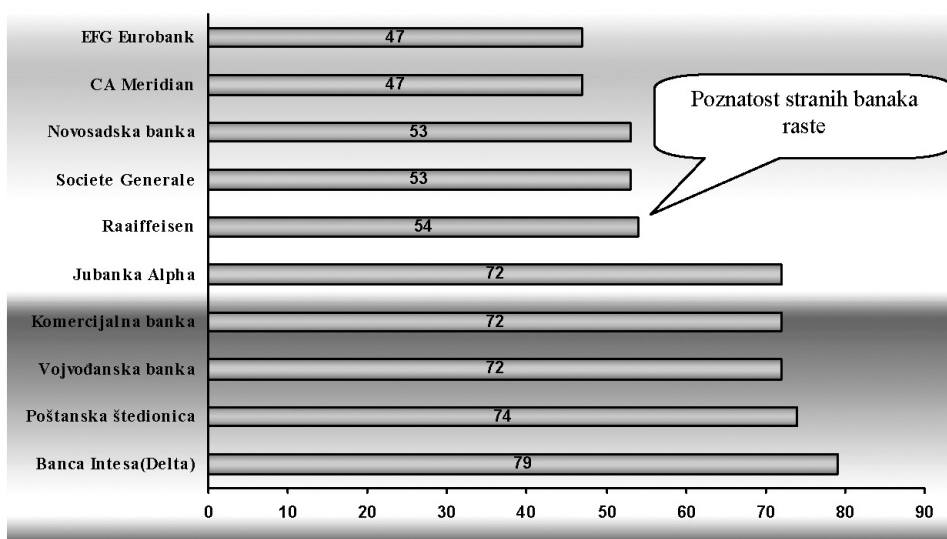
(Izvor: www.raiffeisenbank.co.yu, www.raiffeisen-leasing.co.yu)

FINANSIJE



Slika 9. Želje i potrebe potrošača u Srbiji

(Izvor: www.gfk.com, 2006.)



Slika 10. Poznatost banaka u Srbiji

(Izvor: www.gfk.com, 2006.)

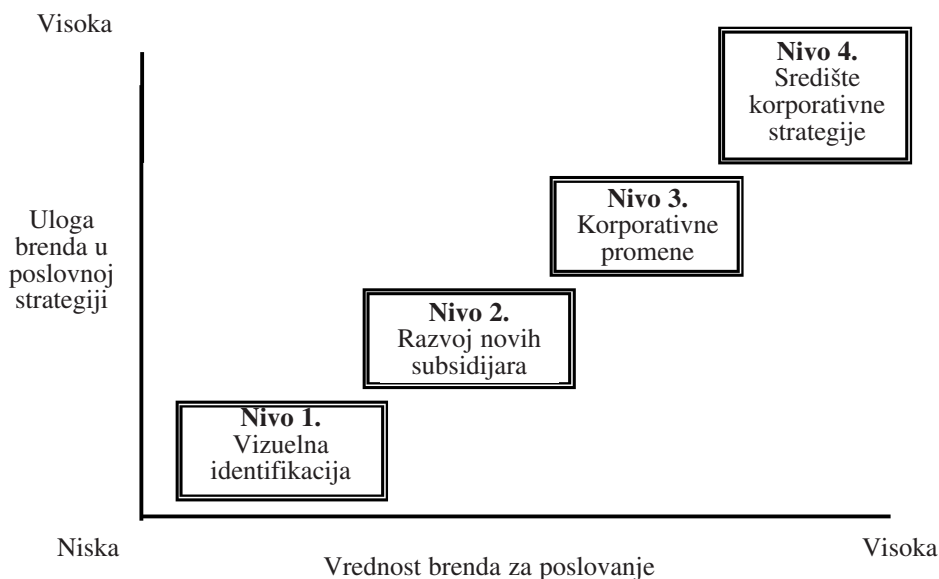
2. NIVOI BRENDIRANJA U FINANSIJSKOM USLUŽNOM SEKTORU

Po istraživanjima Interbranda (1999), među mnogobrojnim finansijskim institucijama u svetu, zapažena su četiri nivoa ili koraka u razvoju brenda, kako kompanije tako i njenih proizvoda i usluga.

Ovi nivoi prikazani su na Slici 11. i kao što možemo videti, postoji zapažena uloga brenda u okviru poslovnih strategija, gde brend svoju najveću ulogu i vrednost ostvaruje na četvrtom nivou tj. kada se nađe u središtu korporativnih strategija finansijske institucije.

Ključna razlika između prvog tipa, odnosno nivoa brenda u odnosu na ostale, nalazi se u sistemu vizuelne identifikacije, koji je u osnovi eksterno fokusiran na skromne pokušaje izgradnje i prenošenja osnovnih brend vrednosti kompanije i to samo u granicama upravljanja.

Na ostalim nivoima, javljaju se pokušaji stvaranja jačeg brenda i to putem uključivanja zaposlenih, kao i ostalih zainteresovanih stejkholdera. Na drugom i trećem nivou javlja se težnja ka ugrađivanju osnovnih brend vrednosti u svest zaposlenih, dok četvrti nivo predstavlja integraciju brend vrednosti u sve poslovne procese i korporativnu politiku kompanije.



Slika 11. Četiri nivoa brendiranja finansijske institucije

2.1. Nivo 1. Brend kao vizuelna identifikacija

Razumljiva i jasna brend arhitektura ili hijerarhija i pažljivo izgrađen brend identitet su jedinstveni za svaku kompaniju. Vizuelne karakteristike (ime, logo) koje čine vizuelni identitet, na prvom nivou su veoma prepoznatljive korisnicima usluga ali i onima koji to nisu. Kompanija mora posvetiti pažnju jasnoj izražajnosti brenda i garantovati njegovo neizobličavanje (krivo razumevanje) i upotrebljivost. Dakle, snažan brend mora biti razumljiv, izražajan, ne previše prenaglašen i lako dostupan korisnicima. Za kompanije koje su na prvom nivou brend razvoja, vizuelna identifikacija je samo početni korak u stvaranju korporativnog brenda. Obično, ove kompanije imaju slabe prioritete u razvoju snažnog brenda i ugrađivanju vrednosti unutar kompanije. Postoji nejasno definisana ličnost kompanije (brand personality) i slabe veze i odnosi sa svim stakeholderima, posebno sa zaposlenima. Kako ističe većina bankarskih marketara, uočljiv je kontrast između marketing i bankarskog načina razmišljanja, koji ograničava razvoj i iskorišćavanje brenda. Jedan od njih je to duhovito opisao: „Marketari razmišljaju slikovito i u svim bojama. Bankari misle samo crno, belo i sivo“. Druge komentare tipa „Imamo entuzijazma za stvaranje brenda, ali nemamo inspiracije i znanja kako da to primenimo u svom radu“, savremeni uslovi poslovanja potpuno pobijaju. Banke u svetu sve više zapošljavaju kreativne mlade ljude sa obrazovanjem iz marketinga, dizajna i sl., kako

bi se što bolje uklopile u novanastale tržišne uslove i pojačale svoj imidž na tržištu (Tomašević-Lišanin, 1999). Marketari u bankama su prvenstveno usmereni na zadovoljavanje izraženih potreba i želja potrošača – korisnika bankarskih proizvoda/usluga, dok su tradicionalni bankari orijentisani na procese i procedure sa željom povećanja korisnika njihove ponude. Ova dva veoma različita tipa odnosa sa potrošačima, dovode do deljenja brend ličnosti banke i nejasne slike na tržištu.

2.2. Nivo 2. Brend kao fokus u razvoju proizvoda/usluga banke

Drugi nivo razvoja brenda ukazuje nam na mogućnosti razvoja podbrendova, ali i velike razlike između novonastalih podbrendova i glavnog (master) brenda. Korporativni brend identitet banke zasniva se prvenstveno na tradicionalnoj ponudi bankarskih usluga i ponudi novih (m-bankarstvo, on-line bankarstvo). Racionalne brend strategije za jačanje korporativnog brenda banke zavise od razumevanja celokupne organizacije, stila, kulture i organizacionog ponašanja. Takođe, moramo istaći da organizaciona kultura i razumevanje zaposlenih umnogome utiče na razvoj i opstanak podbrendova, koji mogu biti razvijani na potpuno drugačiji način od matičnih (osnovnih proizvoda/usluga) i odvojeni od njih. U svakom slučaju, podbrendovi su integralni deo sveukupnih odnosa korporativnog-master brenda sa stakeholderima banke. Kao jedinstveni primer snažnog uticaja podbrenda na korporativni brend banke, na-

vešćemo Raiffeisen Leasing Beograd, kao podjedinicu Raiffeisen Bank A.D. Beograd, i njihov proizvod – lizing novih automobila. Sa sigurnošću možemo tvrditi da lizing novih automobila ove kuće ima elemente jakog brenda kuće Raiffeisen Leasing i podbrenda Raiffeisen banke. Šta u stvari želimo reći? Po nekim istraživanjima tržišta finansijskih usluga relevantnih marketinških agencija (GfK), u Srbiji je zapažena veća prepoznatljivost banaka po njihovim proizvodima i uslugama. Veliki broj potrošača, različitih starosnih grupa, prepoznaje Raiffeisen banku najviše po jednom proizvodu, a to je upravo prodaja novih i polovnih vozila na lizing. Percepcija potrošača po ovom pitanju može se oceniti veoma pozitivnom, što je i dovelo do jačanja imidža banke na tržištu Srbije a time i jačanja njenog korporativnog identiteta. Percepcija potrošača o banci, odnosno o lizing proizvodu ove banke izgrađena je (i još uvek se gradi) na karakteristikama samog proizvoda, odnosno uslova prodaje. Tako danas, Raiffeisen Leasing u prodaji vozila, svoju funkcionalnu dimenziju brenda gradi na nižim kamatnim stopama, peroidu finansiranja do 7 godina, učešćem 10-20%, plaćanju klijentu obaveznog kasko osiguranja za svo vreme trajanja lizinga i plaćanjem prve registracije vozila. Svakako da mnogobrojni ugovori sa skoro svim prodavcima vozila u Srbiji u sklopu sa ovako primamljivim uslovima prodaje nisu ostavili ravnodušne mnogobrojne potrošače, koji su pod svakodnevnim uticajem advertajzing i PR aktivnosti ove kuće. Na ovaj način diferencira se

proizvod u odnosu na konkurentske, formirajući se dodata vrednost potrošačima, što će u njihovoj svesti dovesti do jačanja imidža i podbrenda (brenda) banke.

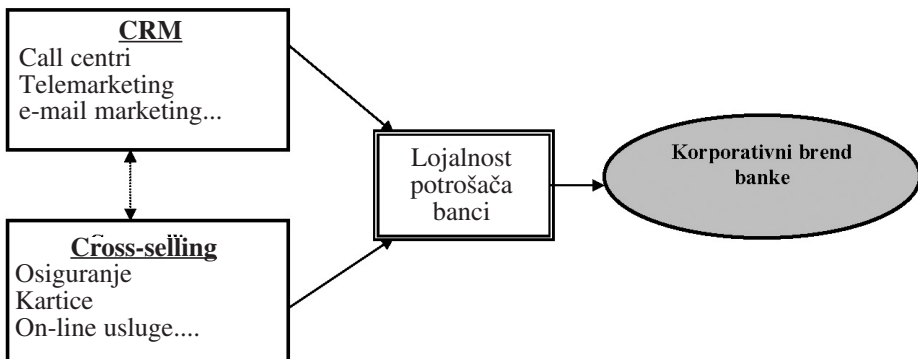
2.3. Nivo 3. Brend – katalizator promena

Treći nivo u razvoju brenda finansijske institucije sugerise razvoj korporativnog brenda putem programa promena u organizacionom ponašanju i organizacionoj kulturi, što podrazumeva i neke nove procese. Banke na ovom nivou građenja korporativnog imidža, svoje potrebe, odnosno snage i slabosti prvenstveno mogu sagledati kroz iskorišćenost njihovih proizvoda i usluga i kroz komunikaciju sa potrošačima. Mogu identifikovati snažne proizvode/usluge, dakle, one koje beleže rast prodaje, a na osnovu toga i segmente potrošača tj. korisnika tih usluga. Na osnovu ovih analiza, marketari u bankama mogu „izmeriti“ snagu njihovih brendova, odnosno identifikovati elemente dimenzija brenda (elementi koji su prisutni, koji nedostaju, da li se preklapaju i podržavaju). Kao što smo već rekli, uspešan branding može zahtevati bitne promene u organizacionom ponašanju zaposlenih i kulturi organizacije, kao i uvođenje novih procesa. Baza uspešnih promena u funkcionisanju organizacije nalazi se u internom i eksternom marketingu banke. Interni marketing banke sadrži nove komunikacije među zaposlenima, raspodelu novih poslovnih uloga, kodekse ponašanja zaposlenih (npr. šalterskih službenika), novi ambijent i sl. Eksterni marketing se

svodi na viši nivo komunikacije sa potrošačima, bez obzira da li se radi o potrošačima kao pojedincima ili korporativnim klijentima. Savremene kompanije sve više pridaju važnosti jačanju odnosa sa potrošačima kroz povećani stepen komunikacije. Danas se ne komunicira sa potrošačima samo putem reklamnih poruka na TV-u, radiju, bilbordima i sl., već i putem direktne pošte, telefona, e-maila, sms-a...Ovo predstavlja samo deo mnogobrojnih mogućnosti koje nudi marketing odnosa (CRM) u komunikaciji sa potrošačima koji je sve prihvaćeniji i u bankama. Takođe, jedan od novijih pristupa u savremenoj bankarskoj prodaji je i unakrsna prodaja (Cross-selling) tj. prodaja dodatnih proizvoda postojećim klijentima banke. Cilj ovih procesa jeste podizanje lojalnosti postojećih klijenata prema banci i privlačenje novih, što će kao rezultat dati jačanje imidža banke u svesti potrošača i stvaranje jakog korporativnog brenda.

2.4. Nivo 4. Brend u centru korporativnih strategija banke

Oko četvrtina finansijskih institucija, po istraživanjima Interbranda, u svojoj menadžment strukturi podržava u svojim poslovnim aktivnostima korporativno brendiranje u centru svojih poslovnih strategija, povezujući na taj način sve nivoe menadžmenta u procesu razvoja brenda. Vodeću ulogu u izboru strategijskih opcija razvoja korporativnog brenda imaju top menadžeri i brend razvojni tim, koji na najbolji način mogu da usaglaise dimenzije brenda sa vizijom kompanije i ostalim poslovnim strategijama. Logično se nameće pitanje: Koji su praktični rezultati pozicioniranja brenda u centar korporativnih strategija? Neke kompanije poseduju tzv. upravljачku brend organizacionu infrastrukturu, izgrađenu na shvatanjima menadžera i vođenu poslovnim aktivnostima u duhu postavljenih korporativnih vizija i vrednosti. Kao i na top nivou, ove



Slika 12. Novi procesi u funkciji jačanja korporativnog brenda banke

(Izvor: B.Đorđević, 2005., str. 24.)

osobine se ogledaju i na drugom nivou kompanije (npr. razvoj podbrendova putem organizacione transformacije – merdžeri, akvizicije, kao i formiranje supsidijara – lizing kuće). Za ove kompanije, osnovni nosioci razvoja brenda nalaze se u internim i eksternim elementima Brend ledene sante, bez konflikta „interesa“ sa brend vizijom i vrednostima. Jedan od potencijalnih, ali i najrealniji i potvrđen u poslovnoj praksi, jeste sledeće shvatanje brend menadžera: Građenje diferenciranog brenda je jedina strategija koje će dati dugoročnu dodatnu vrednost kompaniji. Uostalom, osnova brendinga je diferenciranje u odnosu na konkurente i stvaranje dodate vrednosti za potrošače. Takođe, izvršni brend menadžeri mogu prihvatiti mogućnosti određenih promena i uvođenja inovacija, na nivoima njihovih odeljenja. Brend razvojni tim može uključiti usluge, operacije i prodaju, odnosno marketing. Brend menadžeri imaju odgovornost za satisfakciju potrošača, interne komunikacije i evaluaciju brenda.

Druga grupa finansijskih institucija ima sličnu brend strategiju, gde je osnovni fokus na planiranju iskorišćavanja pojedinih (izabranih) brend prednosti tj. snaga, kao osnove za diversifikaciju izvan konvencionalnih bankarskih servisa (intelegentni agenti, brokeri). Ključ uspeha leži u shvatanju da njihovi sistemi i procesi podržavaju isporuku brend vrednosti, kao i da pojedini brendovi imaju sporedno značenje u kvalitetu odnosa sa potrošačima u okviru ponude bankar-

skih usluga. Tačnije, na ovom nivou brend je mnogo snažniji i postojaniji sa više koristi kompaniji – visoko tržišno učešće omogućuje finansijskoj instituciji da bude uspešna u korišćenju samo vizuelne identifikacije.

ZAKLJUČAK

Kao zaključak, poslužićemo se odgovorom na pitanje: Koje ključne aktivnosti treba da preduzme bankarska institucija da bi maksimizirala vrednost svog brenda putem brend strategije kao centralnog dela svoje korporativne strategije? Ključne aktivnosti su sledeće (Interbrand, 1999):

- Razumevanje i prevazilaženje razlika između bankarskog i marketing mentaliteta tj. prelazak sa tradicionalno računovodstvene orijentacije na tržišnu orijentaciju kompanije
- Demonstracija na svim nivoima, upoznavanje svih zaposlenih sa vrednostima i ciljevima kompanije gde ključnu ulogu imaju menadžeri na svim nivoima banke
- Izjednačavanje internih i eksternih komunikacija sa vrednostima brenda; slanje razumljivih i inspirativnih poruka; upotreba u traženju odgovora kroz sve dostupne medije (TV, radio, Internet, štampa, mobilne komunikacije...) i prisustvo na sajmovima (razne opreme, automobila, finansija...)
- Izgradnja brend filozofije i vrednosti kod zaposlenih putem internog treninga, seminara....

- Usaglašavanje i preklapanje sve četiri dimenzije brenda; nikako se ne sme desiti da jedna dimenzija šteti drugoj i smanjuje njen značaj
- Isticanje društvene dimenzije, odnosno pokazivanje kako banka doprinosi razvoju celokupnog društva: donacije deci bez roditeljskog staranja, sponzorstva u kulturi i sportu, izgradnja parkića za decu, povoljni stambeni krediti za mlade bračne parove...
- Zapošljavanje mladih kreativnih i obrazovanih kadrova koji su spremni da inoviraju marketing, dizajn, primene web tehnologije) i formiranje brend menadžment tima

Od prethodno navedenih brend aktivnosti, možda je najinteresantnija poslednja – zapošljavanje mladih kadrova sa obrazovanjem iz marketinga, dizajna i sl. Možda će neko primetiti da ovo baš nema neke veze sa bankarstvom i finansijskim institucijama, ali ipak predstavlja realnu potrebu. Razlog je veoma jednostavan i vidljiv na svakom koraku zbog velike konkurencije među postojećim finansijskim institucijama, borbe za očuvanje svakog potrošača i pridobijanje novih. Iz drugog ugla posmatrano, neka istraživanja u svetu pokazala su da je mnogo lakše obučiti kadrove iz oblasti marketinga bankarskom poslovanju, nego tradicionalne bankarske činovnike marketing aktivnostima (B. Đorđević, 2006. po Tomašević-Lišanin, 1999, str. 68.) Ovo predstavlja osnovu za građenje savremene bankarske institu-

cije tj. banke sa marketing filozofijom, što je jedan od preduslova za izgradnju snažnog brenda.

Banke koje sprovode prethodno navedene ključne aktivnosti u upravljanju svojim brendovima, poseduju visoku pozicioniranost na tržištu prevashodno zbog uspeha u njihovom diferenciranju od konkurencije. Ključ uspeha korporativnog brenda banke je u nalaženju elemenata po čemu će se banka i njeni proizvodi/usluge razlikovati od drugih i načina da tu razliku prepoznaju potrošači. Ali, nije samo dovoljno prepoznati razliku, potrebno je da se podstaknu pozitivne asocijacije, zauzme određeno mesto u svesti potrošača koje će u doglednom periodu inicirati potrošača na akciju tj. kupovinu određenog proizvoda/usluge banke. Dakle, brend nastaje i živi u svesti potrošača, tako da savremene banke koje su to shvatile koriste sve dostupne marketing alate kako bi sebe i svoje proizvode prikazale u najboljem svetlu. Danas, u uslovima hiperkonkurencije na bankarskom tržištu, veoma je teško održati jednom stvoreni brend, tako da smo sve više svedoci oštre konkurentske utakmice među bankama i svedoci agresivnih marketing nastupa nekih od njih.

LITERATURA

- 1) Gad, T.[2006] 4-D *branding*, *Differo*, Zagreb
- 2) Klasens, R., Virc, F. [2005] *Upravljanje filijalom banke*, UBS, Beograd
- 3) Tomašević-Lišanin, M. [1999]

- Bankarski marketing*, Informator, Zagreb
- 4) *Najbolje robne marke Srbije 2005* [2006] Specijalno izdanje, Pregled
 - 5) Đorđević, B [2005] „Marketing odnosi sa potrošačima“, *Marketing*, str.131-136.
 - 6) Đorđević, B. [2006] „Poslovno obaveštavanje (BI) i strategijski marketing banke“, *Marketing*, str.19-27.
 - 7) Đorđević, B. [2006] „Inovativni marketing u bankama: od inovacije do komercijalizacije“, *Bankarstvo*, br. 11-12, UBS, Beograd., str. 66-76.
 - 8) *Vault career guide to marketing & brand management*, <http://www.vault.com/>
 - 9) *What is a brand?* <http://www.interbrand.com/>
 - 10) www.raiffeisenbank.co.yu
 - 11) www.raiffeisen-leasing.co.yu
 - 12) www.gfk.com

UPRAVLJANJE KREDITNIM RIZIKOM

CREDIT RISK MENAGEMENT

Mr Viktorija JAZIĆ

Meridian Bank Credit Agricole Group, Novi Sad

Rezime

Upravljanja kreditnim rizikom predstavlja bitan element postojanja većine banaka. Upravo je kreditni rizik najznačajniji pojedinačni uzrok stečajeva banaka ali se on može ograničiti smanjivanjem kreditiranja povezanih osoba i smanjivanjem velike izloženosti prema povezanim osobama. Klasifikacija aktive i rezervisanje od potencijalnih gubitaka utiče kako na vrednost kreditnog portfolija tako i na stvarnu vrednost kapitala banke.

Zbog potencijalno značajnog uticaja kreditnog rizika važno je sprovesti obuhvatnu proveru sposobnosti banke za procenom, vođenjem, nadzorom, odobravanjem i naplatom kredita. Ukupna provera upravljanja kreditnim rizikom uključuje procenu politika i prakse upravljanja kreditnim rizikom banaka. Rasprava o ulozi upravljanja kreditnim rizikom odnosi se na kreditni portfolio. U skladu sa tim, u radu se razmatraju rizici kreditnog portfolija odnosno kreditni gubici u portfoliju. Analiza ukupnog kreditnog portfolija pruža menadžmentu banke sliku poslovnog profila i poslovnih prioriteta banke kao i vrstu kreditnog rizika koji je banka voljna da preuzme.

Ključne reči: KREDITNI RIZIK, PORTFOLIO, KREDIT, DIVERSIFIKACIJA, POTRAŽIVANJE, PLASMAN, IZLOŽENOST

Summary

Credit risk management presents relevant element of existence of the most banks. Credit risk is the most significant individual cause of banks bankruptcy, but it can be limited by credit decreasing of linked pearson and decreasing of big exposure toward those same linked pearson. Classification of assets and being reserved from potential losses is effecting on credit portfolio value as value of bank capital. Because of potentialy significant influence of credit risk, its important to conduct all-included revision of banks ability for assessment, leading, supervising, approvement and collection of loans. Total revision of bank risk management includes assessment of policy and practice.

Along with that, in this work we are considering risks of credit portfolio, otherwise credit losses in portfolio. Analyse of total credit portfolio gives management the picture of business profile and priorities of bank as well as the kind of credit risk wich bank is willing to take.

Key words: CREDIT RISK, PORTFOLIO, LOAN, DIVERSIFICATION, LIABILITY, TO INVEST, EXPOSURE

UVOD

Banke definišu kreditni rizik kao rizik neispunjenja obaveza klijenata koji nisu u mogućnosti da izvrše obligacije urednog servisiranja svoga duga utvrđenog ugovorom¹. Rasprava o ulozi upravljanja kreditnim rizikom odnosi se na kreditni portfolio, iako se načela vezana uz određivanje kreditne sposobnosti odnose i na procenu druge ugovorne strane koja izdaje finansijski instrument. Ukupna provera upravljanja kreditnim rizikom uključuje procenu politika i prakse upravljanja kreditnim rizikom. Ova procena takođe treba da odredi tačnost primljenih finansijskih podataka

od dužnika ili emitenta finansijskog instrumenta, koji je banka koristila kao osnovu za investiranje u finansijski mehanizam ili za odobravanje kredita i prirodnu procenu profila već preuzetih rizika banke. Zbog potencijalno značajnog uticaja kreditnog rizika važno je permanentno sprovoditi procenu sposobnosti banke za vođenjem, nadzorom, odobravanjem i naplatom kredita, avansa, jemstava i drugih kreditnih sredstava.

Samo nekoliko centralnih banaka imaju praktično iskustvo sa modeliranjem kreditnog rizika. Nacionalne centralne banke koje nemaju postavljene modele portfolija kreditnog rizika nalaze svoju motivaciju za implementaciju radi iznalaženja i kvantifikacije izvora rizika na osnovu čega postaju sposobne da redukuju rizike kad god procene da je to neophodno. Može da se očekuje uobličavanje kreditnog Vara u donošenju

¹ Chapman, J. Robert, *Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, Ltd, England, 2006

odluka odnosno bitnih repera u svetu investicija i ograničenja u sistemu.

Uvažavamo poteškoće u preciznom merenju zavisnih oblika imovine koji čine portfolio; modeli koji su danas razvijeni na tržištu su daleko od optimalnih. Međutim, reiteracija ovakvih modela čini jedan značajan iskorak korektnim razmatranjem dva seta varijabli-marginalne distribucije i mere zavisnosti među imovinama (aktive) koje čine portfolio.

Postoji nekoliko komercijalnih sistema koji su na raspolaganju a sve u cilju kvantifikacije kreditnih rizika od kojih je najpoznatiji Credit Manager (koji se zasniva na metodologiji kreditnih matrica koje je razvila i postavila Risk-MetricsGroup i JP Morgan, Portfolio Manager (koga je izdao KMV), Credit Risk + (koga je razvio Credit Swiss Financial Product) i na kraju Credit Portfolio View (koga je izdao McKinsey).

Rad će se fokusirati i na metodologiji kreditnih matrica i to stoga što ovu metodologiju koriste i testiraju najveći broj centralnih banaka, bilo direktno, upotrebom Credit Managera Softvera, ili kroz inhouse (sopstvene unutrašnje sisteme koji su razvijeni pomoću Matlab ili Excel alata) jer koriste slične metodologije. Opšta popularnost Credit Managera i njegove metodologije su posledica kombinacije faktora: dokumentovane i jednostavne metodologije, kvalitetnog softvera koji je fokusiran na korisnika, reputacije risk metrics grupe i prihvaćenosti njegovih drugih softverskih proizvoda od strane širokog kruga korisnika a ponekad i zbog uvažavanja cene softverskih rešenja.

Važno je napomenuti da kod jednofaktorskih modela greška u razmatranju diversifikacionih efekata nastaje zbog našeg pokušaja da postupimo na najbolji mogući način; što je moguće preciznije merimo najpreciznije vrednovanje radi efikasnog određivanja tržišnih cena, investitorskih informacija i realokacije kapitala, što sve čini neke od ključnih ciljeva Bazela 2.

1. PRISTUPI MODELIRANJU KREDITNOG RIZIKA

1.1. Konceptualni pristup modeliranju kreditnog rizika

Kreditni rizik ili rizik druge ugovorne strane je sastavni deo bankarskog poslovanja. Određuje se kao verovatnoća da dužnik ili emitent finansijskog instrumenta neće biti sposoban da plati kamatu ili otplati glavnica prema uslovima utvrđenim u sporazumu o kreditiranju. Kreditni rizik znači da plaćanje može da se odloži ili da se uopšte ne ostvari, što stvara probleme u novčanim tokovima i utiče na likvidnost banke.

Navodimo tri osnovne vrste kreditnog rizika (rizika duge ugovorne stane)²:

- Pojedinačni (lični) ili potrošački rizik;
- Korporativni ili rizik preduzeća;
- Državni ili rizik zemlje.

Kada je reč o kreditnom riziku, konstrukcija upravljačke strukture i kulture zavisi od banke do banke. Dok neke

² Hennie van Greuning, Sonja Brajović Bratanić, *Analiza i upravljanje bankarskim rizicima*, Drugo izdanje, Mate, Zagreb, 2006.

banke primenjuju sisteme i strukture koje mere i kontrolišu izloženost kreditnom riziku kroz celokupnu organizacionu strukturu banke, neke druge institucije imaju strukture koje kontrolišu izloženost kreditnom riziku unutar unapred zadatih poslovnih linija ili pravnih entiteta a neke banke imaju razdvojene modele za korporativne i retail klijente.

Najkritičniji činioci kod konceptualnog pristupa kreditnom riziku:

- Funkcija gustine verovatnoće kreditnog gubitka;
- Očekivani i neočekivani kreditni gubitak;
- Vremenski horizont;
- Režim neplaćanja.

1.2. Proizvodi sa inherentnim kreditnim rizikom

1.2.1. Kreditne linije

Kreditne linije nastaju u trenutku kada banka izloži kredit zajmoprimcu sa specificiranim iznosom i naznačenim rokom dospeća (povraćaj kredita). Zajmoprimac uzima kredit i otplaćuje ga u skladu sa svojim mogućnostima i zahtevima kreditnog ugovora³.

Kreditne linije su vrlo korisne u slučaju kratkoročnog finansiranja radnog (proizvodnog) kapitala ili sezonskih pozajmica. Ugovorni profil zavisi od rizika koji su uključeni i bančinog pojedinačnog iskustva sa datim klijentom pri čemu banka mora da odredi verovatnoću kašnjenja obaveza zajmoprimca kao i procenu ukupne izloženo-

sti istog. Firme koje su uključene u proizvodnju, distribuciju i sektor usluga često koriste kreditne linije radi finansiranja kratkoročnih kapitalnih potreba u proizvodnji. Pružaoci kreditnih linija su izloženi riziku glavnice (naplate glavnice) a banka generalno ima ugovornu obavezu da pozajmi dodatne fondove na zahtev. U zavisnosti od ugovornog profila, tržišni rizik kroz fluktuacije kamatne stope može uticati na profitabilnost kreditne linije. Primarni rizik proizilazi iz mogućnosti da zajmoprimac neće biti u stanju da otplati početni iznos amortizacije i kamatu u bilo kom trenutku. Zajmoprimac ima obavezu isplate kamate prema banci i ova se obaveza menja tokom vremena u zavisnosti od stvarnih vrednosti kamatnih stopa.

1.2.2. Osigurani zajmovi

Što je niži kreditni potencijal zajmoprimca verovatnije je da će banka tražiti neki od oblika kolaterala u nameri da minimizira sopstvenu izloženost gubicima. Proces sekjuritizacije se traži u slučaju bilo kakvog tipa kredita. Banka analizira svoj kreditni portfolio tako što ponovo razmatra proporciju osiguranog (kolateralizovanog) kredita u odnosu na ukupni portfolio bilans⁴. Za osiguranje kredita možemo reći da predstavlja poslovnu aktivnost u procesu stvaranja profita. Održanje, administracija i likvidacija kolaterala često su skupi, vremenski zahtevni, pa time i neprofitabilni procesi. U mnogo slučajeva banke

³ Gallati, R. Reto, *Risk management and capital adequacy*, New York, 2003.

⁴ Gallati, R. Reto, *Risk management and capital adequacy*, New York, 2003.

propuštaju da izrade ekspertize kojima bi ocenile obim imovine koja mora biti likvidirana.

1.2.3. Inherentni tipovi rizika

Kao kod svih zajmova zajmodavac je izložen riziku izmirenja obaveze zajmoprimca. Ovaj primarni rizik je udružen sa zajmovima–rizik kada zajmoprimac postaje nesposoban da ispuni obavezu plaćanja principijalne vrednosti i kamate u bilo kom trenutku.

Banke kolateralizuju zajmove čime smanjuju svoju izloženost gubicima zbog neispunjenja obaveze zajmoprimca. Likvidacija kolaterala obično nije profitabilan posao za jednu banku. Rast kamatnih stopa dovodi do porasta rizika neispunjenja obaveze plaćanja tako da izvorna kamata može biti viša nego što je finansijska snaga zajmoprimca. Smanjenje tržišnih vrednosti vlasništva dovodi do porasta kolateralnog dela zajmova i porasta rizika koju će banka imati u slučaju neispunjenja obaveze plaćanja zajmoprimca. Najpre je potrebno klasifikovati zajmove unutar bančinog kreditnog analitičkog sistema. Svaka banka će postaviti sopstvene limite do kojih osigurani zajam može biti odobren. Ako bi bančin rizik usled neispunjenja obaveze plaćanja bio određen kao verovatan i ostvarljiv, zbog pogoršanja finansijskih uslova zajmoprimca, njegove loše istorije isplata prethodnih kredita, sniženih vrednosti neto imovine, banka mora da preduzme akciju i pripremi se za likvidaciju kolaterala kao poslednjem koraku.

Često koristimo termin neto ostvarljiva vrednost (net realizable value) ko-

jim opisujemo vrednost likvidacije. Ova neto ostvarljiva vrednost ima sledeće komponente:

- Tekuća tržišna vrednost kolaterala i provizija za sve troškove administracije;
- Održavanja od trenutka kada banka preuzima kolateral sve do trenutka njegove prodaje;
- Rezervna provizija za potencijalni pad tržišne vrednosti od trenutka kada banka ulazi u posed kolaterala do trenutka njegove prodaje;
- Provizija za premije osiguranja;
- Provizija za troškove prodaje;

Realizacija ove neto ostvarive vrednosti uglavnom je subjektivna i predstavlja kompleksni proces, pre svega, likvidaciju kolaterala (nekretnine, polovna proizvodna oprema). Različite procene rizika koristimo u slučaju obračuna kapitalne adekvatnosti kreditnih rizika. Izuzetno kod zajmova koji su potpuno kolateralizovani po osnovu vladinih hartija od vrednosti i garancija, kažemo da imamo nulti značaj. Zajmovi privatnim osobama radi kupovine nekretnina potpuno ćemo osigurati hipotekom i dodelićemo im značaj od 50% ili više.

1.2.4. Izloženost tržišnim rizicima

Rast kamatnih stopa dovodi do rasta rizika usled neispunjenja obaveze plaćanja jer izvorna kamatna stopa može biti viša od finansijske snage zajmoprimca. Izuzetno, kod kreditnih ugovora sa promenljivom kamatnom stopom rastuća kamatna stopa će dovesti do poskupljenja za zajmoprimca do dana isplate. Pad tržišnih vrednosti vlasništva (svojine) dovodi do porasta ko-

lateralnog dela zajma i porasta rizika koju banka ima zbog veće izloženosti gubicima u slučaju da zajmoprimac kasni sa isplatom.

1.2. Tradicionalni kreditni model

Teško je povući liniju između tradicionalnog i novog pristupa pošto se mnogi od superiornih koncepata iz okvira tradicionalnih modela koriste i u novim modelima. Radi korektnog istorijskog pregleda tradicionalni kreditni model je podeljen na tri vrste: ekspertni, rejting, i kreditni skor sistem.⁵

U jednom ekspertnom sistemu kreditnu odluku donosi lokalni ili nadređeni kreditni službenik. Njegove lične sposobnosti ekspertize, njegove veštine, subjektivne procene i odmeravanje određenih ključnih faktora su najvažnije determinante u procesu odobravanja kredita.

Ekspert će analizirati ovih pet ključnih faktora subjektivno odmeravajući svakog od njih i doneti kreditnu odluku: 5c

Kapitalna struktura - odnos duga prema akcijama, odnosno duga prema sopstvenom kapitalu preduzeća.

Visoka zaduženost sugerise veću verovatnoću bankrota (leveridž se uzima kao dobar prediktor verovatnoće bankrotiranja) nego mala zaduženost pošto niski nivo opterećene imovine smanjuje sposobnost poslovne inicijative da preživi gubitke prihoda.

Kapacitet - sposobnost isplate dugovanja reflektuje kolebljivost zajmo-

primalačkih zarada. Ako vraćanje duga po osnovu ugovora treba da bude jedan konstantan tok u vremenu ali su zarade kolebljive (i stoga imaju visoku standardnu devijaciju), visoka je verovatnoća da se dug neće otplatiti na vreme što izaziva rizik.

Kolateral - u slučaju izostanka plaćanja zajmodavac ima pravo uspostavljanja kolateralnog zahteva adresiranog na zajmoprimca. Što je veća proporcija ovog zahteva i što je veća tržišna vrednost osnovnog kolaterala manja je preostala vrednost izloženosti riziku kod ovakvog zajma koja nastaje u slučaju izostanka plaćanja rate.

Ciklus/ekonomski uslov - važan faktor kod određivanja kreditnog rizika i njegove izloženosti predstavlja poslovni ciklus. Posebno u ciklično zavisnim industrijama. Na primer, infrastrukturni sektor (kao što je to metalska industrija) ima tendenciju veće ciklične zavisnosti nego što je to slučaj u sektorima potrošnih dobara kao što su hrana, maloprodaja ili usluge. Slično, industrije koje su izložene međunarodnoj utakmici imaju tendenciju da budu osetljive na promene u ciklusima.

Karakter - ovo je mera bančine reputacije, njene spremnosti da otplati dugove i njene kreditne istorije. On treba da bude zasnovan na empirijskim podacima gde starost firme treba da bude dobar pokazatelj njene reputacije dobrog platiše. Još jedan faktor koji nije pokriven sa ovim faktorima je kamatna stopa. Iz ekonomske teorije nam je dobro poznato da odnos između nivoa kamatnih stopa i očekivnog vremena povrata zajma u slučaju da kamatne stope rastu.

⁵ Gallati, R. Reto, *Risk management and capital adequacy*, New York, 2003.

Međutim, u slučaju visokih kamatnih stopa može se sniziti povraćaj zajma jer verovatnoća gubitka raste.

1. 3. Alternativni model upravljanju kreditnim rizikom

Najvažniji alternativni pristup upravljanju kreditnim rizikom nazivamo portfolio pristupom putem koga standardizujemo tekuća ili važeća pravila kapitala.

Modeliranje kreditnog rizika putem portfolioja ima iste prednosti kao i modeliranje tržišnog rizika po osnovu portfolioja. Ovu činjenicu uvažile su vodeća regulativna tela:

1. Sposobnost integrisanog pregleda kreditnog rizika kroz finansijsku instituciju;
2. Sposobnost pristupa koncentraciji i diversifikaciji;

Kod portfolio pristupa možemo reći da model kreditnog rizika uvažava rizike usled koncentrisane izloženosti (za jednu stranu potpisnicu ugovora jednako kao i za grupu visoko povezanih stranaka potpisnica ugovora) i prednosti diversifikacije.

3. Sposobnost dinamičnog sagledavanja kreditnog rizika.

Za razliku od fiksnih standardih pravila kapitala ovaj model je zasnovan na stopama oporavka i stopama neispunjenja obaveza. Poslednjih godina je registrovan dinamičan razvoj ovih tržišta što se moralo odraziti na regulacije radi dinamičnog upravljanja u poslovnom smislu čime se izbeglo oslanjanje na fiksne standardne kapitalne zahteve uz uvažavanje sledećih pravila: zajmodavci treba da se fokusiraju na merenje

osobina rizika; potreban je kapital prilagođen riziku kroz različite poslovne aktivnosti; potreban je transfer rizika posredstvom sekjuritizacije.

2. MERENJE RIZIKA KREDITNOG PORTFOLIJA

Tranzakcija i upravljački portfolio imaju dva komplementarna cilja:

- Upravljanje transakcijom sledi stvaranje vrednosti;
- Upravljanje portfoliojom sledi očuvanje vrednosti.

Upravljanje transakcijom zasniva se na optimizaciji pojedinačne transakcije i pridodatoj vrednosti kroz upotrebu odgovarajućeg modela rizika i modela određivanja cene, metoda za strukturisanje kreditnih instrumenata. Pristup zasnovan na upravljanju portfoliojom uzima u obzir sve faktore kao što su korelacije, kolebljivost kod portfolioja sa ciljem optimizacije i očuvanja postojećeg nivoa rizičnog prihoda.

Zavisno od tipa kreditnog rizika fokus usmeravamo na različite ciljeve.

Na transakcionom nivou fokus se postavlja na:

- Merenje kreditnog rizika upotrebom rejtinga rizika i izračunavanjem verovatnoće neplaćanja i gubitaka;
- Razvijanje i upotreba migracionih modela;
- Integrisanje risk rejtinga u kreditne procese;

Risk rejting metodologija je razvijena imajući u vidu tri osnovna cilja:

- Merenje kreditnog rizika (verovatnoća ili potencijal neplaćanja i gubitka)

upotrebom dobre diskriminacije, separacije i tačnosti u celom spektru kreditnog rizika;

- Obezbeđenje tačnih i bitnih informacija od značaja za proces donošenja odluka;
- Stvaranje tačnih informacija podrške regulatornim i finansijskim izveštajima u toku izveštavanja.

Migracione modele možemo koristiti da kalibrišemo risk rejting i predvidimo gubitke zbog učestalosti neplaćanja i iznose gubitka. Ciljevi su:

- Podesiti unutrašnji rejting proces shodno spoljašnjem rejting sistemu;
- Odrediti cenu rizika u odnosu na rejting;
- Podržati određivanje cena zasnovano za riziku.

Model stope srednjeg gubitka meri transakcione gubitke sa stanovišta risk rejtinga.

Kumulativni gubitak u okviru nekoliko perioda obračunava se po osnovu individualnog položaja u odnosu na funkciju kreditnog razvoja, koja se zasniva na stopi srednjeg gubitka po osnovu empirijskih podataka.

2.1. Merenje transakcionog rizika - podešavanje profitabilnosti

Pristup merenja tekućih performansi koristi dve različite metodologije: RAROC i NPV (neto sadašnju vrednost).⁶

⁶ Gallati, R. Reto, *Risk management and capital adequacy*, New York, 2003.

Upravljanje kreditnim portfolijom zahteva:

- Bogate izvore podataka;
- Strukture koje se protežu kroz više organizacija i više funkcija;
- Konzistentnu organizacionu viziju koja promovise usklađene akcione korake.

Da bismo uspešno izračunali VaR portfolio potrebno je da imamo nekoliko ulaznih informacija:

- Verovatnoće tranzicionih rejtinga;
- Korelacije po zajmodavcima;
- Informaciju o ceni i strukturi svakog zajma i ugovora: tip zajma (revolving versus term), amortizacija, kolaterali, troškovi, dospelost plaćanja zajma, opcije.

Najopštije rečeno i portfolio model i transakcioni model moraju biti integrisani ako želimo da dobijemo upotrebljivu izlaznu informaciju.

3. FUNKCIJA GUSTINE VEROVATNOĆE I KREDITNI GUBICI

Potreban ekonomski kapital je u sprezi sa portfoliom kreditnog rizika preko funkcije gustine verovatnoće kreditnog gubitka što proističe kao ključni rezultat iz modela kreditnog rizika. Odavde proizilazi da je verovatnoća jedan važan element čiju veličinu ili vrednost kreditni gubitak u jednom trenutku nadilazi a to je predstavljeno površinom ispod funkcije gustine verovatnoće nadesno od zadatog limita (gde gornji limit pokriva očekivane kreditne gubitke).

Portfolio sa višim rizikom kreditnih gubitaka najčešće ima funkciju gustine

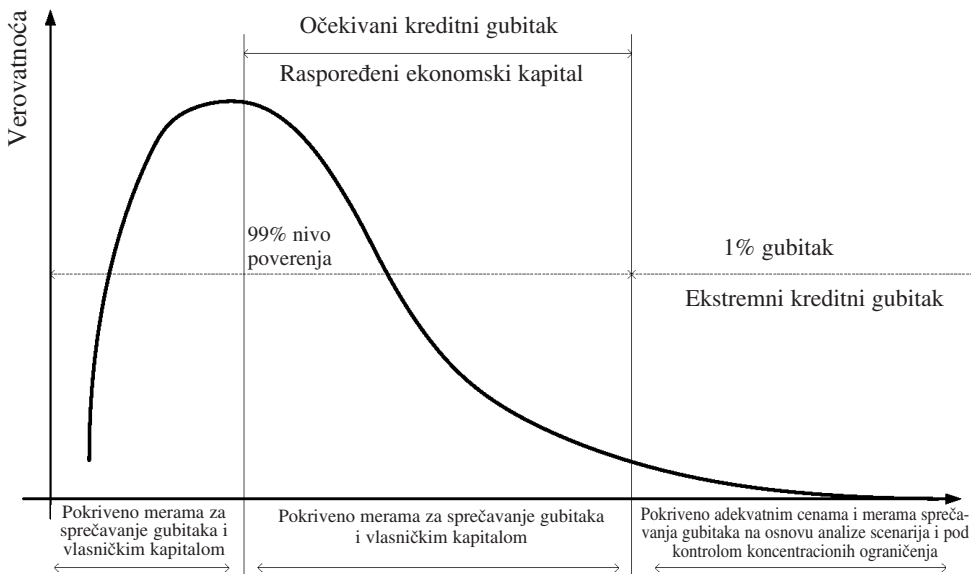
verovatnoće relativno dugačku sa debelim repom.

Očekivani kreditni gubitak definišemo kao totalni iznos kreditnih gubitaka koje banka očekuje po osnovu njenog kreditnog portfolija u zadatom vremenu a to je (na levo od vertikalne linije na Grafiku 1).

menljivosti stvarnih gubitaka naspram očekivanih gubitaka. Procenjeni ekonomski kapital koji je neophodan kao podrška institucionalnog kreditnog portfolija označava se kao zahtevani ekonomski kapital kreditnog rizika. Ekonomski kapital kod kreditnog rizika određujemo tako da procenjena vero-

Grafik 1.

Funkcija raspodele gustine verovatnoće kreditnih gubitaka (PDF)



Očekivani gubitak je samo jedan od stavki cene transakcionog posla koja dovodi do rasta kreditnog rizika. Zbog tržišnih i drugih razloga banke radije izražavaju rizik kreditnog portfolija kroz neočekivani kreditni gubitak, što znači kroz iznos po kome stvarni gubici nadilaze očekivani gubitak. Neočekivani gubitak je mera nesigurnosti ili pro-

vatnoća neočekivanog kreditnog gubitka bude manja od unapred zadane (ciljane) stope nesolventnosti. U sistemima dislokacije kapitala usvojena je pretpostavka da je njihova svrha obezbeđenje rezervnih fondova kojima se pokrivaju očekivni kreditni gubici, za razliku od ekonomskog kapitala čija je uloga da pokrije neočekivane kreditne

gubitke. Neophodan ekonomski kapital predstavlja dodatni iznos kapitala koji je neophodan da dosegne ciljanu stopu nesolventnosti, preko one potrebne radi pokrivanja očekivanih gubitaka (rastojanje između dve linije na Grafiku 1).

3.1. Merenje kreditnog gubitka

U kreditnom portfoliju gubitak je određen sa tri varijable: razlika između tekuće vrednosti portfolija, njegove buduće vrednosti i određenog vremenskog horizonta⁷. Stoga što mnoge funkcije zavise od vremena na jedan ili drugi način, vremenski horizont je ključna ulazna varijabla u definisanju rizika.

Postoje dva osnovna načina izbora vremenskog horizonta a u okviru posmatranog kreditnog rizika:⁸

- U prvom pristupu koristimo standardizovani period vremena na sve ugovore (instrumente). Najveći broj finansijskih institucija usvaja jednogodišnji vremenski horizont na sve oblike svojine (a ne samo na kreditne instrumente);
- Drugi po značaju je period likvidnosti u kome je svaki kreditni ugovor (instrument) u sprezi sa jednim odgovarajućim vremenskim periodom koji koincidira sa vremenom dospelosti naplate instrumenta (ili vremenom potrebnim za likvidaciju). U nekim sistemima je dozvo-

ljeno određivanje specifičnog vremenskog perioda za određene imovinske klase i portfolije (za strukturisane kreditne portfolije).

Faktori od uticaja na utvrđivanje perioda su:

- Raspoloživost ili publikovanost informacije o neplaćanju;
- Raspoloživost informacije o zajmodavcu;
- Interni kontrolni ritmovi;
- Kapitalno planiranje;
- Računovodstvena priprema i promene u kapitalnoj strukturi (rast ili smanjenje kapitala).

3. 2. Paradigma neplaćanja (Default mode paradigm)

U osnovnom modelu o neplaćanju kreditni gubitak se dešava samo ako zajmojprimac ne plati svoje obaveze unutar planiranog vremena. Sve dok neplaćanje ne postane činjenica, nema ni kreditnih gubitaka. U slučaju da zajmojprimac ne plati obaveze, kreditni gubitak se obračunava kao razlika između bančine kreditne izloženosti (očekivanog bančinog iznosa u trenutku neplaćanja) i sadašnje vrednosti budućih neto nadoknada (zajmoprimčev gotovinski protok umanjen za troškove poslovanja).

Buduća vrednost zajma nije sigurna. Ona bi bila zavisna od zajmoprimčevih neplaćanja u toku definisanog vremenskog horizonta. U slučaju plaćanja kredita buduća vrednost se računa kao bankarsko kreditno angažovanje na kraju vremenskog horizonta (podešeno tako da povрати bilo kakvo plaćanje učinjeno kroz vremenski horizont).

⁷ Basel Committee on Banking Supervision, *Credit risk modeling: Current practices and applications*, April 1999.

⁸ Gallati, R. Reto, *Risk management and capital adequacy*, New York, 2003.

U slučaju neplaćanja, buduća vrednost kredita se računa kao umanjen kredit LGD⁹ (Loss rate given default – zadata stopa gubitka neplaćanja). Što je viša stopa oporavka koja sledi neplaćanje, viši je i LGD.

Koristeći model kreditnog rizika možemo reći da je tekuća vrednost kredita poznata, ali je buduća vrednost nepoznata.

3.3. Mark to market paradigma

Mark to market paradigma (MTM) tretira sve kreditne ugovore kroz pretpostavku da kreditni gubitak može da naraste tokom vremena, pogoršavajući imovinski kreditni kvalitet pre isteka planiranog vremenskog horizonta. Ova paradigma tretira sve kreditne ugovore kao instrumente portfolija koji su mark to market na početku i kraju definisanog vremenskog horizonta¹⁰.

Kreditni gubitak reflektuje razliku vrednovanja na početku i na kraju vremenskog horizonta. Ovakav pristup razmatra promene u imovinskoj kreditibilnosti, odražavajući događaje koji su nastali pre kraja vremenskog horizonta. Za svaki kreditni položaj u portfoliju moramo da obračunamo migracioni put ili stazu koristeći tranzicionu rejting matricu i Monte Karlo simulaciju.

Radi procenjivanja sadašnje i buduće vrednosti kreditnih ugovora mi možemo da koristimo dva pristupa:

- *Cash flow* pristup sa ugovornim popustom i
- Pristup procene sa neutralnim rizikom.

4. PROVERA KVALITETA KREDITNOG PORTFOLIJA

Značaj i kvalitet kreditnog portfolija banke takođe se proveravaju kroz proces revizije.

Kreditni portfolio odražava tržišnu poziciju banke i potražnju, njenu poslovnu i rizičnu strategiju te njene kreditne sposobnosti. Ako je moguće, revizija kreditnog portfolija trebalo bi da se sprovede na uzorku slučajno odabranih kredita kojim je obuhvaćeno približno 70% ukupnog iznosa kredita i 30% broja kredita. Takođe, treba razmotriti bar 75% ukupnog iznosa kredita i 50% svih deviznih kredita i svih kredita sa ročnošću većom od jedne godine.

Podrobna revizija kreditnog portfolija trebalo bi da uključuje sledeće procese:

- Revizija svih kredita dužnicima s ukupnom izloženošću većom od 5% kapitala banke;
- Revizija svih kredita akcionarima i povezanim osobama;
- Revizija svih kredita za koje su kamatne stope ili uslovi otplate restrukturirani, odnosno promenjeni na drugi način od trenutka odobravanja kredita;
- Revizija svih kredita kod kojih gotovinsko plaćanje kamate i/ili glavnice kasni više od 30 dana uključujući one kod kojih je kamata kapitalizovana ili refinansirana;

⁹ LGD-zadata stopa gubitka neplaćanja

¹⁰ Basel Committee on Banking Supervision, *Credit risk modeling: Current practices and applications*, April 1999.

- Revizija svih kredita klasifikovanih kao krediti nižeg kvaliteta i sumnjiva i sporna potraživanja.

U slučajevima kada ukupan iznos duga premašuje 5% kapitala banke, analizom treba obuhvatiti buduće poslovne planove dužnika i potencijalne posledice istog na sposobnost servisiranja duga i otplate glavnice.

Posebni cilj provera je procena verovatnoće otplate kredita i procena adekvatnosti klasifikacije kredita od strane banke. Ostali aspekti provere odnose se na kvalitet instrumenta osiguranja i sposobnost dužnika da generiše potrebnu gotovinu iz poslovne aktivnosti.

Najvažnija kategorija aktive koja izlaže banku kreditnom riziku su međubankarski depoziti.

Provera međubankarskog kreditiranja po pravilu je usmerena na sledeće:

- Donošenje ograničenja izloženosti prema drugoj ugovorenoj strani i nadzor nad njihovim poštovanjem limita uključujući i opis postojeće politike kreditnih limita;
- Sve međubankarske kredite za koje je potrebno izdvojiti specifične rezerve;
- Sve međubankarske kredite kod kojih uslovi kreditiranja ne odgovaraju tržišnim uslovima;
- Koncentraciju međubankarskih izloženosti s detaljnim propisom banaka i iznosa izloženosti kao i kreditnih ograničenja;

Analiza ukupnog kreditnog portfolija

i njegovih stavki, po pravilu, pruža menadžmentu banke sliku poslovnog profila i poslovnih prioriteta banke kao i vrstu kreditnog rizika za koji se očekuje da ga banka preuzme i koju je voljna preuzeti.

Analiza ukupnog kreditnog portfolija treba da uključi sledeće:

- Sažetak osnovnih vrsta kredita, uključujući detalje o broju klijenata, prosečnoj ročnosti prosečnim ostvarenim kamatnim stopama;
- Podelu kreditnog portfolija uključujući različite perspektive broja kredita i ukupnih iznosa, npr. prema kriterijumu: valute, ročnosti-kratkoročni (na razdoblje do godinu dana) i dugoročni (na razdoblje dalje od godinu dana), industrijski i/ili drugi ekonomski sektor, dužnici u privatnom ili državnom vasništvu te kreditiranje građana i preduzeća;
- Kredite sa državnim ili drugim jemstvima;
- Kredite prema rizičnoj klasifikaciji;
- Sumnjiva i sporna potraživanja.

4.1. Diversifikacija kreditnog portfolija

Ključnu preduslov za stabilan portfolio rizičnih plasmana je njegova sposobnost da odoli nepovoljnim kretanjima u ekonomskom ciklusu.

Diversifikovani portfolio, koji obuhvata širu bazu klijenta u različitim delatnostima i geografskim oblastima, ima bolje šanse da odoli nepovoljnim ekonomskim kretanjima nego što je to slučaj kod portfolija koncentrisanog na specifične delatnosti ili geografska područja¹¹. Da bi se obezbedila diversifika-

¹¹ www.nbs.co.yu: Priručnik o upravljanju kreditnim rizikom, maj, 2004.

cija portfolija u okviru portfolija treba utvrditi limite za kreditni rizik koji je vezan za konkretne klijente (grupe klijenata sa povezanom vlasničkom strukturom), delatnosti i geografske oblasti. Ovi limiti mogu biti izraženi kao konkretni iznosi, odnosno, maksimum od evra 5 miliona po pojedinačnom klijentu, delatnosti ili geografskoj oblasti, ili kao procenat kapitala banke, na primer 10% njenog kapitala.

U okviru odgovornosti koja podrazumeva obezbeđenje stabilnog portfolija rizičnih plasmana, odeljenje za upravljanje kreditnim rizikom treba da utvrdi limite, odnosno, maksimalni nivo eksponiranja u odnosu na pojedinačne klijente, delatnosti i geografske oblasti.

5. PROCEDURE ZA NAPLATU SUMNJIVIH I SPORNIH POTRAŽIVANJA

Pojam sumnjivih i spornih potraživanja po pravilu se uvodi kao deo rasprave o klasifikaciji aktive. Sumnjiva i sporna potraživanja su ona koja ne daju prihode. Prvi korak je da se krediti po pravilu smatraju sumnjivima i spornima kada je njihov dug po neplaćenju dospeloj glavnici ili kamata, stariji od 90 ili više dana (ovo se razdoblje može razlikovati u zavisnosti od zakonodavstva). Klasifikacija kredita i rezervisanje zahtevaju mnogo više od jednostavne analize dospelih iznosa. Novčani tok dužnika i ukupna sposobnost otplate iznosa dugovanja mnogo su značajniji nego da li je kredit dospeo ili nije. U svrhu finansijskog izveštavanja koristi se, po pravilu, iznos dospele

glavnice, a ne neuredna plaćanja za identifikovanje portfolija sumnjivih i spornih potraživanja. Portfolio sumnjivih i spornih potraživanja pokazatelj je kvaliteta ukupnog portfolija kao i odluka banke u vezi sa kreditiranjem klijenata. Sledeći sličan pokazatelj je pokazatelj naplate od strane banke.

Kod procene sumnjivih i spornih potraživanja, ukupan nivo rezervacija ukazuje na sposobnost banke da efikasno snosi kreditni rizik iz svog poslovanja.

Analiza sumnjivih i spornih potraživanja obuhvata brojne pokazatelje, kao što su:¹²

- Starost dospelih kredita, uključujući glavnice i kamate, prema kategorijama više od 30, 90, 180, i 360 dana. Ova klasifikacija može da se dalje razloži prema vrsti klijenta i sektoru ekonomske delatnosti kako bi se utvrdio ukupni smer i da li su svi klijenti podjednako zastupljeni u pojedinoj kategoriji;
- Razloge narušavanja kvaliteta kreditnog portfolija koji pomažu pri otkrivanju potencijalnih mera koje banke mogu preduzeti kako bi se zaustavio ovaj smer;
- Popis sumnjivih i spornih potraživanja, uključujući i bitne pojedinosti treba razmotriti na pojedinačnoj osnovi kako bi se utvrdilo može li se situacija popraviti, šta se tačno može učiniti kako bi se poboljšala sposobnost otplate i oceni-

¹² Hennie van Greuning, Sonja Brajovic Bratanovic, *Analiza i upravljanje bankarskim rizicima*, Drugo izdanje, Mate, Hrvatska 2006.

ti mogućnost refinansiranja plana otplate i/ili druge mogućnosti naplate;

- Potrebno je razmotriti nivo rezervacija kako bi se utvrdilo da li je banka sposobna da namiri gubitke u slučajevima neplaćanja;
- Potrebno je razmotriti uticaje na račun dobiti i gubitka kako bi se precizno utvrdilo kakav će uticaj na banku imati narušavanje kvaliteta aktive.

Nedvosmisleno je da banke mogu pogrešiti u proceni. Ipak, kod većine problematičnih banaka stvarni su problemi sistemske prirode i njihov je koren u kreditnoj kulturi banke.

Procedure za naplatu sumnjivih i spornih potraživanja važan su deo upravljanja kreditnim rizikom. Ukoliko se ne preduzmu pravovremene aktivnosti za rešavanje problematičnih kredita, smanjuju se mogućnosti pooštavanja ili naplate ove loše aktive, a gubici se mogu akumulirati do tačke u kojoj predstavljaju pretnju solventnosti banke. Tokom procesa naplate sumnjivih i spornih potraživanja, svakom kreditnom dužniku potrebno je pristupiti individualno.

Tipične strategije naplate sumnjivih i spornih potraživanja uključuju sledeće:

- Smanjenje izloženosti kreditnom riziku banke, npr. pribavljanjem dodatnog kapitala, sredstava, instrumenta osiguranja ili jemstava od strane dužnika;
- Saradnju sa dužnikom pri proceni problema iznalaženju načina za povećanje sposobnosti servisiranja

duga i otplate kredita, kao što je pružanje saveta, razvoj programa za smanjenje operativnih troškova i/ili povećanje prihoda, prodaja aktive, osmišljavanje programa restrukturiranja duga ili promene uslova kreditiranja;

- Posredovanje pri aktivnostima preuzimanja ili kupovine dužnika od strane više kreditno sposobnih subjekata ili posredovanje pri osmišljavanju nekih oblika zajedničkih ulaganja;
- Namirenje izloženosti izvan sudskih nagodbi ili preduzimanje pravih aktivnosti, pozivanjem na jemstva, aktiviranjem ili prodajom instrumenata osiguranja.

6. PROBLEMATIČKI KREDITI – BLAGOVREMENO KONSTATOVANJE PROBLEMA

Nije dovoljno samo voditi računa o tome da li je korisnik kredita propustio da plati kamatu ili da izvrši otplatu rate kredita i tek onda preduzimati određene mere. Obazriv referent klijenata, koji dobro poznaje svog klijenta, prepoznaje znake upozorenja koji ukazuju na to da eksterni faktori ili loš menadžment negativno utiču na rezultate preduzeća i time ugrožavaju kvalitet kredita.

Najčešći signali upozorenja su:

- Pad prodaje-sužavanje tržišta ili smanjeno učešće na tržištu,
- Niže profitne marže-niže cene i/ili viši troškovi,
- Visok nivo zaliha-višk proizvodnje ili teškoće u proizvodnji,

- Povećanje potraživanja iz redovnog poslovanja - kupci nisu u stanju da plate ili im za plaćanje treba sve više vremena,
- Povećanja obaveza iz redovnog poslovanja-korisnik kredita izmiruje svoje obaveze prema banci, ali zato kasni u obavezama iz redovnog poslovanja,
- Neisplaćene zarade zaposlenima,
- Izuzetno visoki jednokratni troškovi-troškovi promene oblika organizovanja, gubici po osnovu prinudne prodaje osnovnih sredstava,
- Velika neplanirana investiciona ulaganja,
- Pogoršanje pokazatelja koji se odnose na pokriće servisiranja duga – sužavanje marže koja predstavlja sigurnost za banku,
- Pogoršanje pokazatelja likvidnosti-kratkoročne obaveze rastu brže nego obrtna sredstva.

7. STRATEGIJA UPRAVLJANJA KREDITNIM RIZIKOM

Kreditni rizik najčešći je uzrok stečajeva banaka što je zahtevalo propisivanje minimalnih standarda za upravljanje kreditnim rizikom u gotovo svim zakonodavnim sistemima. Osnov za zdravo upravljanje kreditnim rizikom jeste utvrđivanje postojećih i potencijalnih rizika sadržanih u aktivnostima kreditiranja. Mere za ograničavanje rizika, po pravilu, podrazumevaju jasno određena načela koja održavaju bankarsku filozofiju za upravljanje kreditnim rizikom i parametre unutar kojih će se nadzirati kre-

ditni rizik. Specifične mere upravljanja kreditnim rizikom uključuju tri vrste načela. Jedan niz načela se odnosi na one usmerene na ograničavanje ili smanjenje kreditnog rizika kao što su politike koncentracije i velike izloženosti, primerenog razlučivanja, kreditiranje povezanih osoba ili prekoračenje izloženosti. Drugi niz načela se odnosi na politiku klasifikacije aktive. Ove zahtevaju periodičnu proveru naplate portfolija kredita i drugih kreditnih instrumenata uključujući svaku obračunatu i neplaćenu kamatu koja izlaže banku kreditnom riziku. Treći niz se odnosi na načela rezervisanja za potencijalne gubitke ili održavanje rezervi na nivou potrebnom za podmirenje očekivanih gubitaka – ne samo vezanih uz kreditni portfolio, nego i uz sve druge stavke koje banku izlažu gubicima.

Procena uloge upravljanja kreditnim rizikom trebalo bi da razmotri kredite i sva ostala kreditna sredstva (bilansna i izvanbilansna) kako bi osigurala uvažavanje sledećih činilaca:

- Nivoa raspodele iznosa klasifikovane aktive;
- Nivoa i strukture neprihodonosne, sumnjive i sporne, restrukturirane, refinansirane aktive ili aktive sa smanjenom kamatnom stopom;
- Primerenost vrednovanja rezervi;
- Sposobnost uprave da rukovodi rizičnijim plasmanima i naplati ih;
- Neopravdanu koncentraciju kredita;
- Primerenosti i efikasanosti i pridržavanje kreditnih politika i procedura kreditne administracije;

- Primerenosti i efikasnosti procesa za identifikaciju i nadzor početne i kasnijih nivoa izloženosti riziku ili rizika vezanih uz odobrene kreditne izloženosti.

Jasno određeni nivoi ovlašćenja za odobrenje kredita pomažu pri osiguravanju donošenja opravdanih odluka unutar zadatih parametara. Institucije treba da imaju odobrene postupke za vođenje naplate glavnice, kamata i ostalih naknada u skladu sa ugovorenim uslovima otplate. Banka treba da bude koncentrisana isključivo na kredite i druge rizične plasmane koji podrazumevaju profitabilnost, uz ostvarivanje dobiti koja predstavlja adekvatnu nadoknadu za preuzeti rizik banke. Banke uvek treba da vode računa o tome da se bave poslom koji podrazumeva prilično malu maržu, uz relativno nisku stopu prinosa na plasirana sredstva u poređenju sa drugim delatnostima. Ako je prosečna marža banke 4% a svi njeni krediti istog obima, apsolutni gubitak po samo jednom na svakih 25 kredita dovoljna je da eliminiše dobit ostvarenu po osnovu ostalih 24 kredita i to pre odbitka operativnih troškova.

Kada svojim klijentima nude kreditne i druge kreditne proizvode, banke im omogućavaju da koriste pogodnosti čija je ponuda vrlo ograničena. Zato banke treba da vode računa o adekvatnoj naknadi za kreditne aranžmane koje obezbeđuju tako što utvrde minimalne iznose prihoda, kao minimalni procenat prinosa na plasirana sredstva, koje žele da ostvare iz svakog odnosa sa klijentom.

Navešćemo neke od načina na koji banka može da ostvari prihod po osnovu kredita i drugih proizvoda:

Direktni prihodi od kredita ostvaruju se na osnovu:

- Marže-razlika između cene koja se naplaćuje korisniku kredita i cene sredstava koje obezbeđuje banka,
- Naknade po kreditu-naknade koje banka naplaćuje korisniku kredita u okviru uslova odobravanja kredita i zaključivanja ugovora o kreditu;

Indirektni prihodi ostvaruju se po osnovu pratećih usluga, odnosno:

- Tekući računi-naknade, prihodi po osnovu raspoloživog salda računa,
- Depoziti- prihodi po osnovu raspoloživog salda,
- Akreditivi, izdate garancije, dokumentarne naplate- provizije,
- Devizni poslovi- provizije, prihod od kursnih razlika.

Sve navedene izvore prihoda treba uzeti u obzir prilikom formiranja cena kredita.

Ukoliko nije predviđeno gotovinsko pokriće u istoj valuti, izdavanje garancija i akreditiva takođe podrazumeva kreditni rizik za banku koji treba uzeti u obzir prilikom formiranja cene.

U formiranju cene, banka je suočena sa sledećim ograničenjima:

- Pritisci konkurencije na tržištu. Uvek će postojati banke koje su spremne da dobrim klijentima ponude konkurentnu cenu;
- Ograničenja u formiranju cene koja postavljaju EIB i druge međunarodne finansijske institucije koje obezbeđuju sredstva kreditiranja.

Obračunata marža treba da odražava rizik koji banka preuzima time što odobrava kredit.

Dinamika naplate kamate takođe utiče na stopu prinosa na plasirana sredstva koju banka ostvaruje, odnosno, na mogućnost da banka ponovo plasira ostvareni prihod. Kamata treba da se naplaćuje najmanje kvartalno, ili još bolje, mesečno.

8. POLITIKE ZA OGRANIČENJE ILI SMANJENJE KREDITNOG RIZIKA

Banka je dužna da uspostavi i razvija politike i procedure koje treba da obezbede adekvatnu diversifikovanost portfolija banke i u tom cilju utvrdi limite za koncentraciju izloženosti u skladu sa datim ciljnim tržištima i opštom kreditnom strategijom. Nadzornici banaka tradicionalno su veliku pažnju usmeravali na koncentraciju rizika u bankama. Pod koncentracijom izloženosti podrazumeva se više kredita i drugih izloženosti koji su direktno ili indirektno odobreni pojedinačnom korisniku, grupi povezanih korisnika, licima povezanim sa bankom, pojedinim industrijskim i ekonomskim sektorima, geografskim regionima, kao i druge grupe kredita i ostalih izloženosti koje imaju slične karakteristike rizika¹³. Većina zemalja uvodi ograničenje izloženosti prema pojedinačnom klijentu između 10-25% kapitala iako u nekim zakonodavstvima ono može iznositi i do 30-40%. Bazelski odbor za nadzor banaka predložio je

maksimum od 25% sa namerom da ga smanji na 10% ako je to moguće. Granicu na kojoj postaje obavezno izveštavanje nadzornim institucijama treba po pravilu uspostaviti nešto ispod maksimalnog ograničenja. Supervizori mogu, na osnovu toga, usmeriti posebnu pažnju na izloženost iznad ove granice i zahtevati od banaka preduzimanje preventivnih mera pre nego što koncentracija postane preterano rizična. Osnovna je poteškoća u definisanju izloženosti određivanje granice do kog nivoa kreditne izloženosti treba uključiti u ograničenje izloženosti. U načelu, treba uključiti potencijalne obaveze, jemstva, privatne naloge, akreditive kao i sve buduće obaveze iako se tretman pojedinačnih sredstava može razlikovati, na primer, jamčenje izvršenja finansijske obaveze može imati različit tretman u poređenju sa činidbenim jemstvom.

To u praksi znači da su velike izloženosti obično pokazatelj obaveze banke za potporom određenim klijentima. Banke koje se bave kreditiranjem velikih klijenata ponekad nisu objektivne u proceni rizika vezanih uz takve kredite. Pitanje upravljanja velikim izloženostima uključuje i dodatni aspekt: primerenost bankarske politike, prakse i procedura u prepoznavanju zajedničkog ili povezanog vlasništva, postojanje efikasnog nadzora i oslanjanje na redovne novčane tokove. Posebno u slučaju velikih klijenata, banka mora usmeriti pažnju na potpunost i primerenost podataka o dužniku. Kreditni referenti banke treba da kontinuirano nadziru događaje koji utiču na velike dužnike i njihovu uspešnost

¹³ Hennie van Greuning, Sonja Brajovic Bratanovic, *Analiza i upravljanje bankarskim rizikom*, Drugo izdanje, Mate, Hrvatska 2006.

poslovanja bez obzira podmiruje li dužnik svoje obaveze. Ako postoji bilo kakva sumnja da dužnik može imati poteškoće u podmirivanju svojih obaveza prema banci, potrebno je razviti alternativne planove o načinu rešavanja ovih problema.

8.1. Kreditiranje povezanih osoba

Kreditiranje povezanih osoba posebno je opasan oblik izloženosti kreditnom riziku. Povezanost uključuje i mogućnost nadziranja ili direktnog uticaja na politiku banke i proces donošenja poslovnih odluka najpre vezanih za kreditne odluke. Sposobnost sistema identifikovanja i praćenja odobravanja kredita povezanim osobama je ključna.

Pitanja je jesu li kreditne odluke donesene na razumnoj osnovi i u skladu sa politikama i procedurama banke. Većina zakonodavaca odražuje ograničenja za ukupno kreditiranje povezanih osoba pri čemu se navodi da ukupno kreditiranje povezanim osobama ne sme da premaši određeni postotak osnovnog ili ukupnog kvalifikujućeg kapitala. Ukoliko takvo ograničenje nisu uspostavile nadzorne institucije, od banke se očekuje da isti donese kao deo politike nadzornog odbora. Razborita bankarska praksa zahteva da svi krediti povezanim osobama budu odobreni od strane nadzornog odbora.

9. METODE ZA UPRAVLJANJE VALUTNO INDUCIRANIM KREDITNIM RIZIKOM

Sastavni deo kreditnog rizika, kao najznačajnijeg rizika u bankarskom po-

slovanju, jeste i valutno inducirani kreditni rizik¹⁴ (VIKR). Kako mu i sam naziv kaže, ovaj je rizik povezan sa valutom u kojoj se kredit ili drugi plasman odobrava. Najčešće su to sistemi u kojima su imovina i obaveze banaka (ali i drugih finansijskih institucija i znatnog dela realnog sektora) uglavnom iskazani u stranim valutama ili su imovina i obaveze iskazani u domaćoj valuti, ali su indeksirani u neku, u pravilu, stabilnu konvertibilnu valutu kao što je dolar ili evro (u nastavku: valutna klauzula). Glavni razlog gotovo sveopšteg prihvatanja valutne klauzule u najvećem delu finansijskog poslovanja finansijskih sistema je želja da se osigura zaštita potraživanja poverioca ako dođe do naglog pada vrednosti domaće valute u odnosu na vrednost konvertibilne valute (najčešće dolara ili evra).

Deponenti banaka, posebno štediša, zbog gubitaka koje su pretrpeli, nisu više voljni da štede u domaćoj valuti, već gotovo apsolutno preferiraju štednju i deponovanje u stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu, čak i u uslovima kada je domaća valuta već dugi niz godina stabilna. U takvim okolnostima banke su morale da se tržišno prilagode i počnu da prikupljaju depozite u stranim valutama ili uz valutnu klauzulu, a takva je struktura izvora sredstava uz ostale činioce, doprinela i plasiranju sredstava u stranim valutama ili uz valutnu klauzulu kako bi se i

¹⁴ Hrvatska narodna banka: *Smernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom*, Zagreb, Maj, 2006.

banke zaštitile od toga dela valutnog odnosno kreditnog rizika i uskladile svoju deviznu poziciju.

Ako bi došlo do znatnog pada vrednosti domaće valute, kod kredita odobrenih u stranim valutama ili uz valutnu klauzulu javio bi se valutno inducirani kreditni rizik zbog toga što bi se povećala izloženost banke na osnovi porasta vrednosti tih plasmana izraženih u domaćoj valuti. Valutna klauzula u tom slučaju ne daje savršenu zaštitu banci, već sve zavisi od toga kakvu valutnu strukturu imovine i obaveza, odnosno prihoda i rashoda imaju klijenti banke, sa osnove kojih je ona izložena kreditnom riziku. Ako klijenti nemaju adekvatnu imovinu, odnosno prihode u stranim valutama ili njihove potraživanja nisu indeksirana ili na drugi način zaštićena od smanjenja vrednosti domaće valute, banka je za „prirast” svojih potraživanja koja su posledica valutno klauzule, dodatno izložena kreditnom riziku. Da bi se izbegli mogući negativni učinci bilo kakvih potencijalnih nestabilnosti uzrokovanih naglom promenom kursa domaće valute, razumno je od banaka zahtevati da se adekvatno zaštite, odnosno da osiguraju dodatni kapital za nezaštićena potraživanja. Osnovni cilj ovih smernica jeste podsticanje banaka da donesu sopstvenu politiku i procedure kojima će propisati utvrđivanje, merenje, praćenje, i kontrolisanje upravljanja ovim delom kreditnog rizika i da na osnovi toga omogućе redovno izveštavanje o nezaštićenim klijentima te da osiguraju dodatni kapital za plasmane nezaštićenim klijentima.

Zavisno od vrste klijenta i vrste izloženosti, pri odobranju kredita i drugih plasmana izraženih u stranoj valuti i uz valutnu klauzulu u obzir bi trebalo uzeti sledeće dodatne elemente:¹⁵

- Rizični profil klijenta, posebno njegovo upravljanje valutnim rizikom;
- Svrhu kredita ili drugih plasmana i devizne izvore otplate;
- Osetljivost klijenta na moguću promenu ekonomskih i tržišnih uslova poslovanja, posebno sa aspekta mogućih promena kursa;
- Zahteve za primerenim osiguranjem kredita i drugih plasmana klijentima koji su osetljivi na moguće promene kursa.

Trebalo bi uspostaviti kreditnu analizu i sistem za kontinuirano praćenje različitih kreditnih portfolija izloženih VIKR-u, pomoću kojih bi trebalo definisati detaljne postupke:

- Utvrđivanja nivoa usklađenosti devizne pozicije klijenta;
- Merenja potencijalnog učinka nagle promene kursa na verovatnost povrata kredita i drugih plasmana kao i na potencijalni gubitak koji bi time mogao nastati;
- Utvrđivanje vrednosti celokupnog kreditnog portfolija izloženog VIKR-u.

Cilj tako uspostavljenog sistema praćenja VIKR-a je permanento utvrđivanje da li neki klijent ima usklađenu deviznu poziciju, tj. razvrsta-

¹⁵ Hrvatska narodna banka *Smernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom*, Zagreb, Maj, 2006.

vanje klijenta u sledeće kategorije:

- Klijent sa usklađenom deviznom pozicijom;
- Klijent sa neusklađenom deviznom pozicijom;

Odnosno razvrstavanje plasmana banke u sledeće kategorije:

- Plasmani koji su zaštićeni u odnosu na VIKR;
- Plasmni koji nisu zaštićeni u odnosu na VIKR.

Elementi na osnovu kojih banka procenjuje usklađenost devizne pozicije klijenta a koje bi trebala ugraditi u svoju metodologiju jesu¹⁶:

- Izveštaj o deviznoj poziciji klijenta u određenom razdoblju (sadržaj izveštaja banka definiše tu potrebu);
- Utvrđivanje kvaliteta zaštićenosti devizne pozicije klijenta instrumentima zaštite;
- Procenjivanje usklađenosti devizne pozicije klijenta na osnovi deviznih novčanih tokova klijenta;
- Ostali elementi koje definiše sama banka pod uslovom da osiguravaju pouzdanu zaštitu klijenta od valutnog rizika.

Što se tiče klijenata za koje je utvrđeno da imaju neusklađenu deviznu poziciju, banka može procenjivati zaštićenost od VIKR-a na nivou pojedinačnih plasmana ako je u kreditnim politikama definisala metodologiju procene zaštićenosti pojedinačnih plasmana. Elementi na osnovu kojih banka može

definisati zaštićenost svoga pojedinačnog plasmana od VIKR-a treba da zadovolje sledeće uslove:

- Da su izraženi u istoj valuti u kojoj je izražen plasman;
- Da je njihova vrednost jedanaka ili veća od iznosa plasmana;
- Da imaju rokove dospeća usklađene sa rokovima dospeća plasmana;

Instrumenti zaštite pojedinačnog plasmana od VIKR-a mogu biti:¹⁷

- Založeni devizni depozit u istoj valuti u kojoj je izražen plasman odobren u stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu;
- Instrument osiguranja kojim je devizni priliv usmeren banci, u istoj valuti u kojoj je izražen plasmana;
- Ostali instrumenti osiguranja koji zadovoljavaju prethodno navedene uslove.

10. BAZELSKI KOMITET ZA BANKARSKI NADZOR I NOVI KAPITALNI DOGOVOR (IRB PRISTUP MERENJU KREDITNOG RIZIKA)

Ovaj dokument izričito navodi da se osnovni cilj tretmana rizika može ostvariti na više načina u zavisnosti od vremena koje se uzima u obzir (vremena dospeća) kao i tehničkim sposobnostima banaka i nadzornih tela.

Dokument propisuje tri prilaza po-

¹⁶ Hrvatska narodna banka: *Smernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom*, Zagreb, Maj, 2006.

¹⁷ Hrvatska narodna banka: *Smernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom*, Zagreb, Maj, 2006.

dešavanja minimalnih kapitalnih zahteva:

- Upotreba bankarskog internog rejtinga;
- Modifikovana verzija postojećih pristupa;
- Upotreba modela portfolija kreditnog rizika.

BIS je uvažio značaj kamatnog rizika unutar nekih bankarskih knjiga, zavisno od bančinog profila rizika i tržišnih uslova. Sledstveno tome, BIS propisuje način određivanja kapitalnih troškova za kamatni rizik. Kod merenja kreditnog rizika dve principijelne opcije su propisane u novom dogovoru. Prva opcija je standardizovani pristup a druga opcija predstavlja pristup zasnovan na internom rejtingu. Postoje dve varijante ovog pristupa: temeljna i napredna. Upotreba pristupa internog rejtinga treba da bude predmet odobrenja od strane nadzornih tela zasnovan na standardima koje je uspostavio Komitet.

10. 1. IRB pristup merenju kreditnog rizika

Koristeći rejting zasnovan na internim vrednostima (IRB – internal ratings-based), banke će biti slobodne da koriste svoje unutrašnje ocene i procene kredibilitnosti zajmoprimca radi procenjivanja kreditnog rizika u svojim portfolijima. U slučaju različitih tipova izloženosti kod zajmova imaćemo različite analitičke osnovne okvire. U okviru ovog IRB pristupa banka procenjuje svakog zajmoprimca i njegovu kredibilitnost i tako dobijen rezultat prevodi u procenu budućih potencijalnih gubitaka i na taj način formira osnovu minimalnih kapitalnih zahteva.

U okviru temeljne metodologije banke procenjuju verovatnoću difolta (tržišni rizik) koju sa sobom nosi svaki zajmoprimac a nadzorni autoriteti daju sve druge ulazne veličine. U jednom naprednom pristupu banka sa dovoljno razvijenim unutrašnjim procesom dodeljivanja kapitala biće u stanju da iznađe ostale neophodne ulazne vrednosti.

U oba slučaja kod temeljnog metoda i naprednog IRB pristupa rang rizika će biti mnogo razlučeniji nego u današnjem standardizovanom pristupu što treba da rezultira povećanom osetljivošću na rizik.

Unutrašnji rejting sistemi moraju da ispune sledeće kriterijume:

- Moraju biti u upotrebi najmanje tri godine (osim u slučaju običnih akcija i projektnih finansijskih kategorija);
- Moraju biti dvodimenzionalni (sa dve imovine) sistemi;
- Moraju da sadrže najmanje godišnje rejtinge koje je pregledalo i odobrilo nezavisno nadzorno telo za procenu kreditnog rizika;
- Moraju da sadrže procese kojima se iskazuju promene zajmoprimčevih finansijskih uslova u okviru 90 dana (30 dana za zajmoprimce sa slabim kreditnim osnovama).

10. 2. Difolt verovatnoća (*probability of default*) PD

Kao što smo ranije napomenuli, kod merenja kreditnog rizika razlikujemo pristup zasnovan na internom rejtingu u dva vida – fundamentalnom i naprednom. U oba slučaja difolt verovatnoća

koju banka određuje mora da uzme u obzir sledeća regulativna ograničenja:

- Regulativna definicija difolta mora biti konzistentna;
- Mora da koristi jednogodišnji vremenski okvir;
- Mora biti usmerena u budućnost;
- Mora imati verovatnoću difolta od najmanje tri osnovna poena;
- Mora da se zasniva na najmanje petogodišnjem nizu podataka;
- Mora da sadrži unutrašnje podatke i da mapira spoljašnje podatke i statističke modele difolta;
- Mora da koristi analitičke podatke iz anketa i mora da iskaže da sistem internog rejtinga kao i kriterijumi ostalih banaka su međusobno uporedivi sa sopstvenim.

10. 3. Izloženost u maloprodaji

Obračun izloženosti u maloprodaji u mnogo slučajeva je slična sa izloženošću koja važi za korporacije uz neke značajne izuzetke. Od banke se očekuje da segmentira svoju izloženost u maloprodaji po osnovu četiri tehnike:

- Tip proizvoda;
- Rizik zajmoprimca (na primer: kreditni skor);
- Status delinkvencije (najmanje dve kategorije za zajmoprimce sa zaostalim dugovima);
- Poreklo (najviše u jednogodišnjem odmercima - periodima vremena);

Moguće je koristiti dodatne tehnike segmentacije (na primer: tip zajmoprimca i demografija, veličina zajma, dospelost plaćanja, vrednost zajma).

Kod određivanja komponenti rizika postoje dve opcije:

- Odvojena procena PD i LGD
- Procena očekivanog gubitka (PDxLGD)

U temeljnom pristupu nemamo ekvivalentni termin za izloženost maloprodaji.

10. 4. Napredni IRB pristup

Kada se jednom usvoji finansijska organizacija za pristup naprednom IRB, i to za jedan element rizika, neophodno je usvojiti sopstvenu procenu svih drugih faktora rizika u jednom kraćem periodu vremena i to za sve značajne poslovne jedinice i klase izloženosti. U toku ovog perioda neće postojati kapitalna pomoć za međugrupne transakcije između jedne IRB banke i poslovnog entiteta koji koriste standardizovani pristup osnovnim linijama i klasama izloženosti. U prve dve godine po implementaciji naprednog IRB pristupa svaka finansijska organizacija mora da svoje kalkulacije vodi i kroz temeljni i kroz napredni pristup paralelno. U toku prve dve godine implementacije ukupna korist od naprednog IRB pristupa je ograničena na 90% kapitalnih zaheva koji proizilaze po osnovu temeljnog IRB pristupa. Napredni IRB pristup zahteva usaglašenost sa svim temeljnim zahevima (sistemom internog rejtinga i PD).

Navodimo zahteve koji takođe moraju biti ispunjeni:

- Klasa LGD (loss given difolt) mora da pruži uverljivu diferencijaciju stope gubitka;
- LGD i EAD (exposure at difolt) moraju biti verodostojno potkrepljeni podacima iz poslednjih se-

dam godina i ako je moguće zasnovani na potpunom poslovnom ciklusu;

- Finansijska organizacija mora da pruži evidentni dokaz da poseduje robusni sistem vrednovanja LGD;
- Analiza ostvarenih u odnosu na projektovane LGD se mora izvoditi najmanje dva puta godišnje;
- Jedna nezavisna jedinica mora da sprovede stress testing proces radi evaluacije procena PD, LGD, EAD, i to najmanje na šestomesečnoj osnovi;
- Bazelski komitet treba da razmatra dospelost kao jedan od izričitih generatora rizika i to posebno po osnovu nesporednosti u pogledu dospeća nastalih upotrebom određenih tehnika ublažavanja kreditnog rizika i drugih instrumenata;
- Svi ovi materijalni aspekti rejtinga PD, LGD, EAD treba da budu odobreni od strane borda direktora, upravljačkog komiteta i seniorskog menadžmenta;
- Interni knjigovodstveni bilans mora da sadrži godišnji pregled internih rejting sistema;
- Interne rejtinge treba ugraditi u procese internog upravljačkog izveštavanja;
- Menadžment mora da proveri i da se uveri da li su rejting procesi, kriterijum i ishodi valjano dokumentovani;
- Metodologija za pripremanje dokumentacije faktora rizika mora da obezbedi detaljne izvode iz teorije, pretpostavki, i matematičkih i empirijskih osnova za označavanje PD procena i listu izvora podataka

upotrebljenih u proceni modela;

- Potrebno je uspostaviti rigorozne statističke procese procene odabranih varijabli;
- Potrebno je predvideti i naznačiti uslove pod kojima model neće efikasno delovati.

10.5. *Stres testing* i procenjivanje

Bazelski komitet je obrazložio stress testing i procenjivanje kroz regulativne zahteve. Banke moraju da poseduju robusni sistem procene tačnosti i konzistentnosti rejting sistema, procesa i interne procene faktora rizika. Istorijski vremenski okvirirani za podatke koji se koriste u proceni stepena korelacije podataka treba da budu što je moguće duži, u idealnom slučaju pokriju kompletan poslovni ciklus. Takođe, banke moraju da imaju na raspolaganju jasne stress testing procese koje koriste u proceni kapitalne adekvatnosti. Testiranje mora da sadrži identifikaciju (prepoznavanje) budućih promena ekonomskih uslova i mogućih događaja koji bi mogli nepovoljno uticati na bankarske procene defaulta pa samim tim na ukupni nivo kapitalne adekvatnosti. Ova vrsta testiranja mora da se sprovede bar jednom u šest meseci. Rezultat testiranja periodično treba da se dostavi, kroz izveštaj, senior menadžmentu.

11. MODERNI RISK MENADŽMENT I MODELI KREDITNOG RIZIKA

Savremeno upravljanje rizikom razvilo je modele putem kojim banke mere rizike po fazama. Na ovaj način se u

portfolio finansijskih imovina koje banke poseduju uvode podaci o distribuciji i njenim mogućim vrednostima. Potencijalne različite vrednosti koji portfolio može da poprими i odgovarajuće respektivne gustine raspodele verovatnoće moraju da se pribeležu u raspodeli profita i gubitaka (P&L) unutar jednog portfolija. U cilju upravljanja rizikom veličina Vara na osnovu koje se definiše ekonomski kapital jedne banke, upravo se dobija na osnovu ovih distribucija.¹⁸ Ako neka banka poseduje portfolio imovine ona treba da pokuša da kvantifikuje: a) kako će u datim okolnostima šok uticati na pojedinačne vrednosti svake od imovina koje su navedene u portfoliju i b) kako se promene vrednosti ovakve imovine menjaju od momenta registrovanja šoka.¹⁹

U cilju dobijanja vrednosti P&L (profit&loss) u statističkom značenju neophodno je modelovati multivarijantne raspodele unutar portfolija. Modelovanje multivarijantnih distribucija zahteva modelovanje od 2 seta promenljivih: 1) marginalna distribucija vrednosti svake od imovina koje sačinjavaju portfolio i 2) meru zavisnosti među ovim pomenutim vrednostima imovine, gde je najpoznatija mera ovakve zavisnosti korelacioni koeficijent.

U nameri da uzmemo u obzir efekte diversifikacije portfolija neophodno je stoga modelovati mere zavisnosti među

pomenutim imovinama koje sačinjavaju portfolio.

Savremeni modeli upravljanja rizikom ili kraće potpuni modeli rizika pokušavaju da modeliraju profit i gubitke (P&L), i iskoračili su napred tako što su uzeli u razmatranje dva seta opisanih promenljivih: marginalne distribucije i mere zavisnosti među vrstama imovine koje čine portfolio. Međutim, čak i u slučaju kada pravi set varijabli uključimo u modelovanje postoje određeni načini popravke algoritama kojima će ove varijable biti modelovane.

Prepreku preciznom modelovanju finansijskih rizika nalazimo u sledećem:

1) modelovanje ekstremnih događaja, 2) međusobna zavisnost različitih tipova imovine koje sačinjavaju portfolio, 3) data constraints (krivo tumačenje podataka)

Postojali su modeli u kojima je normalna raspodela bila zamenjena pretpostavkama o distribuciji gustine verovatnoće gde je površina funkcije bila mnogo veća – gde su verovatnoće ekstremnih vrednosti i događaja stoga bile veće u ovakvim tipovima distribucije verovatnoće nego što je to bio slučaj u normalnim distribucijama gustinama verovatnoće (Gausovim). Međutim, čak i kada to nije slučaj može se pokazati teškim da se ovakve distribucije kalibrišu. I to zbog ozbiljnih ograničenja u količini i kvalitetu podataka koji su nam obično na raspolaganju u toku modelovanja kreditnog rizika. U najvećem broju slučajeva samo parcijalna i nekompletna informacija može biti izvučena iz podataka o imovini koja nas

¹⁸ Basel II & CAD3: *Response to the Uk Treasurys consultation Paper*, March 2004.

¹⁹ Basel II & CAD3: *Response to the Uk Treasurys consultation Paper*, March 2004.

interesuje dok su istovremeno vremenske serije koje su karakteristične za posmatrane varijable obično veoma kratke. Pod ovakvim okolnostima distribucije možda neće biti konzistentna sa analiziranim tipovima imovine, procesima generisanja podataka, a iz toga mogu proizaći i pogrešni statistički zaključci ili ekonomske interpretacije.

Sve ovo čini korektnu kalibraciju i implementaciju modela veoma teškom. Drugim rečima, pošto je bilo koji izbor forme modela postavljen, ograničenja u kvalitetu i količini podataka i uvedene nesigurnosti modela i procena parametara, čine model i parametre rizika značajanim.

Novi Bazelski dogovor koji koristi jednofaktorne modele u IRB pristupima gde se svaka odluka o zajmu izoluje (ne uzima u obzir kod prepoznavanja diversifikacionih efekata), mora biti justifikovana potrebom proizašlom iz poteškoća u odnosu na druga dva faktora: modelovanje mera zavisnosti imovine koje čine portfolio i nedostatak odgovarajućih baza podataka.

U tom smislu greška koju bi učinili ugrađujući diversifikacionu dobit u Bazelski dogovor verovatno će proizvesti seriju pogrešnih podsticaja u odnosu na tip imovine koja je sadržana u portfolioju zajma. Ova izobličenja mogu poprimiti ekstremne negativne posledice koje će imati veoma ozbiljan uticaj na nerazvijenim tržištima (emerging markets) i daju nam jednu ne tačnu meru portfolio rizika zbog koje ćemo primeniti veće kapitalne zahteve prema bankama koje izvode operacije na ovakvim tržištima.

Povišeni kapitalni zahtevi verovatno imaju negativne efekte na/ili određivanje cena kredita na ovakvim tržištima.

Bazelski komitet razvijanju metodologija upravljanja rizikom nije uvažio diversifikacione efekte portfolija. Ovo će verovatno obeshrabriti i čak pogoršati modele sakupljenih podataka: banke će imati manji podsticaj da učine napredak u ovim područjima nego što bi to bilo u drugim slučajevima. Mi verujemo da umesto isključena diversifikacionih efekata iz portfolija u predlogu Bazela (kao što je bilo učinjeno u pristupu sa faktor modelom), ipak, treba uzeti izričito u razmatranje ove efekte a sve u cilju obezbeđivanja pravih podsticaja koji će ubrzati razvoj metodologija upravljanja portfolija rizika, modela i baza podataka.

Predložena upotreba jednofaktornog modela u novom Basel dogovoru je sigurno ishod jednog optimalnog nivoa (korist od diversifikacije portfolija je nesporna). Dok se čini da je ovaj optimalni ishod nemoguć u tekućim uslovima (zbog ograničenja koja se tiču potpunog modela kreditnog rizika) sigurno je bolje odabrati drugu najbolju opciju: uvesti inicijative u dogovor koji će postići optimalni ishod²⁰.

S tim u vezi možemo da razmišljamo o potpunom modelu kreditnog rizika kao drugoj najboljoj opciji dok jednofaktorni model rizika naveden u Bazelu 2 predstavlja jedno siromašnije najbolje rešenje.

²⁰ Basel II & CAD3: *Response to the Uk Treasurys consultation Paper*, March 2004.

12. KREDITNI RIZIK U PORTFOLIJIMA CENTRALNIH BANAKA

Kreditni rizik može biti definisan kao rizik gubitaka nastalih zbog plasmana kredita (kada jedan dužnik nije u stanju ili ne želi da isplati svoja dugovanja) ili usled kvaliteta kredita (promene rejtinga). Centralne banke mogu biti izložene najmanje dvema različitim izvorima kreditnih rizika. Prvi je vezan za sprovođenje poslovne politike: Centralne banke pozajmljuju komercijalnim bankama u nameri da kontrolišu kratkoročne kamatne stope. Ovaj iznos može biti vrlo prilagodljiv: u 2006. godini srednja vrednost zajma komercijalnim bankama u evrozoni iznosila je više od 700 milijardi evra. Rizik, s druge strane je relativno mali, zbog toga što su zajmovi usmereni ka sprovođenju politike kolateralizovani.²¹

Rizici da centralna banka izgubi novac mogući su samo u malo verovatnom scenariju takozvanog „dvostrukog neispunjenja obaveza“ u delu gde je suprotna strana davalac kolaterala, ili u drugom slučaju kada je greška nastala stoga što druga strana deluje u sadejstvu sa velikim mark to market gubicima kolaterala. Kasniji rizik se ublažava smanjenjem kolaterala.

Drugi izvor kreditnog rizika leži u investicionim operacijama. Tradicionalno, centralne banke moraju da se po-

našaju kao vrlo konzervativni investitori bez želje da ulaze u kreditne rizike. Njihovi investicioni portofoliji moraju uvek biti vrlo rizični na mark to market osnovi pošto velike količine imovine moraju biti denominovane u stranoj valuti, gde je valutni rizik tipično nehedžovan (što se označava kao „neizbežno“). U poređenju sa valutnim rizicima i robnim rizicima ostali finansijski rizici a obuhvataju kreditne i kamatne rizike obično su vrlo mali. Kreditni rizik je uglavnom minorna komponenta finansijskih rizika i uglavnom okarakterisan nižim intervalom poverenja nego većina drugih mera rizika kao što je na primer Var kod kreditnog rizika (Credit Var).

12.1. Modeli kreditnog rizika

Široko uzevši kreditni rizik može biti kvantifikovan ili u režimu neispunjenja obaveza. U režimu neispunjenja obaveza, jedini rizik koji treba uvažiti je upravo rizik neispunjenja obaveze.

U slučaju portfolija visokog kvaliteta kreditni rizik u režimu neispunjenja obaveza je vrlo nizak i to jednostavno zato što vrlo malo visokokvalitetnih izdavalaca difolta²² postoji unutar horizonta rizika koji se uobičajeno postavlja jednu godinu. Kao kontrast u režimu migracija mi se susrećemo sa svim mark to market činionicima i gubicima nastalim zbog promene rejtinga. Gubici usled neispunjenja obaveza nisu ništa drugo nego pojedinačni eksterni događaji.

²¹ European Central Bank, *The use of portfolio credit risk models in Central Banks*, Occasional paper series no 64, July 2007.

²² Default - neispunjenje obaveza dužnika

Stoga je empirijski posmatrano verovatnoća snižavanja rejtinga treba da prevaziće veličinu verovatnoće podizanja rejtinga pa stoga gubici pridruženi snižavanju rejtinga tipično prevazilaze dobitke nastale unapređenjem rejtinga što se sve obračunava kroz kreditni rizik u režimu migracije i obično je značajno više nego u režimu neizvršenja obaveza.

Centralni element kreditnog rizika u režimu migracije predstavlja promene u raširenosti (i sledstveno tome promena u ceni) kao posledica migracije rejtinga. Dobit može da fluktuirati i u slučaju kada rejtingi ostaju nepromenjeni. Ponekada promene dobiti reflektuju uobičajenu tržišnu volatilnost i nisu posledica promena u kredibilitnosti. Ovaj oblik rizika je poznat kao spread rizik (diversifikacija rizika). U drugim vremenima, međutim, dobit može da se proširi, na primer tako da anticipira i snižavanje rejtinga. Ovakva situacija će vrlo jasno da iskaže kreditni rizik. U praksi, nije uvek moguće razlikovati kreditni rizik od spread rizika. Kada dođe do promene sprede koje se tiču samo jednog emitenta dok ostatak tržišta ostaje neizmijenjen, onda je ovakav rizik jasno označen kao kreditni rizik. S druge strane, kada nastupe promene svih spredeva one mogu biti u stvari odraz nastalih promena u volatilnosti tržišta. Međutim, opšte proširenje dobiti može da odrazi jedan porast posmatranih gustina verovatnoće ili snižavanja vrednosti rejtinga do kojih dolazi u situaciji kada sveukupna ekonomija ulazi u krizu. Zbog ovakvih problema u jasnoj postavci definicije nije neobično da sveu-

kupne promene sprede koje ne prate promene rejtinga označavamo kao spread rizik dok kreditni rizik obuhvata samo takve promene u spredu koje su direktna posledica valutnih kursnih razlika i njihovih promena. Dobro je poznato da raspodela gustine verovatnoće prihoda kod kreditnih instrumenata je veoma asimetrična u odnosu na gubitke. Docnja u ispunjenju finansijskih obaveza ima tendenciju iskazivanja pozitivne korelacije istovremeno ograničavajući verovatnoću diversifikacije. Raspodela prihoda u slučaju jedne obveznice koja je zadržana do roka dospeća ili defaulta je binomijalne prirode. Na nivou portfolija dobit je više simetrična, pre svega, stoga što gubici usled pada rejtinga ili defaulta su pojedinačno offsetovani od dobiti iz rasta vrednosti drugih obveznica. Tail events (veliki gubici usled nastanka docnje u plaćanju obaveze) mogu se zaobići upotrebom pristupa gde se obaveznice prodaju nakon snižavanja njihove vrednosti ispod određenog praga tolerancije (sa obavezno ugrađenim troškovima transakcije) odslikavajući kompoziciju datog indeksa. Međutim, niska vrednost verovatnoće događanja iznenadnih kašnjenja u ispunjavanju finansijskih obaveza, drugim rečima snižavanje rejtinga ostaje tako da distribucija dobiti je do određene mere skewed (pomerena u stranu, smaknuta). Ovde je apsolutno potreban model kreditnog rizika radi adekvatne kvantifikacije kreditnih rizika.

Metodologija kreditnih matrica može da se klasifikuje na osnovu rejtinga (migracije) u kombinaciji sa

strukturnim korelacionim modelom. MonteCarlo simulaciona tehnika se primenjuje u generisanju distribucije verovatnoće kreditnih gubitaka. Da bismo razumeli metodogiju kreditnih matrica na nivou portfolija najbolje je da započnemo sa jednom pojedinačnom obveznicom. Pretpostavimo da je vrednost obveznice A, da bismo generisali raspodelu verovatnoće gubitaka kod ove obveznice unutar jednog određenog horizonta softver Credit Metrics koristi migraciju rejtinga i njegovih verovatnoća koje se redovno objavljuju od strane rejting agencija. Ovaj softver vuče slučajne brojeve (asset returns, koji podležu standardnoj normalnoj distribuciji gustine verovatnoće, i koji se transformišu u simulirane vrednosti rejtinga na kraju horizonta na takav način da su verovatnoće migracije u simuliranom modelu srazmerne istorijski posmatranim vrednostima migracije rejtinga koje se koriste kao ulazni parametri modela). Slična procedura primenjuje se na sve portfolije koji sadrže više od jednog dužnika ali sa dodatnom složenošću koja je posledica prihoda po osnovu imovine pa su stoga migracije rejtinga korelisane. Nekorelisani slučajni prihod mora da se transformiše u korelisani prihod a to se može uraditi samo u jednom broju slučajeva. Dobro poznata tehnika koja nam stoji u softverskom paketu Credit managera zasniva se na Cholesky dekompozicije korelacione matrice. Normalna distribucija prihoda po osnovu imovine se uglavnom koristi zbog udobnosti jer je korelacija determinanta međuzavisnosti, ali je u teoriji mo-

guće koristiti alternativne distribucije gustine verovatnoće za prihode po osnovu imovine. Međutim, ovo vodi do uvećavanja složenosti modela. korelacija difolta je nedovoljan parametar za kvantifikaciju kreditnog rizika u portfoliju koji sadrži tri ili više tipova imovine.

12.2. Verovatnoća difolta²³ odnosno migracije

Vrlo je važno razumeti da kreditna matrica nije metodologija procene verovatnoće difolta. Verovatnoće difolta zajedno sa verovatnoćama migracije predstavljaju važne ulazne parametre koje pribavljamo najčešće preko neke od vodećih rejting agencija koje veoma često publikuju ažurirane migracione matrice. Migracione matrice koje potiču od nekoliko različitih rejting agencija su vrlo slične međusobno kod industrijskih grana. Podaci jedne od tri vodeće rejting agencije su korišćeni od strane makar jednog od task force članova koji ponekad mešaju migracione matrice iz nekoliko nezavisnih izvora. Svi mere verovatnoće u višegodišnjem trajanju.

Članovi task force primenjuju podešavanja na različite načine sa ciljem da najveće vrednosti verovatnoće difolta još uvek predstavljaju odgovarajući rang rejtinga (na primer, distribucija verovatnoće difolta za AA dužnika treba da bude više nego distribucija verovatnoće difolta za AAA itd.). Za AAA rangirane emitente verovatnoća difolta

²³ Default - neispunjenje obaveza dužnika

se postavlja u okviru ranga koji nosi između 0 i 1 baznih poena, za AA rangiran emitente otvara se rang koji nosi između 0 i 4 baznih poena. Ovi nivoi međutim, nisu zasnovani na nekim empirijskim evidentiranim podacima. Njih uglavnom uvodimo u praksu kao pragmatično rešenje koje nam omogućava da vrednosti korelacije difolta procenjemo direktno. Ponekad više vrednosti raspodele verovatnoće difolta podrazumevaju se za korporativne emitente a u odnosu na vladine emitente koji imaju jednaki rejting. Na primer, pretpostavljamo da verovatnoća difolta za suverene i supernacionalne emitente je samo polovina vrednosti verovatnoće difolta za korporativne emitente koji imaju jednaki rejting – rang.

Najkraće rečeno preciznost i verodostojnost verovatnoće migracija koje publikuju rejting agencije su krucijalne. Njihove metodologije kojima procenjuju ove verovatnoće mogu da se opišu kao statističke: osnovna tehnika, pristup „kohorte“, koji jednostavno broji broj migracija za dati rejting unutar kalendarske godine i potom deli ovaj broj sa ukupnim brojem dužnika koji čuje inicijalni rejting.

12.3. Verovatnoća difolta za kratkoročne horizonte

Jedan veoma interesantan i verovatan problem, bitan za portfolio centralne banke sa malim trajanjem, nastaje prilikom obračuna verovatnoće difolta u kratkom horizontu. Kada imovina dospeva na plaćanje pre isteka rizika horizonta (tipično jedna godina), onda je više nego jasno kako da očekivani cash

flow bude reinvestiran u trenutku dospelosti plaćanja. Ako je on bio investiran u sličan oblik imovine od strane istog dužnika tokom svih transakcija čak i nakon snižavanja rejtinga rizik će biti identičan sa rizikom jednogodišnjeg investiranja. Ponekad je moguće učiniti jednu realnu pretpostavku, u slučaju jake veze između dužnika i rizika druge strane (counterparty).

Međutim, mnogo se češće srećemo da nakon snižavanja rejtinga ispod određenog praga se gotovina iz imovine po osnovu dospelosti plaćanja reinvestira negde drugde. CreditMetrics softver pretpostavlja da imovina, verovatno ostvarena nakon dospelosti plaćanja, se drži u bezrizičnom kešu, gotovini, sve do isteka horizonta, i u tom slučaju rizik kod kratkoročnih dospeća plaćanja je niži od rizika koji postoji kod dugoročnih pozicija a kod istoga dužnika. Pa je stoga neophodno potrebno skalirati, razmeriti verovatnoću difolta unutar kratkog horizonta. Treba napomenuti da je rizik migracije beznačajan kod instrumenata kod kojih je dospelost plaćanja manja od horizonta.

Skaliranje verovatnoće difolta u slučaju kratkog horizonta može da se uradi na više načina. Najjednostavniji pristup podrazumeva da je uslovljena verovatnoća difolta („stopa hazarda“ u redukovanim modelima) konstanta tokom vremena. Podrazumevajući da je horizont rizika postavljen na jednu godinu i onda uzimajući vrednost svakog rejtinga za verovatnoću difolta $pd(t)$ za kraće horizonte od t gde je t manje od 1, sledi direktno iz jednogodišnje raspode-

le verovatnoće $pd(1)$ a prema formuli gde je $pd(t) = 1 - (1 - pd(1))^t$.

Ovu formulu možemo aproksimirati sa izrazom $pd(1) * t$.

12.4. Korelacija

Verovatnoća difolta i migracije predstavljaju ključne parametre rizika koje se tiču svakog pojedinačnog dužnika, a zajedno sa stopama oporavka. Kao što znamo korelaciju je parametar koji je najteži za kvalitetnu procenu. Korelacija meri stepen do koga gubici usled kašnjenja po osnovu imovine su usaglašeni sa migracijom. Ova korelacija difolta može biti ili pozitivna, na primer stoga što su firme u datoj industrijskoj grani izložene zajedničkim snabdevačima sirovina, ili stoga što su firme unutar jedne države izložene delovanju istih valutnih kurseva, ili negativna kada na primer eliminacija konkurencije dovodi do porasta kompanijinih tržišnih deonica. Veoma je teško direktno proceniti veličinu korelacije difolta.

Kao što smo napred napomenuli takođe je teško ovu korelaciju difolta primeniti u praksi. Iz tih razloga model koji se nalazi u Credit Metrics softverskom paketu (ali i mnogi drugi modeli takođe) procenjuju korelacije prihoda po osnovu imovine pre nego korelacije po osnovu difolta.

Credit Metrics koristi prinos na kapital kao aproksimaciju za prihod po osnovu imovine koji se ne može direktno posmatrati. Ovo je vrlo uobičajen pristup koga koriste u mnogim drugim modelima. U Credit Metrics modelu koristimo model faktora putem koga određujemo veličinu korelacije. Ovaj

model se procenjuje na osnovu equity indikatora sa pojedinačnim dužnicima koji su obuhvaćeni mapiranjem na nivou bilo cele zemlje bilo pojedinačnih sektora. Zbog izraženih nesigurnosti i jakih pretpostavki koje moraju da se učine tokom obračunavanja kreditni menadžer paket omogućava korisniku da odabere sopstveni u najvećem broju slučajeva uniformni model korelacije po osnovu imovine.

Važno je napomenuti da korelacije po osnovu imovine i difolta imaju potpuno različiti koncept. Korelacija po osnovu difolta je u nelinearnoj srazmerni sa korelacijom po osnovu imovine i pokazuje tendenciju da bude značajno manja u apsolutnim iznosima. Dok Basel 2 na primer, preporučuje da korelacija po osnovu imovine se kreće do 24% dotle korelacija po osnovu difolta je normalno značajno niža, reda svega nekoliko procenata. Magnituda korelacije zastupljenih u Credit Metrics modelu zavisna od kompozicije portfolija i pokazuje tendenciju rasta preko 24% kod portfolija tipične centralne banke pod uticajem vlade i drugih AAA obveznica.

12.5. Stope oporavka

Stope oporavka mere proporciju osnovne vrednosti (i moguće nagomilane kamate). Među ostalim stvarima stopa oporavka zavisi od starosti zajma; radi jednostavnosti stopa oporavka se često posmatra kao konstantna vrednost za sve emitente i sve emisije.

U jednom višesofisticiranom pristupu koristimo stohastičke stope oporavka (gde tipično koristimo beta distribu-

FINANSIJE

ciju) i verovatno ravnomernokorelisane sa verovatnoćama difolta i migracije. Ukratko učinak stope oporavka na procenu gubitaka je značajan a posebno u difolt režimu.

12.6. Prinos i spread

U migracionom režimu neophodan finalni parametar je takozvani forward spread kod prihoda ili u slučaju nultog kupona kamatne stope.

Na ovaj način su određeni gubici mark to market u slučaju dobiti kod snižavanja odnosno podizanja vrednosti rajtinga. Obveznica čija je vrednost pala mora da se reprice uzimajući u obzir

krivu koja prati novi rejting i kreditne gubitke koji su približno jednaki priširenju spreda umnoženom za modifikovano trajanje. Kvalitet spreda je stoga krucijalan u slučaju kvantifikacije kreditnog rizika kod migracionog režima. Iznalaženje odgovarajućih pravih podataka može predstavljati izazov i to posebno kada je reč o nižim rejtingima i određenim valutama. Stoga veliki broj tehnika podešavanja krivih (funkcija) nam stoji na raspolaganju.

Glavni parametri izabrani u Tabeli 1. koji koriste Credit Var gde su CB1 do CB5 5 centralne banke koje koriste ili će tek implementirati ove modele.

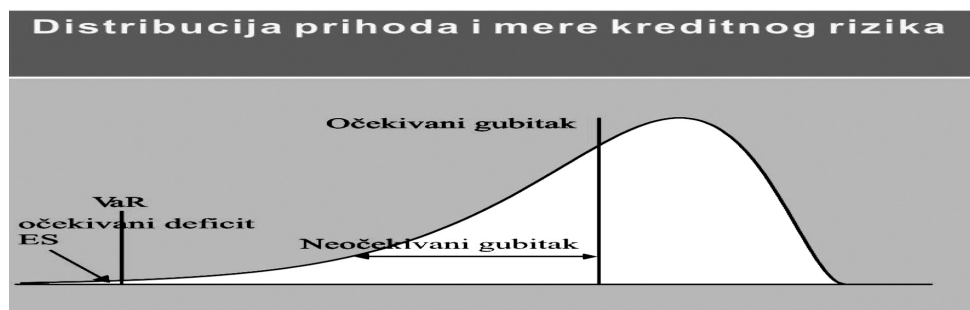
Tabela Pregled ključnih parametara CreditVaR modela					
	CB1	CB2	CB3	CB4	CB5
Verovatnoća gubitaka usled kašnjenja izvršenja obaveza (PD)/migracija	Izvor: Moody's, PD popravljena naviše za AAA, AA i A	Izvor: mix of Fitch, S&P and Moody's	Izvor: S&P, PD popravljena naviše za AAA i moguće niže rejtinge, koji su različiti za vladine i nevladine emitente	Izvor: Ramaswamy (= Moody's), PD popravljena naviše za AAA	Izvor: S&P, PD popravljena naviše za AAA i AA
Imovina gde je rok dospeća kraći od godine dana	Tajming difolta koji je uniformno distribuiran u toku godine (npr godišnja PD podeljena na 4 čime se dobija kvartalna PD)	"Najbliži tromesečni matrični generator"	Godišnja PD podeljena na 4 radi dobijanja kvartalne PD dospelost zaokružena naviše radi množenja tri meseca	PD aprx. izjednačena sa godišnjom PD, pod pretpostavkom da imovina koja dospeva na naplatu pristize sa sličnom imovinom	Mesečna PD pod pretpostavkom o konstantnoj uslovnoj PD
Korelacija	Korelacija imovine fiksirana (na 25%) ili procenjena po osnovu industrijskih ili nacionalnih indikatora (CreditMetrics™ factor model); unutrašnji sistemi koriste fiksnu korelaciju	Korelacija imovine procenjena po osnovu faktornog modela zasnovanom na korelaciji industrijskih i nacionalnih indikatora; u slučaju određenih emitenata postaje fiksna.	Korelacije imovine procenjena po osnovu nacionalnih i industrijskih indikatora	Korelacija imovine fiksirana na 24%	Korelacija imovine fiksirana na 24%
Stopa oporavka	Fiksna ili varijabilna; prema parametrima iz CreditManager* i studiji Altman and Kishore	Parametri iz CreditManager*; najkonzervativnija opcija je uzeta prema tipu instrumenta i starešinstvu	Beta distribucija; parametri iz CreditManager* prema studiji Carty and Lieberman	Fiksirana na 45% (zasnovana na nekoliko studija različitih rejting agencija)	Fiksirana na 40%

Tabela 1. European Central Bank, The use of portfolio credit risk models in Central Banks, Occasional paper series no 64, July 2007.

12.7. Output učinak

Tipični učinak modela kreditnog rizika uključuje očekivane i neočekivane gubitke (kredit), vrednost i rizik i očekivanih deficit što je sve prikazano Dijagramom 1.

Credit Var se definiše kao određena vrednost kvantila distribucije kreditnih gubitaka. On meri gubitak koji nije prevazišao na zadatom intervalu poverenja unutar očekivanog perioda vremena datu vrednost drugim rečima, to je minimalni gubitak sa datom verovatnoćom.



Izvor: European Central Bank, The use of portfolio credit risk models in Central Banks, Occasional paper series no 64, July 2007.

Očekivani i neočekivani gubici predstavljaju prvi i drugi momenat (srednju vrednost i standardnu devijaciju) u distribuciji gubitaka i mogu se analitički obračunati. Očekivani portfolio gubitaka je jednak težinskoj srednjoj vrednosti očekivanih gubitaka po svakoj individualnoj poziciji. Analitičko računanje neočekivanih gubitaka je mnogo više stohastičko i uključuje korelacije. Ponekad je mnogo efikasnije do vrednosti neočekivanih gubitaka stići simulacijom. Strogo uzevši očekivani gubitak nije mera rizika pošto je rizik po definiciji ograničen na neočekivane događaje. Kao Var koga imamo u slučaju tržišnih rizika ovde specifični

U modeliranju kreditnog rizika veoma je često slučaj da se ovaj Var vidi kao gubitak koji ne prelazi neki očekivani gubitak. Očekivani deficit ponekad je identičan sa uslovljenim Varom ili očekivanim repom gubitaka mereći na taj način gubitak u rešu distribucije uslovljavajući činjenicu da gubitak neće nadići vrednost Vara. On može biti obračunat kao srednja vrednost Vara na višem intervalu poverenja i stoga je jednak srednjem gubitku sa određenom verovatnoćom.

Na dijagramu 1. očekivani gubitak u stvari predstavlja površinu ispod krive distribucije verovatnoće na levoj strani od vrednosti Vara.

Postoji često dilema koliko je očekivani gubitak bolja aproksimacija u analizi retkih događaja (kao što je to difolt) nego sam Var. Credit Var je tipično obračunat na jednom višem nivou poverenja nego što je to slučaj kod Vara kao mere tržišnog rizika. Ovo stoga što emitenti sa jednim određenim unutrašnjim rejtingom moraju da imaju vrlo nisku verovatnoću difolta ako ciljaju da ostvare visoki rejting. Ako na primer banka koja želi da ostvari A rejting korespondira grubo verovatnoći difolta od 10 baznih poena onda takva banka treba da obračunava svoj Var na 99,9% intervala poverenja da bi odredila svoje potrebe za kapitalom. Isti interval poverenja se koristi u Bazel 2 formulama u pristupu koji se zasniva na internom rejtingu kod ocenjivanja kreditnog rizika, gde interval poverenja od „samo“ 99% se koristi u ciju određivanja ukupnog kapitalnog zahteva kojim se meri tržišni rizik (Basel Committee on Banking Supervision, 2006). Upotreba Vara je naišla na šire kritike i to stoga što Var po sebi ne predstavlja koreherentnu meru rizika. To znači da je moguće postaviti dva portfolija A i B i to tako da $Var(A+B)$ bude veći od $VarA+VarB$. Drugim rečima, ovakav Var iz kombinovanog portfolija može da ima veću vrednost od sume individualnih Varova i na taj način da se obeshrabri diversifikacija. Prirodno je za očekivati da mera rizika koja će uvažiti diversifikaciju bude ona koju više želimo. Ovaj problem je akutan u slučaju portfolija sa diskretnom distribucijom prihoda ili sa širokom repnom distribucijom prihoda a

kao što je karakteristično za portfolije kreditnog rizika.

Može se dokazati da je očekivani deficit uvek aditivan i da mora da zadovolje sve druge koherentne mere rizika. U komunikaciji sa seniorskim menadžmentom Var još uvek igra ključnu ulogu i to stoga što je mnogo jasniji i uporedljiviji nego očekivani deficit.

Svaka mera rizika koja pokušava da obuhvati sve gubitke unutar celokupne distribucije kroz jedan broj ima svoja prirodna ograničenja. Stoga ima mnogo smisla analizirati nekoliko mera rizika istovremeno ili u stvari koristiti analizu sveukupne distribucije prihoda. Konkretno treba napomenuti da u slučaju porasta nivoa poverenja preko nekih vrelovisokih iznosa Var i očekivani deficit se prepliću. Da bismo ovo razumeli moramo uočiti da na intervalu poverenja od 100% svi emitenti sa pozitivnom verovatnoćom difolta i svi varovi kao i sve očekivane vrednosti deficita su jednake gubicima difolta. Credit manager i drugi sistemi koje smo napred pomenuli kod obračunavanja ovih mera rizika nude dve definicije očekivanih gubitaka i obe se mogu analitički obračunati.

Prva od njih (očekivani gubitak u kreditnom menadžeru) jednaka je razlici između vrednosti portfolija na početku simulacije (tekuća vrednost“ u terminologiji credit menagera) i srednje vrednosti portfolija (koja obuhvata sve scenarije) na kraju simulacionog horizonta („srednja vrednost horizonta“). Druga definicija („očekivani gubitak po osnovu vrednosti horizonta“) jednaka je „vrednosti horizonta“ (ako rejting osta-

je nepromenjen) umanjenu za „srednju vrednost horizonta“.

Razlika između ove dve definicije je u tome da je prva obojena kamatnim stopama prihoda i može biti jednaka neto dobit u akoje difolt pao a verovatnoće su vrlo male. Ostale mere rizika koje bi koristili članovi task force uključuju neočekivane gubitke (NG, „standardna devijacija horizonta“ u terminologiji credit menagera), Var (uključujući i inkrementalni Var) i S očekivani deficit za različite nivoe poverenja. Svi ovi parametri se obračunavaju simulacijom.

ZAKLJUČAK

Uprkos inovacijama u području finansijskih usluga, kreditni rizik je još najznačajniji pojedinačni uzrok stečajeva banaka. Razlog tome je što se više od 80% bilansa stanja banke u načelu odnosi na ovaj vid upravljanja rizicima. U ovom trenutku, Srbija važi za visokorizično tržište za poslovne banke. Zbog toga, pored pažljive procene kreditnog rizika i ostvarene stope naknade rizika, banke treba da se koncentrišu na ostvarivanje maksimalnih prihoda koji proizilaze iz kreditnog odnosa sa klijentom, a posledica su dodatnih i pratećih poslova. Strategije i politike upravljanja kreditnim rizikom treba da obezbede efikasnu komunikaciju unutar bankarske organizacije, odnosno da osoblje banke veoma jasno razume pristup upravljanja kreditima kao i da preuzme odgovornost za sprovođenje ustanovljenih politika i procedura²⁴.

LITERATURA

- 1) Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for the Management of Credit Risk*, Septembar, 2000.
- 2) Basel Committee on Banking Supervision, *Credit risk modeling: Current practices and applications*, April 1999.
- 3) Basel II & CAD3: *Response to the Uk Treasurys consultation Paper*, March 2004.
- 4) Chapman, J. Robert, *Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, Ltd, England, 2006
- 5) European Central Bank, *The use of portfolio credit risk models in Central Banks*, Occasional paper series no 64, July 2007.
- 6) Gallati, R. Reto, *Risk management and capital adequacy*, New York, 2003.
- 7) Hennie van Greuning, Sonja Brajović Bratanović, *Analiza i upravljanje bankarskim rizicima*, Drugo izdanje, Mate, Zagreb, 2006.
- 8) Hrvatska narodna banka: *Smernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom*, Zagreb, Maj, 2006.
- 9) www.nbs.co.yu: *Priručnik o upravljanju kreditnim rizikom*, maj, 2004.

²⁴ Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for the Management of Credit Risk*, Septembar, 2000.

OSNOVNA PRAVILA I TEHNIKE INVESTIRANJA U FINANSIJSKE INSTRUMENTE

BASIC RULES AND TECHNIQUES OF CAPITAL BUDGETING

Aleksandar MALIŠIĆ
Raiffeisenbank a.d., Beograd

Rezime

U radu su sažeto prikazana osnovna pravila i tehnike koje svaki investitor treba da zna da bi započeo avanturu na finansijskom tržištu, odnosno da bi bolje razumeo svoje savetnike, brokere i druge posrednike, čije je prisustvo u sprovođenju jedne investicione odluke neophodno. Olako ulaženje u jedan investicioni proces, bez prethodne procene i analize kako instrumenta u koji se investira, tako i kompanije koja ga emituje, lako može da rezultira gubitkom, posebno ako investitor ne poznaje tehniku davanja naloga i nije u stanju da prati zbivanja nakon izvršenja naloga. U slučaju da opisani proces deluje suviše složeno za investitore, onda je mnogo bolje da se oni oslone na potpuni angažman profesionalnih posrednika (kao u primeru investicionih ili penzionih fondova, ili individualnih portfolio menadžera) ili, još jednostavnije, svoju investicionu politiku mogu da usmere na neku drugu stranu, van zone hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenta.

Ključne reči: TEHNIKE FINANSIRANJA; FINANSIJSKI INSTRUMENTI; HARTIJE OD VREDNOSTI; OBVEZNICE; AKCIJE; PRINOS.

Summary

This paper briefly presents the basic rules and techniques every investor should be familiar with in order to start an adventure at a financial market, i. e. to better understand his/its advisors, brokers, and other intermediates whose presence in the investment decision conduction is necessary. Carelessly approaching an investment process, without prior estimation and analysis of neither a financial instrument nor an issuing company, can easily results in losses. This result can be even worse if the technique of giving the by- or sell-orders is unknown to an investor, and if it's not possible for him to follow what is happening after the order is executed. If the investors find described process too complex for them, it's much wiser to rely on the full engagement of the professional intermediates (such as: investment or pension funds, or individual portfolio managers). Even simpler, they could direct their investment policy toward other fields, outside the zone of securities and other financial instruments.

Key terms: TECHNIQUES OF CAPITAL BUDGETING, FINANCIAL INSTRUMENTS, SECURITIES, BONDS, STOCKS, YIELD

UVOD

Ukoliko u proces donošenja investicionih odluka ulazimo kao obični građani, za sopstveni račun, ili kao profesionalni trgovci, za račun klijenata ili, pak, kao predstavnici kompanija (menadžeri) za račun njenih vlasnika, suštinske razlike gotovo da i nema. Postupak investicionog odlučivanja, bez obzira na to ko donosi odluku, ili koga u krajnjoj instanci pogađaju efekti takvih odluka, principijalno ostaje isti.

Donošenje finansijskih odluka, koje su uvek usmerene ka iznalaženju izvora sredstava za finansiranje nekog poduhvata (npr. donošenje odluke o povećanju osnovnog kapitala slanjem poziva građanima za upis i uplatu nove emisije akcija, ili odluke o podizanju kredita odlaskom u banku), se razlikuje od investicionog odlučivanja jer je investicio-

no odlučivanje privilegija onih koji imaju viška slobodnih sredstava i usmereno je u nalaženje najoptimalnije investicije (npr. u izgradnju novog poslovnog objekta, isplatu školarine, kupovinu hartija od vrednosti ili, pak prevremenu isplatu duga poveriocima) u datom momentu, odnosno investicije koja u perspektivi nudi najveću korist (najveći prinos) u odnosu na rizik koji se preuzima takvom investicijom. Svakako, što je predmet investicionog odlučivanja sofisticiraniji i delikatniji, to su zahtevnije i metode proučavanja tog predmeta i analiziranja mogućih pozitivnih (ili negativnih) efekata investiranja.

Zbog složenosti postupaka i sposobnosti analiziranja efekata investiranja, investiranje običnih građana i kompanija u finansijske instrumente gotovo da i nije moguće. Često je u kratkom roku, neizvodljivo da se savladaju i

shvate svi detalji vezani za takvo investiranje, pa je očigledno daleko praktičnije oslanjanje na znanje, iskustvo i radno vreme onih koji su tome profesionalno posvećeni (naravno, i izbor optimalne strategije finansiranja nekog poduhvata zahteva adekvatnu sposobnost onih koji takve strategije predlažu ili usvajaju, pa je i na ovom području uputno potražiti i osloniti se na savet profesionalaca). Objektivno je nemoguće zamisliti da isti profitni efekat može da ostvari neko ko je osam sati dnevno posvećen poslu koji nema ničeg zajedničkog sa redovnim aktivnostima na finansijskom tržištu, davanjem, prijemom i izvršavanjem naloga za trgovanje hartijama od vrednosti, merenjem rizika ulaganja, strukturiranjem portfelja finansijskih instrumenata i sl. sa efektom koga ostvaruje neko ko je svoje radno vreme upravo i isključivo posvetio tome i onima koji nemaju vremena, znanja ni iskustva da se time bave.

Svaki investitor, bilo kao običan građanin ili finansijski direktor jedne kompanije, želi da zna u šta zapravo investira, razumljivo je da osnovna pravila i tehnike investiranja moraju da mu budu poznata, barem do mere da je u stanju da svom finansijskom posredniku postavlja ključna pitanja o stanju planirane ili realizovane investicije, da predlaže strategije i da razume odgovore koje od njega dobija.

Kada se izvrši procena sopstvenih finansijskih mogućnosti (količina raspoloživog novca i vreme na koje su ta sredstva raspoloživa), odnosno kad se kreira predstava o tome da raspolažete

imovinom koja može da donese dobit, potrebno je opredeliti **cilj** (tj. definisati predmet investicije – određenu vrstu hartija od vrednosti, investicione jedinice fondova, nekretnine, itd.) i **tehniku investiranja** (oslanjajući se pretežno na sopstveno znanje i iskustvo ili na pomoć profesionalnih posrednika).

1. DEFINISANJE PREDMETA INVESTIRANJA

Svaki proces investiranja¹ (tzv. capital budgeting process) započinje gotovo istovetnim procesima:

- inciranjem ideje i predloga investicionih projekata;
- razmatranjem i procenom tih projekata; i
- donošenjem odluke koji projekat prihvatiti, a koje odbaciti.

U toku ovih procesa neophodno je da potencijalni investitor približno odredi projekt koji maksimizira vrednost uloga u odnosu na ostale predložene investicije. Ali, da bi se uporedili očekivani prinosi predloženih investicija, donosilac odluke mora da napravi izlet u teoriju i da primeni formulu neto sadašnje vrednosti (NPV – net present value). Naime, da bi osigurali da smo doneli najpovoljniju odluku u datom momentu (a po potrebi i opravdali zašto smo izabrali konkretan investicioni projekat), potrebno je izračunati tzv. diskontovanu sadašnju vrednost budućih

¹ *Finance*, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Preliminary Edition, 1998.

očekivanih novčanih tokova određenog projekta (PV – present value) i opredeliti se, svakako, za projekat koji daje tzv. pozitivnu neto sadašnju vrednost (NPV) i veći prinos. Pri tome, dole data pravila primenjuju se u procesu evaluacije kako konkretnog finansijskog instrumenta tako i kompanije koja ga izdaje.

Teorija sadašnje vrednosti (*Present Value Theory*) – opšteprihvaćena je teorija i počiva na pretpostavci da novac ima vremensku vrednost, odnosno da 100 dinara danas, nije isto što i 100 dinara za godinu dana. Da bi izračunali kolika je današnja vrednost (PV – present value) 100 dinara koje očekujemo da primimo za godinu dana (odnosno, koliko moramo danas da investiramo da bi za godinu dana dobili 100 dinara), pod pretpostavkom da je kamatna stopa (koju bi, npr., dala banka, odnosno da izabrani projekat donosi prinos) 10%, potrebno je primeniti formulu za složeni kamatni račun (compound accounting), tj. $PV=100\text{din}/(1+10\%)=100/1,1=90,9$ dinara. Dakle, 100 dinara za godinu dana isto je što i 90,9 dinara na današnji dan. Ili, da bi smo ostvarili dobit od 100 dinara za godinu dana ulaganjem u projekat koji donosi prinos od 10% godišnje, potrebno je investirati 90,9 dinara danas. U finansijama, ovo izračunavanje sadašnje vrednosti budućih novčanih vrednosti (ili novčanih tokova) naziva se DCF analiza (discounted-cash-flow analysis).

Teorija neto sadašnje vrednosti (Net Present Value Theory) je takođe opšteprihvaćena, i polazi od toga da će racionalan investitor uvek posegnuti za in-

vesticionim projektom koji nudi veći prinos u budućnosti. Ali, da bi uopšte mogli proceniti i uporediti prinose koje nude, npr., dva različita projekta, neophodno je prethodno svesti buduće (očekivane) prinose po oba projekta zasebno na sadašnju vrednost, tj. za oba izračunati PV. Ako prvi projekat, na uloženih 90,9 dinara donosi 100 dinara za godinu dana, a drugi, po stopi od 9 % donosi 100 dinara za isti period, PV prvog projekta je pomenutih 90,9 dinara, a PV drugog je 91,74 dinara. U koji projekat investirati? Po primeni NPV formule (NPV je razlika između sadašnje vrednosti budućih prinosa od jednog projekta, umanjena za sadašnju vrednost investiranog novca), prihvata se samo projekat čiji je NPV pozitivan, odnosno, u konkretnom slučaju, koji je „pozitivniji“ (zahteva manja ulaganja za isti efekat) za investitora, a to je očigledno prvi projekat.

Dakle, različiti projekti mogu nuditi različite stope prinosa. Najčešće, u praksi, investitori (primenom NPV metode) porede očekivani prinos od investicije koju razmatraju sa prinosom koji zahteva najmanji trud i rizik (npr. ulaganje u državne zapise ili u depozit kod banke, kao vidove alternativativnih, uvek mogućih investicija). Stopa prinosa alternativne investicije naziva se alternativna cena kapitala (opportunity cost of capital ili market capitalization rate). Ako je prinos po jednoj investiciji veći od alternativne cene kapitala, jasno je, prihvaćće sa ta investicija. U gore datom primeru, prihvatamo prvi projekat koji daje prinos po stopi od 10%, naspram drugog, al-

ternativnog projekta koji daje 9%. Naravno, u realnosti stvari nisu tako očigledno prikazane, pa je stopu prinosa nešto teže utvrditi. Stopa prinosa prihvaćenog projekta naziva se prinosom do dospeća (yield to maturity) ili interna stopa prinosa (IRR – internal rate of return). Drugim rečima, IRR je upravo ona stopa koja po kojoj je NPV jednak nuli.

Nešto je komplikovanija situacija kad se izračunava buduća vrednost jednog čitavog niza očekivanih novčanih tokova, kao što je izračunavanje vrednosti prinosa od ulaganja u akcije ili obveznice na duže vremenske periode (koji obuhvataju više periodičnih obračuna u budućnosti, npr. isplata dividendi tokom tri godine držanja akcije, ili isplata kamata ili anuiteta tokom tri godine držanja obveznice), kao i kad se primenjuje inverzni proces izračunavanja sadašnje vrednosti čitavog niza budućih prinosa. Međutim, u obe situacije vrši se prosto svođenje svake pojedinačne vrednosti na zahtevani nivo i njihovo sabiranje. Na primer, ako želimo da izračunamo koliko moramo danas da investiramo u određeni projekat sa očekivanim prinosom od 10% godišnje da bi u naredne tri godine mogli da podizemo 1.000 dinara godišnje, onda treba da izračunamo sadašnju vrednost jednog niza budućih novčanih tokova (očekivanih prinosa). Tada je $PV = 1.000 \text{ din.}/1,1 + 1.000 \text{ din.}/1,1^2 + 1.000 \text{ din.}/1,1^3 = 909 \text{ din.} + 826 \text{ din.} + 751 \text{ din.} = 2486 \text{ din.}$

Najjednostavniji primer izračunavanja vrednosti budućih prinosa jesu

preferencijalne akcije (sa fiksnom dividendom). Pretpostavimo da razmatramo opciju da investiramo u preferencijalne akcije jedne kompanije koje daju dividendu od 10 dinara po akciji godišnje, a da trenutna tržišna cena te akcije iznosi 100 dinara. S obzirom da je prinos u ovom slučaju 10% godišnje (10 din./100 din.) i da taj prinos prevazilazi prinos koji redovno može da se ostvari ulaganjem u depozite kod banaka ili u kupovinu državnih zapisa, jasno je da je i NPV pozitivan, a da je IRR od 10% prihvatljiv izbor.

Naravno, ovoj računici, kao i drugim ovde pomenutim računicama, moraju se pridodati efekti inflatornih kretanja, kursnih razlika, poreski tretman investicije, drugi realni troškovi, itd, kako bi se utvrdila tzv. realna stopa prinosa i na osnovu tako dobijenog rezultata donela racionalna investiciona odluka. Naime, jedan investicioni projekat može doneti zaradu samo ako je sadašnja vrednost budućih (očekivanih) novčanih tokova (prinosa) veća od sadašnje vrednosti ukupnih troškova vezanih za taj projekat.

Da bismo ilustrovali kako se izračunava NPV jednog investicionog projekta, navešćemo sledeći primer. Domestic Jeans je domaća kompanija iz oblasti tekstilne industrije, koja razmatra mogućnost da kreira novi program moderne odeće. Ovo zahteva jednu incijalnu investiciju od evra 100.000 za nabavku novih osnovnih sredstava, a kompanija pri tome procenjuje da, s obzirom na preferencije potrošača za tom vrstom proizvoda, tzv. ekonomski život proizvoda treba da

FINANSIJE

dostigne pune tri godine. Prognoza novčanih tokova kompanije tokom naredne 3 godine prikazana je na donjoj tabeli:

Godina	Novčani tokovi (evra 000)
0	- 100
1	50
2	40
3	30

U navedenom primeru, postoji samo jedan negativan prikaz novčanih tokova – izdatak za nabavku opreme na samom startu projekta. Naredni novčani tokovi su pozitivni (evra 50.000 na kraju prve godine projekta, evra 40.000 druge i evra 30.000 treće godine). Da bi izračunali NPV projekta, treba nam odgovarajuća diskontna stopa, odnosno, moramo odrediti tzv. stopu kapitalizacije (k), koja se još naziva i cena kapitala (cost of capital) i jednaka je stopi prinosa koju investitori očekuju da ostvare ulaganjem u projekat (dakle, povoljnija od alternativnih stopa prinosa) uzimajući u obzir tržišni rizik koji projekat nosi (β – beta koeficijent projekta), da bi primenom te stope izvršili diskontovanje novčanih tokova po PV formuli. Uz pretpostavku da je $k = 8\%$, sadašnja vrednost evra 50.000 koji dospevaju krajem prve godine iznosi evra 46.296, itd., kao u donjoj tabeli:

NPV vrednost projekta iznosi evra 4.405, što znači da usvajajući planirani projekat menadžment očekuje da poveća vrednost kompanije za evra 4.405. S druge strane, imajući u vidu ovako izvedenu računicu, prilično je jednostavno odrediti i buduću vrednost akcija Domestic Jeans kompanije, te tako opredeliti sopstvenu investicionu odluku (investiranje u kupovinu akcija Domestic Jeans), ukoliko menadžment te kompanije usvoji predloženi projekat nove proizvodne linije (iznos NPV se deli na broj postojećih akcija i pridodaje njihovoj tržišnoj vrednosti, uračunavanjem te vrednosti u tzv. dobit po akciji (EPS – *earning per share*)).

Kalkulacija NPV-a posmatranog projekta relativno je jednostavan poduhvat u odnosu na prognoziranje vrednosti budućih novčanih tokova tog projekta. Teoretski, ta računica se svodi na sledeće:

Vrednost novčanih tokova = dobit – (ukupni troškovi + nenovčani troškovi) – porez, tj.:

Vrednost novčanih tokova = neto dobit + nenovčani troškovi

Kad se izračuna vrednost novčanih tokova za svaku godinu ponaosob u okviru posmatranog perioda, primenom odgovarajuće stope kapitalizacije k , izračunava se PV za čitav posmatrani niz

Godina	Novčani tokovi (evra 000)	Sadašnja vrednost novč. tokova po 8%	Kumulativna sadašnja vrednost
0	- 100	- 100	- 100
1	50	46,296	- 53,704
2	40	34,293	- 19,410
3	30	23,815	4,405

novčanih tokova, od čega se potom od-uzima vrednost inicijalne investicije za nabavku osnovnih sredstava (opreme za konkretan proizvodni program) i dobija se NPV projekta.

Naravno, pored navedene DCF analize, uputno je uzeti u obzir moguće promene vrednosti koje se uzimaju u kalkulaciju i uticaj tih promena na krajnji ishod investicionog projekta. Analiza koja uzima ove varijable u obzir naziva se analiza osetljivosti (sensitivity analysis), a počiva na izračunavanju srednjih vrednosti očekivanih novčanih tokova, u odnosu na najnepovoljniji i najpovoljniji mogući ishod.

2. INVESTIRANJE U OBVEZNICE

Na domaćem finansisjskom tržištu poslednjih nekoliko godina zapažena je dominacija tržišta akcija, kao i obveznica stare devizne štednje, dok korporativnih obveznica gotovo i da nema i njihov promet nije zabeležen. Investiranje, međutim, u bilo koji od finansijskih instrumenata zahteva sprovođenje navedenih ili sličnih procedura u cilju iznalaženja realnih vrednosti instrumenata u koje se želi investirati u okviru određenog investicionog projekta. Ipak, segmentacija pojedinih instrumenata prema tipovima tih instrumenata zahteva određene specifičnosti pri izračunavanju njihove vrednosti.

Obveznice, kao instrumenti sa fiksnim prihodom iziskuju poseban pristup za njihovo vrednovanje. Specifičnost ove vrste instrumenata je što njihovi emitenti obećavaju investitorima fiksni prinos u određenim periodima

vremena, odnosno po isteku roka dospeća tih instrumenata.

Dalje specifičnosti u vrednovanju nastaju zahvaljujući činjenici da određeni tipovi ovih instrumenata ne predviđaju periodične isplate kamata (*zero-coupon bonds*), dok drugi predviđaju (*coupon bonds*) isplatu kamata kroz kupone. Međutim, zajednička karakteristika svih instrumenata sa fiksnim prinosom je da na izračunavanje njihove tržišne vrednosti u datom momentu, pored kamatne stope koju instrument nosi, najviše utiče kretanje tzv. opšte (tržišne) kamatne stope (kao alternativne stope po kojoj investitori u datom momentu mogu sa lakoćom da investiraju).

Na primer, ukoliko je nivo opšte kamatne stope postao tokom života jedne obveznice viši u odnosu na dan njegov izdavanja, neminovno je da će tržišna vrednost naše obveznice proporcionalno biti manja zato što je tržišna kamatna stopa povećana, dok je obećana stopa iz obveznice ostala nepromenjena (naravno, problem ne postoji ako investitor ne namerava da prodaje svoju investiciju na tržištu, već čeka istek roka dospeća obveznice, kad dobija ukupan obećani iznos, baš kao što je i očekivao). Ako, na primer, sadašnja vrednost (PV) jedne obveznice, koja nudi trogodišnju isplatu od evra 100 svake godine, po stopi od 6% (a što je istovremeno u tom trenutku i tržišna stopa) u trenutku našeg investiranja u istu iznosi evra 267,3, pa nakon sat vremena opšta (tržišna) kamatna stopa skoči na 7%, tržišna vrednost obveznice (tj.

njena sadašnja vrednost) pašće za evra 4,87, na evra 262,43.

Obveznice bez kupona – Tržišna vrednost, odnosno PV, obveznica bez kupona (po osnovu kojih emitent isplaćuje samo jedan iznos, po isteku roka njihovog dospeća) izračunava se relativno jednostavno. Obećana vrednost koju emitent isplaćuje po isteku roka dospeća zove se nominalna vrednost (face value) obveznice. Vrednost jednogodišnje obveznice ovog tipa izračunava se kroz izračunavanje stope prinosa koji ta obveznica obezbeđuje u datom momentu ($i = \text{nominalna} - \text{tržišna cena} / \text{tržišna cena}$), dok se vrednost obveznica ovog tipa sa dužim rokovima dospeća izračunava primenom PV formule. Tako, dvogodišnja obveznica sa nominalom evra 1.000 i trenutnom tržišnom cenom od evra 880, ima (po primeni PV formule) prinos od 6,6% godišnje.

Kuponske obveznice – Nešto više napora iziskuje procena vrednosti kuponskih obveznica (po osnovu kojih emitent vrši periodične, godišnje ili polugodišnje isplate, a po isteku roka dospeća i celokupne glavnice, vlasnicima tih obveznica). Na primer, šestogodišnja obveznica sa nominalom evra 1.000 i kuponskom stopom od 10% daje vlasniku obveznice svake godine evra 100, u fiksnom iznosu, a na isteku roka dospeća još evra 1.000. Retko se dešava, međutim, da je tržišna stopa jednaka kuponskoj stopi, odnosno da je prinos koji ta obveznica daje jednak prinosu koji kupon daje (najčešće zbog promene opšteg nivoa kamatnih stopa na jednom tržištu u odnosu na vreme iz-

davanja obveznice). Zato je neophodno, pre investiranja u takvu obveznicu, izvršiti njenu procenu. Ove obveznice mogu imati cenu na tržištu koja varira nešto ispod ili nešto iznad nominalne vrednosti. Ako nameravamo da investiramo u 20-godišnju kuponsku obveznicu, sa kamatnim kuponom koji donosi 10%, a koja dospeva za godinu dana od dana kad je mi kupujemo, kad je inače opšta kamatna stopa na slične instrumente 5% godišnje.

Koja je vrednost ove obveznice? Očigledno je da ova obveznica daje približno duplo veći prinos od važeće tržišne kamatne stope i prinos koji obezbeđuje ta obveznica zapravo odražava njenu vrednost. Njen prinos se može izraziti kao trenutni prinos (current yield) ili kao prinos do dospeća (yield to maturity). U prvom slučaju, prinos se izračunava kao odnos vrednosti kupona i tržišne cene, tj. $\text{evra } 100 / \text{evra } 1.047,62 = 9,55\%$. Ova vrednost, međutim, zanemaruje činjenicu da na dan dospeća dobijamo samo evra 1.000 – evra 47,62, što je manje od onoga što plaćamo za obveznicu. U drugom slučaju, stopa prinosa do dospeća se izračunava kao diskontna stopa koja čini sadašnju vrednost (PV) svih preostalih isplata po osnovu držanja te obveznice jednakom njenoj tržišnoj vrednosti. Tačnije, $\text{prinos do dospeća} = (\text{vrednost kupona} + \text{nominalna vrednost} - \text{tržišna cena}) / \text{tržišna cena} = (\text{evra } 100 + \text{evra } 1.000 - \text{evra } 1.047,62) / \text{evra } 1.047,62 = 5\%$.

Trenutno, s obzirom na aktivno trgovanje isključivo obveznicama stare devizne štednje, navedene računice mo-

guće je primeniti samo na taj instrument. Neophodno je da investitori imaju u vidu kretanja cena, indekse i objavljene kotacije na internet sajtu Beogradske berze. Ove kotacije sadrže sve bitne podatke za izračunavanje fer vrednosti ovih obveznica. U donjem primeru daju se podaci sa Beogradske berze za trgovanje obveznicama stare devizne štednje koje dospevaju 2009. godine:

**A2009
Prethodno trgovanje**

Cena	86,09
Promena	0,63% 0.54
Prinos	5,6 %
Obim	7.370
Promet	6.308
Najviša dnevna cena	86,09
Najniža dnevna cena	85,05
Ukupna tražnja	/
Ukupna ponuda	

4. 9. 2006.

Cena	85,95
Promena	-0,16% -0.14
Prinos	5,68 %
Obim	66
Promet	57
Cena na otvaranju	85,95
Najviša dnevna cena	85,95
Najniža dnevna cena	85,95
Ukupna tražnja	/
Ukupna ponuda	/

3. INVESTIRANJE U AKCIJE

Za razliku od investiranja u obveznice, investiranje u akcije podrazumeva procene i analiziranje investicionog projekta na nešto drugačiji način. Naime, akcije nemaju rok dospeća, niti imaju (sa izuzetkom preferencijalnih akcija) fiksna, pa najčešće ni konstantan prinos. Pa ipak, diskontovanje novčanih tokova (DCF), bilo prinosa od dividendi ili neto novčanih tokova od poslovanja, i u ovom slučaju je primarni metod analize planirane investicije. Tačnije, tzv. metod diskontovanja dividendi (DDM – discounted-dividend model), koji počiva na metodu DCF analize, je primarni metod kod procene vrednosti akcija i definiše se kao bilo koji model pomoću kog se izračunava vrednost akcija kao sadašnja vrednost budućih dividendi. Svi DDM metodi polaze od osnovne pretpostavke da svaki investitor u obične akcije očekuje prinos od takve investicije koji se sastoji od dividende i uvećanja tržišne vrednosti te akcije.

Stopa tržišne kapitalizacije (k), koja se koristi za diskontovanje novčanih tokova, je očekivana stopa prinosa koju investitor u obične akcije zahteva i ima u vidu u trenutku investiranja, da bi uopšte investirao u kupovinu tih akcija. Stopa tržišne kapitalizacije uvek se usaglašava sa stepenom rizika investiranja u određenu akciju, i izračunava se kao zbir stope rasta prinosa od dividendi i količnika sadašnje (fer vrednosti) akcije i dividende u posmatranom periodu. Drugi način za izračunavanje ove stope je pomoću premije rizika na tu akciju, i

to kao zbira stope prinosa na nerizičnu aktivu i proizvoda premije rizika na posmatranu akciju i premije rizika celokupnog portfelja u koji treba uvrstiti i akciju koju posmatramo.

U našem primeru pretpostavimo da je stopa tržišne kapitalizacije određene akcije $k = 15\%$, dividenda $D_1 =$ evra 5 i da je očekivana cena na tržištu na kraju godine (kad se obračunavaju dividende za prethodnu godinu), $P_1 =$ evra 110. Stopa prinosa koju investitori očekuju, $E(r_1)$, jednaka je zbiru dividende očekivanog uvećanja tržišne vrednosti akcije, $P_1 - P_0$, podeljenom sa trenutnom tržišnom cenom date akcije, odnosno

$$\begin{aligned} E(r_1) &= \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0} = k = \\ &= k = \frac{5 + 110 - P_0}{P_0} = 0,15 \end{aligned}$$

Iz formule je vidljivo da je očekivana stopa prinosa u bilo kom periodu jednaka stopi tržišne kapitalizacije k . Iz navedene jednačine izvodi se formula sadašnje vrednosti akcije, u pogledu očekivane cene akcije na kraju godine:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + k} \quad \text{a što u našem slučaju znači}$$

$$P_0 = \frac{\text{EUR } 5 + \text{EUR } 110}{1,15} = \text{EUR } 100$$

Model počiva na pretpostavci da je poznata tržišna vrednost akcije na kraju poslovne godine. Ali, u stvarnosti, mali je broj kompanija koje daju takva predviđanja, a sa druge strane, kvalitet takvih prognoza ne mora biti pouzdan. Stoga, iz date formule izvodi se nova

formula za izračunavanje sadašnje tržišne vrednosti akcije:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots = \\ \dots &= \sum \frac{D_t}{(1+k)^t} \end{aligned}$$

Drugim rečima, današnja vrednost akcije izračunava se kao sadašnja vrednost svih očekivanih budućih dividendi, diskontovanih stopom tržišne kapitalizacije.

Svakako, postoje i dosta jednostavniji metodi izračunavanja vrednosti akcija, kao što je metod koji stavlja u relaciju prosečnu vrednost pokazatelja P/E racija (price-earning ratio) u drugim sličnim zemljama ili regionima i prinos po akciji (EPS – earning per share) koju posmatramo. Naime, ako je prosečan P/E racio u farmaceutskoj industriji određenog profila u zemljama centralne i istočne Evrope (CEE) približno 20, onda (pod pretpostavkom da su tržišne prilike u celom regionu veoma slične) vrednost akcije jedne domaće farmaceutske kompanije istog profila možemo provizorno odrediti ako znamo prinos koji ta kompanija ostvaruje po jednoj akciji (EPS), n.p. EUR 15, po sledećoj formuli:

$$\begin{aligned} P/E &= \frac{P_0}{\text{EPS}} \quad \text{što znači da } P_0 = \text{EPS} \times P/E = \\ &= \text{EUR } 15 \times 20 = \text{EUR } 300 \end{aligned}$$

Pomenuti metod, međutim, osim u površnim posmatranjima, nije primenjivan kao pouzdan metod analize, već više kao način posmatranja i istraživanja odstupanja cena akcija na jednom tržištu od opštih trendova.

S obzirom da investitori u većini slučajeva ne svode ukupno svoje investiranje na akcije jedne kompanije, već da najčešće, u cilju razvodnjavanja rizika, istovremeno poseduju akcije više kompanija (diversifikuju svoj portfelj), razvila se teorija koja se nadovezuje na gorepomenute modele utvrđivanja vrednosti akcija – portfolio teorija, na osnovu koje se vrši procena efekta određenog odnosa između očekivanih prinosa po akciji i rizika investiranja u tu akciju, u cilju iznalaženja najoptimalnije strukture portfelja hartija od vrednosti u vlasništvu jednog investitora ili, pak, jednog (penzionog ili investicionog) fonda.

U suštini, modeli koji počivaju na ovoj teoriji koriste tzv. verovatnoću distribucije određenog ishoda u cilju kvantifikovanja odnosa između rizika i očekivanog prinosa. Uobičajena mera za izražavanje rizika koji nosi određeni portfelj hartija od vrednosti jeste tzv. volatilitet, odnosno raspon između mogućih ishoda u pogledu prinosa koji jedna investicija donosi (što je veći ovaj raspon, veći je volatilitet).

Na primer, primenom računa verovatnoće možemo doći do rezultata da je najveća verovatnoća, i to, recimo, 60%, ostvarenja nekog prinosa od 10% godišnje po jednoj akciji, dok je verovatnoća samo 20% da će prinos biti 30%, te 20% da će se ostvariti gubitak od 10%. U ovom slučaju, očekivana stopa prinosa od investicije definiše se kao zbir svih ishoda mogućih stopa prinosa, pomnoženih sa stepenom verovatnoće nastupanja takvog ishoda. Odnosno:

$$E(r) = P_1r_1 + P_2r_2 + \dots + P_n r_n$$

$$E(r) = \sum P_i r_i$$

$$E(r) = 0,2 \times 30\% + 0,6 \times 10\% + 0,2 \times -10\% = 10\%$$

Volatilitet očekivanih prinosa od jedne akcije prikazuje se u zavisnosti od raspona svih mogućih ishoda i verovatnoće nastupanja ekstremnih vrednosti. Međutim, statistika koja se najčešće koristi u finansijama da bi se kvantifikovao i izmerio volatilitet mogućih ishoda u pogledu prinosa od jedne akcije jeste standardna devijacija, koja se izračunava kao kvadratni koren zbira proizvoda svih vrednosti verovatnoće nastupanja određenog ishoda i kvadrata razlike mogućeg i očekivanog prinosa. U našem slučaju, vrednost standardne devijacije dala bi se izračunati kao:

$$\sigma = \sqrt{0,2 (30\% - 10\%)^2 + 0,6 (10\% - 10\%)^2 + 0,2 (-10\% - 10\%)^2} = 12,65\%$$

Dakle, mogući očekivani prinos od 10% počiva na pretpostavljenim vrednostima budućih prinosa čije je odstupanje od njihove prosečne vrednosti oko 12%.

Ukoliko bi se sličnom računicom izvelo da je standardna devijacija neke druge, alternativne akcije niža od goreizračunate, to bi značilo, jednostavno rečeno, da je rizik investiranja u tu drugu akciju za toliko niži. Po pravilu, investiranje se vrši u instrumente sa nižom standardnom devijacijom. Zapravo, s obzirom da se date računice uglavnom primenjuju kod utvrđivanja

FINANSIJE

vrednosti celog jednog portfelja finansijskih instrumenata, i to pre svega u cilja iznalaženja najoptimalnije strukture tog portfelja (takve strukture i odnosa pojedinih instrumenata u tom portfelju da se obezbežuje maksimalni mogući prinos, uz najmanji mogući rizik), treba

8% i 14%, uz respektivnu standardnu devijaciju po stopi od 15% i 20% (što je obeleženo kao kriva funkcije), investitor treba da nastoji uvek da struktuiru (optimizuje) svoj portfelj nastojeći da taj portfelj uvek obezbeđuje maksimalan prinos uz minimum rizika (n.p. 12%):

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
1	PORTFOLIO OPTIMIZATION				Two Assets						
2				Exp Ret							
3	Inputs		Expected	Standard							- Riskless
4			Return	Deviation							[E(r) - r _f]
5	Riskless Rate (r _f)	6.0%	0.0%	0.0%							
6	Risky Asset 1	14.0%	20.0%	8.0%							
7	Risky Asset 2	8.0%	15.0%	2.0%							
8	Correlation (ρ)		0.0%								
9											
10											
11											
12											
13											
14											
15											
16											

ispitati na koji način se vrši tzv. optimizacija portfelja hartija od vrednosti. Pri tome se, gotovo po pravilu, karakteristike portfelja stavljaju u odgovarajući odnos sa prinosom koji daju tzv. nerizični instrumenti (npr. državni zapisi ili državne obveznice).

U teoriji se najčešće polazi od primera koji obuhvata tri instrumenta: jedan tzv. nerizičan (npr. državni zapis) koji služi kao benchmark (njegova standardna devijacija, odnosno rizik, je jednaka nuli) i dva rizična (npr. akcije dve određene kompanije), pri čemu isto pravilo važi i za portfelje koji obuhvataju veliki broj instrumenata. Ukoliko izabrani benchmark instrument daje siguran prinos od 6% godišnje (obeleženo kao linearna funkcija u donjem grafikonu), a drugi instrumenti donosi prinos od po

Standardna devijacija: X osa na gornjem grafikonu je standardna devijacija portfelja, koja je obračunata primenom sledeće formule:

$$\sigma = \sqrt{w^2 \sigma_1^2 + (1-w)^2 \sigma_2^2 + 2w(1-w)\rho\sigma_1\sigma_2}$$

Očekivani prinos: formula za izračunavanje očekivanog prinosa portfelja izvedena je na sledeći način:

$$E(r) = wE(r_1) + (1-w)E(r_2)$$

Optimizacija portfelja: S obzirom da $E_1 = E(r_1) - r_f$, $E_2 = E(r_2) - r_f$, formula za za optimizaciju portfelja je sledeća:

$$w_1 = \frac{(E_1\sigma_2^2 - E_2\rho\sigma_1\sigma_2)}{(E_1\sigma_2^2 + E_2\sigma_1^2 - (E_1 + E_2)\rho\sigma_1\sigma_2)}$$

Dobro optimizovan portfelj skoro da predstavlja garanciju uspeha investiranja. Naravno, proces očigledno nije jednostavan i po pravilu ga obavlja profesionalni portfolio menadžeri i investicioni savetnici. Ali, za svakog pojedinca koji namerava da svoju investiciju diversifikuje kroz portfelj od više različitih instrumenata, potrebno je da razume elementarne principe izračunavanja i izražavanja vrednosti imovine portfelja.

U tom smislu, treba naglasiti značaj još jednog metoda procene, značajnog za investitore. Naime, pored navedenih modela i metoda procene vrednosti pojedinačnih instrumenata ili čitavih portfelja instrumenata u koje investitor može uložiti svoj novac (bilo da ih sam kreira ili da ulaže u već postojeće portfelje, na primer u investicione i druge fondove), široko je rasprostranjena primena i tzv. modela procene kapitalne imovine² (CAPM – Capital Asset Pricing Model). Ovaj metod počiva na principu tzv. indeksacije (indexing). Indeksacija podrazumeva kreiranje takve diversifikacije portfelja u kom su hartije od vrednosti raspoređene u proporciji istovetnoj najšire rasprostranjenim indeksima, kao npr. Standard & Poor's 500 ili internacionalni Morgan Stanley Index. Ovako sazdan portfelj nazivaju se i tržišni portfelji. Sastav tržišnih portfelja odražava verno stanje ponude i tražnje na tržištu hartija od vrednosti, a premiju rizika koju sa sobom nosi od-

ređeni instrument iz takvog portfelja, neutralizuje rizik celog portfelja, što doprinosi da pažljivom selekcijom i strukturiranjem portfelja (optimizacijom), uz dodavanje takvoj strukturi izvesne količine nerizične aktive (državnih, visokolikvidnih obveznica ili zapisa), dovedemo stanje rizika i prinosa u odnos koji obezbeđuje najveći mogući profit u datom trenutku na datom tržištu. Količina nerizične aktive u strukturi portfelja proporcionalna je stepenu averzije investitora ka riziku i, uz volatilitet tržišnog prinosa, determiniše veličinu premije rizika. Mera u kojoj stopa prinosa jedne hartije ima tendenciju da se menja kad se prinos celokupnog tržišnog portfelja menja, izražava sa kao β (beta). Cena akcije čija je beta 1, raste i opada po istoj stopi kao celokupan tržišni portfelj. Ako je beta, međutim, veća od 1, ta akcija je volatilnija u odnosu na ukupan portfelj, i obratno, ako je manja od 1, akcija ima manji volatilitet od portfelja. Na primer, za akciju čija je beta 2, ako tržište poraste za 10% više nego što je očekivano, vrednost (prinos) te akcije porašće za 20%. I obratno, ako tržište padne za 10%, vrednost te akcije pašće za 20%. Hartije sa većim beta koeficijentom nazivaju se „agresivnim“, a sa manjim, „defanzivnim“. Prema CAPM modelu, premija rizika bilo kog dela aktive iz jednog portfelja jednaka je proizvodu njene bete i i premije rizika tržišnog portfelja. Danas, većina poznatih investicionih i penzionih fondova, osiguravajućih kompanija, banaka, itd., upravlja svojim portfeljima na bazi CAPM modela indeksacije.

² Investments, Bodie-Kane-Marcus, Fifth Edition

Brojni su metodi pristupanja proceni efekata buduće investicije, ali za sve je zajedničko to što u suštini svojih razmatranja pažnju fokusiraju na dve bazne kategorije: očekivani prinos od investicije i stepen rizika od te investicije. Na domaćem tržištu, bez obzira na skroman izbor likvidnih (a još manje tzv. nerizičnih) instrumenata, obe komponente investiranja moraju se takođe imati u vidu prilikom razmatranja investicionih projekata i donošenja investicione odluke. Štaviše, s obzirom na skorbu liberalizaciju deviznog sistema i ukupnih kreditnih odnosa prema inostranstvu, za očekivati je da će se na lokalnoj sceni naći i inostrani finansijski instrumenti, posebno kroz ulaganja domaćih investicionih i penzionih fondova, ali i kroz individualne aranžmane veštijih pojedinaca, što će doprineti da se do skoro neprimenjiva i nepoznata globalna pravila ponašanja³, hteli mi to ili ne, odomaće i na lokalnom nivou.

4. TEHNIKA INVESTIRANJA

Primena gorenavedenih metoda i procedura procene i analize neophodna je da bi se dobila tzv. fundamentalna (intrinsic value) ili fer vrednost određenog finansijskog instrumenta (akcije ili obveznice) ili čitavog portfelja instrumenata⁴. Takva vrednost zapravo predstavlja tzv. investicionu vrednost

instrumenta, tj. sposobnost tog instrumenta da njegovom vlasniku donosi zaradu u budućnosti, za razliku od knjigovodstvene (likvidacione vrednosti) koja uzima u obzir samo stanje zatečene aktive (imovine) jednog entiteta u određenom trenutku. Međutim, tržišna vrednost jednog instrumenta ne mora da odražava automatski njegovu fer vrednost. Česta je pojava da postoje očigledne diskrepancije i odstupanja te dve vrednosti. Prednost poznavanja elementarnih principa utvrđivanja fer vrednosti sastoji se u tome što, pre ili kasnije, tržište mora korigovati cene i prilagoditi ih realnom stanju (t.j. tržišne cene se moraju približiti izračunatoj fer vrednosti), što svakome ko poznaje te principe omogućava da kupi akcije ili obveznice kad ih tržište potcenjuje, odnosno da ih proda kad ih tržište precenjuje u odnosu na njihovu fer vrednost i da po tom osnovu kasnije ostvari zaradu.

U svakom slučaju, kad smo istražili sve opcije koje jedna investicija pruža, bilo pozitivne ili negativne, pristupamo donošenju investicione odluke, odnosno kupovini određenog finansijskog instrumenta. Nadalje, sve je pitanje tehnike investiranja i izbora prikladne exit strategije, u slučaju povlačenja sa tržišta u datom momentu⁵.

S obzirom da je investiranje na domaćem tržištu hartija od vrednosti proučeno bogatom paletom rizika raznih vrsta, te da se investiranje u kandidate sa

³ *Understanding the Securities Laws*, Lary D. Soderquist, Third Edition, 1998.

⁴ *Security Analysis: The Classic 1934 Edition*: Books: Benjamin Graham, David Dodd

⁵ *How the U.S. Securities Industry Works*, Third Edition, by Hal Mc Intyre

FINANSIJE

beskrajne liste potpuno nepoznatih lokalnih akcionarskih kompanija najčešće ne može ozbiljno uzeti u razmatranje (izuzev kad takvo ulaganje počiva na „šestom čulu“ investitora insajdera), uputno je zadržati se na razmatranju mogućnosti koje nude neke od najlikvidnijih domaćih kompanija, uglavnom koncentrisanih u korpi emitenata akcija koje čine tzv. indeks Belex 15.

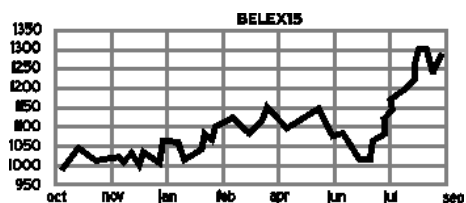
Sa stanovišta tržišnih pojmova, ovaj indeks je nastao relativno skoro

(4. oktobra 2005. godine) i odražava stanje na tržištu najlikvidnijih akcija domaćih kompanija. Najbitnija stavka za uključivanje jedne akcije u ovaj indeks jeste da se tim instrumentom aktivno i u većem obimu trgovalo u određenom posmatranom periodu, što implicira njenu likvidnost i relativnu stabilnost. Na žalost, tzv. stepen slobodne fluktuacije (FFc – free float rate) akcija jedne kompanije, koji procentualno izražava odnos akcija te kompanije

Emitent	Simbol	Količina	FFc	Procenat
AIK banka a.d. Niš	AIKB	5.703.618	0,70	20,00 %
Energoprojekt holding a.d. Beograd	ENHL	5.626.549	0,98	12,78 %
Univerzal banka a.d. Beograd	UNBN	371.612	0,85	12,64 %
Alfa plam a.d. Vranje	ALFA	131.083	0,74	7,38 %
Metalac a.d. Gornji Milanovac	MTLC	1.020.000	0,85	7,36 %
Agrobanka a.d. Beograd	AGBN	180.303	0,75	6,96 %
Tigar a.d. Pirot	TIGR	171.846	0,96	6,83 %
Progres a.d. Beograd	PRGS	5.392.750	1,00	4,99 %
Čačanska banka a.d. Čačak	CCNB	100.093	0,48	4,94 %
Soja protein a.d. Bečej	SJPT	770.000	0,26	4,78 %
Imlek a.d. Beograd	IMLK	8.112.574	0,18	4,35 %
Tehnogas a.d. Beograd	TGAS	1.036.658	0,18	3,30 %
Hemofarm koncern a.d. Vršac	HMFR	3.300.000	0,02	1,94 %
Radijator a.d. Zrenjanin	RDJZ	354.106	1,00	1,75 %

je kojima se aktivno trguje i kojima se ne trguje na berzi (zbog koncentracije u rukama jednog, većinskog akcionara), očigledno nije reporni kriterijum za ovo uključivanje, s obzirom da su u indeks često uključene i kompanije sa manje od 20% slobodnih akcija (Hemofarm je, na primer, još uvek uvršten u ovu listu, bez obzira što mu je FFC samo oko 2%). Na donjoj tabeli prikazane su kompanije iz indeksne korpe Belex 15 (istorijski podatak):

Trenutno, vrednost ukupne tržišne kapitalizacije akcija u slobodnoj fluktuaciji (jednaka proizvodu broja svih akcija u prometu i njihovoj trenutnoj tržišnoj vrednosti) iznosi oko 52 milijarde dinara, dok je prosečan P/E racio svih akcija oko 16%. Vrednost ovog indeksa u datom momentu pokazuje trend kretanja cena na najlikvidnijem delu tržišta akcija. Ona je tokom svoje kratke istorije oscilirala od nekih 901 indeksnih poena (utvrđenih na dan lansiranja indeksa, 4. oktobra 2005), da maksimalnih 1.304 poena (16. avgusta 2006. godine). Današnja vrednost kreće se oko 1.290 indeksnih poena. Stepenn odstupanja vrednosti indeksa (volatilitet), čak i na ovom najlikvidnijem segmentu domaćeg tržišta, očigledno nije zanemarljiv, pa je komponentu rizika neophodno uzeti u obzir na adekvatan način i u slučaju investiranja po modelu indeksacije (formiranje portfelja proporcionalnim investiranjem u svaku od akcija iz indeksa, uz manje ili veće investiranje u državne instrumente). Istijski posmatrano, Belex 15 je imao sledeća kretanja vrednosti:



Opšte stanje na domaćem tržištu akcija prikazano je, međutim, jednim drugim indeksom – *Beleks fm indeksom*.

Beleks fm je prvi indeks na našem tržištu akcija (uveden je na Beogradskoj berzi 1. maja 2004. godine, sa startnom osnovom od 1.000 indeksnih poena, da bi istorijski maksimum ostvario 17. avgusta ove godine sa 1.783 poena, dok je istorijski minimum zabeležen neposredno nakon lansiranja indeksa, 30. juna 2004. godine, kad je iznosio 941 poen). Svrha uvođenja ovog indeksa je da meri promene cena akcija na slobodnom berzanskom tržištu svih izdavaoca koji su uključeni na to tržište, a sa čijim akcijama je realizovana najmanje jedna transakcija i da tako daje sliku opšteg stanja na tržištu akcija. Zbog primetnog stepena volatiliteta, te nemogućnosti predviđanja kretanja cena za najveći broj kompanija u ovom indeksu (preko 1.400 kompanija trenutno je uključeno na Beogradsku berzu, od kojih većina ne poštuje minimalne korporativne standarde i pravila izveštavanja javnosti o poslovanju), značaj ovog



indeksa, u datim okolnostima, teško je definisati.

Iz navedenih razloga, Beogradska berza je od maja 2007. godine, uvela novi indeks – *Belexline*. Ovaj indeks je mnogo precizniji reprezent stanja na domaćem tržištu kapitala, jer u svojoj indeksnoj korpi ne obuhvata sve, već samo sto najlikvidnijih akcija. Inače, prema pravilima za formiranje ovog indeksa, u indeksnoj korpi može se nalaziti između 70 i 150 kompanija, a uslov za uključivanje u ovu korpu je da se akcijama trgovalo najmanje deset odsto trgovačkih dana u prethodna četiri meseca.

Bez obzira na kretanje vrednosti indeksa i rezultata dobijenih procenom i analizama drugih parametara (već opisanih u ovom tekstu), neophodno je za svakog potencijalnog investitora da razume i redovno prati dnevna zbivanja i beleži promene u kretanju pojedinačnih akcija koje dolaze u uži izbor za kupovinu. Naime, na internet sajtu Beogradske berze moguće je dobiti sledeće dnevne informacije o trgovanju akcijama jedne kompanije:

cijom nije trgovalo na dan 1. septembra i da, sledstveno, nije ostvaren promet (koji se inače izražava u dinarskoj vrednosti), da cena na otvaranju, kao ni minimalna i maksimalna cena akcije tog dana nije utvrđena (jer nije bilo prometa), da su prodavci nudili ukupno 187 akcija i da su prodavci želeli da kupe ukupno 10 akcija, ali da cena u ponudi i cena u tražnji nisu mogle da se upare. Akcijama se trgovalo po metodu prevladajuće cene (za razliku od metoda kontinuiranog trgovanja, koji se trenutno primenjuje kod samo 15 kompanija na berzi).

5. SELEKCIJA BROKERA

Nakon definitivnog izbora cilja investicione odluke, daje se nalog za njegovu realizaciju na berzi. Međutim, kako naloge na berzi mogu ispostavljati samo članovi berze (brokerske kuće i ovlašćene banke), to je nužno za svakog investitora da blagovremeno izvrši optimalnu selekciju brokera (banke). Ukoliko investitor preferira konsultacije i

Datum trgovanja	Cena	Prom %	Obim	Promet	Cena Otv	Min	Max	Ukupna Ponuda	Ukupna Tražnja	Metod
01.09.2006	53.000	0,00	0	0	/	/	/	187	10	MPC

Navedeni podaci nam govore da je, na dan 1. septembra ove godine, tržišna cena predmetne akcije iznosila 53.000 dinara, da se ta cena nije promenila u odnosu na prethodni dan, da se tom ak-

savetovanja sa brokerom tokom celog ciklusa razmatranja i donošenja jedne investicione odluke, onda će on ovu selekciju načiniti već u prvoj fazi spoznaje da raspolaže viškom novca koji želi

da investira u hartije od vrednosti. Brokeri koji pored standardnog prijema i izvršavanja naloga obavljaju za svoje klijente i poslove istraživanja tržišta, analize i predlaganja nazivaju se full service brokeri i, shodno naporu koji ulažu, njihove usluge su nešto skuplje od tzv. discount service brokera, koji samo vrše prijem i izvršavanje naloga na berzi, bez analiza i proučavanja efekata investicione odluke klijenta.

Sa izabranom brokerskom kućom (ili bankom) investitor zaključuje ugovor o trgovinskom zastupanju (ili berzanskom posredovanju, nazivi mogu da se razlikuju, suština je ista) i otvara preko tog brokera vlasnički račun hartija od vrednosti u Centralnom registru hartija od vrednosti, kako bi obezbedio prostor za skladištenje hartija od vrednosti po obavljenoj kupovini. Na kraju, da bi nalog za kupovinu mogao da se da brokeru, neophodno je da investitor prethodno otvori tzv. namenski novčani račun kod banke i uplati adekvatnu količinu dinara na taj račun, potrebnu za kupovinu planirane količine hartija od vrednosti, po ceni koja odgovara interesima i očekivanjima investitora. U pogledu vrste naloga koje prepoznaje sistem Beogradske berze, razlikuju se sledeći nalozi:

- 1) po veličini – pojedinačni nalog klijenta ili zbirni nalog (skup naloga jednakih po vrsti transakcije, vrsti cene i ceni, vremenu trajanja i uslovima količine);
- 2) po vrsti transakcije – kupiti ili prodati;
- 3) po vremenu trajanja – dnevni, do

određenog dana (u roku trajanja najduže 90 dana), ili do opoziva (rok trajanja 90 dana);

- 4) po ceni – limit nalog, tržišni nalog (koji po vremenu trajanja može da bude samo dnevni);
- 5) nalog za povlačenje;
- 6) posebni – sve ili ništa, nalog za promenu naloga, nalog sa skrivenom ukupnom količinom, nalog za minimalno izvršenje, sve ili ništa trenutno, stop nalog, na otvaranju, na zatvaranju.

Kad broker primi nalog od investitora, on ga unosi u sistem berze (pod uslovom da berza u to vreme prima naloge, s obzirom na metod trgovanja i redovno vreme održavanja berzanskih sastanaka od 9 do 14 časova). Po uparivanju naloga (investitora) za kupovinu sa nalogom (trećeg lica) za prodaju, transakcija je okončana i u roku od naredna tri radna dana vrši se saldiranje transakcije (prenos novca sa računa investitora na račun prodavca i prenos hartija sa vlasničkog računa hartija od vrednosti prodavca na vlasnički račun investitora). O ishodu obavljene transakcije broker uvek obaveštava investitora.

Investitor, međutim, zaradu realizuje tek u momentu prodaje hartije od vrednosti, kupljene na goreopisani način. Dakle, tek po izvršenju naloga prodaje te hartije (inverznim putem od gore opisanog), investitor zna koliko je zaista zaradio. Naravno, zarada se ne sastoji od obične, čiste razlike cene po kojoj je hartija kupljena i po kojoj je prodana, već sa na nju utiče još niz pratećih stavki, u vidu troškova (transak-

cioni i drugi troškovi), i prihoda (npr., kamate, dividende) za investitora. Naime, redovan trošak na koji svaki investitor mora da računa jeste naknada brokera za izvršene usluge (full service podrazumeva naknadu u visini između pet i deset hiljada dinara, ili discount broker – do 1% od vrednosti transakcije), naknada banci za obavljen platni promet (oko 0,1%), naknada Centralnom registru za izvršeno saldiranje (0,1%), te naknada berzi za egzekuciju naloga (0,15%, kad su akcije u pitanju). Ukoliko investitor pak namerava da investira u kupovinu investicionih jedinica koje izdaju investicioni ili penzioni fondovi, onda mora da računa i na dodatne troškove za ulazak u fond (do 3% od vrednosti sredstava pri unosu u penzijske fondove) i za upravljanje fondom (do 2% od vrednosti imovine penzijskog fonda, godišnje), koje plaća kompaniji koja se bavi upravljanjem fondovima, ali takođe, može da računa i na određene poreske stimulanse (porez na kapitalnu dobit se plaća tek po prodaji investicione jedinice, ali ne i na dobit koja se ostvari prodajom u okviru samog fonda). Upravo poreski tretman ulaganja u hartije od vrednosti i investicione jedinice fondova predstavlja jedno od kompleksnijih pitanja koje svaki investitor mora imati u vidu već pri donošenju investicione odluke, daleko pre sprovođenja exit strategije i prodaje hartije od vrednosti. U suprotnom, može se desiti da prinos od investicije ne dostigne očekivane razmere.

U modernom zakonodavstvu, hartije od vrednosti i investicione jedinice

fondova imaju sledeći poreski tretman (u obzir su uzete najnovije izmene propisa iz oblasti poreza na dohodak građana, koje su u vreme pripreme ovog teksta stupile na snagu, ali još nisu u primeni):

Hartije od vrednosti:

- po osnovu transakcija sa hartijama od vrednosti, plaćaju se sledeće poreske obaveze:
- porez na prenos apsolutnih prava (porez na imovinu) – po stopi od 0,3% od vrednosti transakcije, po osnovu prodaje domaćih hartija od vrednosti, uvećano za 0,05% troškova obračuna tog poreza koji vrši Centralni registar hartija od vrednosti;
- porez na kapitalne dobitke (porez na dohodak građana) – ovaj porez, po stopi od 20% od prihoda od kapitala, po pravilu se plaća na ostvareni kapitalni dobitak od razlike u ceni po kojoj je kupljena i po kojoj je prodana jedna hartija od vrednosti, osim dužničkih hartija od vrednosti. Ako su istovremeno i kupac i prodavac nerezidenti, ovaj porez se ne plaća. Kapitalna dobit ostvarena u okviru fonda ne oporezuje se pre vršenja isplata po osnovu članstva u fondu (isplata akumuliranih sredstava), s obzirom da se taj porez plaća samo na dobit ostvarenu kroz uvećanje vrednosti investicione jedinice – tj. kao razlika između akumuliranih sredstava povučenih jednokratnom ispla-

tom, programiranom isplatom ili kupovinom anuiteta iz fonda i visine uplaćenog penzijskog doprinosa.

Porez na dodatu vrednost
– ne plaća se.

- Po osnovu vlasništva nad hartijama od vrednosti, plaćaju se sledeće poreske obaveze:
 - porez na prihod od kapitala (porez na dohodak građana) – ovaj porez, po stopi od 20% od prihoda od kapitala, plaća se na sve prihode od kamata, dividendi (osnovicu čini 50% od bruto isplaćenih dividendi) i drugih eventualnih prinosa koje hartija daje zakonitom imaocu. Ovaj porez, međutim, ne plaća se za prinose od državnih hartija od vrednosti (obveznice stare devizne štednje, trezorski zapisi i sl.), i hartija čiji je izdavalac NBS ili jedinica lokalne samouprave. Takođe, prihod od kapitala ostvaren u okviru fonda, s obzirom da se taj prihod ne isplaćuje pre vršenja isplata po osnovu članstva u fondu (isplata akumuliranih sredstava), ne oporezuje se, već se porez plaća samo na dobit ostvarenu kroz uvećanje vrednosti investicione jedinice;
- Porez na imovinu – ne plaća se.

Investicione jedinice:

- porez na kapitalne dobitke (porez na dohodak građana) – Kapitalnim dobitkom smatra se onaj deo razlike između akumuliranih sredstava povučenih jednokratnom isplatom, programiranom isplatom ili kupo-

vinom anuiteta iz fonda i visine uplaćenog penzijskog doprinosa, i oporezuje se po stopi od 20% od tako ostvarenog dobitka. Prenos računa iz postojećeg u drugi dobrovoljni penzijski fond ne smatra se kapitalnim dobitkom i ne oporezuje se. Povlačenje akumuliranih sredstava po osnovu udela člana fonda radi ulaganja u kupovinu anuiteta u društvu za osiguranje oslobađa se poreza na kapitalni dobitak;

- porez na kapitalne dobitke (porez na dohodak građana) – Uplate penzijskih doprinosa od strane poslodavca /organizatora plana u dobrovoljne penzijske fondove i penzijske planove oslobođeno je plaćanja poreza na dohodak građana kao i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje za iznose do 3.000,00 dinara;
- porez na imovinu – ne plaća se;
- porez na dodatu vrednost – ne plaća se.

ZAKLJUČAK

Na ovom mestu su sažeto prikazana osnovna pravila i tehnike koje svaki investitor treba da zna da bi započeo avanturu na finansijskom tržištu, odnosno da bi bolje razumeo svoje savetnike, brokere i druge posrednike, čije je prisustvo u sprovođenju jedne investicione odluke praktično neminovnost. Olako ulaženje u jedan investicioni proces, bez prethodne procene i analize kako instrumenta u koji se investira, tako i kompanije koja ga emituje, lako može da rezultira gubitkom,

posebno ako investitor nije do detalja upoznat sa tehnikom davanja naloga i praćenjem zbivanja nakon izvršenja naloga.

U slučaju da opisani proces deluje suviše složeno za investitore, onda je mnogo bolje da se investitori oslone na potpuni angažman profesionalnih posrednika, kao u primeru investicionih ili penzionih fondova, ili individualnih portfolio menadžera ili, još jednostavnije, svoju investicionu politiku mogu da usmere na neku drugu stranu, van zone hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenta.

LITERATURA

1. *Understanding the Securities Laws*, Larry D. Soderquist, Third Edition, 1998.
2. *Finance*, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Preliminary Edition, 1998.
3. *Investments*, Bodie-Kane-Marcus, Fifth Edition
4. *Security Analysis*, the Classic 1934 Edition: Books: Benjamin Graham, David Dodd
5. *How the U.S. Securities Industry Works*, 3rd Edition, by Hal McIntyre
6. *Pravila poslovanja Beogradske berze*, 04/2 br. 3821/07

Rad primljen: 11. 6. 2007.

UDK: 336.761(497,11)

JEL: G 10

Pregledni rad

TRANSPARENTNOST FINANSIJSKIH TRŽIŠTA: OSVRT NA BEOGRADSKU BERZU

FINANCIAL MARKET TRANSPARENCY: BELGRADE STOCK EXCHANGE OVERVIEW

Dr Srđan MARINKOVIĆ
Ekonomski fakultet, Niš

Rezime

Transparentnost trgovanja je jedan od ključnih koncepata u teoriji mikrostrukture finansijskih tržišta. Nivo transparentnosti ima snažan uticaj na likvidnost, efikasnost i pravičnost tržišta. U radu dajemo pregled različitih standarda i procedure izveštavanja o trgovanju koji se primenjuju u svetu, kao i aktuelne teorijske dileme: izbor aukcijskog ili dilerskog sistema trgovanja, elektronske ili klasične trgovine. Posebnu pažnju posvećujemo blok trgovanju kao mehanizmu trgovanja važnom za problem transparentnosti. U radu smo utvrdili da pravila izveštavanja o toku i rezultatima trgovanja koja su u primeni na Beogradskoj berzi svedoče o tržištu koje, u poređenju sa drugim sistemima elektronskog trgovanja, odlikuje prilično visok nivo transparentnosti. Međutim, u narednom periodu, donosioci odluka moraju definisati ciljni nivo transparentnosti trgovanja, imajući u vidu relativno učešće institucionalne i individualne trgovine, sada i u dinamičkom kontekstu, i njihove suprotstavljene interese kada je u pitanju nivo transparentnosti.

Ključne reči: TRANSPARENTNOST FINANSIJSKIH TRŽIŠTA, MIKROSTRUKTURA, BEOGRADSKA BERZA, PRAVILA ZA IZVEŠTAVANJE O TRGOVANJU.

Summary

Trade transparency is a key concept in market microstructure theory. The level of the transparency has probably strong influence on the market liquidity, efficiency and fairness. The paper reviews different trade reporting standards and procedures that are implementing globally, as well as, the actual dilemmas in the theory: the choice of auction vs. dealership markets, electronic vs. floor markets. The special focus has been given to Blok trading as it is important for the issue of transparency. We have found the rules governing pre-trade and post-trade reporting in Belgrade Stock Exchange make it rather high-level transparent market in comparison to other global Electronic Trading Systems. However, in days to come, policy-makers have to decide on target level of trade transparency, having in mind current and perspective mix of institutional and individual trades and theirs confronting interest in respect to the level of trade transparency.

Key words: FINANCIAL MARKET TRANSPARENCY, MICROSTRUCTURE, BELGRADE STOCK EXCHANGE, TRADE-REPORTING RULES.

UVOD

Transparentnost na primarnom tržištu hartija od vrednosti je ključna za afirmaciju finansijske trgovine i zaštitu interesa investitora. Istraživački fokus u ovom radu usmeren je na procedure koje utiču na transparentnost toka naloga, odnosno aktivnosti trgovanja, a koje definišu ono što je u teoriji mikrostrukture finansijskih tržišta poznato kao koncept transparentnosti tržišta. Za razliku od problema koji u ovom radu ostavljamo po strani, i oko koga se u širokoj akademskoj i poslovnoj zajednici formulisao konsenzus, razmatranje pitanja transparentnosti procesa trgovanja ne vodi do tako jedinstvenih i jasnih zaključaka.

Nivo transparentnosti direktno je izveden iz nekih obeležja samog sistema trgovanja. Po pravilu, izbor između dilerskog i aukcijskog sistema, klasičnog

sistema koji učesnike okuplja na fizički definisanom prostoru ili elektronskog sistema, utiče i na izvesna rešenja značajna za nivo transparentnosti. Međutim, u okviru primenjenih rešenja postoji širok prostor da se pravilima objavljivanja informacija o procesu i rezultatima trgovanja podigne ili snizi nivo transparentnosti trgovanja.

Neke specifične procedure kreirane po specijalnim zahtevima transaktora takođe uslovljavaju nivo transparentnosti u trgovanju. Na primer, blok trgovanja, po pravilu, karakteriše niži nivo transparentnosti koji je ciljno definisan da zaštiti interese učesnika u transakciji. Zbog značaja ove metode na nju ćemo se posebno osvrnuti u tekstu.

Konačno, u radu analiziramo vrste informacija i aktore kojima se te informacije čine dostupnim u elektronskom sistemu trgovanja Beogradske berze. Cilj nam je da damo ocenu stepena

transparentnosti domaće berze u odnosu na rešenja koja se primenjuju u sličnim sistemima trgovanja. Takođe, dajemo i izvesne opservacije koje mogu pomoći u daljem oblikovanju sistema izveštavanja Beogradske berze, a u skladu sa strukturom učesnika na našem tržištu i, s tim u vezi, ciljnim nivoom transparentnosti.

1. POJAM I VRSTE TRANSPARENTNOSTI

Transparentnost tržišta se definiše (O'Hara, 1995, p. 252) kao mogućnost učesnika na tržištu da prate informacije o procesu trgovanja. U ovom kontekstu, informacije se odnose na poznavanje cena, kotacija, obima trgovanja, izvora naloga i identiteta učesnika na tržištu. Uprkos jednostavnosti s kojom se pristupa definisanju pojma transparentnosti, sam problem je značajno složeniji. Jedna od poteškoća odnosi se na vrstu informacija koja može biti dostupna, a drugi na subjekte kojima je dozvoljen uvid u te informacije. Zbog toga se u praksi kvalifikacije o nivou transparentnosti teško mogu dati sa potrebnom akademskom preciznošću.

Transparentnost je i fundamentalno pitanje u regulaciji tržišta. O značaju transparentnosti govori i jasan stav američke Komisije za hartije od vrednosti i berze (US SEC, 1994, p. 17). Naime, u izveštaju ovog tela navedeno je da „... transparentnost, kao momentalno objavljivanje informacija o obavljenoj trgovini, cenama i obimu trgovanja, igra fundamentalnu ulogu u održanju pravičnosti i efikasnosti sekundarnog

tržišta ... transparentnost dovodi do toga da cene akcija u potpunosti odražavaju informacije, čime se uvećanjem sposobnosti investitora da procene nivo tražnje i ponude snižavaju troškovi trgovanja. Takođe, omogućavanjem svim investitorima da blagovremeno pristupe tržišnim informacijama doprinosi se pravičnosti tržišta“. U skladu sa tim, svim organizatorima tržišta nameće se obaveza momentalnog izveštavanja o cenama i obimu realizacije postignutim u trgovanju, kao i pružanju informacija svim učesnicima u trgovini o najboljim aktuelnim kupovinim i prodajnim kotacijama. Međutim, ovako afirmativno gledište na problem transparentnosti i njegove efekte nije univerzalno prihvaćeno čak i kod regulatornih tela.

Transparentnost predstavlja jednu od odrednica tržišta koja je određena obimom i kvalitetom informacija koje dobijaju učesnici tokom i nakon procesa trgovanja. Jasna kategorizacija tržišta na transparentna i netransparentna više je empirijsko nego akademsko pitanje. Najjednostavnije, netransparentna tržišta su ona tržišta koja ne nude previše informacija o postignutim cenama i kotacijama, za razliku od transparentnih tržišta koja učesnicima stavljaju na raspolaganju relevantne informacije u toku (kotacije, dubinu, itd.) i posle trgovanja (aktuelne cene, obim realizacije, itd.). Tržišta se takođe mogu razlikovati i u stepenu distribuiranja (engl. dissemination) informacija (brokerima, klijentima, ili čitavoj javnosti), brzini distribuiranja (momentalno ili uz projektovano odlaganje) i stepenu ano-

nimnosti (skriveni nalozi, nepoznat trgovinski partner).

Korisno je da se, iz analitičkih razloga, izdvojeno posmatra transparentnost u dve dimenzije: transparentnost toka (uslova) trgovanja (pre-trade transparency) i transparentnost rezultata trgovanja (post-trade transparency). Prvi oblik transparentnosti se odnosi na slobodan pristup informacijama o tekućim kotacijama, dubini tržišta, odnosno informacijama o nalogima po ograničenoj ceni udaljenoj od najbolje cena na istoj strani tržišta (u enleskom žargonu „top of the book“), kao i o ostalim informacijama koje prate proces trgovanja kao što su postojanje krupnih neravnoteža u ponudi i tražnji. Drugi oblik transparentnosti se odnosi na dovoljno širok (public) i blagovremen (timely) pristup informacijama o realizovanim transakcijama, uključujući vreme izvršenja, količine, cene i ukoliko je moguće o identitetu kupaca i prodavaca. Kao što vidimo transparentnost je jedan kompleksan koncept.

2. TRANSPARENTNOST TRGOVANJA I MIKROSTRUKTURA TRŽIŠTA

Pitanje transparentnosti se u poslednje vreme nameće kao centralno pitanje za dizajn tržišta i njegovu „metriku“, odnosno mere performansi kao što su informaciona efikasnost, likvidnost i pravičnost trgovanja. Od tržišta, odnosno sistema trgovanja, očekujemo da preko pomenutih performansi ostvari društveni interes izražen kroz tri uslova, tj. stvori pouzdan sistem utvrđivanja ce-

ne, omogući dostupnost informacije o cenama najšire definisanoj grupi korisnika i omogući efektivan mehanizam upravljanja rizicima koje generišu tržišne fluktuacije cena (O’Hara, 1995, p. 268).

Praktičan značaj transparentnosti tržišta izazvao je veliku pažnju i u akademskim krugovima. Značaj transparentnosti za teoriju mikrostrukture tržišta određen je činjenicom da će strategije učesnika na tržištu zavisiti i od raspoloživosti informacija u procesu trgovanja. Ako je uvid u tzv. knjigu naloga sa ograničenom cenom dopušten jedino ovlašćenom market-mejkeru, onda će se ponašanje market-mejkera, ali i superiorno i inferiorno informisanih agenata razlikovati u odnosu na situaciju u kojoj su date informacije svima dostupne (common knowledge). Ako strategije učesnika pokazuju zavisnost od nivoa transparentnosti tržišta, onda će i ekvilibrijum na tržištu takođe zavisiti od stepena transparentnosti. Teorija mikrostrukture tržišta, kao poseban segment finansijske teorije, upravo je koncentrisana na međuzavisnost konkretnih procedura koje definišu način interreagovanja učesnika na tržištu i performansi sistema trgovanja. U samim modelima mikrostrukture tržišta mogućnost strategijskog, tj. inteligentnog ponašanja aktera, od ključne je važnosti za dobijene rezultate. Zbog toga ne iznenađuje da su se pitanjem optimalnog nivoa transparentnosti bavili brojni istraživači u oblasti mikrostrukture tržišta (kompletan pregled dat je u O’Hara, 1995, p. 253-265). Empirijska istraživanja (Madhavan, 2000, p. 239)

uglavnom potvrđuju negativan efekat povećanja transparentnosti na likvidnost trgovanja. Na primer, reforma sistema trgovanja na Berzi akcija u Torontu (1990) kada je uvedena praksa objavljivanja najbolje kupovne i prodajne cene, kao i tzv. „dubine“ tržišta do četvrtog nivoa u oba pravca od tzv. „unutrašnjosti tržišta“ dovela je do proširenja tzv. efektivnog raspona, smanjujući nivo likvidnosti trgovanja. Logično objašnjenje ovakvih nalaza (Harris, 2003, p. 75-77) je da oni učesnici koji u svojim strategijama koriste naloge sa ograničenom cenom, u previše transparentnom ambijentu transferišu ekonomsku rentu ostalim učesnicima, jer nalog sa ograničenom cenom „na čekanju“ (standing limit order) predstavlja besplatni transfer opcije za trgovanje ostalim učesnicima. Ova opcija dobija na vrednosti u sistemu sa većom transparentnošću.

U takozvanim laboratorijskim istraživanjima koja se oslanjaju na hipotetičke situacije modelirane u ambijentu teorije igara [Bloomfield and O'Hara (1999, 2000)] utvrđeno je da transparentnost može imati dramatičan efekat na ponašanje tržišta. Konkretno, utvrđeno je da dileri koji deluju u manje transparentnom okruženju mogu ostvariti višu profitabilnost od dilera koji deluju u transparentnijem okruženju. Ovakav rezultat ukazuje da izbor transparentnosti stavlja dilere pred posebnu vrstu društvene dileme. Dilerima kao celini više odgovara situaciju u kojoj svi moraju da se pridržavaju visoke transparentnosti, mada je svaki ponaosob motivisan da se

„zakloni“ nižom transparentnošću. Zbog toga bi idealno rešenje za dilersku zajednicu bilo uvesti transparentnost regulativnom kao obaveznu, što je i opšti trend u regulativi berzanskog poslovanja.

Tržišna kretanja u realnom svetu potvrđuju ocenu da manje transparentni dileri kotiraju za investicionu zajednicu povoljnije, tj. sa užim rasponom u ceni. Raspon na INSTINET-u¹, kao alternativnom sistemu trgovanja koji odlikuje niži nivo transparentnosti se, po pravilu, formira unutar raspona koji se formira na NASDAQ-u, koji sada podleže striktnijim obavezama izveštavanja. Slična kretanja potvrđena su i na iskustvu Pariske berze, koja je uvođenjem transparentnijeg trgovanja, suprotno očekivanjima, počela da gubi trku sa glavnim konkurentom, Londonskom berzom. Ovaj slučaj, koji potvrđuje da poslovna povezanost sistema sa različitim procedurama izveštavanja može izazvati migraciju toka naloga (trgovinske aktivnosti), često je navođen u literaturi. Praksa se u ovom slučaju ne konfrontira teoriji: učesnici pokazuju sklonost da gravitiraju ka tržištima sa užim rasponom.

2.1 Transparentnost dilerskih i aukcijskih metoda trgovanja

Jedan od aspekata u istraživanju transparentnosti su informaciona obeležja različitih sistema trgovanja, odno-

¹ *Instinet* je akronim punog naziva Institutional Trading Network, koji predstavlja lični sistem trgovanja.

sno mehanizama uravnoteženja tržišta (market-clearing mechanisms). Ovim problemom bavio se Madhavan (1992). Ovaj autor je analizirao ponašanje tri sistema trgovanja. U dilerskom sistemu trgovanja (npr. NASDAQ) dileri kotiraju cene pre ispostavljanja naloga. S druge strane, u aukcijskom sistemu, nalozi se najpre ispostavljaju a nakon toga dolazi do utvrđivanja cene. Aukcijski sistem, u praksi, funkcioniše u dva modaliteta, kao kontinuiran, u kome trgovci ispostavljaju naloge u cilju momentalnog izvršenja, koji se mogu upariti sa dilerskim nalogima ili iz tzv. knjige naloga, ili u obliku diskretne aukcije (*engl. call market ili batch trading system*), kada dolazi do akumuliranja naloga i, dalje, njihovog izvršavanja u periodičnim intervalima. Razlika između ovih sistema u stepenu transparentnosti određena je činjenicom da kod dilerskog i kontinuiranog aukcijskog sistema učesnici u trgovini imaju više informacija o trgovanju, nego kod sistema diskretne aukcije. Analizirajući domete ovih sistema autor zaključuje da je sistem diskretne aukcije robusniji, tj. da će zaštititi tržište od otkaza i u situacijama vrlo visoke asimetrije informacija. Ovo nije slučaj sa dilerskim ili kontinuiranim aukcijskim sistemom, koji ne moraju, bar u teoriji, dovesti do uravnoteženja tržišta. Ova prednost sistema diskretne aukcije potiče od njegovog obeležja agregiranosti, u smislu da informacije svih učesnika, u suštini, postaju uprosečene, čime ravnotežna cena, kao prosek, eliminiše veliki obim informacija koje nose pojedinačni nalozi. Na ovaj način, agregiranjem dola-

zi do uvećanja robusnosti tržišta, ali po ceni umanjenja njegove transparentnosti. Ako kao cilj organizovanja trgovine definišemo utvrđivanje cene, onda prednost diskretne aukcije možemo videti u njenom boljem funkcionisanju u nepovoljnim uslovima na tržištu (narasla asimetrija informacija), ali, s druge strane, ovakav sistem ograničava informacije koje učesnici mogu dobiti iz tržišnih cena. Zbog ovakvih obeležja diskretne aukcije ne čudi opredeljenje kreatora sistema trgovanja na Beogradskoj berzi, da kao inicijalni metod trgovanja upravo predvide jedan modalitet diskretne aukcije, tzv. trgovanje po preovlađujućoj ceni. U početnoj fazi razvoja Beogradske berze svakako je od primarnog interesa bilo kreirati robusno tržište, čije funkcionisanje neće kritično osujetiti očekivano visoka asimetrija informacija među učesnicima, dok je sama transparentnost bila u drugom planu. Metod kontinuirane aukcije zamenjivao je postepeno metod diskretne aukcije, a u trgovanju akcijama prva primena dogodila se tek oktobra 2004. godine.

U jednom drugom istraživanju Paganó and Röell, (1992) analizirali su alokativni efekat primenjene tržišne strukture preko uticaja transparentnosti na raspodelu među učesnicima. Iako je utvrđeno, u hipotetičkom okruženju, da će inferiorno informisani agenti preferirati tržišta maksimalne transparentnosti jer će u tom slučaju transfer bogatstva („informaciona renta“) od inferiorno informisanih ka superiorno informisanih agenata biti minimiziran, u praksi, odgovor nije tako jednostavan i jed-

noznačan. Brojni su primeri (O'Hara, 1995, p. 258) migracije trgovinske aktivnosti sa transparentnijeg na manje transparentan sistem trgovanja, kao i primeri neuspeha kod uvođenja visokotransparentnih sistema. Ovaj problem je i teorijski obrađivan. Na primer, u modelu Glostena i Milgroma (1985) superiorno informisani agenti trgovanjem postepeno otkrivaju svoje informacije ostalim učesnicima. Kumulativan efekat ovakvog trgovanja je pomeranje tržišnih cena ka ravnotežnoj vrednosti finansijske aktive, čime se, međutim, umanjuju potencijalni dobici od postepene realizacije. U nekim situacijama, kada, na primer, agent ekskluzivno raspolaže informacijom, „curenje“ informacije usmerilo bi ga na strategijsko ponašanje, npr. redukovanje trgovanja, ukoliko već nije moguće odložiti objavljivanje informacije (Spencer, 2000, p. 102). Jedan od načina da realno redukujete trgovanje je i da ga izmestite ka tržištima sa povoljnijim uslovima, što je svakako opcija kada postoji odgovarajuća raspoloživost alternativnih sistema za trgovanje.

Kao što smo istakli, izbor između aukcijskog i dilerskog sistema trgovanja značajno definiše granice transparentnosti tržišta. Karakterističan primer uticaja izbora sistema na transparentnosti i atraktivnost tržišta predstavlja razvojna dilema Londonske berze akcija, koja je u konačnom dovela do paralelnog razvoja dva tipa sistema trgovanja. Sekundarno trgovanje akcijama sa listingom na Londonskoj berzi obavlja se pomoću dva različita sistema trgovanja: preko elektronske knjige naloga

(*electronic order-book system*), i preko tradicionalnog dilerskog sistema (SEAO). Savremeniji elektronski aukcijski sistem otpočeo je sa radom krajem 1997. U ovaj sistem trgovanja uvedene su akcije konstituce FTSE 100 indeksa, kao i kompanije sa tzv. rezervne liste (uglavnom kompanije za čije akcije je LIFFE uveo opcijske ugovore). Sistem originalno nosi naziv SETS, što je akronim za Stock Exchange Electronic Trading Service.

Motivacija za uvođenje ovog sistema trgovanja bio je snažan pritisak konkurencije koji je dolazio iz ostalih evropskih i vanevropskih centara finansijske trgovine, koji su nudili trgovanje uz uvećanu efikasnost, transparentnost i niže troškove, automatizacijom izvršenja trgovine i momentalnim objavljivanjem podataka o rezultatima trgovanja. Transparentnost novog aukcijskog elektronskog sistema bila je uvećana jer je uklonjena mogućnost ispostavljanja naloga sa ograničenom cenom sa skrivenom ukupnom količinom u nalogu (tzv. *iceberg orders*). Ovim sistemom proširen je izbor investitora koji sada mogu trgovati po najboljoj raspoloživoj ceni bez odlaganja ili ispostaviti nalog koji će biti uključen u knjigu naloga. Iako se elektronskoj knjizi naloga slobodno može pristupiti radi pregleda informacija, direktan unos prodajnih i kupovnih naloga omogućen je samo članovima LSE. Ostali deo investicione javnosti mora trgovati isključivo posredstvom članova berze. Novi element odnosi se i na anonimnost učesnika. Naime, prilikom unosa naloga u sistem, na ekranu dolazi do automatskog poja-

vljivanja određenih informacija iz naloga, ali ne i informacija o nalogodavcu. Drugim rečima, učesnik u trgovini će saznati identitet suprotne strane tek nakon obavljene transakcije. Za razliku od novog sistema u tradicionalnom diler-skom sistemu, najviša kotirana kupovna cena i najniža kotirana prodajna cena prikazuju se na tzv. žutoj traci (*yellow strip*). Izveštaj o svakoj obavljenoj transakciji se momentalno šalje berzi. Ova obaveza koja je nametnuta isključivo market mejkerima, kompenzovana je nešto širim ovlašćenjima i posebnim privilegijama, koje su im date od strane berze. Na primer, samo registrovanim market mejkerima je dozvoljen direktan unos kotacije u SEAQ. Međutim, ocena poslovnih krugova je da novouspostavljeni aukcijski sistem omogućuje efikasan rad ali isključivo kada je u pitanju trgovanje akcijom čija se likvidnost ne mora održavati intervencijama market-mejkera. Ovo je ujedno i razlog zbog čega se novim sistemom elektronske aukcije nije u potpunosti zamenio tradicionalni diler-ski sistem (Blake, 2000. p. 34).

Ovo nas dovodi do zaključka da je tržište mehanizam u kome svoje interese optimizuju različito informisani agenti. Nekima će cilj biti da redukuju gubitke usled inferiorne informisanosti, a drugima, nasuprot tome, da realizuju dobitke po osnovu bolje informisanosti. Konačan efekat transparentnosti na metriku tržišta zavisice od toga kako ove suprostavljene grupacije sagledavaju mogućnost ostvarenja svojih interesa na konkretnom tržištu u *konkurenciji* sa ostalim dostupnim mehani-

zmima trgovanja. Takođe, u velikom meri, od obeležja likvidnosti samog tržišnog materijala zavisice i procena od kog sistema se mogu očekivati bolje performanse.

2.2 Transparentnost i identitet učesnika

Posebnu pažnju akademske javnosti izazvala su i pitanja efekta koji bi objavljivanje informacija o identitetu učesnika i njihovim motivima za trgovanje imalo na funkcionisanje tržišta. Prototipski model mikrostrukture tržišta polazi od postojanja dve klase agenata: informisanih koji raspolažu privatnim informacijama o budućoj vrednosti finansijske aktive i neinformisanih koji trguju motivisani likvidnošću. Identitet učesnika je anoniman, a dileri (određeni da generišu likvidnost tržišta) svoje cene prilagođavaju uočenom neto disbalansu u nalogima, konkretno, razlici između agregatnog obima kupovnih i prodajnih naloga. Ovakvi modeli nam pomažu da sagledamo mehanizam evolucije cena aktive, ali ne uvažavaju činjenicu da u realnim situacijama posrednici često raspolažu informacijama o izvoru naloga. Na NYSE nije neuobičajeno da specijalista zatraži od brokera da mu otkrije identitet klijenta ukoliko nalog nije ispostavljen na izvršenje preko berzanskog anonimnog sistema. Ako dileri mogu proceniti smer trgovine manje informisanih agenata, tj. da li su sitni investitori trenutno u poziciji neto kupaca ili neto prodavaca, postoji prostor za smanjenje troškova trgovine. Naime, troškovi trgovine, izraženi kroz di-

lerski raspon u cenama ili uticaj transakcije na cene, odražavaju troškove nepovoljnog izbora, direktno izvedene iz postojanja privatnih informacija. Kada trgovanju nije obezbeđena puna anonimnost, premija koju manje informisani agenti plaćaju mora biti umanjena. Određena istraživanja otkrivaju da ovaj pozitivan efekat može biti umanjnjen ili uklonjen u celini ukoliko dileri nisu pod konkurentnim pritiskom. Navodimo da pitanje anonimnosti učesnika i njegov uticaj na metriku tržišta predstavlja onaj aspekt ukupne problematike transparentnosti koji je najmanje objašnjen u teoriji.

3. TRANSPARENTNOST I BLOK TRGOVANJE

Poseban interes istraživača privlači pitanje odnosa između transparentnosti tržišta i njegove fragmentacije, odnosno paralelne primene različitih procedura trgovanja istim instrumentom na istom tržištu, motivisane prevashodno različitim karakteristikama u pogledu transparentnosti. Paralelno prisustvo više mehanizama trgovanja dovodi do fragmentacije tržišta, tj. „cepanja“ aktivnosti trgovanja. Naime, ovo je pitanje kod koga praksa, daleko više nego teorija, pokazuje jedinstven stav o superiornosti rešenja sa nižim nivoima transparentnosti. Naime, pojednostavljen prikaz, karakterističan za veliki broj modela mikrostrukture tržišta, koji učesnike na tržištu kategoriše na inferiorno i superiorno informisane, isključuje veoma važnu grupu krupnih transaktora koji su istovremeno motivisani likvidnošću, tzv. institucio-

nalni trgovci. Kod ovih učesnika, informacija nije motiv za trgovanje, a zbog velikog obima transakcija, u cilju minimiziranja efekta koji trgovanje može imati na cenu, dolazi do „cepanja“ trgovine i njenog izvršenja u dužem vremenskom periodu. U suštini, konkurenti, na osnovu uvida u rezultate trgovanja, mogu prilagođavati svoju kotaciju nakon dobijanja informacije, čime, po žargonu, nastaje „ključanje“ trgovine. Zbog toga, kod krupnih transakcija uvek postoji motiv transaktora da se objavljivanje rezultata trgovine odloži do okončanja trgovanja. Tamo gde regulator nameće objavljivanje bez odlaganja dolazi do spontane prakse probijanja rokova. Na primer, u NASDAQ-a je česta praksa probijanja nametnutih rokova o objavi podataka o trgovanju². Očigledno je da većini dilera i krupnih trgovaca pogoduje niži stepen transparentnosti, što je dokazano i u teoriji (Bloomfield and O'Hara, 2000).

Praktičan odgovor na problem optimizacije trgovinske aktivnosti krupnih transaktora je tzv. blok trgovanje. Naime, za neuobičajeno velike naloge dozvoljena je izvršenje po izmenjenoj proceduri. Ova procedura je neformalno poznata pod nazivom „gornje tržište“ (*upstairs trading facility*).

² Za razliku od centralizovanih berzi u SAD, kojima je nametnuta obaveza momentalnog izveštavanja, NASDAQ kao dilersko tržište bio je sve do 1982. izuzet iz ovakve regulative. Nakon toga i na ovom tržištu je uvedena obaveza izveštavanja o obavljenim transakcijama sa akcijama u intervalu ne kasnije od 90 minuta nakon realizacije transakcije.

3.1 Izveštavanje o blok trgovanju: slučaj Londonske berze akcija

Problem izveštavanja o krupnim, ili blok transakcijama jedan je od centralnih problema transparentnosti rezultata obavljenog trgovanja (*post-trade transparency*). U nastavku ćemo detaljnije izložiti sistem izveštavanja koji se primenjuje na Londonskoj berzi akcija, jer je ovaj sistem doživeo niz evolucija poslednjih godina, u traganju za optimalnim nivoom transparentnosti. Istovremeno, ovu evoluciju je pratila živa debata u regulatornim telima, poslovnim i akademskim krugovima.

U slučaju Londonske berze³ (LSE) blok trgovanje se obavlja u okviru pomenutog tradicionalnog dilerskog sistema. Konkretno, dilerima je dopušteno da pregovaraju i da prihvate cene koje se nalaze unutar raspona između najviše kupovne i najniže prodajne cene na tržištu, što znači da se blok transaktorima obezbeđuju povoljniji uslovi. Iako je blok diler u obavezi da objavi neopozivu kotaciju, dozvoljeno mu je da „obradi“ (worked) knjigu naloga u potrazi za cenom povoljnijom za klijenta. Ove transakcije, se ne unose u knjigu naloga. Konkretni sistem, primenjen na LSE, funkcioniše tako što je dilerima nametnuta obaveza neopozive (firm) obostrane kotacije za instrumente za koje su sami registrovani kao market mejkeri. Naravno, količine koje ovi dileri moraju raz-

meniti po kotiranim cenama definisane su od strane same berze. Ova minimalna količina akcija, naziva se još i minimalan obim za kotaciju (minimum quote size), različita je za različite akcije, i generalno je određena nivoom indikatora poznatog kao „normalni obim trgovanja“ (normal market size, NMS). Počev od 1991. sve akcije koje se kotiraju na SEAQ se rangiraju po ovom kriterijumu (NMS). Trenutno postoji dvanaest rangova, kategorisanih po rastućoj veličini, koji nose numeričku oznaku, počev od 500, pa sve do 200.000. Vrednost u svakom rangu označava prosečan broj transakcija u prošloj godini, u kojima je razmenjena količina prevazilazila deset hiljada akcija, što je označeno kao veličina karakteristična za institucionalnu trgovinu (institutional-sized trade). Do ovog broja, međutim, ne dolazi se na osnovu evidencije o stvarno obavljenim krupnijim transakcijama (prebrojavanjem), već indirektno, na osnovu usvojene formule. Naime, vrednost prometa zabeležena u prethodnih dvanaest meseci se deli proizvodom srednje zaključne cene poslednjeg dana u kvartalu i konstante koja iznosi deset hiljada.

Svakoj akciji se dodeljuje rang, odnosno, kategorija, koja je važna iz više razloga. Najpre, kategorija ukazuje na stepen likvidnosti akcije: što je viši rang, može se očekivati viša likvidnost. Drugo, kategorijom je, kao što smo videli, određen minimalan obim u kotaciji za svaku konkretnu akciju, koji obavezuje market-mejkera. Treće, za ovu diskusiju posebno važno, rang akcije se koristi i kao kriterijum kojim se utvrđuju obaveze izveštavanja o obavljenoj trgovini. Na

³ Više o tehnici trgovanja na Londonskoj berzi videti u Blake David, *Financial market analysis*, John Wiley and Sons, Chichester, UK, 2000. pp. 30-35.

primer, za sve akcije koje se nalaze u kategoriji 2.000⁴ i višim kategorijama, postoji obaveza objavljivanja informacije o trgovanju bez odlaganja, tj. u roku od tri minuta od momenta realizacije, kada je transakcija obavljena u SEAQ sistemu i to za sve transakcije do šest puta veće u obimu od NMS zone. Ova vrednost se stručno naziva „plafonom za objavljivanje“ (*maximum publication level*).

Transakcija u kojoj je razmenjena količina 6 do 75 puta veća od NMS zone može se objaviti sa maksimalnom docnjom od 60 minuta. Blok trgovina, koja je kategorisana kao trgovina u kojoj se razmenjuje količina 75 puta i više veća od NMS zone, može biti objavljena u roku ne dužem od pet radnih dana ili nakon što se realizuje više od 90 % količine iz blok naloga (šta dolazi pre). Iz obaveze objavljivanja podataka o obavljenim transakcijama u toku berzanskog sastanka izuzete su transakcije čija je vrednost ispod 1.000 funti kao i sve transakcije akcijama koje su klasifikovane u prve dve zone (zone 500 i 1.000). Ove akcije su prilično nelikvidne pa se informacije o trgovini ovim akcijama objavljuju u sutrašnjoj berzanskoj kursnoj listi.

Sistem izveštavanja o obavljenim transakcijama više puta je doživljavao izmene, kako u pravcu zaoštavanja tako i u pravcu relaksiranja. Ovo je

pružilo osnovu za određena istraživanja uticaja promena u transparentnosti na metriku tržišta, tj. njegove performanse. Istraživanje koje su sproveli Saporta, Trebeschi i Vila (1999) potvrdilo je da ove izmene u režimu izveštavanja o krupnim transakcijama nisu imale značajniji efekat na obim niti na likvidnost trgovanja merenu kretanjem tzv. dilerskim rasponom u cenama. Ovo istraživanje potvrdilo je neka ranija istraživanja Board and Sutcliffe (1996), kojim se takođe došlo do sličnih rezultata.

Kao što smo videli, pravila za izveštavanje o blok trgovini u nekim sistemima dopuštaju programirano kašnjenje, što zajedno sa pomenutim isključenjem transakcije iz knjige naloga smanjuje transparentost procesa trgovanja. Glavni argument za programirano kašnjenje u izveštavanju o krupnim transakcijama je zaštita pozicije market-mejkera. Ovaj problem naročito je izražen na LSE, koja je tradicionalno institucionalno tržište, sa malim učešćem individualnih investitora. Takođe, na ovom tržištu market-mejkeri češće nego na ostalim tržištima zauzimaju drugu stranu u blok transakcijama, tj. trguju za svoj račun. Zbog toga, argument da je zaštita od rizika market-mejkera element koji će delovati na smanjenje dilerskog raspona i tako umanjiti transakcione troškove ima smisla.

Međutim, ovaj pozitivan efekat kompenziran je višestrukim negativnim efektima. Na primer, sve dok se ne informacije o obavljenoj transakciji ne objave, market-mejker zadržava

⁴ U konkretnom slučaju to je treći rang po veličini i u njega se svrstavaju akcije koje imaju od 1.334 do 2.400 krupnih transakcija godišnje

monopol u posedovanju informacije. S druge strane, često su krupne transakcije medijuma putem koga značajne privatne informacije dospevaju na tržište. Zadržavanje informacija stvara dva prateća efekta:

Najpre, omogućuje market-mejkeru da profitira na poziciji bolje informisanog agenta, na teret svojih konkurenata i ostale investicione javnosti, koji će sa zakašnjenjem dobiti informaciju.

Takođe, programirano kašnjenje u objavljivanju informacija smanjuje aktuelnost informacija o cenama (stale prices), i narušava proces utvrđivanja cene kao nešto što od tržišta očekujemo. Ovaj problem dalje može ugroziti aktivnost nekih tržišnih segmenta (npr. tržišta derivata) koji se oslanjaju na cene formirane na tržištu akcija. Drugim rečima, bez aktuelnih cena akcija, cene npr. opcija na akcije, ili indeksnih opcija i fjučersa biće nekorektne. Ovo je ujedno, i jedno od objašnjenja daleko manje aktivnosti na londonskom tržištu akcijskih derivata u odnosu na američka tržišta, gde se o krupnim transakcijama s akcijama izveštava bez odlaganja (O'Hara, p. 259).

Naravno, slučaj izveštavanja o krupnim transakcijama, kao najkarakterističniji problem transparentnosti rezultata trgovanja, podrazumeva i distributivne posledice. Odlaganje u izveštavanju, kao što smo videli, koristi market-mejkerima i verovatno krupnim investitorima, dok viša transparentnosti koristi ostalim učesnicima na tržištu, kao i funkcionisanju tržišta, u

celini. U tom smislu, ako se proces utvrđivanja cene i efikasnost trgovanja nameće kao cilj, onda bi podizanje nivoa transparentnosti mogao biti korisna politika, čak i ako takav kurs šteti interesima nekih učesnika.

3.2. Blok trgovanje na Beogradskoj berzi

Pravilima Beogradske berze (2004, Članovi 108-112) definisani su uslovi za izvršenje blok transakcije. Uslovi se odnose na broj učesnika, vreme obavljanja transakcije, obavezu prijavljivanja, vrednost transakcije, cenu i način izveštavanja. Karakteristično, da se vrednost transakcije u pomenu toj domaćoj regulativi utvrđuje nominalno, i to izdvojeno za akcije i dužničke hartije od vrednosti. Uslovi se razlikuju i u zavisnosti od primenjenog metoda trgovanja, tj. za instrumente kojima se trguje metodom preovlađujuće cene i instrumente koji su uvedeni u kontinuirano trgovanje. Nominalni jedinstveni limit ne uvažava činjenicu različite aktivnosti različitih instrumenta, ali je ova odredba delimično relaksirana dodatnim uslovom koji mora kumulativno biti ispunjen a koji za metod kontinuiranog trgovanja definiše da obim trgovanja u blok transakciji mora biti minimalno deseti deo ukupno emitovanih hartija od vrednosti iste vrste i klase predmetnog emitenta. Ovim uslovima dodat je i dopunski uslov koji omogućava blok transakciju samo ukoliko se predmetna transakcija ne može realizovati u normalnom vremenu u redovnoj proceduri.

Određbe koje se tiču obaveze izveštavanja o blok transakcijama sve-doče da se u kreiranju regulative pristupilo rešenjima koje ipak omogućavaju zaštitu privatnosti informacije sve do okončanja blok transakcije. Naime, o blok transakcijama izveštava se nakon okončanja berzanskog sastanka i to u posebnom delu dnevnog izveštaja o trgovanju.

Time informacije o blok transakciji ostaju tajna za učesnike berzanskog sastanka, čime je ekonomski potencijal informacije koja je dovela do blok transakcije (ukoliko je ona motivisana informacijom a ne likvidnošću) zaštićen.

4. INFORMACIONA OBELEŽJA ELEKTRONSKIH SISTEMA TRGOVANJA

Transparentnost je takođe jedno od glavnih pitanja u debati prednosti elektronskih sistema trgovanja u odnosu na klasičnu trgovinu „na parketu“. Klasični sistemi, na primer na NYSE, po pravilu ne objavljuju naloge sa ograničenom cenom koje izdaju klijenti ukoliko ne predstavljaju najbolju kotaciju. Suprotno tome, sistem koji se koristi za elektronsko trgovanje na berzi akcija u Torontu kao i Pariski sistem za kontinuirano trgovanje daju informacije o naloziima po ograničenoj ceni udaljenoj od najbolje kotacije (tzv. dubina tržišta). Slično rešenje primenjuje se na Beogradskoj berzi gde je članovima berze dozvoljen uvid u elektronsku knjigu naloga. U narednoj tabeli (1) dajemo pregled izabranih elektronskih sistema za

trgovanje, koje ćemo kasnije analizirati po raznim karakteristikama transparentnosti. Prva dva sistema predstavljaju tzv. lične sisteme, narednih osam sistema su specijalizovani za trgovinu akcijama i obveznicama. Slede tri sistema za trgovanje fjučersima i opcijama. Na kraju smo dodali Beogradsku berzu.

Radi kompletnosti treba istaći da potpun uvid u informaciona obeležja i transparentnost sistema za trgovanje zahteva razmatranja kretanja informacija ka tri široke grupe učesnika na tržištu: direktnim korisnicima sistema za trgovanje, investicionoj javnosti i regulatornim telima. S obzirom da nas ovde pre svega interesuje položaj onih aktera koji su korisnici berzanskih usluga, regulatore nećemo razmatrati. Po pravilu njima je lako dostaviti gotovo sve informacije i to po niskim troškovima, s obzirom na on-line povezanost sistema trgovanja i regulatora.

U praksi, korisnicima sistema se u realnom vremenu mogu staviti sledeće informacije na raspolaganju: a) najviša i najniža cena po kojoj se trgovalo na berzanskom sastanku, b) cena i količina u poslednjoj transakciji, c) najpovoljnija kupovna i prodajna cena (BBO) kao i količine koje se na nju odnose, d) pregled (skala) ukupne ponude i tražnje po raspoloživim cenama, tzv. elektronska knjiga naloga, e) identitet učesnika za svaku kotaciju, f) identitet partnera za svaku obavljenu transakciju, g) podaci o ukupnom obimu realizacije i kretanjima trgovine na berzanskom sastanku, h) broj aktivnih učesnika (terminala) u određenom momentu trgovanja, kao i n) relevantne informacije sa ostalih tržišta.

FINANSIJE

Tabela 1 Izabrani elektronski sistemi za trgovanje⁵

Sistem	Sponzor	uveden	materijal	Sedište/ poslovanje
Instinet	Reuters	1985	Akcije i obveznice	UK/globalno
POSIT	Jefferies Group and ITG	1987	Portfolio akcija	US/nacionalno
SEATS	Australian Stock Exchange (ASX)	1987	Akcije sa listingom ASX	Australija/nacionalno
BEACON	Boston Stock Exchange	1987	Akcije na ITS	USA/globalno
CAC	Euronext Paris	1986	Akcije i većina obveznica	Francuska/nacionalno
IBIS	Frankfurt Stock Exchange	1991	30 akcija i 29 obveznica	Nemačka/globalno
SAEF	London Stock Exchange	1989	Akcije sa LSE	UK/nacionalno
SOES	National Association of Securities Dealers (USA)	1985	NASDAQ akcije	USA/nacionalno
CORES	Tokyo Stock Exchange	1982	1612 akcija sa TSE	Japan/nacionalno
CATS	Toronto Stock Exchange	1977	850 akcija sa TSE	Kanada/nacionalno
SOFFEX	Swiss Options and Financial Futures	1988	14 fjučersa i opcija	Švajcarska/nacionalno
DTB	German Futures and Option Exchange	1990	21 fjučers i opcija	Nemačka/globalno
GLOBEX	Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board Option Exchange	1992	100 fjučersa i opcija	USA/globalno
BELEX	Beogradska berza (BB)	2004	Akcije i obveznice	Srbija/nacionalno

⁵ Pregled se zasniva uglavnom na podacima prikupljenim 1993. godine (Domowitz, 1993, Table 1-2) pa je u jednoj meri anahron. Jedan deo sistema tehnološki je evoluirao i promenio naziv (npr. SuperSOES, CAC u NSC, CATS u TSX). Kontrola, pa samim tim i naziv sistema, menjali su se pod uticajem integracionih procesa među berzama. Integracijom nemačkih berzi u alijansu Deutsche Börse Group, uveden je nova, zajednička elektronska platforma za trgovanje Xetra. I druge integracije donele su brojne promene (integracija NYSE i Euronext, švajcarske i nemačke terminske berze u EUREX). Posebno velike promene događale su se kod tzv. ličnih sistema. Mnogi koje mi u ovom skraćenom pregledu nismo naveli, a nalaze se u originalnom autorovom pregledu integrisani su u veće sisteme ili nestali sa tržišta. Sistemi koji su zadržali stari naziv često su menjali vlasnika. Na primer, Instinet je od osnivanja promenio više vlasnika. Iako originalno razvijen od strane Reutersa, bio je i u vlasništvu NASDAQ-a, da bi konačno, vlasništvo nad ovom kompanijom, (broker) preuzela 2007. Nomura Holdings, Inc. POSIT je dodao odrednicu vlasnika ITG (Investment Technology Group) koji je kompaniju preuzeo od Jefferies Group. U međuvremenu na tržištu su se pojavili i novi akteri: Archipelago (danas u vlasništvu NYSE), INET (ranije Island, sada u vlasništvu Nasdaq-a), eSpeed i drugi.

Tabela 2 Podaci dostupni članovima sistema u realnom vremenu

	Instinet	POSIT	SEATS	BEACON	CAC	IBIS	SAFF	SOES	CORES	CATS	SOFFEX	DTB	GLOBEX	BELEX
Najviša cena	•				•	•			•				•	•
Najniža cena	•				•	•			•				•	•
Poslednja cena	•		•		•	•			•		•	•	•	•
Obim zadnjeg trgovanja	•		•		•								•	
BBO			•				•				•			•
Obim za BBO			•				•				•			•
Cene po dubini	•				•	•			•	•		•	•	•
Količine po dubini	•				•	•			•	•		•	•	•
Skrivene količine										•			•	
Identitet partnera			•		•		•			•			•	
Druga tržišta (informacije)			•			•					•		•	
Podaci o obavljenom trgov.			•							•	•			
Obim trgovanja	•		•		•	•			•		•		•	•

Izvor: za sva tržišta izuzev BELEX sistema: Domowitz (1993), tables 1-3.

Legenda:

	U diskreciji učesnika je da li će i koje informacije učiniti dostupnim;
	tržište ne saopštava podatke o kotacijama i transakcijama; dostupni preko vendara;
•	tržište objavljuje informaciju

Analiza koju je sproveo Domowitz (1993, p.p. 624-626) ukazuje da automatski sistemi za trgovanje, i pored činjenice da nisu tehnički ograničeni u pogledu mogućnosti da kreiraju i učine dostupnim čitav set informacija o trgovini u realnom vremenu, u praksi, pokazuju dosta razlike. Opšte informacije koje se tiču poslednjeg trgovanja i ukupnog obima trgovanja raspoložive su kod većine sistema iz inače širokog uzorka. Najveća razlika u stepenu dostupnosti informacija koja može biti značajna za efikasnost tržišta je raspoloživost informacija o tekućim ponudama za kupovinu i prodaju svim učesnicima u sistemu. Jedan broj sistema daje jedino informaciju o najboljoj kupovnoj i prodajnoj ceni, u realnom vremenu.

Kada je ova odrednica sistema u pitanju pojavljuje se velika razlika u dostupnosti ovih informacija u zavisnosti od tipa učesnika. Značajna asimetrija postoji između informacija dostupnih neposrednim učesnicima sistema i spoljnim investitorima koji učestvuju indirektno, ispostavljanjem naloga članovima sistema. Podaci pokazuju da je elektronska knjiga naloga dostupna članovima sistema u gotovo svim sistemima (91 %). Međutim, manje od trećine sistema koji uvid u ove podatke daju članovima daju i široj investicionoj javnosti. Podaci o nalogu sa najboljom kupovnom i prodajnom cenom redovno su raspoloživi članovima sistema, dok manji broj ovih sistema ograničava pristup investicionoj javnosti ovom podatku (27

FINANSIJE

%). Takođe, identitet trgovca poznat je suprotnoj strani tek nakon izvršene transakcije, mada jedan broj najpoznatijih automatskih sistema trgovanja (SEATS, Instinet, CATS) omogućava utvrđivanje identiteta trgovca i pre zaključenja transakcije, tako što dozvoljava učesnicima da direktno jedni drugima upućuju naloge.

vensko tržište kapitala, da bi sadašnji naziv dobila 1992. godine. Međutim, karakteristike elektronskog sistema trgovanja ova institucija dobila je puštanjem u rad sistema za daljinsko trgovanje, tj. elektronske platforme, Belex, marta 2004.

Na Beogradskoj berzi dostupnost podataka u toku trajanja berzanskog

Tabela 3 Podaci dostupni javnosti u realnom vremenu

	Instinet	POSIT	SEATS	BEACON	CAC	IBIS	SAEF	SOES	CORES	CATS	SOFFEX	DTB	GLOBEX	BELEX
Najviša cena			◦						◦					•
Najniža cena			◦						◦					•
Poslednja cena			•	•	•	◦		•	•	•	•		•	•
Obim zadnjeg trgovanja				•	•			•						
BBO			•	•				•			•		•	•
Obim za BBO			•	•				•			•		•	•
Cene po dubini										•				
Količine po dubini										•				
Skrivene količine														
Identitet partnera														
Druga tržišta (informacije)														
Podaci o obavljenom trgov.														
Obim trgovanja			•			◦			•					•

Izvor: za sva tržišta izuzev BELEX sistema: Domowitz (1993), tables 4-5.

Legenda:

◦	podaci dostupni tek na kraju dana;
•	tržište objavljuje informaciju

4.1 Sistem izveštavanja i transparentnost Beogradske berze

Analiza sistema izveštavanja, odnosno nivoa transparentnosti naše nacionalne berze hartija od vrednosti zasniava se na aktuelnim procedurama koje se trenutno primenjuju u procesu finansijskog trgovanja na ovoj instituciji. Reafirmacija, tj. ponovno osnivanje Beogradske berze obavljeno je 1989. godine, najpre pod nazivom Jugoslo-

sastanka zavisi od pretplaćenog sistema distribucije informacija. Iako Berza nudi više različitih servisa za distribuciju podataka, samo neki od njih su primarno koncipirani da zadovolje potrebe investitora. Data Feed servis, Belex Tiker kao i Belex RSS Feed servisi su primarno namenjeni velikim distributerima podataka (data vendors), ali i novinskim agencijama, medijskim kućama ili profesionalnim analitičari-

ma, koji su zainteresovani da obrađuju veliki obim podataka dostupan u realnom vremenu (momentalno), preuzimaju podatke sa pokretne elektronske trake, takođe u realnom vremenu, koristeći klasične ili naprednije softverske pakete za učitavanje i obradu informacija (RSS).

S druge strane, paket Belex.Info primarno je namenjen investitorima. Pretplatnici servisa Belex.Info imaju mogućnost da momentalno ostvare uvid u tok trgovanja do 30 izabranih akcija. Podaci su dostupni on-line i odnose se na cenu poslednje realizovane količine, cenu u nalogu sa najboljim uslovima za prodaju (best bid), cenu u nalogu sa najboljim uslovima za kupovinu (best ask), zbirnu količinu svih aktivnih naloga kupovine i prodaje, obim realizacije, cenu na otvaranju, najvišu, najnižu cenu ostvarenu na berzanskom sastanku i zonu fluktuacije. Ovi sadržaji mogu biti dostupni uz upotrebu različitih tehnologija (SMS, WAP).

Brokersko-dilerskim društvima dostupni su i podaci o tzv. dubini, tj. podaci (cene i količine) o 20 najboljih naloga za kupovinu i 20 naloga za prodaju, koji u datom momentu čekaju na izvršenje. Ekonomska vrednost ovih informacija može biti veoma velika pa brokersko-dilerska društva često koriste mogućnost da klijentima omoguće uvid u ove informacije kako bi uvećali kvalitet svoje usluge.

Obim podataka koji je dostupan investicionoj javnosti nakon završetka berzanskog sastanka razlikuje se u zavisnosti od primenjenog metoda trgo-

vanja. Za akcije kojima se trguje metodom preovlađujuće cene dostupni su podaci o ostvarenoj preovlađujućoj ceni, procentualnoj i apsolutnoj promeni cene u odnosu na prethodni berzanski sastanak na kome se trgovalo predmetnom akcijom, realizovanoj količini (obim trgovanja), količini akcija sadržanoj u svim kupovnim i u prodajnim nalogima (tražnja i ponuda) i vrednošću trgovanja. Za akcije kojima se trguje kontinuiranog trgovanja nešto je razvijenije dat deo izveštaja o cenama, koji ovde sadrži podatke o ceni na zatvaranju i ceni na otvaranju, kao i procentualnoj promeni cene, najvišoj i najnižoj dnevnoj ceni. Izveštaj sadrži i podatke o količini (obim trgovanja) i vrednosti trgovanja. Ovi izveštaji dostupni su vrlo brzo nakon završetka trgovanja, na internet stranici Berze. Izveštaji o trgovanju, tj. kompletna kursna lista dostavlja se i Komisiji za hartije od vrednosti, a takođe se objavljuje u određenim dnevnim listovima sa značajnijim tiražom i širokom distributivnom mrežom.

Na Beogradskoj berzi podaci o identitetu učesnika (investitora) nisu poznati u toku trgovanja, niti su sadržani u kursnim listama. Međutim, uvid u identitet trgovca je moguć pregledom aktuelne vlasničke strukture, koju omogućava Centralni registar, depa i kliring hartija od vrednosti, a.d. Beograd. Podaci su, međutim, dostupni tek nakon okončanja redovnog ciklusa kliringa i saldiranja, koji za akcije traje tri radna dana. Izveštaj je kompletnan, odnosno, sadrži podatke o svim akcionarima, bez ograničenja, i dostu-

pan je on-line. Na osnovu izjava čelnih ljudi Beogradske berze⁶ strani investitori negoduju na visoku transparentnost. Naime, uvođenjem ovakvog nivoa dostupnosti informacija zamenjen je sistem koji je dopuštao ograničen uvid u stanje vlasničke strukture. Dostupni su bili samo podaci o vlasničkom učešću „velikih akcionara“, konkretno, petnaest akcionara sa najvećim vlasničkim interesom u kompaniji emitentu, dok je sada dostupna kompletna lista, čak i informacije o akcionarima koji poseduju samo jednu akciju.

ZAKLJUČAK

Kao zaključak može se navesti da transparentnost može imati značajne efekte na informativnost toka naloga i samim tim proces formiranja cena. Dalje, potpuna transparentnost nije uvek korisna za funkcionisanje tržišta, jer će nepovoljno pogoditi interese bolje informisanih aktera i udaljiti ih sa tržišta. Dakle, **izvesne** obaveze objavljivanja informacija daju bolje efekte na likvidnost i troškove transakcija od situacije u kojoj takve obaveze jednostavno **ne** postoje. Međutim, jasan i nedvosmislen uticaj povećane transparentnosti na performanse tržišta nije dokazan ni u teoriji niti u praksi.

Ako ove opšte konstatacije pokušavamo da primenimo na trenutno stanje razvijenosti finansijskog trgova-

nja na Beogradskoj berzi, možemo zaključiti da postojeći sistem visoke transparentnosti pogoduje interesima široke investicione javnosti, ceteris paribus. Međutim, konačan sud o tome koliko je ovakav sistem prilagođen potrebama nacionalnog tržišta kapitala ne može se dati bez procene relativnog značaja krupne institucionalne trgovine i široke investicione zajednice za razvoj trgovinske aktivnosti. Nekoliko elemenata koje ovde želimo da istaknemo mogu biti korisni za ovu proceduru:

Najpre, informacije su neophodne za inteligentno investiranje, ali se mogu pribaviti iz više izvora, odnosno na više načina. Informacije o fer vrednosti finansijske aktive mogu se pribaviti nezavisno od procesa trgovanja, tj. ekonomskom analizom informacija dostupnih na „primarnom tržištu“. Informacije dostupne usled visoke transparentnosti trgovanja, dakle, samo su komplement „informacijama sa primarnog tržišta“, pa će konačna slika o stepenu informisanosti aktera, odnosno stepenu asimetrije informacija, biti proizvod efekata ova dva načina pribavljanja informacija.

Drugo, alokativne distorzije koje su posledica asimetrije informacija nastaju samo u slučaju da je inferiorno informisan agent svestan svog položaja, pa tržišta sa nesofisticiranim agentima mogu funkcionisati približno dobro i bez kvalitetnih informacija.

S druge strane, i pored iznete ocene da je od strane krupnih institucionalnih trgovaca izbor visoke transparentnosti ocenjen kao destimulativan, interes

⁶ Izjava Gordane Dostanić, direktorke Beogradske berze, u emisiji „Timofejev“, TV B92, od 20.05.2007.

ovih transaktora je i dalje vrlo veliki, što može ukazivati da je „renta“ koju krupni investitori izvlače iz informacionih karakteristika domaćeg tržišta još uvek značajna. Na žalost, mi trenutno ne posedujemo precizne podatke o relativnom učešću ove dve grupe, ali se kao indikativan može koristiti indeks učešća stranih investitora (po pretpostavci dominantno institucionalnih trgovaca) u obimu trgovanja na Beogradskoj berzi. Na osnovu izveštaja Beogradske berze (2007), vrednost indikatora FIT, koji predstavlja učešće stranih investitora u ukupnoj trgovinskoj aktivnosti na berzi kretao se u poslednjih godinu dana od minimalnih 35,05 % (decembar 2006) do maksimalnih 61,88 % (oktobar 2006). Prosečna vrednost ovog indikatora (neponderisani prosek mesečnih vrednosti) u poslednjih dvanaest meseci iznosila je 46,23 %. Pri tome su strani investitori pokazali više interesovanja za tržište akcija, pa je FIS, kao indikator učešća u trgovini akcijama iznosio u proseku 50,99 %, dok je indikator učešća stranih investitora na tržištu obveznica (FIB) u isto vreme iznosio svega 12,93 %. Vrednost ovih indikatora ukazuje da je Beogradska berza još uvek tržište na kome dominiraju institucionalni akteri.

Dakle, Beogradska berza treba da proceni čiji je interes ključan, da li interes krupnih insititucionalnih trgovaca ili široke investicione javnosti (sitnog investitora), ovog momenta, ali i u **dinamičkom kontekstu**, da bi znala kako dalje da razvija rešenja koja oblikuju stepen transparentnosti tržišta.

LITERATURA

- 1) Beogradska berza [2007] *Indikatori učešća stranih investitora u prometu na Beogradskoj berzi*, www.belex.co.yu /pristup 10.06.2007/.
- 2) Beogradska berza [2004] „Objedinjena regulativa Beogradske berze”, *Bilten Beogradske berze: Posebno izdanje*, Beograd, Decembar.
- 3) Blake David [2000] *Financial market analysis*, John Wiley and Sons, Chichester, (UK).
- 4) Bloomfield Robert and Maureen O’Hara [1999] „Market transparency: Who wins and who loses?” *Review of Financial Studies*, 12 (1): 5-35.
- 5) Bloomfield Robert and Maureen O’Hara [2000] „Can transparent markets survive?” *Journal of Financial Economics*, 55: 425-459.
- 6) Domowitz, Ian [1993] „A taxonomy of automated trade execution systems“, *Journal of International Money and Finance*, 12: 607-631.
- 7) Glosten Larry and Paul Milgrom [1985] „Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders“, *Journal of Financial Economics*, 13: 71-100.
- 8) Harris Larry [2003] *Trading and exchange: Market microstructure for practitioners*, Oxford University Press, NY.
- 9) Madhavan Ananth [1992] „Trading mechanisms in securities

- markets“, *Journal of Finance*, 47: 607-642.
- 10) Madhavan Ananth [2000] „Market microstructure: A survey“, *Journal of Financial Markets*, 3: 205-258.
- 11) O’Hara Maureen [1995] *Market microstructure theory*, Blackwell Publishers, Cambridge, (MA).
- 12) Pagano Marco and Ailsa Röell [1992] „Auction and dealership markets: What is the difference?“ *European Economic Review*, 36: 613-623.
- 13) Saporta Victoria, Giorgio Trebeschi and Anne Vila [1999] „Price formation and transparency on the London Stock Exchange“, *Working Papers 95*, Bank of England (UK).
- 14) Spencer Peter [2000] *The structure and regulation of financial markets*, Oxford University Press, Oxford, (UK)
- 15) Sutcliffe Charles and John Board [1997] „The proof of the pudding: the effects of increased trade transparency in the London Stock Exchange“, London School of Economics, *Special Paper 95*, March, Financial Market Group.
- 16) United States Securities and Exchange Commission, [1994] „Market 2000: An examination of current equity market developments“, SEC Division of Market Regulation, Washington, (US).

POSLOVANJE PREDUZEĆA NEREZIDENTA U REPUBLICI SRBIJI

Miodrag ARSIĆ
Samostalni konsultant, Beograd

UVOD

Nerezidenti, odnosno strana pravna lica (preduzeća) u sve većoj meri obavljaju poslovanje na teritoriji Republike Srbije i ostvaruju dobit, dividende, kamate, autorske naknade ili druge vidove dohotka zavisno od vrste poslovanja koje obavljaju. Poslovanje nerezidenata obavlja se u skladu sa relevantnim propisima Republike Srbije, od kojih se po svom značaju posebno izdvajaju:

- Zakon o spoljnotrgovinskom poslovanju;
- Zakon o deviznom poslovanju;
- Zakon o porezu na dobit preduzeća;
- Zakon o porezima na imovinu.

U vezi sa oporezivanjem dobiti koju nerezidenti ostvare na teritoriji Republike Srbije relevantni su i bilateralni ugovori o izbegavanju dvostrukog oporezivanja u odnosu na poreze na dobit i poreze na imovinu koji su zaključeni sa zemljama čiji su strana pravna lica rezidenti. Ovi ugovori, nakon ratifikacije, postaju sastavni deo domaćeg zakonodavstva i imaju prednost u primeni u odnosu na domaće poresko zakonodavstvo.

S obzirom na značaj navedenih zakona i ugovora za poslovanje i oporezivanje nerezidenata Republike Srbije, izložiće

se relevantna rešenja, odnosno njihova prava i obaveze kako su određena u ovim zakonima i ugovorima.

1. ZAKON O SPOLJNOTRGOVINSKOM POSLOVANJU

Zakon o spoljnotrgovinskom poslovanju („Službeni glasnik RS“, broj 101/2005) u članu 7. stav 2. strano pravno lice definiše kao pravno lice koje ima sedište u inostranstvu.

Ogranak stranog pravnog lica je, prema članu 9. stav 2. Zakona, izdvojen, pravno zavisani organizacioni deo osnivača, koji na teritoriji Srbije trajno obavlja delatnosti za koje je osnivač registrovan u zemlji sedišta. Ogranak ne može imati širu poslovnu sposobnost od osnivača, a mora poslovati u skladu sa propisima Republike Srbije i ima tretman domaćeg lica.

Predstavništvo stranog pravnog lica je na osnovu istog stava ovog člana zakona, izdvojen, pravno zavisani organizacioni deo osnivača koji na teritoriji Srbije obavlja prethodne i pripremne radnje u vezi sa zaključenjem ugovora i koji ne može da zaključuje ugovore, osim za sopstvene potrebe.

Član 9. stav 1. zakona propisuje da se ogranak i predstavništvo stranog pravnog lica (osnivača) upisuje, na njegov zahtev, u registar u koji se upisuju pravna lica, odnosno privredna društva, u skladu sa propisima Republike Srbije koji uređuju upis u takav registar.

Zakon u članu 10. određuje da strana lica na teritoriji Republike Srbije pružaju usluge u skladu sa propisima koji uređuju pružanje pojedinih vrsta usluga.

Član 15. stav 1. zakona propisuje da se na strana pravna lica koja na teritoriji Republike Srbije uvoze (uvoz robe je unošenje, dopremanje, odnosno isporuka robe sa teritorije druge države na teritoriju Srbije, u skladu sa njenim carinskim propisima), odnosno koja sa teritorije Republike Srbije izvoze robu (izvoz robe je iznošenje, slanje, odnosno isporuka robe sa teritorije Srbije na teritoriju druge države, u skladu sa njenim carinskim propisima), primenjuju propisi koji se primenjuju na domaća pravna lica.

Stav 2. ovog člana određuje da se na uvezenu robu primenjuju propisi koji se primenjuju na domaću robu (robu poreklom iz Srbije, u smislu propisa o poreklu robe), osim propisa kojim se utvrđuje domaće poreklo robe.

Član 15. zakona obezbeđuje stranim pravnim licima primenu nacionalnog tretmana prilikom uvoza, odnosno izvoza robe iz Republike Srbije.

2. ZAKON O DEVIZNOM POSLOVANJU

Zakon o deviznom poslovanju („Službeni glasnik RS“, broj 62/2006)

u članu 3. stav 1. određuje da se plaćanje, naplaćivanje i prenos po tekućim poslovima između rezidenata i nerezidenata vrši slobodno, u skladu sa ovim zakonom.

Nerezidentna pravna lica su, prema članu 2. stav 2. zakona, pravna lica koja nisu registrovana i nemaju sedište u Republici Srbiji.

Član 7. stav 5. zakona izričito propisuje da nerezidentna pravna lica mogu kupovati potraživanja i dugovanja po osnovu spoljnotrgovinskih poslova samo pod uslovima i na način koji propiše Vlada.

Član 8. zakona, takođe, propisuje da rezident ne može izvršiti naplatu, plaćanje ili izdati nalog za plaćanje, odnosno izvršiti prenos nerezidentu, na osnovu ugovora u kojem nije navedena stvarna cena ili na osnovu neistinite isprave.

Plaćanje, naplaćivanje i prenos po kapitalnim poslovima (poslovi između rezidenata i nerezidenata čija je namenjena prenos kapitala) između rezidenata i nerezidentnih pravnih lica vrši se, prema članu 10. zakona slobodno, osim ako ovim zakonom nije drugačije propisano.

Član 11. stav 2. zakona, takođe, propisuje da se prenos kapitala po osnovu direktnih investicija (ulaganje nerezidenata u Republici Srbiji u pravno lice sa ciljem da se uključi u upravljanje poslovima tog pravnog lica) nerezidentnih pravnih lica u Srbiji vrši slobodno u skladu sa zakonom koji uređuje strana ulaganja.

Plaćanje radi sticanja svojine na nepokretnostima nerezidentnih pravnih

lica u Srbiji vrši se slobodno, prema članu 12. stav 1. zakona, u skladu sa zakonom koji uređuje svojinsko pravne odnose. Stav 2. ovog člana određuje da Narodna banka Srbije propisuje rokove i način izveštavanja o ovim poslovima.

Član 14. propisuje da nerezidentna prava lica mogu vršiti plaćanja radi kupovine u Srbiji dugoročnih dužničkih i vlasničkih hartija od vrednosti u skladu sa zakonom koji uređuje tržište hartija od vrednosti. U vezi sa tim, Narodna banka Srbije propisuje rokove i način izveštavanja o ovim plaćanjima. Dugoročne hartije od vrednosti su dužničke hartije od vrednosti sa rokom dospeća dužim od godinu dana.

Međutim, prema članu 15. stav 3. Zakona, nerezidentna prava lica ne mogu vršiti plaćanje radi kupovine domaćih kratkoročnih hartija od vrednosti (dužničke hartije od vrednosti sa rokom dospeća do godinu dana).

Član 16. stav 4. zakona precizira da nerezidentna prava lica plaćanje radi kupovine finansijskih derivata (finansijski instrumenti u smislu zakona koji uređuje tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata) mogu vršiti samo pod uslovima koje propiše Narodna banka Srbije. Nerezidenta pravna lica, prema članu 17. stav 2. Zakona, mogu vršiti plaćanje radi ulaganja u investicione fondove i dobrovoljne penzijske fondove u Srbiji u skladu sa odredbama zakona koji uređuje poslove sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

Član 18. stav 4. zakona propisuje da rezidenti – pravna lica mogu u svoje ime i za svoj račun odobravati nere-

zidentnim pravnim licima komercijalne i robne kredite iz čl. 4. i 5. ovog zakona, kao i finansijske kredite pod uslovima iz člana 23. stav 1. ovog zakona. Ovaj stav određuje da rezidenti – pravna lica mogu nerezidentnim pravnim licima odobravati finansijske kredite iz dobiti koju rezidenti ostvare poslovanjem u inostranstvu i to pod uslovom da je nerezident – dužnik po kreditnom poslu u većinskom vlasništvu rezidenta. Pod uslovima iz stava 1. člana 23. rezidenti – pravna lica mogu davati i jemstva po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

Nerezidenta pravna lica mogu, prema članu 20. stav 3. zakona, od rezidenata kupovati potraživanja i dugovanja po osnovu kreditnih poslova sa inostranstvom (kredit i zajmovi između rezidenata i nerezidenata zaključeni u devizama) samo pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Član 26. zakona određuje da banka može odobriti nerezidentnom pravnom licu kredit u dinarima u Republici Srbiji na način i pod uslovima koje propiše Narodna banka Srbije.

Nerezidentno pravno lice može, prema članu 28. stav 1. zakona, na računu kod banke držati devize i dinare bez ograničenja u skladu sa ovim zakonom. Narodna banka Srbije, na osnovu stava 2. ovog člana, propisuje uslove pod kojima banke mogu da otvaraju račune nerezidentima i način vođenja tih računa.

Član 29. stav 1. zakona predviđa da nerezidentno pravno lice koje posluje

preko nerezidentnog računa vrši prenos sa tog računa u inostranstvo pod uslovom da je prethodno izmirilo poreske obaveze iz posla prema Republici Srbiji.

Prenos sredstava u inostranstvo, prema stavu 2. ovog člana, sa štednog deviznog i dinarskog računa nerezidenta kod banke vrši se slobodno.

Međutim, strana banka koja drži sredstva na korespondentnom računu kod banke u Srbiji ne podleže poreskoj obavezi iz stava 1. ovog člana.

Član 34. stav 1. zakona određuje da nerezidenti kao i rezidenti koriste devize za plaćanje u inostranstvu, ako ovim zakonom nije drugačije određeno.

Međutim, prema stavu 2. ovog člana, plaćanje, naplaćivanje i prenos između nerezidenata i rezidenata u Republici Srbiji vrši se u dinarima.

Stav 3. istog člana predviđa da je dozvoljeno ugovaranje u devizama u Srbiji s tim što se plaćanje i naplaćivanje po tim ugovorima vrši u dinarima.

Zakon u članu 42. predviđa da Vlada na predlog Narodne banke Srbije može, u propisanim slučajevima, doneti, pored ostalih, sledeće zaštitne mere koje se odnose na nerezidente:

- propisati uslove pod kojima nerezident može držati devize na računima kod banaka u inostranstvu ili na računima kod banaka u Republici Srbiji;
- ograničiti obavljanje transakcija sa hartijama od vrednosti između nerezidenata i rezidenata;
- ograničiti obavljanje kreditnih poslova između nerezidenata i rezidenata;

- ograničiti davanje garancija ili jemstva, zaloga ili drugih sredstava obezbeđenja u korist nerezidenata;
- propisati nerezidentima mogućnost plaćanja radi kupovine domaćih kratkoročnih hartija od vrednosti.

Narodna banka Srbije, na osnovu člana 45. zakona i Devizni inspektorat, na osnovu člana 46. stav 1. zakona, vrše kontrolu deviznog poslovanja nerezidentnog pravnog lica.

Zakon u članu 48. propisuje da carinski organ na graničnom prelazu privremeno oduzima od nerezidenta kao i od rezidenta, uz izdavanje potvrde, dinare i efektivni strani novac, čekove i hartije od vrednosti koji glase na stranu valutu koji prelaze iznos koji propisuje Narodna banka Srbije.

Nerezidenti kao i rezidenti, prema članu 53. stav 1. zakona, vode evidenciju o poslovanju propisanom odredbama ovog zakona. Vlada propisuje uslove i način vršenja kontrole deviznog poslovanja rezidenata i nerezidenata, kao i uslove i način izveštavanja i vođenja evidencija iz stava 1. ovog člana.

3. ZAKON O POREZU NA DOBIT PREDUZEĆA

Zakon o porezu na dobit preduzeća („Službeni glasnik RS“, br. 25/2001, 80/2002, 43/2003 i 84/2004) u članu 3. stav 1. određuje da je preduzeće nerezident Republike Srbije poreski obveznik poreza na dobit preduzeća i da podleže oporezivanju dobiti koju

ostvari poslovanjem preko stalne poslovne jedinice koja se nalazi na teritoriji Republike.

Stav 2. ovog člana definiše nerezidentnog poreskog obveznika kao pravno lice koje je osnovano i ima sedište stvarne uprave i kontrole van teritorije Srbije.

Zakon o porezu na dobit preduzeća ne definiše izraz „sedište stvarne uprave“ ali se u vezi sa tim ukazuje na član 16. stav 1. zakona o privrednim društvima u kome se određuje da je sedište privrednog društva mesto iz koga se upravlja poslovima društva.

Zakon u članu 4. određuje da je stalna poslovna jedinica svako stalno mesto poslovanja preko kojeg nerezidentni poreski obveznik obavlja delatnost, a naročito:

- 1) ogranak;
- 2) pogon;
- 3) predstavništvo;
- 4) mesto proizvodnje, fabrika ili radionica;
- 5) rudnik, kamenolom ili drugo mesto eksploatacije prirodnog bogatstva.

Stalnu poslovnu jedinicu čine i stalno ili pokretno gradilište, građevinski ili montažni radovi, ako traju duže od šest meseci, i to:

- a) jedna od više izgradnji ili montaža koje se uporedno obavljaju, ili
- b) nekoliko izgradnji ili montaža koje se obavljaju bez prekida jedna za drugom.

Ako lice, zastupajući nerezidentnog obveznika, ima i vrši ovlašćenje da zaključuje ugovore u ime tog obveznika,

smatra se da nerezidentni obveznik ima stalnu poslovnu jedinicu u pogledu poslovanja koje zastupnik vrši u ime obveznika.

Ne postoji stalna poslovna jedinica ako nerezidentni obveznik obavlja delatnost preko komisionara, brokera ili bilo kog drugog lica koje, u okviru vlastite delatnosti, posluje u svoje ime, a za račun obveznika.

Stalnu poslovnu jedinicu ne čini ni:

- 1) držanje zaliha robe ili materijala koji pripadaju nerezidentnom obvezniku isključivo u svrhu skladištenja, prikazivanja ili isporuke, kao ni korišćenje prostora isključivo za to namenjenih;
- 2) držanje zaliha robe ili materijala koji pripadaju nerezidentnom obvezniku isključivo u svrhu prerade u drugom preduzeću ili od strane preduzetnika;
- 3) držanje stalnog mesta poslovanja isključivo u svrhu nabavljanja robe ili prikupljanja informacija za potrebe nerezidentnog obveznika, kao ni u svrhu obavljanja bilo koje druge aktivnosti pripremnog ili pomoćnog karaktera za potrebe nerezidentnog obveznika.

Nerezidentni poreski obveznik, prema članu 5. zakona, vodi u stalnoj poslovnoj jedinici evidenciju kojom se obuhvataju svi podaci o prihodima i rashodima, kao i drugi podaci za utvrđivanje dobiti koju ta jedinica ostvaruje poslovanjem na teritoriji Srbije.

Evidencija i njeno vođenje regulisani su Pravilnikom o načinu iskazivanja prihoda i rashoda radi utvrđivanja

FINANSIJE

dobiti koju stalna poslovna jedinica nerezidentnog obveznika ostvari na teritoriji Republike Srbije („Službeni glasnik RS“ broj 38/2001). Pravilnik je donet na osnovu člana 51. stav 2. zakona. Član 2. stav 2. Pravilnika propi-

suje da se prihodi i rashodi, kao i drugi podaci na osnovu kojih se utvrđuje oporeziva dobit stalne poslovne jedinice iskazuju u poreskom bilansu na sledećem obrascu PBPJ, koji čini sastavni deo Pravilnika:

Obrazac PBPJ

(Firma poreskog obveznika)

(Sedište)

(oblik stalne poslovne jedinice)

PORESKI BILANS

Za vreme od ____do____ godine

Red. broj	Pozicija	Dinara
1	2	3
1.	Prihodi stalne poslovne jedinice	
2.	Doznačena sredstva	
3.	Prihodi po osnovu transfernih cena	
4.	Obračunati prihodi po cenama „van dohvata ruke“	
5.	Razlika obračunatih prihoda (red. Br. 4-3>0)	
6.	Ukupni prihodi (red. br. 1+2+5)	
7.	Zarade zaposlenih u stalnoj poslovnoj jedinici	
8.	Ukupni troškovi zakupljenog poslovnog prostora	
9.	Ostali troškovi stalne poslovne jedinice	
10.	Rashodi po osnovu transfernih cena	
11.	Obračunati rashodi po cenama „van dohvata ruke“	
12.	Razlika obračunatih rashoda (red. br. 10-11>0)	
13.	Rashodi kamata i pripadajućih troškova	
14.	Rashodi naknada po osnovu autorskih prava i prava industrijske svojine	
15.	Ukupni rashodi (red. br. 7+8+9-12-13-14)	
16.	Višak prihoda nad rashodima – poreska osnovica (red. br. 6-15>0)	
17.	Obračunati porez (20% od rednog broja 16)	

U _____ Lice odgovorno za sastavljanje poreskog bilansa

Dana _____ . godine _____

Stalna poslovna jedinica, prema stavu 2. ovog člana Pravilnika, sastavlja poreski bilans i dostavlja ga, u propisanom roku, u jednom primerku nadležnom poreskom organu. Uz poreski bilans ova jedinica dostavlja i druge podatke (evidencije, izveštaje i sl.) koje je dužna da vodi u skladu sa drugim odgovarajućim propisima.

Oporeziva dobit (osnovica poreza na dobit nerezidentnog preduzeća) stalne poslovne jedinice, na osnovu člana 3. Pravilnika, obračunava se tako što se u obrascu PBPJ iskazuju odgovarajući prihodi i rashodi ove jedinice za vreme za koje se sastavlja poreski bilans.

Navedeni prihodi i rashodi unose se na osnovu urednih i verodostojnih isprava o poslovnim promenama, odnosno nastalim приходima i rashodima i na osnovu evidencija, specifikacija i izveštaja, koje stalna poslovna jedinica vodi u skladu sa propisima o spoljnotrgovinskom poslovanju, deviznom poslovanju i drugim odgovarajućim propisima koji se odnose na poslovanje stalnih poslovnih jedinica nerezidentnih preduzeća, a naročito iz izvoda banke o stanju i promenama na dinarskom i deviznom računu kod banke, blagajničkih izveštaja o svim uplatama i isplatama izvršenim preko blagajne, obračuna zarada zaposlenih u stalnoj poslovnoj jedinici, obračuna poreza, doprinosa i drugih javnih prihoda, izveštaja o radu i ostalih evidencija.

Član 20. stav 1. zakona određuje da se, pri određivanju oporezive dobiti stalne poslovne jedinice, kamata i pripadajući troškovi po osnovu zajma odobrenog toj jedinici od strane njene nere-

zidentne centrale ne priznaju kao rashod u poreskom bilansu stalne poslovne jedinice.

Ne priznaje se isto kao rashod u poreskom bilansu stalne poslovne jedinice, prema stavu 2. istog člana, ni naknada po osnovu autorskog prava i prava industrijske svojine koju ova jedinica isplaćuje svojoj nerezidentnoj centrali.

Na utvrđenu osnovicu (oporezivu dobit) stalne poslovne jedinice nerezidentnog preduzeća primenjuje se proporcionalna stopa poreza na dobit koja iznosi 10 odsto, a određena je u članu 39. stav 2. zakona.

Zakon u članu 40. stav 1. određuje da kada preduzeće nerezident Republike Srbije od njenog rezidenta ostvaruje dividende i prihode po osnovu udela u dobiti u pravnom licu, autorsku naknadu, kamatu, kapitalni dobitak ili naknadu po osnovu zakupa nepokretnih i pokretnih stvari, tada plaća porez po odbitku po stopi od 20 odsto, ako međunarodnim ugovorom o izbegavanju dvostrukog oporezivanja nije drugačije uređeno.

Međutim, prema stavu 2. ovog člana, porez po odbitku se ne obračunava i ne plaća ako su navedeni prihodi isplaćeni stalnoj poslovnoj jedinici koju nerezidentno preduzeće ima na teritoriji Republike Srbije. Ovo zbog toga što su u tom slučaju ovi prihodi integralni deo dobiti te stalne poslovne jedinice koja podleže plaćanju poreza na dobit preduzeća po stopi od 10 odsto.

Isplatilac navedenih prihoda obavezan je, na osnovu člana 71. zakona, da za svakog poreskog obveznika i za svaki pojedinačno isplaćen prihod ob-

računa, obustavi i uplati porez po odbitku na propisane račune u momentu isplate prihoda i to po propisima koji se tada primenjuju.

Član 40a zakona propisuje da kod obračuna poreza po odbitku na navedene prihode nerezidentnog preduzeća, isplatilac primenjuje odredbe ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, pod uslovom da ono dokaže status rezidenta države sa kojom je zaključen ugovor i da je stvarni vlasnik ovih prihoda.

Status rezidenta države sa kojom je zaključen ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, nerezidentno preduzeće dokazuje isplatiocu prihoda potvrdom overenom od nadležnog organa države ugovornice čiji je rezident.

U vezi sa potvrdom rezidentnosti, ukazuje se da se ona, u skladu sa međunarodnom praksom, daje na obrascu (formularu) koji propisuje država ugovornica čiji je rezident isplatilac dividende, kamate ili autorske naknade. Ovu potvrdu overava potpisom i pečatom nadležni organ druge države ugovornice, odnosno države čiji je rezident primalac navedenih prihoda koji ima pravo na oporezivanje primenom beneficiranih stopa poreza po odbitku koje su određene ugovorom.

Nerezidentno preduzeće, prema stavu 4. ovog člana, ima pravo da dobije potvrdu o porezu koji je platio u Republici Srbiji koju je, na njegov zahtev, dužan da mu izda nadležan poreski organ.

Nerezidentno preduzeće da bi se na njega primenile beneficirane stope poreza po odbitku određene ugovorom o

izbegavanju dvostrukog oporezivanja, pored dokazivanja da je rezident države ugovornice sa kojom je takav ugovor zaključen, mora da dokaže i da je stvarni vlasnik prihoda, a ne posrednik između isplatioca i ovog preduzeća.

Izraz „stvarni vlasnik“ nije definisan u ugovorima pa bi poresko zakonodavstvo Republike Srbije trebalo da odredi ovaj izraz i da propiše način na koji nerezidentno preduzeće dokazuje status stvarnog vlasnika.

U zemljama čiji se pravni sistem zasniva na običajnom i presedentnom pravu, izraz „stvarni vlasnik“ ima precizno značenje i koristi se da označi lice koje stvarno koristi pogodnosti od imovine, za razliku od zakonskog vlasnika, koji može biti samo nominalan. Stvarno i zakonsko vlasništvo imovine može pripadati različitim licima ili istom licu. Koncept stvarnog vlasnika ima za cilj da iza nominalnog vlasnika određene imovine ili imovinskog prava otkrije njihovog stvarnog (pravog) vlasnika.

Za potrebe ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja izraz „stvarni vlasnik“ se koristi da kao stvarnog vlasnika imovine označi lice koje imovinu ili imovinsko pravo drži i koristi u svoje ime (ostvaruje prihod), a ne agenta, posrednika ili imenovano lice koje to čini u ime drugog lica. Zbog toga je stvarno vlasništvo odlučujući kriterijum pri određivanju da li nerezidentno preduzeće ima pravo na primenu beneficiranih stopa određenih ugovorom.

Međutim, potrebno je naglasiti da, na međunarodnom planu (kod poreskih administracija raznih zemalja), ne postoji potpuna saglasnost o preciznom

značenju ovog izraza, kao i o mogućim vidovima zloupotrebe ugovora zbog njegove primene. Ova saglasnost, međutim, postoji oko toga da bi izraz „stvarni vlasnik“ trebalo definisati i u praksi primenjivati tako da bude u skladu sa ciljevima ugovora, odnosno da spreči dvostruko oporezivanje i zloupotrebe u vezi sa tim.

S obzirom na izloženo, očigledno je da samo rezident države ugovornice i stvarni vlasnik ima pravo na primenu u ugovoru određenih beneficiranih stopa poreza po odbitku na dividende, kamate i autorske naknade koje su nastale u drugoj državi ugovornici. Dakle, da bi se ugovor primenio potrebno je da se ispunе oba uslova određena zakonom, odnosno da preduzeće koje nije rezident Republike Srbije bude rezident države ugovornice sa kojom je ugovor zaključen i da bude stvarni vlasnik dividendi, kamata, autorskih naknada i drugih prihoda na koje rezidenti plaćaju porez po odbitku.

4. ZAKON O POREZIMA NA IMOVINU

Nerezidentno preduzeće je, na osnovu člana 4. zakona o porezima na imovinu („Službeni glasnik RS“, br. 26/2001, 45/2002, 80/2002 i 135/2004) poreski obveznik poreza na imovinu ako je imalac prava na nepokretnosti (zemljište, stambene i poslovne zgrade, stanovi, poslovne prostorije, garaže, zgrade i prostorije za odmor i rekreaciju i drugi građevinski objekti, odnosno njihovi delovi) koja se nalazi na teritoriji Republike Srbije.

Poreska osnovica je, prema članu 5. zakona, tržišna vrednost nepokretnosti na dan 31. decembra godine koja pretihodi godini za koju se utvrđuje i plaća porez na imovinu. Visinu tržišne vredosti, uz primenu osnovnih i korektivnih elemenata, utvrđuje nadležan poreski organ, s tim što se ona svake godine umanjuje za amortizaciju po stopi od 1,5 odsto primenom proporcionalne metode, a najviše do 70 odsto.

Nerezidentno preduzeće, s obzirom da vodi poslovne knjige, porez na imovinu plaća primenom stope od 0,40 odsto.

4.1. Ugovori o izbegavanju dvostrukog oporezivanja u odnosu na poreze na dohodak i poreze na imovinu

Preduzeća nerezidenti Republike Srbije kada ostvaruje dobit ili poseduje imovinu na njenoj teritoriji podleže po osnovu ove dobiti i imovine oporezivanju u Srbiji u skladu sa njenim propisima o oporezivanju nerezidentnih preduzeća.

Nerezidentna preduzeća zbog toga podležu destimulativnom međunarodnom dvostrukom oporezivanju, jer se na osnovu iste dobiti i imovine oporezuju kako u zemlji rezidentnosti, koja ima neograničeno pravo oporezivanja svojih rezidenata, tako i u Republici Srbiji koja ima ograničeno pravo oporezivanja nerezidenata, odnosno pravo oporezivanja samo dobiti koju ostvare ili imovine koju poseduju na njenoj teritoriji.

U cilju eliminisanja međunarodnog dvostrukog oporezivanja koje destimu-

lativno deluje na poslovanje i investiranje nerezidentnih preduzeća u Republici Srbiju zaključen je sa određenim brojem zemalja ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja u odnosu na poreze na dohodak i poreze na imovinu. Bilateralan ugovor zaključen sa odnosnom stranom zemljom određuje poreski status i način oporezivanja rezidenata Republike Srbije (prethodno Jugoslavije) i rezidenata druge države ugovornice kao i metode za eliminisanje dvostrukog oporezivanja. Pri tome, primena bilateralnog ugovora ima prioritet u odnosu na primenu poreškog zakonodavstva kako Republike Srbije, tako i odnosne druge države ugovornice.

Bilateralni ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja u odnosu na poreze na dohodak i poreze na imovinu zaključen je sa sledećim zemljama: Albanija, Belgija, Belorusija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Češka Republika, Danska, DNR Koreja, Egipat, Engleska, Finska, Francuska, Holandija, Hrvatska, Italija, NR Kina, Kipar, Kuvajt, Mađarska, Makedonija, Malezija, SR Nemačka, Norveška, Poljska, Rumunija, Ruska Federacija, Slovačka, Slovenija, Švedska, Šri Lanka i Ukrajina.

Pored toga, zaključeni su i parcijalni ugovori koji se odnose samo na izbegavanje dvostrukog oporezivanja dohotka preduzeća od međunarodnog pomorskog i vazdušnog saobraćaja sa Argentinom, Grčkom i Švajcarskom.

Preduzeće druge države ugovornice je, za potrebe ugovora, definisano tako da označava preduzeće kojim upravlja njen rezident.

Preduzeće se smatra rezidentom druge države ugovornice, prema odredbama člana 4. st. 1. i 2. ugovora, ako u njoj ima sedište uprave, odnosno sedište stvarne uprave.

S obzirom na činjenicu da se preduzeće nerezident Republike Srbije, odnosno rezident druge države ugovornice, kada dobit od poslovanja ostvaruje ili poseduje imovinu u Srbiji, oporezuje u skladu sa odredbama relevantnog bilateralnog ugovora, potrebno je da se izlože rešenja koja ove odredbe sadrže u vezi sa tim oporezivanjem.

4.2. Definicija stalne jedinice

Definicija stalne jedinice je vrlo značajno pitanje koje se reguliše u članu 5. ugovora, jer se preduzeće nerezident Srbije i rezident druge države ugovornice može oporezovati u Srbiji samo ako poslovanje obavlja preko takve jedinice koja se u njoj nalazi. Navedeno rešenje se zasniva na međunarodno prihvaćenom stavu da ovo preduzeće tek tada postaje aktivni učesnik u privredi zemlje izvora dobiti u obimu koji stvara osnov za njegovo oporezivanje.

Koncept stalne jedinice ima za cilj da ograniči pravo oporezivanja dobiti nerezidentnog preduzeća od strane zemlje izvora dobiti i da time eliminiše njeno dvostruko oporezivanje.

Stalna jedinica nema status pravnog lica i predstavlja deo preduzeća države ugovornice preko koga ono obavlja delatnost u zemlji izvora dohotka, odnosno u drugoj državi ugovornici.

Prema članu 5. stav 1. ugovora, preduzeće nerezident Srbije ima stalnu

jedinicu u Republici Srbiji ako poslovanje potpuno ili delimično, obavlja preko stalnog mesta koje se u njoj nalazi. Stalna jedinica ima sledeće karakteristike:

- postojanje mesta poslovanja u vidu prostorija ili, u određenim slučajevima, mašina ili opreme;
- mesto poslovanja mora biti stalno, odnosno mora biti ustanovljeno na određenom mestu sa određenim stepenom trajnosti;
- preduzeće obavlja poslovanje preko stalnog mesta poslovanja.

Izraz „mesto poslovanja“ obuhvata prostorije, opremu ili instalacije koje se koriste za obavljanje poslovanja preduzeća bez obzira da li se isključivo koriste za te svrhe. Mesto poslovanja postoji i kada preduzeće ne raspolaže prostorijom ili kada ona nije neophodna za poslovanje preduzeća ukoliko ima određen prostor na raspolaganju. Pri tome nije od značaja da li su prostorije oprema ili instalacije u vlasništvu preduzeća ili su uzete u zakup ili preduzeće sa njima raspolaže po drugom osnovu.

Mesto poslovanja može biti tezga na pijaci ili određen deo prostora koji se stalno koristi u carinskom skladištu (za skladištenje robe koja podleže carinjenju). Mesto poslovanja se može nalaziti i u poslovnim objektima drugog preduzeća (na primer, kada strano preduzeće ima na stalnom raspolaganju određenu prostoriju ili deo njek, a ona je u vlasništvu drugog preduzeća.

Mesto poslovanja mora biti stalno, odnosno, mora postojati veza između njega i određenog geografskog prostora

(mesta). Nije od značaja koliko dugo preduzeće države ugovornice posluje u drugoj državi ugovornici ukoliko ne posluje na posebnom (određenom) mestu. Međutim, to ne znači da oprema koja čini mesto poslovanja mora biti stvarno vezana za tlo (zemljišta) na kome se nalazi. Bitno je da oprema ostaje na određenom mestu.

S obzirom na to da mesto poslovanja mora biti stalno, smatra se da stalna jedinica postoji samo ukoliko ovo mesto ima određen stepen trajnosti, odnosno nije privremenog karaktera. Preduzeće, dakle, ima stalnu jedinicu i ako mesto poslovanja, u praksi, postoji u kratkom periodu vremena zbog posebne prirode delatnosti preduzeća ili zbog neplaniranih okolnosti (na primer, nedostatak investicionih sredstava ili stečaj).

Kada mesto poslovanja, za koje je na početku planirano da bude samo privremeno i kratkotrajno, postoji u periodu vremena koji se ne može smatrati privremen, tada ono postaje stalno mesto poslovanja i retroaktivno se smatra stalnom jedinicom.

Mesto poslovanja čini stalnu jedinicu samo ukoliko preduzeće preko njega obavlja svoje poslovanje potpuno ili delimično i to na regularnoj osnovi.

Stalna jedinica počinje da postoji čim preduzeće otpočne sa obavljanjem delatnosti preko stalnog mesta poslovanja, odnosno kada preduzeće izvrši sve pripreme potrebne za aktivnosti kojima će mesto poslovanja služiti stalno. Period vremena u kome preduzeće formira stalno mesto poslovanja

FINANSIJE

ne računa se, pod uslovom da se aktivnost na tom formiranju suštinski razlikuje od delatnosti za čije će obavljanje mesto poslovanja služiti stalno. Stalna jedinica prestaje da postoji sa prodajom stalnog mesta poslovanja ili sa obustavom obavljanja delatnosti preko njega, odnosno kada su okončane sve mere i aktivnosti koje su bile povezane sa prethodnom delatnošću stalne jedinice.

Međutim, privremeno obustavljanje poslovanja ne može se smatrati kao prestanak stalne jedinice. Ako je stalno mesto poslovanja dato u zakup drugom preduzeću porestaje da postoji stalna jedinica zakupodavca, osim ako zakupodavac ne nastavi svoju delatnost preko tog stalnog mesta poslovanja.

Stav 2. ovog člana izričito određuje da preduzeće nerezident Srbije ima stalnu jedinicu u Republici Srbiji ako u njoj poseduje:

- sedište uprave;
- ogranak;
- poslovnicu;
- fabriku;
- radionicu;
- rudnik, izvor nafte ili gasa, kamenolom ili drugo mesto iskorišćavanja prirodnih bogatstava.

Gradilište ili građevinski ili montažni radovi, prema članu 5. stav 3. ugovora, čine stalnu jedinicu samo ako traju duže od određenog vremena.

U vezi sa tim, daje se pregled dužine perioda vremena posle koga se izvođenje investicionih radova smatra stalnom jedinicom, kako je to određeno u ugovorima sa sledećim zemljama:

država ugovornica	period vremena duži od meseci
Albanija	9
Belgija	12
Belorusija	12
Bosna i Hercegovina	12
Bugarska	12
Češka Republika	12
Danska	12
DNR Koreja	18
Egipat	9
Engleska	12
Finska	12
Francuska	12
Holandija	12
Hrvatska	12
Italija	12
NR Kina	12
Kipar	12
Kuvajt	9
Mađarska	12
Makedonija	24
Malezija	6
SR Nemačka	12
Norveška	12
Poljska	18
Rumunija	24
Ruska Federacija	18
Slovačka	12
Slovenija	12
Šri Lanka	duže od 275 dana
Švedska	12
Ukrajina	12

Iz izloženog pregleda se vidi da je u ugovoru sa većinom zemalja predviđen period duži od 12 meseci. Takođe se vidi da je u ugovoru sa Makedonijom i Rumunijom predviđen izuzetno povoljan period duži od 24 meseci kao i sa DNR Korejom, Poljskom i Ruskom Federacijom duže od 18 meseci. Međutim, kraći period vremena od 12 meseci određen je u ugovoru sa Albanijom, Egiptom i Kuvajtom i to 9 meseci i sa Šri Lankom 275 dana. Posebno se ukazuje da ovaj period vremena u ugovoru sa Malezijom iznosi 6 meseci. Egipat, Šri Lanka i Malezija su prihvatanje navedenih perioda vremena kraćih od 12 meseci postavljali kao uslov da se zaključi ugovor. Pri tome su isticali da iste periode vremena imaju u ugovorima koje su zaključila i sa drugim zemljama i da nisu spremne da odstupaju od svog generalnog stava u vezi sa tretmanom izvođenja investicionih radova kao stalne jedinice.

Napominje se da je u ugovoru sa Makedonijom za status stalne jedinice određen period duži od 24 meseci i za vršenje nadzornih delatnosti, odnosno, određen je isti period kao i za obavljanje građevinskih ili montažnih radova.

Ugovor sa Malezijom za vršenje nadzornih delatnosti propisuje period duži od 6 meseci.

Ugovor sa Norveškom određuje period duži od 12 meseci i za obavljanje nadzornih i konsultantskih aktivnosti koje su povezane sa gradilištem ili izvođenjem građevinskih ili montažnih radova.

Ugovor sa Šri Lankom predviđa da izraz stalna jedinica, pored gradilišta i

izvođenja građevinskih i montažnih radova, obuhvata i pružanje usluga, uključujući konsultantske usluge, od strane preduzeća preko zaposlenih ili angažovanja radnika, ukoliko ove usluge (za isti ili povezani projekat) traju duže od 275 dana u okviru perioda od 12 meseci. Ugovor sa Kuvajtom takođe predviđa da pružanje usluga, uključujući i konsultantske i menadžerske, čini stalnu jedinicu ako se obavljaju u periodu koji je duži od 9 meseci.

Ugovor sa Ukrajinom posebno određuje da izraz „stalna jedinica“ obuhvata i instalacije ili opremu koji se koriste za istraživanje prirodnih bogatstava ako to istraživanje traje duže od 12 meseci.

4.3. Određivanje izraza „gradilište“ i „građevinski ili montažni radovi“

Ovi izrazi obuhvataju pored izgradnje zgrada i izgradnju pruga, puteva, mostova, kanala, postavljanje naftovoda (cevovoda) i izvođenje zemljanih radova (iskopavanje, bagerovanje). Ovi izrazi, takođe, obuhvataju projektovanje i nadzor izgradnje građevinskog objekta ako ih obavlja izvođač radova koji je ugovorio izgradnju objekta.

U ugovoru predviđen period (12 meseci ili neki drugi period vremena) primenjuje se kao uslov za svako pojedinačno gradilište ili pojedinačan projekat. Pri određivanju dužine trajanja gradilišta ili projekta, ne uzima se u obzir vreme koje je izvođač prethodno proveo na drugim gradilištima ili projektima koji nisu ni u kakvoj vezi sa konkretnim gradilištem ili projektom. Gra-

dilište se smatra kao jedna stalna jedinica, čak i ako je formirano na osnovu više ugovora, pod uslovom da čini konkretnu komercijalnu i geografsku celinu. U skladu sa tim, gradilište čini jedinstvenu stalnu jedinicu čak i ako su ugovorne strane (naručioci) više lica (izgradnja bloka zgrada).

Gradilište postoji od dana (datuma) kada izvođač radova započne rad, uključujući pripreme radove, u državi ugovornici u kojoj se izvodi investicioni projekat. Ono traje sve dok se radovi potpuno ne završe ili ne budu za stalno obustavljeni. Ne smatra se da gradilište prestaje da postoji ako je rad privremeno obustavljen.

U određenim slučajevima priroda građevinskog ili montažnog projekta može biti takva da aktivnost izvođača stalno menja lokaciju ili s vremena na vreme, u skladu sa dinamikom izvođenja radova (na primer, na izgradnji pruga, puteva, kanala, naftovoda itd.). U takvim slučajevima, nije od značaja činjenica da radna snaga angažovana na izvođenju projekta nije stalno prisutna na jednom određenom mestu u periodu od 12 meseci. Aktivnost koja se obavlja na svakom pojedinačnom mestu (lokaciji) je deo jedinstvenog projekta i taj se projekat mora smatrati stalnom jedinicom ako, kao celina, traje duže od 12 meseci.

Stav 4. istog člana određuje da izraz stalna jedinica ne uključuje:

- 1) korišćenje objekata i opreme isključivo u svrhe uskladištenja, izlaganja ili isporuke dobara ili robe koja pripada preduzeću;
- 2) održavanje zalihe dobara ili robe koja pripada preduzeću isključivo

u svrhu uskladištenja, izlaganja ili isporuke;

- 3) održavanje zalihe dobara ili robe koja pripada preduzeću isključivo sa svrhom da je drugo preduzeće preradi;
- 4) održavanje stalnog mesta poslovanja isključivo u svrhu kupovine dobara ili robe ili pribavljanja obaveštenja za preduzeće;
- 5) održavanje stalnog mesta poslovanja isključivo u svrhu reklamiranja, pružanja obaveštenja, obavljanja naučnoistraživanog rada ili sličnih delatnosti koje imaju pripremi ili punomoćni karakter za preduzeće;
- 6) održavanje stalnog mesta poslovanja isključivo u svrhu delatnosti navedenih u tač. 1) do 5) u bilo kojoj kombinaciji, pod uslovom da je ukupna delatnost stalnog mesta poslovanja koja nastaje iz ove kombinacije pripremnog ili pomoćnog karaktera.

Navedena rešenja u podstavu 1) i podstavu 2) sadržana su u svim ugovorima, osim u ugovoru sa Egiptom i Šri Lankom.

Ugovor sa Egiptom predviđa da se ne smatra stalnom jedinicom korišćenje objekta i opreme, odnosno držanje zalihe robe samo za povremenu (neredovnu) isporuku roba preduzeća kojom se ne ostvaruje dobit.

Ugovor sa Egiptom predviđa da se ne smatra stalnom jedinicom korišćenje objekta i opreme, odnosno držanje zalihe robe samo za povremenu (neredovnu) isporuku roba preduzeća kojom se ne ostvaruje dobit.

Ugovor sa Šri Lankom određuje samo da isporuka mora biti povremena ne navodeći uslov da se takvom isporukom ne ostvaruje dobit.

Shodno navedenim rešenjima redovna isporuka, odnosno isporuka kojom se ostvaruje dobit smatra se stalnom jedinicom u ugovorima sa Egipitom i Šri Lankom.

Podstav 5) određuje da se ne smatra stalnom jedinicom stalno mesto poslovanja preko koga preduzeće nerezident Srbije obavlja samo delatnosti koje za njega imaju pripremni ili pomoćni karakter. U takve delatnosti spadaju, na primer, reklamiranje ili naučnoistraživački radovi. Očigledno je da takvo mesto poslovanja doprinosi produktivnosti preduzeća, ali delatnosti koje ono obavlja nisu u neposrednoj vezi sa ostvarivanjem dobiti tako da je vrlo teško odrediti odgovarajući deo dobiti koji mu pripada.

Značajno je da se zbog toga, bez obzira na teškoće, napravi razlika između delatnosti koje imaju pripremni ili pomoćni karakter i delatnosti koje takav karakter nemaju. Odlučujući kriterijum trebalo bi, u svakom slučaju, da bude da li delatnosti stalnog mesta poslovanja čine suštinski i značajan deo delatnosti preduzeća kao celine. Zbog toga se ne može smatrati da stalno mesto poslovanja obavlja pripremnu ili pomoćnu delatnost ukoliko je njegova delatnost identična sa osnovnom delatnošću preduzeća.

Stalno mesto poslovanja čini stalnu jedinicu preduzeća ukoliko obezbeđuje rezervne delove za mašine isporučene kupcu, ili održava i opravlja te mašine,

jer su ove delatnosti, nakon prodaje mašine, značajan i bitan deo usluga koje preduzeće pruža kupcu i zbog toga se ne može smatrati da imaju samo pomoćni karakter.

Stalno mesto poslovanja koje ima funkciju upravljanja preduzećem, delom preduzeća ili grupom preduzeća, predstavlja stalnu jedinicu, jer se ova delatnost ne može smatrati kao pripremna ili pomoćna delatnost. Ovo zbog toga što funkcija upravljanja čini suštinski deo poslovanja preduzeća.

Posebno se ukazuje na značaj uslova da se aktivnosti stalnog mesta poslovanja moraju obavljati za preduzeće. Ukoliko stalno mesto poslovanja ne pruža usluge samo svom preduzeću odnosno te usluge vrši neposredno i drugim preduzećima, tada se ono smatra stalnom jedinicom, jer obavlja delatnosti koje nemaju pripremni ili pomoćni karakter za preduzeće nerezidenta Srbije.

Član 5. stav 5. ugovora određuje uslove pod kojima se smatra da preduzeće nerezident Srbije ima stalnu jedinicu po osnovu delatnosti lica (fizičkog ili pravnog) koje radi za preduzeće.

Stalnom jedinicom može se smatrati lice koje za preduzeće radi u svojstvu zavisnog (nesamostalnog) zastupnika, odnosno lice koje nema status nezavisnog (samostalnog) zastupnika. Međutim, ne bi trebalo da se smatra da angažovanje zavisnog lica obavezno dovodi do stvaranja stalne jedinice preduzeća. Zbog toga bi takav tretman trebalo ograničiti samo na ona lica koja, s obzirom na obim svojih ovlašćenja ili na vrstu svojih aktivnosti, uključuju preduzeće u značajnoj meri u

poslovne delatnosti u odnosnoj državi ugovornici. Imajući to u vidu stav 5. se zasniva na činjenici da se može smatrati stalnom jedinicom samo ono lice koje ima ovlašćenje da zaključuje ugovore za preduzeće koje ga je angažovalo. Ovo zbog toga što, u tom slučaju, lice ima dovoljno ovlašćenja da obaveže preduzeće u vezi sa njegovim poslovanjem u toj državi. Ovo podrazumeva da to lice koristi ovlašćenje stalno, a ne samo u pojedinim slučajevima. Izraz „ovlašćenje da zaključuje ugovor u ime preduzeća“ ne ograničava se samo na zastupnika koji doslovno zaključuje ugovore u ime preduzeća, jer se primenjuje i na zastupnika koji zaključuje ugovore koji obavezuju preduzeće čak i ako ti ugovori nisu formalno zaključeni u ime preduzeća.

Ovlašćenje za zaključivanje ugovora mora se odnositi na ugovore u vezi sa poslovima koji čine osnovnu delatnost preduzeća. Zbog toga nije od značaja, na primer, ovlašćenje koje lice ima za angažovanje radnika koji bi trebalo tom licu da pomažu u obavljanju njegovih poslova za preduzeće ili ovlašćenje tog lica da zaključuje, u ime preduzeća, slične ugovore koji se odnose samo na poslove unutar preduzeća. Važno je da se ovlašćenje koristi na uobičajen način u drugoj državi ugovornici, a to se određuje na osnovu okolnosti konkretne situacije. Smatra se da lice koristi ovlašćenje u drugoj državi ugovornici ako ima ovlašćenje da pregovara o svim elementima i detaljima ugovora na način koji obavezuje preduzeće, čak i ako ugovor potpiše drugo lice u državi ugovornici u kojoj

se nalazi preduzeće. S obzirom na izloženo, očigledno je da se stalnom jedinicom preduzeća smatraju samo ona lica, odnosno zavisni zastupnici koji ispunjavaju specifične usluge navedene u stavu 5. ovog člana. Sva ostala lica se isključuju. Pri tome, kada su ovi uslovi ispunjeni, stalna jedinica preduzeća postoji u obimu u kome lice stvarno radi za preduzeće, a ne u obimu u kome to lice koristi ovlašćenje da zaključuje ugovore u ime preduzeća.

Stav 5. sa navedenim odredbama sadržan je u članu 5. svih ugovora koje je državna zajednica, do sada, zaključila, osim u ugovoru sa Malezijom i Šri Lankom.

Ugovor sa Malezijom u članu 5. određuje da se lice, osim nezavisnog zastupnika, koje radi u državi ugovornici u ime preduzeća druge države ugovornice smatra stalnom jedinicom ako:

- (a) ima i uobičajeno koristi u toj državi ovlašćenje da zaključuje ugovore u ime preduzeća, osim ako su njegove aktivnosti ograničene na kupovinu roba za to preduzeće;
- (b) održava u državi ugovornici zalihu robe koja pripada preduzeću iz koje redovno izvršava narudžbinu u ime preduzeća.

Ugovor sa Šri Lankom, međutim, sadrži rešenje koje je prihvaćeno u stavu 5. i sa drugim zemljama, osim sa Malezijom, s tim što izričito predviđa da se stalnom jedinicom smatra i lice koje nema ovlašćenje da zaključuje ugovore ukoliko u državi ugovornici ima zalihu robe iz koje redovno isporučuje robu u ime preduzeća.

U ugovoru sa Kuvajtom se određuje da se smatra stalnom jedinicom lica koje u državi ugovornici radi u ime preduzeća druge države ugovornice ako:

- ima i uobičajeno (redovno) koristi ovlašćenje da zaključuje ugovore u ime preduzeća;
- nema takvo ovlašćenje ali redovno prodaje robu u ime preduzeća;
- redovno obezbeđuje porudžbine isključivo ili skoro isključivo za preduzeće ili za preduzeće i druga preduzeća koja ono kontroliše.

Stav 6. ovog člana sadrži rešenje prema kome se ne smatra da preduzeće nerezident Srbije koje u Republici Srbiji posluje preko posrednika (brokera) generalnog komisionog agenta ili drugog zastupnika sa samostalnim statusom, ima stalnu jedinicu u Srbiji ako ova lica deluju u okviru svoje redovne poslovne delatnosti. U tom slučaju preduzeće ne podleže oporezivanju Srbiji, jer u njoj nema stalnu jedinicu, s obzirom da navedeni zastupnici imaju status samostalnog preduzeća.

Navedeno rešenje ukazuje da lice ne čini stalnu jedinicu preduzeća nerezidenta Srbije za čiji račun radi samo pod uslovom:

- da je pravno i ekonomski nezavisno od preduzeća i
- da deluje u okviru svoje redovne poslovne delatnosti kada radi za račun preduzeća.

Obim obaveza koje lice ima u odnosu na preduzeće nerezidenta Srbije određuje da li je lice nezavisno u odnosu na ovo preduzeće koje predstavlja. Kada su komercijalne aktivnosti lica za račun preduzeća podložne detaljnim in-

strukcijama ili potpunoj kontroli od strane preduzeća, ne može se smatrati da je to lice nezavisno od preduzeća. Takođe je značajan kriterijum ko snosi preduzetnički rizik, odnosno da li ga snosi lice ili preduzeće koje to lice predstavlja. Ako lice samo snosi sav rizik u vezi sa aktivnostima tada se ono ne smatra stalnom jedinicom preduzeća, jer ostvaruje sopstvenu dobit u vidu provizije za zastupanje po osnovu koje podleže oporezivanju kao poseban poreski obveznik.

Međutim, ne smatra se da lice deluje u okviru svoje redovne poslovne delatnosti ako, umesto preduzeća nerezidenta Srbije, to lice obavlja aktivnosti koje ekonomski pripadaju oblasti poslovanja tog preduzeća, a ne njegovim poslovnim aktivnostima.

U vezi sa tim, ukazuje se da ugovor sa Kuvajtom sadrži dopunu rešenja iz ovog stava i precizira da se ne smatra zastupnikom sa samostalnim statusom predstavnik preduzeća čija se aktivnost odvija isključivo ili skoro isključivo u ime preduzeća i drugih preduzeća koja ono kontroliše.

5. OPOREZIVANJE DOBITI OD POSLOVANJA

Ugovori u članu 7. stav 1. propisuju da se dobit preduzeća nerezidenta Srbije oporezuje u Republici Srbiji ako je ostvarena od poslovanja preko stalne jedinice koja se u njoj nalazi. Pri tome se dobit ovog preduzeća može oporezovati samo do iznosa koji se pripisuje stalnoj jedinici.

Navedeno rešenje u skladu sa

osnovnim pravilom međunarodnog oporezivanja, prema kome se dobit preduzeća države ugovornice može oporezovati u drugoj državi ugovornici tek kada postane aktivni učesnik u ekonomskom životu ove države, jer posluje preko stalne jedinice koja se u njoj nalazi.

Stav 2. ovog člana određuje da se stalnoj jedinici pripisuje dobit koju bi mogla da ostvari da je bila odvojeno i posebno preduzeće, koje se bavi istim ili sličnim delatnostima, pod istim ili sličnim uslovima, i da je poslovala potpuno samostalno sa preduzećem čija je stalna jedinica.

Ovaj stav sadrži pravilo prema kome se određuje dobit stalne jedinice. Prema ovom pravilu, dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici je dobit koju bi stalna jedinica ostvarila kada bi, umesto da posluje sa matičnim preduzećem, poslovala potpuno samostalno sa drugim preduzećem, koje se bavi istim ili sličnim delatnostima, pod uslovima i sa cenama koje važe na tržištu. Dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici može biti ostvarena od poslovnih transakcija sa drugim stalnim jedinicama istog preduzeća ili sa povezanim preduzećima i njihovim stalnim jedinicama, bez obzira da li se oni nalaze u državi ugovornici u kojoj se nalazi stalna jedinica ili u drugoj državi ugovornici, odnosno u inostranstvu.

Dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici primenom pravila iz stava 2. ovog člana trebalo bi da odgovara dobiti koja bi bila određena u skladu sa principima dobrog i ažurnog poslovnog knjigovodstva. Zbog toga bi ova dobit trebalo ge-

neralno da se zasniva na knjigovodstvu te jedinice koje realno prikazuje njenu poslovnu situaciju i rezultate poslovanja.

Pri određivanju dobiti stalne jedinice preduzeća nerezidenta Srbije, prema članu 7. stav 3, priznaju se kao odbitak troškovi koji su učinjeni za potrebe te jedinice, uključujući troškove upravljanja i opšte administrativne troškove, bilo u državi ugovornici u kojoj se stalna jedinica nalazi ili na drugom mestu.

U vezi sa tim, ukazuje se da se, kada je to potrebno, iznosi troškova koji se uzimaju u obzir procenjuju ili kalkulišu na uobičajen način, odnosno primenom uobičajenih metoda.

Tako, na primer, u slučaju opštih administrativnih troškova koji su učinjeni u direkciji preduzeća, može se uzeti u obzir proporcionalan deo tih troškova koji se zasniva na odnosu (učesću) prometa (ili dobiti) stalne jedinice u prometu (dobiti) celokupnog preduzeća. Shodno tome, smatra se da bi iznos troškova koji se uzima u obzir kao da je učinjen za potrebe stalne jedinice trebalo da bude stvarni iznos nestalnih troškova. Odbitak koji se odobrava stalnoj jedinici za troškove preduzeća koji se njoj pripisuju ne zavisi od stvarne nadoknade tih troškova od strane stalne jedinice.

Stav 4. predviđa mogućnost da kada je uobičajeno da se u državi ugovornici dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici određuje na osnovu raspodele ukupne dobiti preduzeća nerezidenta Srbije na njegove posebne delove, tada stav 2. člana 7. ne sprečava ovu državu da ovakvom raspodelom odredi dobit koja se oporezuje.

Navedeno rešenje ukazuje da je u nekim zemljama, u određenim slučajevima, praksa da se dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici ne određuje na osnovu posebnog knjigovodstva ili na osnovu objektivne procene, već putem raspodele ukupne dobiti preduzeća primenom različitih metoda (formula). Ovaj metod se razlikuje od metoda koji je predviđen u stavu 2. ovog člana, jer ne predviđa pripisivanje dobiti posebnim stalnim jedinicama preduzeća, već raspodelu ukupne dobiti.

To može imati za rezultat iznos dobiti koji se razlikuje od iznosa koji bi bio određen obračunom koji se zasniva na posebnom knjigovodstvu. Zbog toga stav 4. jasno ukazuje da se može nastaviti sa primenom ovog načina od strane države ugovornice ukoliko je to u njoj uobičajeno, čak i ako se rezultat (iznos dobiti) možda ponekad delimično razlikuje od rezultata koji se dobija na osnovu posebnog knjigovodstva, pod uslovom da rezultat bude u skladu sa načelima sadržanim u ovom članu.

Međutim, ističe se da bi, po pravilu, dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici trebalo određivati na osnovu knjigovodstva te jedinice ukoliko ono odražava realne rezultate poslovanja. Generalno se smatra da metod raspodele koji se zasniva na podeli ukupne dobiti preduzeća nije tako pogodan kao metod koji ima u vidu samo delatnost stalne jedinice i da bi ga zbog toga trebalo primenjivati samo izuzetno i to kada je u određenoj zemlji prihvaćen kao zadovoljavajući i to kako od poreske administracije tako i od po-

reskih obveznika. Ističe se da postoje mnogi različiti metodi podele ukupne dobiti u cilju njene alokacije, s tim što je osnovni cilj svakog od tih metoda da odredi iznos oporezive dobiti koji u maksimalnoj mogućoj meri odgovara iznosu koji se dobija na osnovu posebnog knjigovodstva stalne jedinice, koja posluje kao potpuno samostalno preduzeće.

Sušтина metoda raspodele ukupne dobiti sastoji se u tome da se proporcionalni deo dobiti preduzeća kao celine raspodeljuje na njegove delove, odnosno stalne jedinice zavisno od njihovog doprinosa profitabilnosti preduzeća.

Ugovor sa Belgijom, Danskom, Egiptom, Holandijom, Italijom, Norveškom, Šri Lankom i Švedskom u stavu 4. ovog člana sadrži umesto navedenog, sledeće rešenje:

„Dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici određuje se na osnovu poslovnih knjiga koje vodi stalna jedinica. Ako ove knjige ne obezbeđuju odgovarajući osnov za određivanje dobiti stalne jedinice, dobit se može odrediti na osnovu raspodele ukupne dobiti preduzeća na njegove pojedine delove. Usvojeni metod raspodele treba da bude takav da rezultat bude u skladu sa načelima koji su sadržani u ovom članu. Ako je potrebno, nadležni organi država ugovornica nastoje da se dogovore o metodu raspodele dobiti preduzeća (u ugovoru sa Norveškom o metodu određivanja dobiti stalne jedinice)“.

Ugovor sa Engleskom ima sledeći stav 4:

„Dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici određuje se na osnovu posebnog knjigovodstva koje se odnosi na stalnu jedinicu. Ukoliko je uobičajeno u državi ugovornici da se dobit koja se pripisuje stalnoj jedinici određuje na osnovu raspodele ukupne dobiti preduzeća na njegove posebne delove, stav 2. ovog člana ne sprečava tu državu ugovornicu da određuje oporezivu dobit takvom uobičajenom raspodelom; usvojen metod raspodele, međutim, treba da bude takav da rezultat bude u skladu sa načelima koja su sadržana u ovom članu.

Takođe, ugovor sa Francuskom sadrži sledeće specifične odredbe:

„Dobit od poslovanja stalne jedinice generalno se određuje na osnovu knjigovodstva stalne jedinice. Kada stalna jedinica ne vodi uredno knjigovodstvo iz koga se dobit može jasno i posebno da utvrdi, ukupna dobit preduzeća može se raspodeliti u cilju određivanja dobiti stalne jedinice. Nadležni organi država ugovornica se, ako je to potrebno, dogovaraju u cilju ustanovljenja pravila za podelu dobiti preduzeća kada nema urednog knjigovodstva iz koga se može jasno i posebno da odredi dobit koja se pripisuje stalnim jedinicama koje se nalaze u njihovim teritorijama“.

Ugovor sa Italijom, u Protokolu uz stav 4. ovog člana propisuje da će, ukoliko je potrebno, nadležni organi država ugovornica nastojati da se dogovore o

metodu raspodele dobiti preduzeća.

Ugovor sa Kuvajtom u stavu 6. ovog člana određuje da kada su informacije kojima raspolaže nadležni organ države ugovornice nedovoljne za utvrđivanje dobiti koja se pripisuje stalnoj jedinici preduzeća, tada odredbe člana 7. ne utiču na primenu zakona te države koji se odnose na utvrđivanje poreske obaveze te jedinice, na osnovu procene dobiti nadležnog organa na koju stalna jedinica treba da plati porez, pod uslovom da primena ovih zakona bude u skladu sa principima člana 7, uz uvažavanje informacija nadležnog organa.

Stalnoj jedinici preduzeća nerezidenta Srbije ne može se, na osnovu stava 5. ovog člana, pripisati dobit ako se njegova poslovna aktivnost ograničava samo na kupovinu robe za ovo preduzeće.

Navedeno rešenje se odnosi na stalnu jedinicu koja, iako obavlja druge poslove, vrši i kupovinu roba za direkciju svog preduzeća. Ovo zbog toga što se stalno mesto poslovanja koje za preduzeće obavlja samo kupovinu dobara ili roba, shodno članu 5. stav 4. podstav 4) ugovora, ne smatra stalnom jedinicom pa mu se zbog toga ne može vršiti pripisivanje dobiti. Dakle, ako stalna jedinica, pored obavljanja drugih poslova, vrši i kupovinu roba za matično preduzeće, njena dobit se, na osnovu stava 5, ne može uvećavati pripisivanjem hipotetičkih iznosa dobiti po osnovu kupovine. Normalno, u tom slučaju se i troškovi koji nastaju u vezi sa obavljanjem delatnosti kupovine roba za preduzeće isključuju pri izračunavanju oporezive dobiti stalne jedinice.

6. OPOREZIVANJE DOBITI OD OBAVLJANJA MEĐUNARODNOG SAOBRAĆAJA

Član 8. stav 1. ugovora određuje da se dobit od obavljanja međunarodnog saobraćaja pomorskim brodom, vazduhoplovom ili drumskim vozilom oporezuje samo u državi ugovornici u kojoj se nalazi sedište stvarne uprave preduzeća.

Prema ovom rešenju, preduzeće nerezident Srbije ne podleže oporezivanju dobiti od obavljanja međunarodnog pomorskog, vazdušnog i drumskog saobraćaja ako je rezident zemlja sa kojima je ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja (opšti ili parcijalni) zaključen. Ova se dobit oporezuje samo u zemlji rezidentnosti, jer se u njoj nalazi sedište stvarne uprave preduzeća koja takav saobraćaj obavlja.

Međunarodni saobraćaj se, za potrebe ugovora, definiše tako da označava saobraćaj pomorskim brodom i vazduhoplovom ili drumskim vozilom koji obavlja preduzeće čije se sedište stvarne uprave nalazi u državi ugovornici, osim ako se saobraćaj obavlja isključivo između mesta u drugoj državi ugovornici.

U cilju izbegavanja dvostrukog oporezivanja dobiti koju preduzeće nerezident Srbije ostvari od obavljanja saobraćaja na unutrašnjim plovnim putevima (rekama, kanalima i jezerima) rečnim brodom, ugovor sa Belorusijom, Češkom Republikom, Holandijom, Hrvatskom, Makedonijom, SR Nemačkom, Poljskom i Slovačkom u članu 8. sadrži stav 2 prema kome se ova dobit oporezuje samo u zemlji rezidentnosti, jer se u njoj nalazi sedište stvarne uprave preduzeća.

Napominje se da je izbegavanje dvostrukog oporezivanja dobiti od obavljanja saobraćaja na unutrašnjim plovnim putevima regulisano i sa drugim zemljama sa kojima je ovaj problem aktuelan (Bugarska, Rumunija, Ruska Federacija i Ukrajina) na taj način što je oporezivanje dobiti od ovog saobraćaja regulisano u okviru rešenja koje se odnosi na međunarodni saobraćaj.

7. OPOREZIVANJE PRIHODA OD NEPOKRETNE IMOVINE

Prihodi od nepokretne imovine, uključujući prihod od poljoprivrede i šumarstva, koje preduzeće nerezident Republike Srbije ostvari od nepokretne imovine koja se nalazi u Srbiji, oporezuje se, prema članu 6. stav 1. ugovora, samo u Srbiji. Ovo rešenje se primenjuje kako na prihod koji se ostvari neposrednim korišćenjem, tako i na prihod ostvaren davanjem u zakup ili drugim načinom korišćenja nepokretne imovine.

Stav 2. ovog člana propisuje da izraz „nepokretna imovina“ ima značenje prema zakonu države ugovornice u kojoj se nepokretna imovina nalazi. Međutim, pomorski ili rečni brodovi, vazduhoplovi i drumska vozila se ne smatraju nepokretnom imovinom za potrebe ugovora.

8. OPOREZIVANJE DIVIDENDI

Dividende koje rezident druge države ugovornice ostvari od rezidenta Srbije oporezuju se, na osnovu člana 10. stav 2. ugovora, primenom sledećih stopa poreza po odbitku:

FINANSIJE

zemlja	poreska stopa kada je procenat učešća u kapitalu 25%	poreska stopa u ostalim slučajevima	jedinstvena poreska stopa
Albanija	5	15	-
Belgija	10	15	-
Belorusija	5	15	-
Bosna i Hercegovina	5	10	-
Bugarska	5	15	-
Danska	5	15	-
DNR Koreja	-	-	10
Egipat	5	15	-
Engleska	5	15	-
Finska	5	15	-
Francuska	5	15	-
Holandija	5	15	-
Hrvatska	5	10	-
Italija	-	-	10
NR Kina	-	-	5
Kipar	-	-	10
Kuvajt	5	10	-
Mađarska	5	15	-
Makedonija	5	15	-
Malezija	-	-	0
SR Nemačka	-	-	15
Norveška	-	-	15
Poljska	5	15	-
Rumunija	-	-	10
Ruska Federacija	5	15	-
Slovačka	5	15	-
Slovenija	5	10	-
Šri Lanka	-	-	12,5
Švedska	5	15	-
Ukrajina	5	10	-
Češka Republika	5	15	-

S obzirom na izloženo i na specifična rešenja sadržana u ugovorima sa pojedinim zemljama, ukazuje se na sledeće:

1. Poreska stopa poreza na dividende od 5 odsto, kada je procenat učešća u kapitalu kompanije ko-

ja isplaćuje dividende najmanje 25 odsto (u ugovoru sa Ruskom Federacijom predviđeno je, pored navedenog uslova, i da je u ovu kompaniju investiran iznos od najmanje 100.000 USD ili ekvivalentan iznos u nacionalnim valutama država ugovornica) određena je u članu 10. stav 2. ugovora sa sledećim zemljama: Albanija, Bosna i Hercegovina, Belorusija, Bugarska, Danska, Egipat, Engleska, Kuvajt, Finska, Francuska, Holandija, Hrvatska, Makedonija, Mađarska, Poljska, Ruska Federacija, Slovačka, Slovenija, Švedska i Ukrajina.

Ova niža stopa u ugovoru sa Belgijom određena je u visini od 10 odsto od bruto iznosa dividendi.

2. Poreska stopa u visini od 15 odsto, u ostalim slučajevima, određuje se u ugovoru sa sledećim zemljama: Belgija, Belorusija, Bugarska, Danska, Egipat, Engleska, Finska, Francuska, Holandija, Makedonija, Mađarska, Poljska, Ruska Federacija, Slovačka i Švedska. Ugovor sa Albanijom, Bosnom i Hercegovinom, Kuvajtom, Hrvatskom, Slovenijom i Ukrajinom predviđa da ova viša stopa iznosi 10 odsto od bruto iznosa dividendi.
3. Jedinstvena poreska stopa, koju zemlja izvora (Srbija) primenjuje na dividende nerezidentata koje isplaćuje njena rezidentna kompanija, bez obzira na visinu učešća u kapitalu, predviđena je:

- u visini od 15 odsto od bruto iznosa dividendi u ugovoru sa SR Nemačkom i Norveškom;
- u visini od 12,5 odsto u ugovoru sa Šri Lankom;
- u visini od 10 odsto u ugovoru sa DNR Korejom, Italijom, Kiprom, Rumunijom i Češkom Republikom;
- u visini od 5 odsto u ugovoru sa NR Kinom.

Međutim, prema stavu 4. ovog člana, navedene beneficirane stope poreza po odbitku se ne primenjuju ako stvarni vlasnik dividendi u Srbiji ima stalnu poslovnu jedinicu sa kojom su efektivno povezane akcije po osnovu kojih se one isplaćuju.

U tom slučaju, dividende su, kako to određuje i Zakon o porezu na dobit, sastavni deo dobiti preduzeća i shodno tome se oporezuje.

9. OPOREZIVANJE KAMATA

Kamata koju nerezidentno preduzeće ostvari iz izvora u Republici Srbiji, na osnovu člana 11. stav 1. ugovora sa Danskom, Finskom, Francuskom, Holandijom, SR Nemačkom, Norveškom i Švedskom oporezuje se samo u državi ugovornici čiji je rezident to preduzeće.

Shodno tome, ova kamata ne podleže oporezivanju porezom po odbitku u Srbiji. Takvo rešenje usvojeno je imajući u vidu da, u trenutku zaključivanja ugovora, ni jedna od država ugovornica nije imala u zakonodavstvu predviđenu naplatu poreza po odbitku na kamatu nastalu u državi

FINANSIJE

ugovornici i isplaćenu rezidentu druge države ugovornice.

U vezi sa tim, posebno se ukazuje da je u protokolima, koji čine integralni deo ugovora sa navedenim zemljama (osim sa Francuskom), izričito predviđeno da su, ako jedna od država ugovornica ili obe države ugovornice zavedu takav porez, države ugovornice obavezne da pristupe pregovorima radi revizije ovog rešenja.

Republika Srbija je takve pregovore već predložila navedenim zemljama, s obzirom da je, kao i većina tih zemalja, zavela porez po odbitku na kamatu isplaćenu rezidentu druge države ugovornice.

Međutim, kamata koju nerezidentno preduzeće ostvari iz izvora u Republici Srbiji, prema članu 11. stav 2 ugovora sa: Albanijom, Belgijom, Belorusijom, Bosnom i Hercegovinom, Bugarskom, DNR Korejom, Kuvajtom, Hrvatskom, Egiptom, Engleskom, Italijom, NR Kinom, Makedonijom, Malezijom, Mađarskom, Poljskom, Rumunijom, Ruskom Federacijom, Slovačkom, Slovenijom, Šri Lankom i Ukrajinom, podleže oporezivanju porezom po odbitku primenom stope koja je određena u ugovoru.

Dajemo se pregled ovih stopa koje se primenjuju na bruto iznos kamate koju nerezidentno preduzeće ostvari iz izvora u Srbiji ako je rezident sledećih zemalja:

Zemlja	stopa poreza po odbitku od bruto iznosa kamate
Albanija	10
Belgija	15
Belorusija	8
Bosna i Hercegovina	10
Bugarska	10
Češka Republika	10
Danska	-
DNR Koreja	10
Egipat	15
Engleska	10
Finska	-
Francuska	-
Holandija	-
Hrvatska	10
Italija	10
NR Kina	10
Kipar	10
Kuvajt	10
Mađarska	10
Makedonija	10
Malezija	10
SR Nemačka	-
Norveška	-
Poljska	10
Rumunija	10
Rusija	10
Slovačka	10
Slovenija	10
Šri Lanka	10
Švedska	-
Ukrajina	10

Naveden pregled ukazuje da visina ove poreske stope iznosi:

- 8 odsto u ugovoru sa Belorusijom;
- 10 odsto u ugovoru sa: Albanijom, Bosnom i Hercegovinom, Bugarskom, DNR Korejom, Engleskom, Italijom, NR Kinom, Ki-

prom, Kuvajtom, Makedonijom, Malezijom, Mađarskom, Hrvatskom, Poljskom, Rumunijom, Ruskom Federacijom, Slovačkom, Slovenijom, Šri Lankom, Ukrajinom i Češkom Republikom;

- 15 odsto u ugovoru sa Belgijom i Egiptom.

Posebno se ukazuje da član 11. ugovora sa NR Kinom i Ukrajinom sadrži stav kojim se određuje da se, nezavisno od odredaba stava 2. ovog člana, kamata koja nastaje u državi ugovornici izuzima od oporezivanja u toj državi ako je ostvari vlada druge države ugovornice, političko-teritorijalna jedinica ili lokalna vlast te države ili banka koja je u vlasništvu te vlade, političke jedinice ili lokalne vlasti.

Protokol ugovora sa Slovenijom određuje da će države ugovornice ponovo razmotriti stopu poreza po odbitku na kamatu dogovorenu u članu 11. stav 2. ukoliko jedna od njih ili obe snize stopu poreza na kamatu koja, u vreme potpisivanja ugovora, postoji u unutrašnjem zakonodavstvu. Ukoliko se takva promena uvede u državi ugovornici održaće se pregovori radi revizije stava 2. člana 11. ugovora, odnosno radi promene stope poreza po odbitku od 10 odsto na kamatu koja je određena u ovom stavu.

Međutim, navedene poreske stope se ne primenjuju ako nerezidentno preduzeće i stvarni vlasnik kamate u Srbiji poslovanje obavlja preko stalne poslovne jedinice koja se u njoj nalazi, a potraživanje po osnovu koga se ona plaća je sa njom efektivno povezano. U ovom slučaju, kamata se oporezuje kao dobit stalne poslovne jedinice, jer je njen sa-

stavni deo. Smatra se, prema članu 11. stav 5. ugovora, da kamata nastaje u Srbiji kada je njen platilac rezident Srbije. Međutim, kada lice koje plaća kamatu, bez obzira da li je rezident Srbije, u njoj ima stalnu poslovnu jedinicu sa kojom je potraživanje po osnovu koga se kamata plaća povezano i ona tu kamatu plaća, tada se smatra da ona nastaje u Srbiji.

Stav 6. ovog člana određuje da kada zbog posebnih odnosa između dužnika i poverilaca ili između njih i trećeg lica, iznos plaćene kamate premašuje iznos koji bi bio ugovoren da tih posebnih odnosa nema, tada se beneficirana stopa poreza po odbitku određena ugovorom primenjuje samo na iznos kamate koji bi bio ugovoren između nezavisnih partnera i pod tržišnim uslovima.

Smatra se da posebni odnosi između poverilaca i dužnika postoje kada je kamata plaćena licu koje, direktno ili indirektno, kontroliše platioca (dužnika), ili licu koje je, direktno ili indirektno, kontrolisano od ovog lica ili je zavisno od grupe koja ima zajedničke interese sa tim licem. Posebni odnosi postoje u slučajevima zajednice interesa koja odstupa od zakonitih odnosa koji daju pravo na plaćanje kamate.

Posebno se ukazuje da je potrebno da se iznos više plaćene kamate i njegova priroda tačno odrede, imajući u vidu relevantne činjenice svakog pojedinog slučaja. Ovo je potrebno da bi se, nakon određivanja u koju kategoriju dohotka spada više plaćena kamata, mogle primeniti odgovarajuće odredbe poreskih zakona država ugovornica i ostalih članova ugovora.

10. OPOREZIVANJE AUTORSKIH NAKNADA

Autorska naknada koju nerezidentno preduzeće ostvari iz izvora u Srbiji, podleže oporezivanju primenom beneficirane stope poreza po odbitku određene u ugovoru ako je rezident sledećih zemalja:

Zemlja	stopa poreza po odbitku od bruto iznosa autorske naknade
Albanija	10
Belgija	10
Belorusija	10
Bosna i Hercegovina	10
Bugarska	10
Češka Republika	5% za intelektualna i 10% za industrijska prava
Danska	10
DNR Koreja	10
Egipat	15
Engleska	10
Finska	10
Francuska	-
Holandija	10
Hrvatska	10
Italija	10
NR Kina	10
Kipar	10
Kuvajt	10
Mađarska	10
Makedonija	10
Malezija	10
SR Nemačka	10
Norveška	10
Poljska	10
Rumunija	10
Ruska Federacija	10
Slovačka	10
Slovenija	5 % za intelektualna i 10% za industrijska prava
Šri Lanka	10
Švedska	-
Ukrajina	10

Naveden pregled ukazuje da visina ove poreske stope iznosi 10 odsto u ugovorima sa svim zemljama, osim u ugovoru sa Egiptom u kome je određena u visini od 15 odsto. Ugovor sa Francuskom i ugovor sa Švedskom nema propisanu poresku stopu, jer je sa ovim zemljama dogovoreno da je pravo oporezivanja autorskih naknada dato samo državi ugovornici čiji rezidenti ostvaruju ove naknade.

Ugovor sa Slovenijom i Češkom Republikom određuje beneficiranu stopu poreza po odbitku u visini od 5 odsto od bruto iznosa autorskih naknada za korišćenje ili za pravo korišćenja autorskog prava na književno, umetničko ili naučno delo, uključujući bioskopske filmove i filmove ili trake za televiziju i radio. Ova stopa iznosi 10 odsto od bruto iznosa autorskih naknada za korišćenje ili za pravo korišćenja patenta, zaštitnog znaka, nacrtu ili modela, plana, tajne formule ili postupka ili za korišćenje ili za pravo korišćenja industrijske, komercijalne ili naučne opreme ili za obaveštenja koja se odnose na industrijska, komercijalna ili naučna iskustva.

U vezi sa stopom od 10 odsto, u Protokolu, koji je sastavni deo ugovora, predviđeno je da se podrazumeva da će države ugovornice ponovo razmotriti ovu stopu, ukoliko jedna od njih ili obe snize stopu poreza na autorske naknade koja, u vreme potpisivanja ugovora, postoji u unutrašnjem zakonodavstvu. Ako se takva promena uvede u državi ugovornici, održaće se pregovori za reviziju člana 12. stav 2. podstav 2) Ugovora u cilju smanjenja ove stope.

Posebno se ukazuje da se iz pregleda vidi da u ugovoru sa Francuskom i Švedskom nije određena beneficirana stopa poreza po odbitku, jer je u članu 12. stav 1. ugovora sa ovim zemljama određeno da se autorske naknade oporezuju samo u državi ugovornici čiji ih rezident ostvaruje. Shodno tome, autorske naknade koje u Srbiji ostvaruju rezidenti Francuske i Švedske ne podležu oporezivanju.

Međutim, beneficirane stope određene u članu 12. stav 2. ugovora sa ostalim zemljama se ne primenjuju ako nerezidentno preduzeće i stvarni vlasnik autorske naknade u Srbiji ima stalnu poslovnu jedinicu sa kojom je efektivno povezano pravo na osnovu koga se autorska naknada isplaćuje. U tom slučaju, ova naknada se oporezuje kao dobit od poslovanja nerezidentnog preduzeća ostvarena preko stalne poslovne jedinice koja se nalazi u Srbiji.

Član 12. stav 5. ugovora propisuje da se smatra da je autorska naknada nastala iz izvora u Srbiji kada je njen platilac rezident Srbije. Međutim, kada platilac autorske naknade, bez obzira da li je rezident Srbije, u njoj ima stalnu poslovnu jedinicu u vezi sa kojom je nastala obaveza plaćanja autorske naknade, tada se smatra da ona nastaje u Srbiji.

Stav 6. ovog člana određuje od kada, zbog posebnih odnosa između platioca i stvarnog vlasnika autorske naknade ili između njih i trećih lica, imajući u vidu korišćenje, pravo ili informaciju za koju se ona plaća, premašuje iznos koji bi bio ugovoren da tih posebnih odnosa nema, tada se beneficirana stopa poreza

po odbitku određena ugovorom primenjuje samo na iznos autorske naknade koji bi bio ugovoren između nezavisnih lica i pod tržišnim uslovima. U tom slučaju, višak plaćene autorske naknade oporezuje se prema poreskim zakonima Srbije i odnosne druge države ugovornice, imajući u vidu i odredbe ostalih članova ugovora.

11. OPOREZIVANJE KAPITALNOG DOBITKA

Prema članu 13. stav 1. ugovora, kapitalni dobitak koji rezident države ugovornice ostvari od otuđenja nepokretne imovine, koja se nalazi u drugoj državi ugovornici, oporezuje se u toj drugoj državi. Shodno tome, kapitalni dobitak koji preduzeće nerezident Srbije ostvari od otuđenja nepokretne imovine koja se nalazi na njenoj teritoriji oporezuje se u Srbiji.

Stav 2. ovog člana propisuje da se kapitalni dobitak od otuđenja pokretne imovine namenjene poslovanju stalne poslovne jedinice nerezidentnog preduzeća, uključujući i dobitak od otuđenja te stalne poslovne jedinice, oporezuje u državi ugovornici u kojoj se stalna poslovna jedinica nalazi.

Međutim, kapitalni dobitak od otuđenja pomorskih brodova, vazduhoplova i drumskih vozila, koja se koriste u međunarodnom saobraćaju, od otuđenja brodova koji se koriste na unutrašnjim plovnim putevima ili od otuđenja pokretne imovine koja služi za korišćenje tih saobraćajnih sredstava, oporezuje se samo u državi ugovornici u kojoj se nalazi sedište stvarne uprave

preduzeća. Prema ovom rešenju, u Srbiji se ne može oporezivati kapitalni dobitak koji nerezidentno preduzeće ostvari od otuđenja navedenih saobraćajnih sredstava i pokretne imovine koja služi za korišćenje tih sredstava.

Ugovor sa NR Kinom, Hrvatskom i Ukrajinom sadrži u članu 13. stav 4. prema kome se kapitalni dobitak od otuđenja akcija kompanije čija se imovina uglavnom, direktno ili indirektno, sastoji od nepokretne imovine koja se nalazi Srbiji oporezuje u Srbiji.

Navedeno rešenje bi trebalo da spreči izbegavanje oporezivanja kapitalnih dobitaka od prodaje nepokretne imovine, jer je relativno lako da se izbegne njihovo oporezivanje kroz inkorporiranje (pretvaranje u akcionarsko društvo) takve imovine. Ovo je posebno lako u slučaju kada vlasništvo nad akcijama kompanije obuhvata i pravo na korišćenje (uživanje) nepokretne imovine. Zbog toga se ovo rešenje primenjuje bez obzira da li je kompanija rezident države ugovornice u kojoj se nepokretna imovina nalazi ili je rezident druge države.

Ugovori, osim ugovor sa Egiptom i ugovor sa Francuskom, sadrže i rešenje prema kome se kapitalni dobitak od otuđenja ostale imovine oporezuje samo u državi ugovornici čiji je rezident lice koje je ovu imovinu otuđilo. Prema ovom rešenju u Srbiji ne podleže oporezivanju kapitalni dobitak nerezidentnog preduzeća ostvaren od rezidenta Srbije po osnovu otuđenja ostale imovine, odnosno imovine koja nije:

- nepokretna;
- stalna poslovna jedinica;

- saobraćajno sredstvo za obavljanje međunarodnog saobraćaja i saobraćaja na unutrašnjim plovnim putevima;
- akcija kompanije čija se imovina uglavnom sastoji od nepokretnosti.

Posebno se ukazuje da beneficirana stopa poreza po odbitku na kapitalni dobitak koji nerezidentno preduzeće ostvari od rezidenta Srbije neposredno, a ne preko stalne poslovne jedinice, nije predviđena u ugovorima o izbegavanju dvostrukog oporezivanja.

Pri vršenju korekcije dobiti povezanih preduzeća, države ugovornice vode računa i o odredbama ostalih članova ugovora. Ukoliko je to potrebno, njihovi nadležni organi mogu se konsultovati o iznosu dobiti i o karakteru potrebne korekcije.

S obzirom na izloženo, potrebno je da poreska administracija Republike Srbije vodi računa o rešenju iz stava 2. ovog člana u slučaju korekcije dobiti zbog primene transfernih cena između povezanih preduzeća, odnosno zbog postojanja posebnih uslova u odnosima između rezidentnog i nerezidentnog preduzeća.

12. OPOREZIVANJE IMOVINE

Ugovori o izbegavanju dvostrukog oporezivanja u članu 23. stav 1. određuju da se imovina koja se sastoji od nepokretnosti koju poseduje rezident države ugovornice i koja se nalazi u drugoj državi ugovornici oporezuje u toj drugoj državi. Prema tome, Republika Srbija i na osnovu ugovora ima pravo da oporezuje nepokretnost koju na

njenoj teritoriji poseduje nerezidentno preduzeće.

Prema stavu 2. ovog člana, Srbija ima pravo da oporezuje i pokretnu imovinu koja je namenjena poslovanju strane poslovne jedinice koju nerezidentno preduzeće ima na njenoj teritoriji.

Međutim, prema stavu 3. istog člana, Srbija nema pravo da oporezuje pomorske brodove, vazduhoplove i drumska vozila koji se koriste u međunarodnom saobraćaju, rečne brodove koji se koriste u saobraćaju na unutrašnjim plovnim putevima, kao i pokretnu imovinu koja služi za korišćenje ovih saobraćajnih sredstava, jer pravo njihovog oporezivanja pripada državi ugovornici u kojoj se nalazi sedište stvarne uprave nerezidentnog preduzeća.

Pravo oporezivanja ostale imovine nerezidentnog preduzeća, na osnovu člana 23. stav 4, pripada državi ugovornici čiji je rezident ovo preduzeće.

Izbegavanje dvostrukog oporezivanja

Nerezidentno preduzeće ima pravo na izbegavanje dvostrukog oporezivanja dobiti koju ostvari od poslovanja ili investiranja u Republici Srbiji i to na osnovu:

- primene metoda koji, kao unilateralnu meru, predviđa zakonodavstvo zemlje čiji je rezident;
- primene metoda koji je zemlja njegove rezidentnosti, kao država ugovornica, odredila u bilateralnom ugovoru.

Napominje se da, po pravilu, država rezidentnosti nerezidentnog preduzeća u ugovoru predviđa primenu istog me-

toda, i to metoda kredita za strani porez koji, kao unilateralnu meru, određuje u svom zakonodavstvu.

Posebno se ističe da ugovor sa Bugarskom, DNR Korejom, Egiptom, NR Kinom, Kiprom, Kuvajtom, Mađarskom, Makedonijom, Hrvatskom, Poljskom, Rumunijom, Slovenijom i Šri Lankom, u članu 24. stav 3, predviđa primenu kredita za ušteđen porez, odnosno sledeće rešenje:

„U cilju priznavanja odbitka u državi ugovornici, smatra se da porez koji je plaćen u drugoj državi ugovornici obuhvata i porez koji bi bio plaćen u toj drugoj državi da nije umanjen ili otpisan u skladu sa njenim zakonskim odredbama o poreskim podsticajima.“

Svrha ovog rešenja je da se obezbedi, odnosno sačuva pozitivno dejstvo poreskih oslobođenja i olakšica koje Srbija, na osnovu svog zakonodavstva, odobrava rezidentima druge države ugovornice u cilju stimulisanja njihovog poslovanja i investiranja. Ovo se postiže tako što se, na osnovu ove odredbe, obezbeđuje primena kredita za „ušteđen porez“, odnosno obavezuje se druga država ugovornica da svojim rezidentima odobri kredit ne samo za porez koji su stvarno platili u Srbiji, već i za porez koji je trebalo da plate ali koji nisu platili, jer je „ušteđen“ zbog toga što im je, na osnovu poreskog zakonodavstva Srbije odobreno poresko oslobođenje ili umanjeње poreza.

Primena kredita za „ušteđen“ porez otklanja osnovni nedostatak metoda poreskog kredita, koji se sastoji u tome da poreski podsticaji koje Srbija odobrava rezidentima druge države ugovornice,

mogu biti poništeni od strane te druge države. U tom slučaju, korist od ovih podsticaja ostvaruje budžet te druge države umesto njenog rezidenta. Ovakav transfer poreskih prihoda iz Srbije u budžet razvijene zemlje i zemlje izvoznice kapitala nije opravdan i predstavlja jednostranu poresku žrtvu.

Primena jednakog tretmana

Ugovori su značajni za nerezidentna preduzeća i zbog toga što, na osnovu člana 25. stav 1. ne mogu u Republici Srbiji da budu podložni oporezivanju koje je drugačije ili teže od oporezivanja rezidentnih preduzeća, koja posluju u istim uslovima (u suštini u istim pravnim i faktičkim okolnostima).

To praktično znači da porez nerezidentnog preduzeća mora biti iste vrste (kako u pogledu osnovice i načina njenog utvrđivanja, tako i u pogledu poreske stope), kao i porez koji se primenjuje na rezidentna preduzeća, s tim što i ostali uslovi oporezivanja (način prijavljivanja i plaćanja, rokovi i dr.) ne smeju biti teži i nepovoljniji.

Stav 2. ovog člana izričito određuje da oporezivanje stalne poslovne jedinice koju preduzeće države ugovornice ima u drugoj državi ugovornici ne može u ovoj drugoj državi biti nepovoljniji od oporezivanja njenih preduzeća koja obavljaju istu delatnost. Shodno tome, Srbija ne može stalnu poslovnu jedinicu koju nerezidentno preduzeće ima na njenoj teritoriji da oporezuje nepovoljnije od oporezivanja njenih preduzeća koja obavljaju istu delatnost.

Prema stavu 3. istog člana, kamata, autorska naknada i drugi troškovi koje

nerezidentno preduzeće plaća rezidentu Srbije, pri utvrđivanju oporezive dobiti tog preduzeća, odbijaju se pod istim uslovima kao da su plaćeni rezidentu države ugovornice čiji je rezident nerezidentno preduzeće, osim u slučaju povezanih preduzeća i više plaćene kamate i autorske naknade zbog postojanja posebnih odnosa između platioca i stvarnog vlasnika. Isto tako se i dugovi nerezidentnog preduzeća rezidentu Srbije, pri utvrđivanju oporezive imovine tog preduzeća, odbijaju pod istim uslovima kao da su nastali u odnosima sa rezidentom države ugovornice čiji je rezident nerezidentno preduzeće.

Pored prava na primenu jednakog poreskog tretmana, nerezidentno preduzeće na osnovu člana 26. stav 1. ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, ima pravo da se obrati nadležnom organu države ugovornice čiji je rezident ako smatra da mere jedne ili obe države ugovornice dovode ili mogu dovesti do oporezivanja koje nije u skladu sa odredbama ugovora. Rok za ovo obraćanje je period od tri godine od dana prvog saznanja o meri koja dovodi do takvog oporezivanja.

Nadležan organ države rezidentnosti ovog preduzeća, ako smatra da je prigovor opravdan, nastoji da sam nađe odgovarajuće rešenje. Međutim, kada nije u mogućnosti da to učini, tada nastoji da slučaj reši zajedničkim dogovorom sa nadležnim organom Republike Srbije. Postignuto rešenje primenjuje se bez obzira na vremenska ograničenja (rokovе zastarelosti) određene u zakonima država ugovornica, odnosno Republike Srbije.

Tjeri de MONBRIJAL

„DELANJE I SISTEM SVETA“ Clio, Beograd, 2006

Preveli s francuskog: Nataša Vučković i Bojan Đorđević

U poslednje vreme, na čitalačkom tržištu u nas, popularne su knjige koje se bave „velikim temama“ (ekonomski, politički i kulturološki izazovi globalizacije, novi izazovi bezbednosti, mogućnost novih masovnih sukoba i slično). Za velike teme potrebno je i veliko znanje. Ukoliko to nije slučaj, analize deluju neuverljivo, pojednostavljeno, ponekad čak i besmisleno pa je zato malo knjiga koje se uspešno bave ovim složenim temama. Posebno je mali broj studija koje pomenutim problemima prilaze multidisciplinarno kao što to čini knjiga *Delanje i sistem sveta* („L'action et le système du monde“).

Tjeri de Monbrijal (Thierry de Montbrial) spada među najuticajnije savremene francuske teoretičare međunarodnih odnosa: rođen 1943, diplomirao je na Politehničkoj školi u Parizu i doktorirao na Univerzitetu Berkli u Kaliforniji posle čega je jedno vreme radio u različitim ministarstvima francuske vlade da bi 1973. godine postao prvi direktor nove Direkcije za analizu i planiranje u Ke d'Orseju. Iskustvo stečeno na čelu ove prestižne direkcije de Monbrijalu će biti osnova da 1979. osnuje Francuski institut za međunarodne od-

nose (Institut français des relations internationales – IFRI). Iako relativno „mlad“ među institutima ove vrste (beogradski IMPP je, na primer, osnovan 1948, londonski Kraljevski institut za međunarodne odnose, Chatham House, čak 1920, a američki Savet za spoljnu politiku u Njujorku 1921), IFRI će, ubrzo po osnivanju, steći jedno od vodećih mesta u oblasti istraživanja međunarodnih odnosa u Evropi i u svetu. Pojava novog izdanja godišnjaka IFRI-a, *Politique étrangère* – ambiciozno nazvanog RAMSES (Raport annuel mondial sur le système économique et les strategies) – krajem svake godine dočekuje se velikim interesovanjem u francuskoj javnosti.

Biografija Tjeri de Monbrijala je po mnogo čemu svojstvena karijeri eruditski obrazovanih francuskih intelektualaca čija intelektualna znatizelja prelazi granice disciplina i često se razlikuje od njihovih kolega čiji je interes najčešće veoma precizno usmeren. De Monbrijal je autor petnaest knjiga iz oblasti ekonomske teorije, istorije, filozofije, političke geografije i međunarodnih odnosa među kojima su posebno zapažene: *Ekonomska teorija* (1971),

Svetski ekonomski nered (1974), Osve-
ta istorije (1985), Uspomene savremenog
doba (1996), Petnaest godina koje
su potresle svet (2003), i, svakakao, De-
lanje i sistem sveta (2002). Zahvaljujući
interesu i obrazovanju iz prirodnih i
društvenih nauka, retke kombinacije
među istraživačima međunarodnih od-
nosa, De Monbrijal se izdvaja među sa-
vremenima i zauzima značajno mesto
ne samo u francuskoj nego i u svetskoj
literaturi ove vrste. Godine 1992. iza-
bran je za člana Akademije moralnih i
političkih nauka, jedne od tri vodeće
francuske akademije, a 2001. i za pred-
sednika prestižnog Institute de France...

Delanje i sistem sveta je prva knjiga
kojom se ovaj autor predstavlja do-
maćoj javnosti s namerom da se u po-
stojećoj predominaciji anglosaksonske
literature o međunarodnim odnosima
čitaocu ponudi i jedno savremeno refe-
rentno delo francuskog autora.

Autor naglašava da ga na prvom me-
stu interesuje traganje za odgovorom na
centralno pitanje prakseologije – kako se
prilagoditi na izazove, ali bez skretanja
sa sopstvenog strateškog puta, odnosno
bez gubljenja kontrole. Prakseologiju De
Monbrijal označava kao nauku o organi-
zovanom ljudskom delanju. Inače, taj
termin je 1897. upotrebio Alfred Espina,
a 1937. preuzima ga poljski filozof Ta-
deuš Kotarbinski, a detaljno obrazlaže
Mizes u čuvenoj knjizi koju će 1949. go-
dine preraditi i objaviti na engleskom
pod naslovom *Ljudsko delanje*.

De Monbrijal pojašnjava da već na-
slov knjige ukazuje na njegovu nameru
da pokaže kako je cilj svakog delanja da
izmeni jedan deo sveta, pa u krajnjoj li-

niji i sam „sistem sveta“. Knjiga se sa-
stoji iz dva dela: „Teorija“ i „Aspekti
prakseologije“, sa ukupno četrnaest po-
glavlja:

U prvom poglavlju, „Aktivne jedini-
ce i prakseološki problemi“, razmotren
je pojam prakseologije;

U drugom poglavlju, „Sila“, glavne
teme su: moć, potencijal i moć i resursi
ili elementi moći. Uz to, sadrži i doda-
tak „Ravnoteža sila“;

Predmet trećeg poglavlja, „Konflikti
i njihovo rešavanje“, su: aktivne jedini-
ce i konflikti, arbitraža, pregovori,
osnovni i neposredni uzroci konflikata,
krize, otvoreni sukob i prekid ratova;

Četvrto poglavlje, „Koncept strate-
gije“, bavi se: dijalektikom ciljeva i
sredstava, proširenjem područja strate-
gije, odlučivanjem i strategijom i po-
sebnim strategijskim modelom – za-
strašivanjem. Na kraju se nalazi doda-
tak „Teorija igara“;

Peto poglavlje, „Stabilnost sistema
aktivnih jedinica“, odgovara na pitanje
da li se međunarodni sistem kreće ka
nasilnom rasparčavanju i nestajanju
čovečanstva, zbog postojanja oružja za
masovno uništenje;

U šestom poglavlju, „Teorija
međunarodnih odnosa“, govori se o po-
lju međunarodnih odnosa, teorijama
međunarodnih odnosa i međunarodnim
sistemima;

Sedmo poglavlje, „Predmet i priroda
ekonomske nauke“, daje pregled defini-
cija i metoda ekonomske nauke i razma-
tra objektivnost ekonomske nauke;

Teme osmog poglavlja, „Perspekti-
ve u međunarodnom sistemu“, su: mon-
dijalizacija, civilno društvo i uprava,

preuređenje države, nekoliko međunarodnih problema, zapadni sistem na prekretnici veka i zapažanje o međunarodnom sistemu u celini;

Deveto poglavlje, „Mondijalizacija, tržišna ekonomija i nezaposlenost“, govori o nedostacima tržišta u međunarodnim razmerama i o tržištu rada, kao i o smernicama za postavljanje okvira tržišne ekonomije koje omogućavaju da se shvati njena logika kako bi se njome bolje gazdovalo;

Glavne teme desetog poglavlja, „Ideologija, kultura i delanje“, su: ideologija, kultura, politika i ideologija i rat;

Jedanaesto poglavlje, „Moral i politika“, razmatra: pravo države i policije, cenu i dostojanstvo, kulturu i civilizaciju (sjaj i zablude) i kako relativizovati relativizam;

Predmet dvanaestog poglavlja, „Suverenitet država i međunarodna zajednica“, je: suverenitet država i policija međunarodnog društva;

Trinaesto poglavlje, „Inženjer i ekonomista“, govori o jazu između „mekih“ i „čvrstih“ nauka i o zanimljivoj perspektivi ekonomista i inženjera;

Tema poslednjeg četrnaestog poglavlja, „Strategija, predviđanje, slučaj“, su: povratak na koncept strategije, manevrisanje protiv neočekivanog, subjektivne verovatnoće i odlučivanje.

Uz to, u knjizi postoji indeks ključnih pojmova, kao podsetnik na najvažnije teme obrađene u knjizi. Za one koji se prvi put susreću s knjigom, jasnu i kompletnu strukturu izlaganja daje sam sadržaj (3 strane). On daje brzu mogućnost izbora tema prema sklopnostima čitalaca.

Predmet ove knjige je, dakle, postavljanje osnova prakseologije, tj. „nauke o delanju“ koja podrazumeva namere, ponekad pojedinačne, ali najčešće kolektivne, da se postave i ostvare planovi čiji je cilj promena jednog dela sveta. Namere očigledno ne ispunjavaju u celini život ljudi, ali ih dovoljno zaokupljaju da obrazuju potku istorije i doprinose, zajedno sa onim što neki nazivaju slučajem a drugi sudbinom, da se odredi tok istorije dogadjaja.¹ Ovi poduhvati odgovaraju isprepletanim potrebama da se suočimo sa subjektivnim, ili tako opaženim nužnostima, i da ostvarimo težnje ili snove.

Centralni koncept je koncept aktivne jedinice, definisane kao grupa ljudi a priori bez obzira na njenu brojnost, praćena „Kulturom“ i „Organizacijom“ a čiji pripadnici čine primarne resurse. Značajnu kategoriju aktivnih jedinica predstavljaju političke jedinice, koje se smatraju suverenim, znači pre svega države savremenog doba. Autor kaže: „Prakseološkim problemom nazivam svaki problem koji se tiče interakcije elemenata nekog skupa aktivnih jedinica i njihovih posledica, političkim problemom svaki prakseološki problem čiji glavni činioци podrazume-

¹ Ljudi, dakle, čine deo „svetskog sistema“. „Svet“ je ovde uzet u užem značenju (Zemlja - možda praćena drugim planetama Sunčevog sistema, u meri u kojoj ljudi tu razvijaju svoje aktivnosti - i njeni stanovnici), a ne, naravno, kao celina nebeskih tela, kao u ranijim delima Galileja, Paskala, Njutna, D’Alamberta, Laplasa i Pjera Dijema.

vaju dominantnu političku jedinicu, a međunarodnim problemom svaki prakseološki problem čiji glavni činioci podrazumevaju najmanje dve različite dominantne političke jedinice.“

„Da bi ostvarila neku nameru“, kaže autor, „da bi, dakle, dostigla ciljeve koje je jedna aktivna jedinica sebi odredila, njena 'Organizacija' mora na najbolji mogući način da koristi 'resurse', koji su ovde određeni u veoma širokom značenju. Na primer, u konceptualnom sistemu ove knjige, ideologija i sama kultura čine deo moralnih resursa, a kada je reč o međunarodnim odnosima (oblast čije polje pokriva sve međunarodne probleme u ovde definisanom smislu), treba razlikovati ideologije koje se odnose na teritoriju. Tema geopolitike je dotaknuta u poglavlju o moći, u kome se govori o resursima, njihovoj mobilizaciji (moć), mogućnostima delanja koje je prate (potencijal) i prelasku na delo (sila). Ekonomija (u smislu ekonomske nauke) pripada jezgru prakseologije jer se problem upravljanja retkim resursima neophodno tiče aktivnih jedinica svake prirode.“

Pri postizanju svojih ciljeva, aktivne jedinice nailaze na prepreke, među kojima se uvek nalaze oprečna stremjenja drugih aktivnih jedinica. Otuda je u središtu činjenica da u međunarodnim odnosima problem rata zauzima takvo mesto da ga je i toliko temeljan autor kakav je Rejmon Aron stavljao u srž definicije ove discipline. Tjeri de Monbrijal kaže: „Strategija je područje znanja o ostvarivanju ciljeva i ovde o tome govorim na najuopšteniji

mogući način, pogodan za političko-vojne probleme i za, na primer, ekonomske probleme.“

Osnovni cilj autora je da bolje upoznana zbog čega ljudi neadekvatno koriste svoje resurse (neefikasnost sistema, ekstremne nejednakosti) i ubijaju se umesto da se organizuju kako bi podigli svoj nivo svesti. Tjeri de Monbrijal kaže: „Da bismo to shvatili, treba da prihvatimo da budemo 'realisti' i ja potpuno odbacujem suviše često postovećivanje 'realizma' i 'cinizma'. Kao ni Remon Aron, ne verujem da se spas ljudi nalazi samo u razvoju prava, pre svega međunarodnog prava, čije stvaranje kao i delotvornost moraju u svakom slučaju biti objašnjeni (ovde je reč o čisto prakseološkim problemima). Onaj ko želi da popravi ljudski rod, mora da počne od analize onoga što ljudi zaista čine, i zašto to čine. To je ovde moj cilj.“

Među pitanjima kojima se bavi ovo delo, ističemo ideju o stabilnosti aktivnih jedinica i sistema koje one obrazuju. Pitanje dijalektike reforma-revolucija, osnovno za istoričara ili politikologa, njegov je posebni aspekt. Autor pokušava da pojasni stvari pribegavajući, pre svega, konceptima strukturalne stabilnosti i razdvajanja.

De Monbrijal predstavlja prakseologiju svakako ne na temeljit ali ipak na raznolik način (videti, na primer, poglavlje o poređenju aktivnosti inženjera i ekonomiste), i naročito obrađujući pažnju na dva osnovna i kompletna polja, ekonomije i međunarodnih odnosa, kojima je posvećena metodološka i epistemološka

obrada (teorije, sistemi i strukture, modeli i upotreba podataka, itd.). Velika pažnja posvećena je pojmu predviđanja (pa time i greškama predviđanja) i njenom odnosu sa strategijom. Radi toga, autor naročito podseća na razliku između objektivne i subjektivne verovatnoće bliske teoretičarima ekonomije i nekim filozofima.

Autor se ne bavi ljudskim konfliktima uopšte, već samo onima u kojima učestvuju aktivne jedinice kao takve. „Odnosi između aktivnih jedinica (od onih najprostijih – u krajnjoj liniji, pojedinačnih koji za sebe postavljaju ciljeve i prave strategije kako bi ih ostvarili – do najsloženijih kao što su političke jedinice, poput država) suštinski su konflikti. Kako god ih pokretači objašnjavali, konflikti potiču iz neusaglašenosti njihovih planova, a volja jednih da održe ili prošire svoj potencijal, sukobljava se sa istom voljom drugih. Čak i u 'igrama sa nultom sumom' ima mesta konfliktu, jer podela dobrobiti opet čini 'igru sa nultom sumom'.“ Autor navodi da se to može zapaziti u jednostavnim situacijama kao što su Edžvortov dijagram, primer koji se često koristi u ekonomiji. U delu krive ugovora koji čini srce ili jezgro, ono što jedan osvoji, drugi je izgubio.“

Prema de Monbrijalu, „protivrečnosti između aktivnih jedinica rešavaju se unutar manje-više strogog institucionalnog ili društvenog okvira: on je, po pravilu, vrlo dosledan u sporovima između ne tako moćnih jedinica koje pripadaju istoj državi i podležu njenim zakonima i običajima; potpuno

suprotno, taj je okvir malo obavezujući kad su u pitanju međudržavni odnosi, i to sve dok međunarodni sistem ne dobije svoja sudska i izvršna tela, zajedno sa dovoljnim resursima, koja bi bila potpuno nezavisna od država. Unutar moderne demokratske države, sudski i pravni sistem čine okvir koji je nametnut, u načelu podjednako, svim fizičkim i pravnim licima koja su u nadležnosti te države. Ovaj sistem jeste za državu kao takvu kolektivno, pa čak i javno dobro. On ograničava sredstva koja učesnici imaju pravo da upotrebe kako bi rešili međusobne nesuglasice.“ Autor navodi primer: jedino javna sila ima pravo da upotrebi nasilje, i to u strogo određenim uslovima.

Čitaoci će se u knjizi susresti s jasnim izlaganjim trenutnog stanja teorije međunarodnih odnosa. Međunarodni odnosi predstavljaju važnu kategoriju prakseoloških problema u svetu koji je uvek podeljen na različite i sukobljene političke jedinice. S povećanjem međuzavisnosti, njihovi odnosi se tiču svih ljudi i budućnosti čovečanstva. Autor zaključuje da je nemoguće predvideti, na odstojanju od nekoliko decenija, razvoj mogućnosti odgovarajućih modelizacija u društvenim naukama uopšte, a naročito u međunarodnim odnosima.

Valja naglasiti jedno autorovo zapažanje o međunarodnom sistemu u celini, koji je tokom 20. veka postao sve složeniji. Njegova predstavljenost polovima poistovećenim sa državama raspoređenim po svojim „moći“ i reprezentativnim krugovima međudržavnih odnosa postala je isu-

više nespretna da bi, u većini slučajeva, očuvala sposobnost da to izrazi. Polovi su dostupni dvostrukom raščlanjivanju i ostavljaju prostor novim aktivnim jedinicama koje se pridružuju starima ili ih zamenjuju. Svaki pol (države, ostale aktivne jedinice) teži da zauzme prostor u celini, a da pri tom ne izgubi svoj identitet – s očigledno jednim prostorno promenljivim obimom prisustva u zavisnosti od slučajeva. Aktivne jedinice raznolike kao multinacionalne kompanije, neke etičke zajednice rasejane po svetu ili, pak, neke kriminalne organizacije pleću svoje mreže na planetarnoj skali. Krugovi se umnožavaju zato što razmene postaju brojnije i raznovrsnije. S druge strane, polovi i krugovi dinamično reaguju jedni na druge. De Monbrijal zaključuje: „Kao i za svaki složen sistem, funkcionisanje međunarodnog sistema podrazumeva marginu neizvesnosti, koja se ne može smanjiti, kod svega što se može odrediti, kao što je slučajnost pojedinačnih sudbina – na primer uloga ličnosti Mihaila Gorbačova u padu Sovjetskog Saveza. Jednako kompleksan, međunarodni sistem je ipak delimično moguće protumačiti. Bolje razumevanje njegovog funkcionisanja ne predstavlja samo očaravajuću intelektualnu ili naučnu avanturu. Kao i u domenu svesti, znanja vrede onoliko koliko su upotrebljiva. Na polju etike, cilj proučavanja međunarodnog sistema jeste da pomogne u smanjivanju dela nepravde, siromaštva i nasilja u svetu.“

Govoreći o *stalnom menjanju strukture međunarodnog sistema*, au-

tor objašnjava da održanje ravnoteže često, počiva na volji jedne određene sile, i to ukoliko poseduje potencijal koji pruža mogućnost da ostvari ulogu uravnotežitelja, ili prostije rečeno, žandara. „Velika Britanija u više navrata imala je ovu ulogu na evropskom kontinentu između XVIII i početka XX veka. Krajem XX veka, veliki uravnotežitelj na prostorima Evrope, Srednjeg istoka i Azije, jesu, očigledno, Sjedinjene Države. Tu nailazimo na jednu značajnu poteškoću. Ako je naime, uravnotežitelj hegemonijska sila, događa se paradoks, jer se ravnoteža u tom slučaju sastoji u ponavljanju situacije, koja se ne bi trebalo dešavati upravo zbog principa ravnoteže. Otuda ima, u kontekstu hladnog rata, pa i u širem kontekstu, smislenih rasprava o konceptima hegemonije i leadershipa.

Po nekima, Sjedinjene Države jesu imperijalna sila; po drugima, one su tek vrlo poželjni leader međunarodnog podsistema koji čine demokratske države sa tržišnom ekonomijom. Ispravna metoda treba da razlikuje stanja ravnoteže koje održava dominantna sila, i stanja ravnoteže koja počivaju na skupu političkih jedinica sličnih potencijala, tako da se nijedna od njih drugima ne može nametnuti.“ Dalje, Tjeri de Monbrijal smatra da ravnotežu ne ugrožavaju samo remetioči. Struktura međunarodnog sistema neprestano se menja, zavisno od tehnološkog, ekonomskog i društvenog okruženja, a ne samo usled rata koji služi kao upaljač remećenja. Neki od tih činilaca, kaže autor, mogu se

međusobno pojačavati. „Tako, data situacija (stanje sistema) koja je bila u ravnoteži, više nije. Ravnoteža sila u XVIII veku, već okrnjena slabljenjem Austrije, jačanjem Pruske i usponom Rusije – a svi ti preobražaji nisu imali nadoknade – nije mogla da se odupre udaru Francuske revolucije. Nova ravnoteža („koncept nacija“) uspostavljena na Bečkom kongresu od 1814. do 1815. bila je poljuljana stvaranjem Nemačkog carstva i porušena sa Prvim svetskim ratom. Na kraju XX veka, postavljalo se pitanje da li evropska ravnoteža – koju su uspostavili Atlantski savez i Evropska unija – može da se odupre, u svojim opštim svojstvima, talasu udara posle pada SSSR-a. Slična pitanja javljala su se u Aziji posle uspona Kine i u vezi sa mogućnošću ujedinjenja Koreje. Finansijska kriza uzdrnala je Indoneziju 1997. godine.“

Neka savremena pitanja kao što su mondijalizacija i njeni brojni aspekti – pre svega ekonomski – ovde su obrađena ispitivanjem konkretnog međunarodnog sistema na prekrenici veka. Naročita pažnja posvećena je pojavi novih političkih jedinica (pre svega, Evropske unije) i fenomenu erozije teritorijalne suverenosti koji je povezan s njom. U izboru primera, autor je dao prednost našem dobu, iako je to često podrazumevalo vraćanje na iste epizode (kao što su ratovi u Kuvajtu 1991, na Kosovu 1999, pa čak i na terorističke napade 11. septembra 2001. godine), a da se ipak nije odrekao pozivanja na događaje iz dalje prošlosti kad su oni mogli da pojašne stvari. Navedeni primeri nisu detaljno obrazla-

gani da bi se izbeglo opterećivanje teksta i gubljenje niti za čitaoca.

Autor slikovito opisuje put od kulta vođe do patoloških ideologija polazeći od raširenih strahova u zapadnom svetu nadomak III milenijuma: postoji strah od konkurencije onih koji su uspešni (Azija – Hantingtonova knjiga je objavljena pre krize iz 1997) i strah od mržnje onih koji zaostaju (arapsko-muslimanski svet u celini). Koncept civilizacije nastavlja koncept kulture tako što ga širi. Simetrično tome, koncept ideologije nastavlja ga tako što ga sužava. „U ovom veku, dve najužasnije ideologije u okviru zapadne civilizacije bile su marksističko-lenjinistička i nacionalistička ideologija koja je nastala iz eksplozivne mešavine nacionalizma i socijalizma. Savremeni islamiistički fundamentalizam drugi je primer revolucionarne ideologije koja širi netoleranciju (dok islam, kao i sve velike religije, toleranciju uzima za najveću vrednost) i oslanja se na terorizam da bi osigurao svoje širenje. Često se patološke ideologije u početku razvijaju oko kulta harizmatičnog vođe (Hitler, Staljin, Mao, Homeini...). Kao posledica toga dolazi do međusobnog jačanja ideološkog zračenja i hibrisa (u grčkom predanju, hiris je prekomerna gordost, težnja čoveka da bude više od čoveka, koju bogovi surovo kažnjavaju) vođe, sve dok se sistem ne razbije na nesrećan, a ponekad i tragičan način. Sličan proces odvija se na isti način i u pojedinim sektama.“

Posebno ćemo pomenuti jedanaesto poglavlje „Moral i politika“ gde je najveća pažnja posvećena pravima čove-

ka. Time je autor naglasio ideju da je, od svih principa koji mogu voditi političko delanje, poštovanje ljudske ličnosti najuzvišenije. To nimalo ne umanjuje značaj koji treba povezati sa drugim moralnim stavovima. Smanjenje ekonomske nejednakosti društvenim transferima predstavlja primer za to (u pojavi mešovitih ekonomija posle Drugog svetskog rata, može se videti znak vidljivog napretka). Kretanje prema smanjenju ekonomskih nejednakosti uvek se sudara sa dve vrste ograničenja različitog reda. Jedno, više puta pomenuto u ovoj knjizi, vezano je za protivrečnost koja može postojati između potrage za jednakošću i delotvornošću. Drugo, tiče se upravo prava čoveka. Kada im se ukinu „formalne slobode“ u ime sprovođenja „realnih sloboda“, dolazi se, kao u komunističkim zemljama, do izvitoperenja ideje socijalizma. Ukoliko prava čoveka moraju da budu postavljena na vrh piramide normi, to znači da ona nameću granice onome što može biti učinjeno u ime drugih vrednosti i primoravaju državnike, u njihovom stalnom pilotiranju kroz maglu, da zadrže svoj kurs.

Najzad, treba još skrenuti pažnju na multidisciplinarni karakter ovog rada. Prakseologija, kako je autor zamišlja, koristi različite alate: ekonomista, politikologa, stručnjaka za međunarodne odnose, istoričara, psihologa, sociologa. Autorov lični pristup, sazreo tokom skoro trideset godina, takođe je obeležen njegovom sklonošću prema matematici. Ali, osim dodatka poglavlju 4 o teoriji igara, autor je odustao

od svake formalizacije koja bi većinu čitalaca mogla da navede na pogrešan zaključak

Knjiga *Delanje i sistem sveta* predstavlja delo autora širokog obrazovanja i velikog intelektualnog zahvata. Čitalac će u knjizi pronaći obilje informacija iz različitih oblasti (za mnoge od njih ne može ni da pretpostavi da se nalaze na stranicama jedne ovakve knjige) briljantnih tumačenja, opaski i komentara („Ništa nije teže u praksi nego umetnost predviđanja kriza, a ništa nije lakše nego pasti u zamku iluzije o retrospektivnoj predodređenosti“). Reč je o zahtevnoj i kompleksnoj studiji koja podrazumeva usredsređenog i pripremljenog čitaoca.

Ovakve knjige sa kompleksnom tematikom su retke i njihovo objavljivanje je dragoceno. Stoga nije teško pretpostaviti da će ova knjiga u našoj sredini privući pažnju ne samo profesora i studenata fakulteta političkih nauka i diplomatskih akademija nego i mnogo šire javnosti jer pokušava da čitavu istoriju 20. veka podvrgne temeljnom preispitivanju. Istraživanja koja nalazimo u ovoj knjizi su od velike važnosti i za studente koji danas žive na nesigurnim geopolitičkim prostorima jugoistočne Evrope i baš kao i prethodne generacije, moraju da dobiju šansu da upoznaju različite uglove gledanja na savremenu istoriju i međunarodne odnose. Uz to, nadajmo se da će čitanje ovog originalnog dela podstaći druge zainteresovane autore na slična istraživanja.

Mr Biljana VITKOVIĆ

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*

**CIP – Katalogizacija u publikaciji Narodna biblioteka Srbije, Beograd
336**

**FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu finansija/ Glavni i odgovorni
urednik: Dušan Vujović. – Godina 1. br. 1 (1946.) – Beograd:
Ministarstvo finansija Republike
Srbije, 1946. - 24 cm.**

**ISSN 0015 – 2145 – Finansije
COBISS.SR-ID 36631**