

# FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXI

Broj: 1-6

2006

---

**Osnivač i izdavač:** Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša, 20  
[www.mfin.sr.gov.yu](http://www.mfin.sr.gov.yu)

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

**Za izdavača:** dr Milan Parivodić, koordinator Ministarstva finansija

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

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

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

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

**Urednik:** mr Vesna Đukić

**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](mailto:vdjukic@mfin.sr.gov.yu)

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

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

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

---

## **FINANSIJE**

**Časopis za teoriju i praksu finansija**  
**61. godina, br. 1-6/2006.**  
**Beograd**

### **SADRŽAJ**

#### **ČLANCI**

Dr Vlastimir Vuković  
TRŽIŠNA KONCENTRACIJA  
DOMAĆIH BANAKA  
str. 5

Mr Dušan Banićević, dr Vladimir Vasić  
STRANE DIREKTNE INVESTICIJE U  
PROCESU TRANZICIJE I RAZVOJA  
SA POSEBNIM OSVRTOM NA SRBIJU  
str. 18

Mr Saša Muminović, dr Vladan Pavlović  
INVESTICIONI FONDOVI – NEISKO-  
RIŠČENI POTENCIJAL U SRBIJI  
str. 29

Prof. dr Pero Petrović  
OPOREZIVANJE DOHOTKA OD KAPI-  
TALA: EVROPSKA UNIJA I ZEMLJE U  
TRANZICIJI  
str. 54

Dr Snežana Stojanović  
BUDŽET EVROPSKE UNIJE  
str. 74

Dr Ljiljana Lučić  
BAZELSKI SPORAZUM II I NJEGOV  
UTICAJ NA ODNOS BANAKA I  
NAČIN FINANSIRANJA MALIH I  
SREDNJIH PREDUZEĆA  
str. 105

Mr Mirko Lalović  
ULOGA I ZNAČAJ VOJNIH PRIHODA  
str. 123

Vladimir Njegomir  
UPRAVLJANJE RIZIKOM IZ UGLA  
OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA  
str. 144

Milan Janković, Nataša Stojanović  
OCENA POTROŠAČKOG VIŠKA KAO  
MERA DRUŠTVENOG TROŠKA  
UŠTEDE VODE  
str. 174

Nermina Pobrić  
PROCEDURE I NAČINI TRGOVANJA  
NA BERZAMA U BOSNI I  
HERCEGOVINI  
str. 186

#### **PRIKAZI**

SVETSKI *OECD* FORUM O OPOREZI-  
VANJU – 11. GODIŠNJI MEĐUNAROD-  
NI PORESKI SASTANAK O  
PORESKIM UGOVORIMA  
Mr Dejan Dabetić  
str. 212

Prof. dr Sofija Adžić  
„PRIVREDNI SISTEM I EKONOMSKA  
POLITIKA“  
Novica Supić  
str. 225

Sebastijan Nouks, Ijan Mejdžor, Alan  
Grinvud, Dominik Alen, Mark Gudman  
„UPRAVLJANJE PROJEKTIMA: KAKO  
ZAVRŠITI POSAO NA VREME I U  
SKLADU SA BUDŽETOM“  
Mr Biljana Vitković  
str. 229

Bogoljub Milosavljević  
„SISTEM LOKALNE SAMOUPRAVE U  
SRBIJI“  
Mr Jovica Cvetković  
str. 235

Prof. dr Dragan Mikerević  
„STRATEŠKI I FINANSIJSKI  
MENADŽMENT“  
Omer Markišić  
str. 238

**FINANCE**

*Journal for the theory and practice of finance*  
61 years, No 1-6/2006.

*Belgrade*

**CONTENTS****ARTICLES**

Vlastimir Vuković, Ph.D.  
THE MARKET CONCENTRATION OF  
DOMESTIC BANKS  
p. 5

Dušan Banićević, Vladimir Vasić, Ph.D.  
FOREIGN DIRECT INVESTMENTS IN  
TRANSITION AND DEVELOPMENT  
PROCESS OF HOST COUNTRIES WITH  
SPECIAL EMPHASIS ON SERBIA  
p. 18

Saša Muminović, Vladan Pavlović, Ph.D.  
INVESTMENT FUNDS - UNNUSED  
POTENTIAL IN SERBIA  
p. 29

Professor Pero Petrović, Ph.D.  
THE TAX TREATMENT OF CAPITAL  
INCOME: EUROPEAN UNION  
AND COUNTRIES IN TRANSITION  
p. 54

Snežana Stojanović, Ph.D.  
THE EUROPEAN UNION BUDGET  
p. 74

Ljiljana Lučić, Ph.D.  
BASEL AGREEMENTS II:  
IMPACT ON THE BANKS' APPROACH  
AND SMEs FINANCING CONDITIONS  
p. 105

Mirko Lalović  
THE ROLE AND IMPORTANCE OF MILI-  
TARY REVENUES  
p. 123

Vladimir Njegomir  
RISK MANAGEMENT FROM THE  
POINT OF VIEW OF INSURANCE COM-  
PANIES  
p. 144

Milan Janković, Nataša Stojanović  
CREDIT ACCOUNT EVALUATE AS A  
MEASUREMENT OF SOCIETY COST  
FOR WATER RESOURCES  
p. 174

Nermina Pobrić  
BOSNIA AND HERZEGOVINA STOCK  
EXCHANGES PROCEDURES  
AND METHODS OF TRADING  
p. 186

**REVIEWS**

„OECD GLOBAL FORUM ON TAXATION  
– 11<sup>th</sup> ANNUAL INTERNATIONAL TAX-  
ATION MEETING ON TAX TREATIES“  
Dejan Dabetić  
p. 212

Prof. Sofija Adžić, Ph.D.  
ECONOMIC SYSTEM AND ECONOMIC  
POLICY  
Novica Supić  
p. 225

Sebastijan Nouks, Ijan Mejdžor, Alan  
Grinvud, Dominik Alen, Mark Gudman  
„THE DEFINITIVE GUIDE TO PROJECT  
MANAGEMENT , THE FAST-TRACK  
TO GET135 TING THE JOB DONE ON  
TIME AND ON BUGET“  
Biljana Vitković  
p. 229

Bogoljub Milosavljević  
MUNICIPAL GOVERNMENT SYSTEM IN  
SERBIA  
Jovica Cvetković  
p. 235

Prof. Dragan Mikerević, Ph.D.  
STRATEGIC AND FINANTIAL  
MANAGEMENT  
Omer Markišić  
p. 238

## TRŽIŠNA KONCENTRACIJA DOMAĆIH BANAKA

### *THE MARKET CONCENTRATION OF DOMESTIC BANKS*

**Dr Vlastimir VUKOVIĆ**  
**Institut ekonomskih nauka, Beograd**

#### **Rezime**

Pravni okvir zaštite konkurencije i kontrole koncentracije banaka, skiciran novim Zakonom o bankama, upravo se formalizuje. Zato je testiranje realne tržišne koncentracije domaćih banaka u poslednjih nekoliko godina izrazito aktuelno. Posebno je interesantno uporediti ovdašnju bankarsku konkurenciju sa zemljama EU 15, kao i limitima dozvoljene koncentracije u EU i SAD. Promene koncentracije takođe odražavaju rezultate dosadašnjeg restrukturisanja bankarskog sektora Srbije. Na kraju, analiza koncentracije doprinosi realnijoj proceni mogućnosti razvoja domaćeg finansijskog i realnog sektora.

**Ključne reči:** KONCENTRACIJA BANAKA, INDIKATORI KONCENTRACIJE, ZAŠTITA KONKURENCIJE;

#### **Summary**

*The legal frame of competition protection and control of banks concentration which is sketched by new Banks Law is just formalising. Therefore, a testing of real market concentration of domestic banks was very relevant in last few years. It is of special interest to compare local banking competition to that in EU-15 countries as well to approved limits of concentration in EU and USA. Changes in concentration are also reflecting previous results in restructuring of banking sector in Serbia. Finally, an analyses of concentration are contributing to more real estimation of possibilities for development of domestic financial and real sectors.*

**Key words:** CONCENTRATION OF BANKS, CONCENTRATION INDICATORS, PROTECTION OF COMPETITION;

### UVOD

Brojnost banaka i disperzija njihovih pojedinačnih udela određuju konkurentsku strukturu bankarskog tržišta, koja se iskazuje koncentracijom. Tržišna koncentracija zato predstavlja osnovni činiac i indikator međubankarske konkurencije.

Prema novom Zakonu o bankama, konkurenciju mogu ugrožavati, pored koncentracije, antikongkurentski sporazumi i zloupotrebe dominantnog položaja.<sup>1</sup> Navedeno normativno klasifikovanje pretnji slobodnoj tržišnoj utakmici preuzeto je iz Zakona o zaštiti konkurencije<sup>2</sup>, koji je uglavnom usklađen sa relevantnom evropskom regulativom.<sup>3</sup>

Sporazumi su samo pojava manifestacija određenog tržišnog ponašanja, dok je dominantni položaj prvenstveno odraz koncentracije. Otuda je koncentracija istovremeno i sintetički pokazatelj konkurentnosti određene tržišne strukture.

Razvojno je najpoželjnija niska koncentracija, odnosno fragmentirana tržišna struktura, karakteristična za izrazitu konkurenciju. Izneti aksiom argumentuje opšti zaključak da je perspektivnost bankarskog sektora bitno uslovljena koncentracijom, odnosno tržišnom konkurencijom, na kome je utemeljeno pravo zaštite konkurencije.

Koncentracija banaka istovremeno direktno utiče na koncentraciju i konkurenciju u finansijskom i realnom sektoru. Kontrola koncentracije (*merger control*) je okosnica politike zaštite konkurencije u svim sektorima, a posebno u bankarskom.

Centralna pozicija banaka u domaćem finansijskom sistemu i uticaj na privredu takođe indukuju najširi značaj bankarske koncentracije za finansijsku stabilnost, efikasnost celokupnog finansijskog sektora i ekonomski razvoj zemlje.

Analitički okvir koncentracije banaka obuhvata i sve druge aspekte bankarskog poslovanja, tržišne implikacije i makroekonomske učinke. Bilansno raščlanjavanje na osnovne agregate i grupe poslova, kao što su depoziti i krediti ili korporativno i maloprodajno (*retail*) bankarstvo, omogućava ispitivanje koncentracije i nivoa konkurencije u određenim tržišnim segmentima.

Tok i dometi dosadašnjeg restrukturisanja banaka u Srbiji mogu se, isto tako, analizirati praćenjem promena tržišne koncentracije. Osnovni pokazatelji sektorske tranzicije, pored rehabilitacije i ekspanzije mreže i poslova, najčešće su koncentracija bilansne aktive i banaka u stranom vlasništvu. Prvi indikator odlikava nivo opšte tržišne konkurencije, a drugi penetraciju stranih investitora u domaći bankarski sektor. Generalno, uvođenje koncentracije u analizu procesa restrukturisanja omogućava otkrivanje suštinskih strukturnih promena i procenu kvaliteta ostvarenih rezultata.

---

<sup>1</sup> Zakon o bankama, član 7, "Sl. glasnik RS", br. 107/2005.

<sup>2</sup> Zakon o zaštiti konkurencije, član 2, "Sl. glasnik RS", br.79/2005.

<sup>3</sup> [www.europa.eu.int/comm/competition](http://www.europa.eu.int/comm/competition), posebno reformske promene (modernization package) iz 2004.

Prethodno određenje pojma koncentracije i načina merenja (1), kao i oficijelnih repera i tržišnih implikacija (2), pretpostavke su obuhvatnijeg ispitivanje tržišne koncentracije domaćih banaka.<sup>4</sup> Poređenje nivoa koncentracije pre i posle januara 2002. godine (3), odnosno likvidacije četiri najveće domaće banke, upotpunjava realnu sliku izvršenih promena. Efekti koncentracije domaćih banaka (4) spadaju u uporišne elementi procene mogućnosti i granica razvoja celokupnog bankarskog sektora Srbije.

### 1. POJAM I MERENJE KONCENTRACIJE

Koncentracija se standardno definiše kao tržišna dominacija jednog ili nekoliko aktera, iskazana grupisanjem njihovih prihoda, imovine i profita, koje predstavlja osnov tržišne moći lidera. Posledično proizilazi da je koncentracija u suštini mera dominacije i tržišne moći u nekonkurentnim, odnosno oligopolskim tržišnim strukturama.<sup>5</sup>

Opšte je prihvaćena istraživačka postavka da pojam koncentracije, sam

po sebi, označava visok stepen grupisanja tržišnih subjekata, koji može ugroziti konkurenciju. Međutim, koncentracija nije dovoljan uslov tržišne dominacije, čak i u slučajevima kada odgovarajući udeli prelaze 40%.<sup>6</sup> Nasuprot tome, dominantan položaj takođe može imati i učesnik sa manjim tržišnim udelom. Zato je Zakonom definisano da ovakav položaj ima «učesnik na tržištu koji posluje nezavisno od drugih učesnika na tržištu, odnosno koji donosi poslovne odluke ne vodeći računa o poslovnim odlukama svojih konkurenata, dobavljača, kupaca i/ili krajnjih korisnika njegove robe i/ili usluga.» Kolektivnu dominaciju po zakonu ostvaruju ekonomski povezani tržišni akteri, dok dva ili više učesnika na tržištu mogu, ali ne moraju imati dominantan položaj, sa zbirnim udelom koji premašuje 50%.<sup>7</sup>

Dozvoljene granice koncentracije normativno se kvantifikuju u apsolutnim deviznim iznosima, jer se relativno učešće koristi za određenje dominantnog položaja. Zakonom je predviđeno utvrđivanje koncentracije, kao i mogućnost podnošenja zahteva radi izdavanje odobrenja za sprovođenje koncentracije.<sup>8</sup>

Specifičnosti međubankarske konkurencije iziskivale su izdvajanje nadležnosti i kreiranje primerenih rešenja, tako da bliže uslove i način utvrđivanja povrede konkurencije

---

<sup>4</sup> Domaće banke obuhvataju sve banke sa licencom NBS, koje posluju u Srbiji na osnovu Zakona o bankama i drugim finansijskim organizacijama, odnosno novog Zakona o bankama od 1. oktobra 2006.

<sup>5</sup> Koncentracija je jedan od fundamentalnih pojmova u analizi industrijskih struktura, pri čemu se pod industrijom podrazumeva skup privrednih društava sa zajedničkim karakteristikama, kao što su tehnologija, organizacija, proizvodi i kupci. Bankarska industrija je upravo pojam iz strukturalističkog arsenala.

<sup>6</sup> Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), Nova antimonopolska politika: predlog rešenja, str. 70, CLDS, 2003.

<sup>7</sup> Zakon o zaštiti konkurencije, čl. 16. i 17.

<sup>8</sup> Isto, čl. 23. i 24.

određuje Narodna banka Srbije (NBS), koja istovremeno daje saglasnost na nameravane koncentracije.<sup>9</sup>

Koncentracija je istovremeno jedan od najvažnijih činilaca konkurentnosti relevantnih tržišnih struktura, mada to ne znači da je koncentrisano ili konsolidovano tržište po definiciji nekonkurentsko. Razlikuju se horizontalne, vertikalne i kombinovane (konglomeratne) koncentracije. Bankarske koncentracije prevashodno su horizontalne. Aktuelna povezivanja komercijalnog i investicionog bankarstva sa osiguravajućim društvima i ostalim finansijskim posrednicima u svetskim razmerama primeri su vertikalne koncentracije na celokupnom finansijskom tržištu. Rastući vlasnički udeli domaćih banaka u akciskom kapitalu nebankarskih finansijskih posrednika jasan su indikator ekspanirajuće vertikalne koncentracije.

Merenje koncentracije domaćih banaka metodološki se zasniva na određenju relevantnog tržišta, sa relevantnim proizvodima na relevantnom geografskom području. Normativna podvojenost banaka naspram drugih finansijskih posrednika značajno doprinosi preciznosti relevantnih tržišnih granica. Unutar bankarskog sektora može se pratiti koncentracija na celokupnom tržištu i posebno ukрупnjavanje na kreditnom i depozitnom tržištu. Skicirani analitički okvir primeren je ispitivanju koncentracije

domaćeg bankarstva, čiji su najvažniji agregati bilansna aktiva, krediti i depoziti. Bitne informacije pruža i koncentracija prihoda, posebno kamatnih, akciskog i ukupnog kapitala, neto dobiti, filijalske mreže i klijenata.

Bankarski proizvodi i usluge u EU normativno je preporučljivo razvrstavati na tri tržišna segmenta – maloprodajno, korporativno i investiciono (vezano za finansijska tržišta) bankarstvo, a geografski na nacionalno i međunarodno tržište.<sup>10</sup> Neadekvatno statističko praćenje domaćeg maloprodajnog, korporativnog i investicionog bankarstva predstavlja prvu prepreku ovdašnjoj primeni evropskih preporuka.

Tržišna koncentracija se meri brojnim pokazateljima, zavisno od cilja istraživanja. Najširu analitičku primenu imaju dva indikatora. Prvi je najelementarniji – racio koncentracije ili zbir udela izabranog broja ( $C_i$ ) aktera, obično izražen procentualno. Drugi je najčešće korišćen – Herfindahl-Hirschmanov indeks (HHI), koji predstavlja zbir kvadrata pojedinačnih udela svih tržišnih aktera, iskazan u rasponu od savršene konkurencije (indeks 0) do monopola (indeks 10.000).

Analitička vrednost racija koncentracije bitno je određena kriterijumima grupisanja. Merenje koncentracije u monopolskim i duopolskim struktura-

---

<sup>9</sup> Prema članu 145. Zakona o bankama, NBS će doneti odgovarajući propis do kraja juna ove godine.

<sup>10</sup> Videti: Commission Notice on the definition of the relevant market for the purposes of Community competition law, SL C 372, 9. 12. 1997. ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).

ma podrazumeva izdvojeno tretiranje prvog (C1) i prva dva aktera (C2). Racio koncentracije zato se najčešće koristi za utvrđivanje dominantnog položaja na tržištu. Ukoliko je u pitanju oligopolska struktura, racio mora uključivati sve njegove učesnike. Grupisanje se u praksi vrši unutar karakterističnih raspona, sa jasno uočljivim granicama. Po pravilu se analizira racio za više nivoa obuhvatnosti, obično tri, počev od dominantne, odnosno najuže grupe. Najširu primenu ima racio koncentracije prvih pet banaka (C5). Osnovna zamerka ovom načinu merenja koncentracije jeste zanemarivanje strukturnih promena unutar izabраниh grupa, što se može istražiti detaljnijim raščlanjavanjem.

HHI je primarni indikator bankarske koncentracije, inkorporiran u pravne okvire zaštite međubankarske konkurencije većine zemalja. Vrednosti indeksa HH mogu se kretati i u rasponu od 0 do 1, ako se umesto procenata koriste koeficijenti učešća. Poređeno sa raciom koncentracije, HHI je sadržajniiji jer obuhvata učešće svakog aktera i primenom kvadrata potencira važnost onih sa većim udelima. Istovremeno, prigovori merenju koncentracije pomoću HHI argumentuju se nedovoljnim uvažavanjem udela malih tržišnih aktera (naročito ispod 1%), iako je nesporno da konkurentnost tržišta određuju lideri i njihovi pratioci.

Ostali pokazatelji uključuju rang svake banke u obračun (Hall-Tidemanov indeks), izuzimaju dominantnu banku (obuhvatni indeks koncentracije) ili uvode arbitrarni para-

metar prećutne kartelizacije (Hauseov indeks). Međutim, navedeni i drugi poznati indikatori objašnjavaju parcijalne aspekte tržišne koncentracije, ali nemaju analitični značaj prva dva – racija koncentracije i HH ideksa.

## **2. GRANICE KONCENTRACIJE I TRŽIŠNE IMPLIKACIJE**

Teorijske granice koncentracije kreću se u rasponu od savršene konkurencije do monopola. Praktične granice zavise od broja učesnika na tržištu i distribucije njihovih udela. Normativne granice su reperi oficijelno prihvatljive koncentracije. Odnos praktičnih i normativnih granica koncentracije najvažniji je za zaštitu konkurencije.

Granični racio koncentracije prema evropskim standardima je 25%,<sup>11</sup> mada su pojedinačnim odlukama dozvoljavane bankarske koncentracije do 30%. Prošle godine usvojenim Zakonom o zaštiti konkurencije u Srbiji je utvrđena orijentaciona granica od 40% tržišnog udela (član 16), jer je zakonodavac smatrao da i veće koncentracije nisu po definiciji izraz dominantnog položaja. Očekuje se da će NBS uskoro, shodno Zakonu o bankama, odrediti regulatorne granice pojedini

---

<sup>11</sup> Uporediti: Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, SL C 31/03, 5.2.2004. ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).



načne i konsolidovane (grupne i holding) bankarske koncentracije.

HHI jasnije iskazuje granice koncentracije. Uobičajeno se smatra da HHI ispod 1.000 poena odražava visok nivo konkurencije, između 1.000 i 1.800 ukazuje na obeležja oligopola i preko 1.800 označava nekonkurentsku tržišnu strukturu. Obračunom 40% jediničnog tržišnog udela, kod nas zakonski mogućeg, dobija se minimalni HHI 1600. Granica od 1.800 poena probijena je sa 42,43% učešća samo jednog aktera. Prema američkim Fed standardima bankarski merđžeri su dozvoljeni ukoliko posledični rast koncentracije prema HHI nije veći od 200 u okviru repernih 1.800 poena. Evropska pravila su blaža, tako da se prihvatljivim tretiraju pojedinačna preuzimanja i integracije banaka koje izazivaju povećanje HHI do 250, bez probijanja granice od 2.000 poena.<sup>12</sup> Predviđena je i mogućnost porasta do 150 poena preko limita od 2.000 poena u određenim slučajevima. Uočljivo je da se u našem Zakonu o zaštiti konkurencije HHI eksplicitno ne koristi za definisanje granica koncentracije i tržišne dominacije.

Koncentracija banaka ima mnogobrojne tržišne implikacije, od kojih je najznačajnija konkurentnost. Zbog specifičnosti bankarskog poslovanja, zasnovanog na poverenju klijenata, zatim neophodnog kapitala, iskustva, tehnologije i ekonomije obima, raši-

reno je i mišljenje da bankarska koncentracija nije u direktnoj korelaciji sa stepenom konkurencije, što se potkrepljuje nalazima odgovarajućih empirijskih istraživanja.<sup>13</sup> Međutim, sama činjenica da većina ekonomski razvijenih zemalja vrši monitoring i kontrolu koncentracije banaka u cilju zaštite konkurencije, povrđuje snagu dokaza o međuzavisnosti.

Tržišna koncentracija banaka ekspandirala je 90-ih godina prošlog veka, očigledno kao odgovor na krizu u prethodnoj deceniji. Ukoliko se analizira pokazatelj koncentracije (*concentration indices*) ukupne aktive prvih pet banaka u periodu od 1996. do 2001. godine, uočava se značajan porast u većini zemalja – SAD sa 18% na 24%, Nemačka sa 25% na 37%, Velika Britanija sa 33% na 41%, Italija sa 36% na 46%, Kanada sa 79% na 86%, Australija sa 68% na 77%, Španija sa 57% na 60% itd. Prosek za EU povećan je sa 58% na 66%, a istovremeno je na nivou Unije kao jedinstvenog tržišta iskazan rast sa 10% na 12%. Nepromenjena koncentracija evidentirana je u Japanu (40%) i Francuskoj (45%), dok je smanjenje zabeleženo u nekoliko manjih zemalja sa koncentrisanim tržištem (npr., Finska sa 96% na 93%).<sup>14</sup> Navedeni podaci pokazuju evidentnu povezanost koncentracije i

---

<sup>12</sup> Isto.

<sup>13</sup> Videti: Claessens, S., *Competitive Implications of Cross-Border Banking*, World Bank, WPS 3854, 2006.

<sup>14</sup> Bikker, J. i Wesseling, S., *Intermediation, Integration and Internationalisation: a survey on Banking in Europe*, De Nederlandshe Bank, OS I/3, 2003, str. 24.

veličine relevantnog tržišta. Interesantno je da ovaj indikator za Srbiju krajem 2002., posle likvidacije četiri najveće banke, iznosi respektabilnih 46%.<sup>15</sup>

Odnos koncentracije i finansijske stabilnosti povod je suprotstavljenim mišljenjima i kontroverzama, uzrokovanim postavkom da međubankarska konkurencija narušava finansijsku stabilnost. Otuda je izveden i zaključak o nespojivosti istovremenog vođenja monetarne politike i zaštite konkurencije u okrilju centralne banke, pošto se radi o konfliktnim ciljevima. Posledično, ovo rešenje primenjuje veoma mali broj zemalja, uključujući Srbiju. Ipak, do sada nisu prezentirani nedvosmisleni dokazi da konkurencija banaka ugrožava finansijsku stabilnost, odnosno da je koncentracija neminovno učvršćuje.

Uticaj koncentracije na razvoj bankarskog i finansijskog sistema u celini takođe je oprečno ocenjivan, jer analitički nije moguće isključiti uticaje drugih bitnih faktora razvoja. Prihvatanjem opšteg stava da se koncentracija banaka mora kontrolisati i konkurencija štititi, indirektno se potvrđuje da bankarska koncentracija, uprkos nekim prednostima, ne podstiče sektorski razvoj.

### **3. KONCENTRACIJA POSLE 2002. GODINE**

Početkom 2002. godine likvidirane su četiri najveće domaće banke. Metodološki je zato najuputnije analizirati restrukturisanje bankarskog sektora od 2002. godine, kada je radikalno izmenjena struktura i koncentracija banaka u Srbiji. Intenzitet dosadašnjeg restrukturisanja pokazuje opadanje broja banaka – sa 83 na 40 krajem 2005. i 39 od 1. aprila ove godine.

Ubrzano smanjivanje broja banaka nije ugrozilo, već je podstaklo razvoj sektora. Primera radi, tokom dvogodišnjeg perioda od kraja 2003. do 31. decembra prošle godine povećana je bilansna aktiva za 2,1 puta, krediti za 2,3 puta i depoziti za 2,2 puta. Samo u 2005. godini aktiva banaka povećana je za 52% nominalno, odnosno 29% realno i prvi put je ostvaren dobitak na sektorskom nivou od 7,3 milijardi dinara ili 8,5 miliona evra.

Istovremeno se odvijao proces ukрупnjavanja domaćih banaka. Prosečna aktiva iznosila je krajem 2003. godine 7,8 milijardi dinara, naredne 11,9 milijardi i prošle godine 19,4 milijarde dinara, što je dvogodišnje uvećanje za 2,5 puta i 63% u 2005. Karakteristično je pri tome da osnovni impuls razvoju

**Tabela 1. Koncentracija bilansne aktive domaćih banaka (u procentima)**

Racio	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.
C3	34,4	34,8	34,5	35,6
C5	46,0	47,6	47,3	50,3
C10	63,5	62,9	64,5	68,6

*Izvor:* NBS, *Ekonomski pregled*, januar 2006., str. 46.

<sup>15</sup> Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Januar 2006, str. 46. ([www.nbs.yu](http://www.nbs.yu)).

## FINANSIJE

poslova rehabilitovanih banaka potiče od stranih banaka - investitora. Protekle dve godine realizovane su i tri preuzimanja u okviru sektora (HVB i Eksim banka, Alpha bank i Jubanka, EFG Eurobank i Nacionalna štedionica), ali je samo u prvom slučaju već izvršena koncentracija, jer ostale banke još uvek nisu integrisane.

Poređenjem banaka prema bilansnoj aktivi izdvajaju se tri banke sa sumom preko 74 milijarde dinara, a prate ih dve banke čija je aktiva premašila 45 milijardi krajem prošle godine. Narednih pet banaka raspolaže aktivom u rasponu od 22 do 37 milijardi dinara. Grupu sa aktivom od 10-16 milijardi dinara čini 11 banaka (18,1% ukupne aktive), 9 banaka poseduje 5-10 milijardi dinara (9,0%) i 10 posluje sa manje od 5 milijardi dinara (4,3%). Prema ovim grupama izvršen je obračun racija koncentracije, prikazan u narednoj tabeli.

Uočljiva je postepena koncentracija aktive u svim grupama, posebno unutar prvih pet, čemu je najviše doprinelo smanjivanje razlike između tri najveće banke i naredne dve. Liderska banka sa 15,4% sektorske aktive daleko je ispod evropskih normi dopuštene koncentracije. Približne

vrednosti imaju i indikatori koncentracije kredita, dok su depoziti za 2-4 procentna poena grupisaniji, jer na njih nije direktno uticalo zaduživanje banaka u inostranstvu, karakteristično za banke u vlasništvu stranih akcionara.

Koncentracija ukupnog prihoda je izraženija u odnosu na aktivu, ali su razlike kod prihoda od kamata i naknada manje. Kapital je znatno disperziraniji, tako da je njegov prošlogodišnji C3 - 28,5%, C5 - 40,3% i C10 - 57,4%. Indikativna je i koncentracija neto dobiti: C3 - 47,2%, C5 - 60,9% i C10 - 79,8%, koja ukazuje na odstupanja distribucije dobiti od rasporeda aktive, odnosno razlike u uspešnosti upravljanja aktivom.

Upoređivanje sa koncentracijom aktive prvih pet banaka (C5) u zemljama EU krajem 2001. godine pokazuje da Srbija ima izraženiju bankarsku konkurenciju od većine članica, izuzimajući četiri najveće i Luksemburg. Prema prosečnom C5 za EU od 58% (1996.) i 66% (2001.) domaće bankarsko tržište je izrazito konkurentsko.<sup>16</sup> Naravno, osnovni razlog je razvijenost evropskog, odnosno nerazvijenost

**Tabela 2. HHI bankarske aktive, kredita i depozita**

Agregat	31.12.2001.	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	30.11.2005.
Aktiva	1.138,7	627,3	598,7	599,0	650,7
Kredit	502,4	764,4	697,3	720,1	819,7
Depoziti	581,8	900,1	771,8	631,8	665,0

Izvor: NBS, *Ekonomski pregled*, Januar 2006, str. 46.

<sup>16</sup> Bikker, J. i Wesseling, S. (2003), str. 24.

našeg bankarskog sektora. Primera radi, kreditna zaduženost po stanovniku je ispod 200 evra i spada među najniže u Evropi.

Herfindahl-Hirschmanovi indeksi aktive, kredita i depozita, prikazani u narednoj tabeli, odslikavaju strukturne promene u bankarskom sektoru Srbije za poslednjih pet godina.

Najveću vrednost HH indeks aktive imao je na kraju 2001, kao posledica koncentracije četiri najveće banke. Međutim, imobilisanost i kontaminiranost aktive uslovlila je nesrazmerno niske HH indekse kredita i depozita. Naredne četiri godine HHI aktive se kreće između izvanrednih 600 i 650 poena, potvrđujući relativnu strukturnu uravnoteženost brzog razvoja domaćeg bankarskog sektora.

Koncentracija kredita i depozita, mereno HH indeksima, bila je primetno veća i nestabilnija, ali daleko ispod granice oligopola (1.000 poena). Pad koncentracije depozita u 2003. posledica je isključenja računa budžetskih korisnika iz poslovnih banaka, dok je kreditna koncentracija u protekle dve godine uzrokovana inozaduživanjem banaka u stranom vlasništvu. Visok rast odgovarajućih stopa obavezne rezerve u decembru 2005. vidno je smanjio koncentraciju kredita na kraju godine.

Vlasničku koncentraciju obeležava prevlast stranih investitora, koji će uskoro dominirati. Stanje na kraju 2005. pokazuje da je 17 banaka sa 66% aktive u većinskom vlasništvu stranih akcionara, 11 banaka sa 24% aktive u

pretežnom vlasništvu Republike Srbije i 12 banaka sa 10% aktive u većinskom posedu domaćih akcionara.<sup>17</sup> S obzirom da su u toku tenderi za preuzimanje Vojvođanske i Panonske banke, kao i da je EFG Eurobank otkupila državni paket akcija u Nacionalnoj štedionici, strani akcionari će pre isteka godine upravljati sa preko  $\frac{3}{4}$  aktive domaćih banaka.

Poređenje promena vlasničke koncentracije prema poreklu akcionara pre i posle januara 2002. godine zasniva se na oficijelnim, istorijskim bilansnim podacima, koji nerealno prikazuju stanje akcijskog kapitala pre likvidacije najvećih banaka. Naime, akcijski kapital ili neto vrednost je rezidual aktive i obaveza.<sup>18</sup> Izuzimaju se, naravno, potraživanja sopstvenih akcionara kao rezidualnih poverilaca. Nenaplativost velikog dela tadašnje aktive i kumulacija neplaćenih kamata inokreditorima, redovnih i zateznih, ukazuju na fiktivnost tog kapitala, realno višestruko poništenog.

Na kraju, prema osnovnim indikatorima, evidentna je izrazita konkurencija domaćih banaka. Međubankarska tržišna utakmica zapaža se na svakom koraku, zahvaljujući sveprisutnim reklamnim porukama i ekspanziji filijalske mreže. Ubrzani razvoj bankarskog sektora može se očekivati i nared-

---

<sup>17</sup> [www.nbs.yu](http://www.nbs.yu)

<sup>18</sup> Mishkin F.S., Money, Banking and Financial Markets, 7th Edition, 2004, p. 180.

nih godina, uz nesmanjenu konkurenciju i rastuću koncentraciju u tržišno prihvatljivim granicama. Značajniji jednokratni rast koncentracije mogu izazvati merdžeri i akvizicije, ali ne domaćih, već stranih banaka. Naime, grupisanje stranih banaka, posebno austrijskih, italijanskih i grčkih, može izazvati koncentraciju banaka u Srbiji. Pri tome nije važno da li se i zvanično sprovodi koncentracija ili banke zadržavaju formalnu poslovnu samostalnost, što ne isključuje koncentraciju na konsolidovanoj osnovi i kolektivnu dominaciju..

#### **4. EFEKTI KONCENTRACIJE DOMAĆIH BANAKA**

Restrukturisanje i ubrzani razvoj bankarskog sektora Srbije, sa dvostruko manjim brojem banaka nego 2001, nisu narušili tržišnu konkurenciju. Osnovni indikatori koncentracije pokazuju rast konkurencije u odnosu na period pre restrukturisanja.

Ekspanzija štednje i kredita najvažniji su pojavnici rezultati restrukturisanja banaka, koji potvrđuju njihovu rehabilitaciju i visoku efikasnost. Presudan doprinos izuzetnom porastu kreditnih, depozitnih i ostalih poslova dale su banke u stranom vlasništvu. Upravo je koncentracija ovih banaka donela ne samo svež kapital, već i nova znanja, savremene metode upravljanja,

efikasnu organizaciju i novu tehnologiju i opremu. Uspešno bankarsko poslovanje, posebno na malom tržištu u tranziciji, zahteva natprosečan kapital i aktivu. Očigledno je da taj nivo koncentracije ostvaruje samo prvih pet domaćih banaka. Očuvanje stečene pozicije pretpostavlja isti ili brži rast od sektorskog proseka. Preostale banke imaju imperativ još bržeg rasta, koji će limitirati veličina tržišta i konkurencija. Zato će uprave domaćih banaka biti sklone merdžerima i akvizicijama unutar sektora, kao jednom od mogućih odgovora tržišnim izazovima. Međutim, takve integracije i preuzimanja uglavnom neće biti inicirane iz zemlje, već će predstavljati posledicu stranih bankarskih koncentracija. Ulaskom novih stranih banaka u domaći bankarski sektor pojačavaće se njegova osetljivost na egzogeno ukрупnjavanje banaka.

Postojeće mogućnosti koncentracije domaćih banaka u HHI okviru od 1.000 poena još uvek su velike. Ukoliko udeo leaderske banke bude ispod 25%, prve tri do 50%, najvećih pet do 60% i vodećih deset do 80% sektorske aktive, granice izrazite konkurencije neće biti probijene. Bankarske koncentracije u inostranstvu mogu izazvati prekoračenje prvog limita, ali ne preko kritičnih 1.800. Pod malo verovatnom pretpostavkom nekoliko ekstremnih koncentracija i još neverovatnijom saglasnošću Evropske komisije i nacionalnih tela za zaštitu

konkurencije,<sup>19</sup> teško je zamisliti koncentraciju domaćih banaka koja bi se približila postojećem nivou grupisanja u Finskoj, Belgiji ili Holandiji.

Nastavak dosadašnje postepene koncentracije, uz smanjenje broja banaka, nesporno će pogodovati razvoju bankarskog i celokupnog finansijskog sektora. Pri tome nije preporučljivo arbitrarno određivati optimalan broj banaka u Srbiji i limitirati raspoložive dozvole. Stranim bankama koje ispunjavaju sve uslove predviđene Zakonom o bankama i nameravaju da ovde investiraju, neophodno je omogućiti ulazak na domaće tržište. Obezbeđivanje finansijske stabilnosti i zaštita međubankarske konkurencije sigurno ne uključuju procenu investitorskih odluka inobanaka.

Veći uticaj bankarskih koncentracija na razvoj realnog sektora može se očekivati tokom ove i naredne godine, s obzirom da sektor stanovništva ne može sam apsorbovati prirast kreditnog potencijala. Najobuhvatnija dosadašnja analiza domaćih tržišnih struktura pokazala je visok stepen koncentracije ponude i prihoda u

većini delatnosti i realnom sektoru u celini.<sup>20</sup> Osnovano se može očekivati da će konkurencija banaka doprineti rastu konkurencije u realnom i finansijskom sektoru.

Predstojeća liberalizacija kapitalnih transakcija s inostranstvom, posebno slobodna distribucije stranih hartija od vrednosti i kreditnih aranžmana, nametnuće pitanje zaštite domaćih banaka. Nesputana tržišna konkurencija podrazumeva jednakost normativnih uslova za sve takmace, što sigurno nije slučaj sa domaćim bankama – supsidijarima u odnosu na strane, uključujući i njihove centrale. Međubankarska konkurencija u takvim uslovima zavisila bi gotovo isključivo od koncentracije banaka u inostranstvu.

Koncentracija je doprinela i konkurentnosti celog bankarskog sektora. Smanjivanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa i njihov relativni odnos prema istim stopama u okruženju, uz kreditnu i depozitnu ekspanziju, glavni su dokazi porasta sektorskih performansi i razvojnih perspektiva.

### ZAKLJUČAK

Zanemarivanje zaštite konkurencije doprinelo je marginalizaciji analiza tržišnih struktura i ispitivanja koncentracije u svim sektorima, pa i bankarskom. Neizbežno usklađivanje sa evropskim pravnim okvirom i realne potrebe zaštite konkurencije aktuelizuju značaj tržišnih koncentracija.

---

<sup>19</sup> Nivo zaštite konkurencije u Srbiji slikovito ilustruje činjenica da od svih evropskih zemalja, članica svetske mreže regulatornih tela za zaštitu konkurencije ICN (International Competition Network), uključujući Azerberdžan, Belorusiju i druge zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza, jedino za Federal Republic of Yugoslavia (!) nije dat naziv odgovarajuće komisije ([www.internationalcompetitionnetwork.org](http://www.internationalcompetitionnetwork.org)).

---

<sup>20</sup> Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), Antimonopolska politika u SR Jugoslaviji, CLDS, 2002.

Zakon o zaštiti konkurencije, donet prošle godine, nije eksplicitno regulisao bankarske koncentracije. Prema novom Zakonu o bankama zabranjene su koncentracije kojima se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija. Utvrđivanje koncentracije i uslove za izdavanje saglasnosti NBS će normativno regulisati do kraja juna ove godine.

Restrukturisanje bankarskog sektora Srbije, započeto 2001. godine, presudno je uticalo na smanjenje nasleđenog nivoa koncentracije, naročito likvidacija četiri najveće banke početkom 2002.

Osnovni indikatori, racio koncentracije i HH indeks, pokazuju naglo smanjenje koncentracije domaćih banaka posle 2001. godine, a zatim postepen rast. Koncentracija aktive leaderske banke (15,4%) niska je u odnosu na repernih 25% Evropske komisije. Racio koncentracije aktive prvih pet banaka (C5) takođe je niži nego u većini zemalja – starih članica Unije (EU 15), isključujući četiri najveće i Luksemburg. Otuda je ovaj domaći racio znatno bolji i od proseka EU 15, odražavajući visok stepen konkurencije unutar domaćeg bankarskog sektora, ali i njegovu relativnu nerazvijenost. Koncentracije depozita, kredita, prihoda, kapitala i dobiti takođe su niske i potkrepljuju prethodne nalaze.

HHI je potvrdio visoku međubankarsku konkurenciju, posebno na kreditnom i depozitnom tržištu. Prošlogodišnja vrednost HH indeksa aktive od 650 poena trostruko je niža od evropskog (2.000) i američkog (1.800) limita oligopolskog tržišta. Istovrsni indeksi kredita i depozita ne odstupaju

bitno u poređenju sa aktivom, uprkos ekspandirajućem rastu ovih sektorskih agregata.

Najveće promene pokazuje vlasnička koncentracija, jer strani akcionari poseduju 17 banaka sa 66% aktive. Okončanjem aktuelnih akvizicija strane banke - investitori kontrolisaće više od polovine domaćih banaka sa preko 75% aktive. Izvršene i očekivane vlasničke promene izvanredno povećavaju osetljivost ovdašnjeg bankarskog sektora na koncentracije banaka u inostranstvu.

Značajne mogućnosti koncentracije domaćih banaka do HHI granice konkurencije (1.000) doprineće razvoju bankarskog i finansijskog sektora u celini. Postepena koncentracija pogodovaće i daljem rastu sektorske konkurentnosti, poređeno sa bankama u okruženju. Na kraju, udeo kredita u BDP-u od 25% i zaduženost po stanovniku ispod 200 evra početkom 2006, jasno odražavaju potencijal razvoja bankarskog sektora Srbije

### Zaključak

Zaštita konkurencije na domaćem bankarskom tržištu i kontrola koncentracije (merger control) upravo se formalizuju. Prema novom Zakonu o bankama zabranjene su koncentracije kojima se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija. Utvrđivanje koncentracije i uslove za izdavanje saglasnosti NBS će normativno regulisati do kraja juna ove godine.

Restrukturisanje bankarskog sektora Srbije, započeto 2001. godine, presudno je uticalo na smanjenje nasleđenog nivoa koncentracije, naročito likvidacija četiri najveće banke po-

četkom 2002. Osnovni indikatori, indeks koncentracije (cocentration indice) i Herfindahl-Hirschmanov indeks, pokazuju naglo smanjenje koncentracije domaćih banaka posle 2001. godine, a zatim postepen rast. Racio koncentracije aktive prvih pet banaka (C5) znatno je niži nego u većini zemalja – starih članica Unije (EU 15), potvrđujući visok stepen konkurencije unutar domaćeg bankarskog sektora, ali i njegovu relativnu nerazvijenost. Koncentracije depozita, kredita, prihoda, kapitala i dobiti takođe su niske.

HHI je potvrdio visoku među-bankarsku konkurenciju, posebno na kreditnom i depozitnom tržištu. Prošlogodišnja vrednost HH indeksa aktive od 650 poena trostruko je niža od evropskog (2.000) i američkog (1.800) limita oligopolskog tržišta. Istovrsni indeksi kredita i depozita ne odstupaju bitno u poređenju sa aktivom, uprkos ekspanirajućem rastu ovih sektorskih agregata.

Najveće promene pokazuje vlasnička koncentracija, jer strani akcionari poseduju 17 banaka sa 66% aktive. Okončanjem aktuelnih akvizicija strane banke - investitori kontrolisaće više od polovine domaćih banaka sa preko 75% aktive. Izvršene i očekivane vlasničke promene izvanredno povećavaju osetljivost ovdašnjeg bankarskog sektora na koncentracije banaka u inostranstvu.

Značajne mogućnosti koncentracije domaćih banaka do HHI granice konkurencije (1.000) doprineće razvoju bankarskog i finansijskog sektora u celini. Postepena koncentracija pogodovaće i daljem rastu sektorske kon-

kurentnosti, poređeno sa bankama u okruženju. Na kraju, udeo kredita u BDP-u od 25% i zaduženost po stanovniku ispod 200 evra početkom 2006, jasno odražavaju potencijal razvoja bankarskog sektora Srbije.

### LITERATURA

1. Zakon o zaštiti konkurencije, «Sl. glasnik RS», br. 79/2005.
2. Zakon o bankama, «Sl. glasnik RS», br. 107/2005.
3. Commission Notice on the definition of the relevant market for the purpose of Community competition law, SL C 372, 9.12.1997. ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).
4. Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, SL C 31/03, 5.2.2004. ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).
5. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Januar, 2006.
6. Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), *Antimonopolska politika u SR Jugoslaviji*, Centar za liberalno-demokratske studije, 2002.
7. Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), *Nova antimonopolska politika: predlog rešenja*, Centar za liberalno-demokratske studije, 2003.
8. Claessens, S., *Competitive Implications of Cross-Border Banking*, World Bank, WPS 3854, 2006.
9. Bikker, J. i Wesseling, S., *Intermediation, Integration and Internationalisation: a survey on Banking in Europe*, De Nederlandsche Bank, OS I/3, 2003.
10. [www.nbs.yu](http://www.nbs.yu),
11. [www.europa.eu.int/comm/competition](http://www.europa.eu.int/comm/competition),
12. [www.internationalcompetitionnetwork.org](http://www.internationalcompetitionnetwork.org)



Rad primljen: 19. X 2006.

UDK: 339.727.22(497,11)

JEL: F35

Stručni članak

# STRANE DIREKTNE INVESTICIJE (SDI) U PROCESU TRANZICIJE I RAZVOJA S POSEBNIM OSVRTOM NA SRBIJU

## *FOREIGN DIRECT INVESTMENTS (FDI) IN TRANSITION AND DEVELOPMENT PROCESS OF HOST COUNTRIES WITH SPECIAL EMPHASIS ON SERBIA*

**Mr Dušan BANIĆEVIĆ**  
**Raiffeisenbank A.D., Beograd,**  
**Dr Vladimir VASIĆ**  
**Ekonomski fakultet, Beograd**

### **Rezime**

Ovaj rad se bavi uticajem stranih direktnih investicija (SDI) na ekonomski razvoj i tranziciju u zemljama primaocima investicija, sa analizom dodatnih aspekata ovog uticaja za našu zemlju. Analizirani su glavni međupovezani efekti, uz pokušaj da se prezentuju glavni faktori koji mogu unaprediti ovaj uzajamni uticaj i posebno ekonomski razvoj zemalja primaoca investicija, uključujući Srbiju.

**Ključne reči:** STRANE DIREKTNE INVESTICIJE; PRIMAOCI INVESTICIJA; EKONOMSKI RAZVOJ.

### **Summary**

*This paper deals with direct relation between Foreign Direct Investments (FDI) and economic development and reforms in host countries (countries which are receiving FDI), with additional analysis regarding aspects of this relation in Serbia. Main inter-related effects are analyzed, with an attempt to find main factors which should enhance this relationship and, especially, economic development of host countries, including Serbia.*

**Key words:** FOREIGN DIRECT INVESTMENTS; HOST COUNTRIES; ECONOMIC GROWTH.

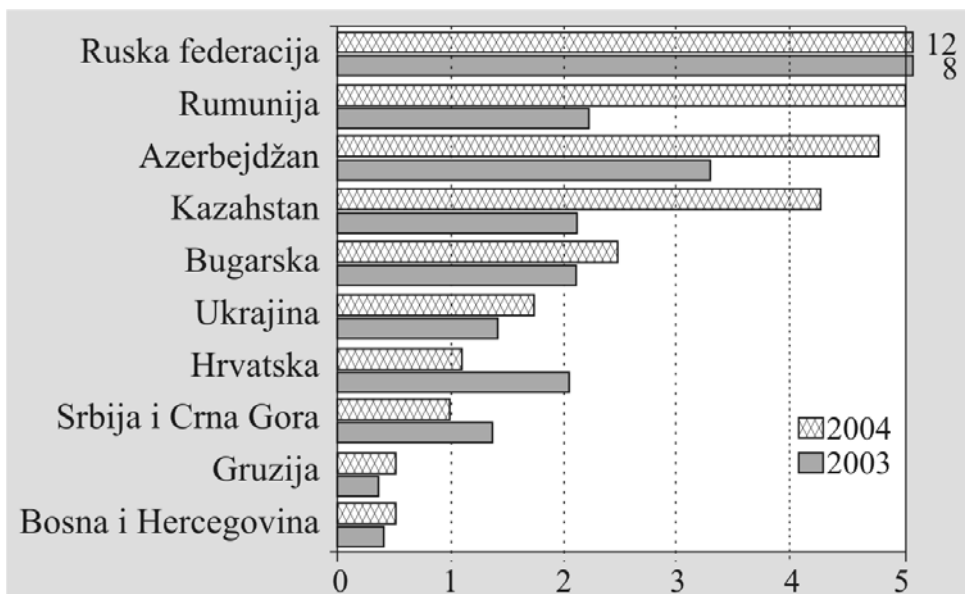
**STRANE DIREKTNE INVESTICIJE (SDI), REFORME I PRIVREDNI RAZVOJ**

Značaj stranih direktnih investicija (SDI) u globalnoj privredi koja je sve više povezana i međuzavisna ubrzano raste. SDI su tokom 90-ih godina postale najveći pojedinačni izvor eksternog finansiranja za mnoge zemlje u razvoju (1, str. 1-6), a postojeća istraživanja sugerišu da su, u slučaju Grčke, Tajvana, Indonezije i Meksika, značajniji prilivi SDI bitno uticali na privredni rast ovih zemalja u poslednjih petnaest godina. Ovakvi zaključci su možda generalizovani i morao bi se

uzeti u obzir i uticaj drugih faktora na razvoj ekonomije jedne zemlje, ali su svakako indikativni.

U zemljama centralne i istočne Evrope prilivi SDI su porasli sa USD 5 milijardi u 2000. godini na čak USD 24 milijarde u 2004. godini, sa tendencijama daljeg rasta (2, str. 74-78). Iako je najveći deo ovih prirasta SDI nastao zahvaljujući rastu cena nafte i gasa, i u najvećem delu pripada Ruskoj Federaciji (više od 1/3 ukupnih priliva), i u većini drugih zemalja prilivi SDI zabeležili su porast i očekuje se da će rasti i narednih godina. Kao ilustraciju dajemo pregled priliva SDI u regionu u 2003. i 2004. godini.

**Tabela 1. Zemlje jugoistočne Evrope i ZND-a: priliv SDI, 10 najvećih primalaca \***



Izvor : Podaci UNKTAD, FDI/TNC

\* Rangirano na bazi nivoa priliva SDI

Ulaz SDI je, pogotovo u zemljama centralne i istočne Evrope koje su prošle i još uvek prolaze kroz proces tranzicije, usko povezan sa privatizacijom domaćih državnih firmi (osim SDI koje su usmerene na resurse). Tek u kasnijim fazama tranzicije i u procesu daljeg razvoja domaće privrede SDI ulaze i investiraju se kao rezultat uspešnosti domaćih privreda da ih privuku svojim uslovima ili atraktivnošću za investiranje, a najčešće je to pozitivan i dobar ambijent za ulaganja.

Prema literaturi (3, str. 1, 4, 7, 14), privredne reforme koje se sprovedu u početnim fazama procesa tranzicije negativno utiču na privredni rast (usled niza promena koje prouzrokuju značajne izmene i zastoje u privrednom razvoju, dok je primarni cilj ovih promena u prvoj fazi uspostavljanje stabilnosti privrednog sistema), ali stvaraju pogodno tle za privlačenje SDI (pre svega kroz privatizaciju državnih firmi). U kasnijim periodima sprovođenja promena, privredne reforme su usmerene na ostvarivanje privrednog rasta i na ovaj način teži se postizanju oba ključna razvojna cilja - privredni rast i ostvarivanje značajnijih priliva SDI. Drugim rečima, troškovi trenutnog prilagođavanja privrednog sistema se anuliraju rastom priliva SDI i većim privrednim rastom u idućem periodu (u skladu sa daljim sprovođenjem reformi). Stoga, početak reformi i sprovođenje velikih privrednih promena u prvoj fazi negativno utiču na privredni rast ali se privlače SDI dok, u drugoj fazi, već postojeće

reforme i njihovo dosledno sprovođenje utiču pozitivno na privredni razvoj uz dalje prilive SDI.

Najbitniji nalaz ove studije je da se pozitivan efekat privrednih reformi na ekonomski rast, koji je nađen u ranijim studijama, u najvećoj meri ogleda kroz pozitivan efekat reformi na prirast SDI. Investicije se privlače uspešnim sprovođenjem reformi i održavanjem stabilnosti privrednog sistema, a ne nužno privrednim rastom.

Prema drugim nalazima koji su obuhvaćeni ovom studijom, efekat SDI je uslovljen dovoljnim nivoom apsorpcionog kapaciteta domaće privrede za upijanje i prenos pozitivnih efekata ovih investicija. Takođe, Lensink i Morrissey (3, str. 4) su istraživanjem došli do zaključka da SDI utiču pozitivno na privredni rast i razvoj, dok s druge strane, promenljivost u prilivima SDI ima konstantan negativan uticaj na ekonomski rast. I ovo su bitne teze na koje se mora obratiti pažnja u narednom periodu razvoja naše privrede, pri čemu stabilnost i kontinuitet u sprovođenju reformi i ekonomske politike dobija veliki značaj.

Metodologija rada zasniva se na analizi poslednjih stručnih radova na ovu temu. U radu nisu date empirijske analize/zaključci, pre svega, zbog šturog obima podataka vezanih za našu zemlju, kao i kratkih vremenskih serija vezanih za prilive SDI u Srbiji što onemogućava bilo kakvu validnu empirijsku analizu na ovu temu, ali i zato što je cilj ovog rada, pre svega teorijski doprinos ovoj temi i davanju kvalitativnih sugestija i zaključaka za

našu zemlju u ovom domenu. Kroz analizu efekata SDI na privredni razvoj (uz poseban akcenat na bankarski sektor, u kome je najvidljivije prisustvo SDI i koji je najdalje odmakao sa reformama) pokušali smo da analiziramo ovaj odnos u aktuelnom trenutku naše ekonomije i podvučemo pozitivnu vezu i uticaj, pa i neophodnost SDI za ubrzani privredni razvoj u narednom periodu.

### **UTICAJ I EFEKTI SDI NA PRIVREDNI RAZVOJ**

#### **Razvoj domaćih firmi**

SDI ne doprinose razvoju domaće privrede samim činom investiranja (pored osnovnog efekta obezbeđivanja investicionih sredstava za finansiranje domaćeg razvoja). Razvoj koji je uzrokovan prilivima SDI nije proces koji se automatski dešava, a odnos između ovih fenomena je dosta složen. Pozitivan uticaj SDI na domaću privredu je činjenica da su SDI manje volatilne i stabilnije od drugih tokova privatnog kapitala i da tako predstavljaju stabilan izvor finansiranja za lokalnu privredu u kontekstu razvoja (4).

Odgovarajuća ekonomska politika i institucionalno i zakonsko okruženje, pre nego dostignuti nivo ekonomskog razvoja i poslovne kulture, su u savremenoj literaturi prihvaćeni kao glavni faktori koji na najbolji način povezuju SDI i privredni razvoj zemlje u koju se investira (5, str. 18, 25-26). Stoga će dalji napori na izgradnji zadovoljavanja

jućeg infrastrukturnog i zakonskog okvira za investicije biti izuzetno bitan zadatak ekonomske politike naše zemlje u narednom periodu. Shodno ovome, privatizacija ne donosi bitna poboljšanja u efikasnosti sama po sebi – za podizanje nivoa efikasnosti i konkurentnosti domaće privrede neophodne su odgovarajuće mere i dobro rukovođenje firmama.

Negativni aspekt ulaganja SDI i kupovine domaćih firmi od strane ino-firmi je da firme u stranom vlasništvu koriste u proseku daleko manje domaćih inputa (pokazatelji u slučaju Meksika, Brazila, Čilea i Venecuele) u odnosu na od domaće (6, str. 27). Zato je veoma je bitno da se utiče na MNK filijale, legalnim merama i merama koje se neće odraziti na uslove poslovanja MNK na lokalnom tržištu, da ne uvoze kompletne proizvodne inpute i u širem smislu uputiti ih na saradnju sa domaćim firmama, posebno domaćim dobavljačima. Ovo je posebno značajno za Srbiju i razvijanje lanaca domaćih podugovarača i dobavljača MNK i stranih firmi je jedan od bitnih zadataka naše ekonomske politike i preduzetnika u idućem periodu.

Pitanje je šta bi se desilo u našoj privredi i koja bi bila sudbina domaćih firmi koje su privatizovane od strane stranih kompanija da nije bilo SDI? U dosadašnjem toku privatizacije SDI su uglavnom bile motivisane da kupuju tržišta (duvanska industrija, cementna industrija, mlekerska industrija, trgovinski lanci i hipermarketi, telekomunikacije i sl.) ili resurse (US Steel i sl.). Ipak, u tom pogledu nema razlike

između domaćih investitora i SDI i neretko su upravo domaći investitori dobijali tendere koji nisu bili potpuno transparentni i plaćali su niže cene za dobre firme. Firme čiji su kupci strane kompanije nisu uvek bile u dobrom stanju a u većini slučajeva izvršen je tzv. *turnaround* (dovođenje firme koja se nalazi u lošem finansijskom stanju u zadovoljavajuće stanje), za koji je uvek potreban veći iznos kapitala, upravljačka i organizaciona znanja. Ovo su faktorske prednosti koji uglavnom imaju samo MNK, pa se može reći da je prodaja ovih firmi stranim investitorima bila u nekoj meri i neophodna jer su one sada daleko efikasnije i produktivnije (uz smanjenje broja zaposlenih koji su ocenjeni kao višak), a veliki broj njih beleži rast i dalji razvoj. Pitanje je i kako bi se lokalne firme odnosile i kako bi izdržale stranu konkurenciju pod pretpostavkom relativne otvorenosti privrede koja, možemo reći, karakteriše naše tržište (uz napomenu da je pitanje da li relativno mala zemlja kao što je Srbija ima izbora u ovom pogledu). Stoga će se tek videti dalji i ukupni rezultati dosadašnjeg ulaska SDI na naše tržište, kao i pretpostavke daljeg uticaja SDI na privredni razvoj.

Kao primer može da posluži češko-slovačka fabrika automobila mladobolesavske Škode s jedne, i Tatre i Plzenske Škode (mašinski koncern) s druge strane (7) i njihova sudbina posle izvršene privatizacije (na početku privatizacije firme su bile u sličnom položaju). Iako se Mercedes 1990. godine odlučio za fabriku Tatra iz

mesta Koprživnica (uz saglasnost vlade), lokalno rukovodstvo, radnici i cela opština se usprotivila ovom procesu u strahu da će najdragocenija firma biti prodana strancima. Firmu su prvo preuzele banke, a kasnije je kupio lokalni preduzetnik Lubomir Soudek. Osim ove firme, ovaj preduzetnik je kupio i jedan deo tadašnjeg koncerna Škoda (mašinsku fabriku) iz mesta Plzen. Obe firme su, usled nedostatka investicija, finansijskih sredstava, tehnološke i svake druge podrške, godinama tavorile na ivici bankrota i izgubile tradicionalne kupce i tržište. Nakon što ih je dodatno tokom godina L. Soudek «istunelovao» odnosno izneo profite i potpuno osiromašio, obe firme su preko stečaja došle u ruke države i prodale se, u delovima, stranim vlasnicima, po uglavnom nižim cenama.

S druge strane, fabrika automobila Škoda je, nakon prodaje Mercedesu, jedan od klasičnih i najuspešnijih primera privatizacije i ulaganja SDI u regionu.

Poređenja radi, a uzimajući u obzir i povoljnosti lokacije Češke (blizina Nemačke i Austrije i tradicionalna saradnja) navešćemo da je 1996. godine od 500 najvećih firmi samo 17% bilo u vlasništvu stranog kapitala, a danas je ovaj udeo čak 56%. Osim ovoga, Češka, u poslednjih 10 godina, zahvaljujući posebno uspešnom sistemu olakšica i podsticaja kao i favorizovanju ulaganja i partnerstva sa strateškim stranim partnerima konstantno privlači najviše investicija u regionu. Upravo, zahvaljujući visokim nivoima SDI u poslednje 2-3 godine,

stopa rasta se ubrzala i trenutno je na nivou od oko 4-5%. Samo velika investicija korejskog Hyundaija od oko USD 1,5 milijarde najavljena u idućem periodu trebalo bi da poveća ukupnu stopu rasta za čak 1,5%.

Kada je reč o ovim aspektima SDI i uticaja na domaću privredu i posebno privredni rast, rigorozne ekonomske analize i, što je još bitnije, jaki ekonomski dokazi i nalazi, su jedini način da se negiraju ideološki motivisani stavovi (razne političke debate i nalazi motivisani ekonomskim interesima i stavovima istraživača po pitanjima globalizacije i zaposlenosti) (8, str. 2)

U domenu malih i srednjih preduzeća (MSP), mnoge od ovih firmi razvile su se i nastale su uz razvoj domaćeg tržišta, a dobar deo njih i kroz saradnju sa velikim sistemima i firmama u stranom vlasništvu. Domaće "start-up" firme koje nastaju u procesu tranzicije su efikasnije u odnosu na već postojeće firme sa nasleđenim problemima, pre svega, zbog visokih troškova poslovanja i shodno tome niže efikasnosti. Osnivanje novih firmi je izuzetno bitno kao podsticaj razvoju sektora MSP i preduzetništva u SCG. Neophodno je obezbediti zadovoljavajući nivo podrške ovim preduzećima, kroz vođenje stalne politike u smeru:

- 1) zaštite dobrih domaćih firmi (industrija) validnim ekonomskim merama ;
- 2) subvencija i podrške u izvozu;
- 3) povezivanja sa velikim sistemima i MNK.

Jedan deo MNK stvara lance nabavke i razvija kooperaciju za MSP u zemlji u kojoj se nalazi, pa na ovaj način ova MSP dobijaju siguran plasman, pristup tržištu, finansiranje, neophodni trening i infrastrukturu. Stoga je u ovom domenu izuzetno bitno uticanje na MNK koje posluju u našoj zemlji da sarađuju sa našim firmama, posebno MSP kao potencijalnim dobavljačima koji bi se ustalili u lancu nabavke ovih sistema.

Sa izuzetno bitnog aspekta izvoza, MSP najčešće nedostaje vreme, resursi i znanje za nastup na stranim tržištima. Stoga je pomoć Agencija za promociju izvoza ključna u značajnijem porastu izvoza MSP (9) i ova iskustva moraju se koristiti u narednom periodu u našoj zemlji. Napomenimo samo da se savremene tendencije u ovim procesima kreću od aktivnosti ovih agencija usmerenih ka izvozu/prodaji ciljnim kupcima sa kojima se unapred dogovara prodaja, na potpuno drugačiji tržišni pristup koji se zasniva na probuju na strana tržišta koji je daleko više usmeren na kreiranje tražnje i koji zahteva značajno veće resurse, infrastrukturu i znanja kako bi se uspešno sprovela. U ove svrhe mogu se praviti i tzv. klasteri MSP koji imaju interes za zajednički nastup, ukoliko se ovakvim pristupom omogućuje bolji proboj na strana tržišta.

### **Razvoj finansijskog/bankarskog tržišta**

Sumirajući najbitnije pozitivne efekte ulaska i rada stranih banaka možemo navesti sledeće procese:

- 1) obezbeđivanje neophodnog kapitala preduzećima koja prethodno nisu imala pristup finansijskim tržištima i izvorima kreditiranja (uključujući i mala i srednja preduzeća i mikropreduzetnike);
- 2) povećavanje broja finansiranih firmi usled konkurencije među bankama i proširivanja tržišta finansiranja;
- 3) bolje upravljanje rizicima od strane banaka i analiza prilikom odobravanja kredita u smislu mogućnosti dužnika da vraća kredit što smanjuje gubitke bankarskog sektora i značajno doprinosi stabilnosti finansijskog sistema;

### Pravilnije alociranje kapitala

- 4) Finansiranje privrede u mnogo većem obimu – uz istovremeni razvoj privrede i tržišta;
- 5) poboljšanje kontrole banaka i efekata na bankarsko zakonodavstvo, uvođenje novih proizvoda i procesa (1, str. 9);
- 6) uvođenje novih finansijskih i kreditnih proizvoda u cilju smanjivanja rizika (*hedging*).

Ulazak i preuzimanje značajnog dela tržišta od strane stranih banaka nosi i velike opasnosti – stvaranje zavisnosti, iznošenje profita, zaduživanje u inostranstvu, favorizovanje stranih firmi i uvoza i sl. Ipak, i pored mogućih negativnih efekata, naše je mišljenje da je primarni uticaj i doprinos stranih banaka do sada bio stvaranje modernijeg i savremenijeg bankarskog sistema,

uvođenje novijih, efikasnijih i uspešnijih metoda organizacije i upravljanja rizicima i stvaranje jedne šire stabilnosti finansijskih tržišta. Može se reći da je ulazak stranih banaka (koji se može podvesti pod SDI) u velikoj meri i u značajnom obimu uticao na privredni rast i razvoj u Srbiji u proteklom periodu.

Ukupni efekti finansijskih SDI su svakako pozitivni ukoliko zadovoljavaju sledeće uslove:

- 1) sprovođenje odgovarajuće razvojne ekonomske politike;
- 2) postojanje čvrste finansijske discipline uz ograničenu potrošnju ;
- 3) efikasno, transparentno i odgovorno rukovođenje;
- 4) podrška i razvoj uspešnih i efikasnih domaćih firmi i posebno MSP.

Pod ovim uslovima se sa sigurnošću može reći da finansijske SDI imaju i više pozitivnih efekata od SDI u proizvodnji i drugim uslužnim delatnostima.

## **PRIVREDNI RAZVOJ U SRBIJI I NEOPHODNOST SDI**

U prvom talasu ulaska SDI i na sadašnjem stepenu razvoja i tranzicije u Srbiji, odnos i efekti SDI na domaću privredu nisu mogli biti drugačiji, pre svega, zbog nepostojanja dovoljnih upravljačkih znanja, institucija, kao i niskog zatečenog nivoa efikasnosti i konkurentnosti naše privrede. Ipak, može se reći da su vidljivi određeni

pozitivni efekti dosadašnjeg ulaska SDI na naše tržište, pri čemu je ulazak stranih banaka dao najveći pečat ukupnom razvoju finansijskog i privrednog sistema. Očekuje se da dalje sprovođenje reformi, uz stabilnost privrednog sistema i kontinuitet u sprovođenju ekonomske politike dovede do značajnijih priliva SDI, i u tom smeru se moraju napraviti dodatni napori.

Za Srbiju možemo reći da se nalazi na sredini ili pri kraju prve faze - uvođenja i sprovođenja privrednih reformi, uz napomenu da dosadašnji prilivi SDI, i pored nekoliko značajnih investicija, nisu bili u potpunosti zadovoljavajući. U narednom periodu se velika pažnja mora posvetiti kako daljem sprovođenju reformi – pre svega daljem razvoju zakonodavnog sistema i institucija, podizanju efikasnosti i konkurentnosti naše privrede i domaćih preduzeća, tako i privlačenju značajnijih priliva SDI kao osnovnog izvora, pored štednje građana, daljeg privrednog razvoja i investicija. U ovom osetljivom periodu moraju se rešavati i problemi viška zaposlenih kao i podrške domaćim preduzećima i dalji rast investicija kako bi se optimizirali razvojni efekti za našu privredu i stanovništvo.

Nivo investicija u Srbiji iz perspektive poželjne dinamike privrednog oporavka je trenutno relativno nizak. Udeo investicija u svetskom BDP-u je u 2000. godini iznosio 25%, kod srednje razvijenih zemalja ovaj udeo je bio 21% a kod manje razvijenih (uključujući i Kinu) 31%. (10). Od 184

zemlje samo je 29 imalo stopu investicija nižu od 16%, a u Srbiji je ta stopa iznosila samo 15%. U staroj Jugoslaviji ova stopa investiranja je bila na nivou od 35-44%, što sve zajedno dovoljno govori u prilog uvođenju mera razvojne politike, uključujući i veće investicije uz smanjivanje potrošnje građana.

Razlozi usporenog razvoja i nedovoljnog nivoa investiranja su i kašnjenje u privatizaciji i slabo narastanje novog privatnog sektora (uključujući i MSP) uz loše rezultate metode insajderske privatizacije i velike probleme u poboljšavanju performansi privatizovanih preduzeća, i još uvek neadekvatnu privrednu strukturu (11). Pored povećanja nivoa investiranja, bitno je obezbediti trajni karakter SDI koje ulaze u zemlju kao jedan od osnovnih zadataka i preduslova za uspeh ekonomske politike u narednom periodu.(10)

U prilog ovim tvrdnjama, kao primer značaja SDI za privredni rast, navešćemo najveće ulaganje SDI u prošloj godini (12) u istočnoj Evropi – investiciju južnokorejske firme LG. Philips u Poljskoj u proizvodnju LCD-a (likvidnih kristalnih displeja). Kroz ovu investiciju biće uloženo eura 429 miliona u periodu od 5 godina (fabrika u mestu Kobierzce, niža Šlezija bi trebalo da bude završena u 2007. godini), dok se očekuje zaposlenje za čak 2.800 ljudi. Ono što je izuzetno bitno je da je Poljska dobila ovu investiciju izuzetnim angažovanjem vlade, a da su južnokorejski investitori naveli da je ključna prednost bila lokacija, odnosno



blizina evropskom tržištu LCD televizora (Evropa je postala najveće tržište na svetu za ove televizore, ispred Japana i Severne Amerike). Dakle, tri osnovna faktora koji su doprineli uspehu Poljske da privuče ovu investiciju bili su *lokacija, obučena radna snaga sa prihvatljivom cenom rada i podrška od strane vlade*. Nije potrebno naglašavati koliko su ovakvi primeri bitni za našu zemlju i potencijalno privlačenje sličnih pa čak i daleko manjih investicija.

U narednom periodu značajni razvojni potencijal za SCG biće i tzv. *outsourcing* kao jedna od značajnih i rastućih tendencija u razvoju i poslovanju MNK, a koji se sastoji iz prebacivanja proizvodnje određenih delova proizvoda ili vršenja određenih usluga na dobavljače (13). Za Srbiju ovakva vrsta proizvodnih/uslužnih delatnosti može predstavljati poseban potencijal imajući u vidu povoljnu geografsku lokaciju naše zemlje.

### **Sugestije u vezi politike SDI za našu zemlju**

Savremeni pristup prema SDI, odnosno vođenje ekonomske politike kako bi se što bolje iskoristili pozitivni efekti SDI podrazumeva (14):

1) Razumevanje strukturne dinamike SDI i povezivanje interesa MNK sa ciljevima i strategijama domaćeg industrijskog razvoja;

2) Budući da MNK i veliki sistemi evoluiraju u međuzavisnosti sa okruženjem u zemlji u kojoj je investirano, potrebno je prilagoditi zakonodavno

okruženje kako bi se pratio razvoj MNK kao “globalnih fabrika” i iskoristili pozitivni efekti za domaću ekonomiju;

3) uporedo sa vođenjem politike prema SDI, moraju se učiniti svi napori da se poveća efikasnost domaćih firmi, kao i efikasnost poslovanja u zemlji (smanjivanje transakcionih troškova);

4) u cilju daljeg povećavanja izvoza, moraju da se razvijaju nove tehnike i strategije promocije izvoza (jedna mogućnost je putem agencija za promociju investicija i izvoza); ove strategije su izraz prilagođavanja na povećanu kompleksnost MNK i odlikuje ih sve veće izjednačavanje između stranih i domaćih firmi u domenu zakonodavstva; neophodno je stvoriti specifične ekonomske instrumente i mehanizme kako bi se pratile promene u poslovanju MNK i kako bi se targetirali specifični delovi njihovih proizvodnih mreža; osim ciljnog usmeravanja ka SDI koje su usmerene na izvoz, ova poslednja (četvrta) generacija strategije Promocije investicija se fokusira na model “globalne fabrike” MNK i podrazumeva neutralnost modela, konkurentnost tržišta i kontinuitet u vođenju ekonomske politike; ovakva strategija je usmerena na nagrađivanje uspešnih i efikasnih domaćih firmi (posebno onih u lancu nabavke za strane firme), što zahteva aktivno učešće i koordinaciju među nekoliko ministarstava u okviru vlade u postavljanju odgovarajuće regulative.

Pored daljeg razvoja uspešnih domaćih firmi i rasta našeg tržišta, Srbija ima velike šanse za privlačenje

značajnijih priliva SDI u narednom periodu, neophodnih za finansiranje daljeg razvoja, posebno ako se ima u vidu da su fundamentalni faktori koji doprinose velikim prilivima SDI: brz rast BDP-a, stabilnost privrednog i finansijskog sistema i veliko i otvoreno domaće tržište. Smatramo da Srbija ima veliki potencijal za privlačenje značajnijih priliva SDI, u relativnim terminima i ako se posmatra geopolitički položaj i veličina naše zemlje u regionu (posebno veličina tržišta i potencijali), a pravilnim vođenjem politike prema SDI verovatno bi se, uz rešavanje dalje političke nestabilnosti, mogli efekti SDI iskoristiti na što bolji način.

U cilju privlačenja većih priliva SDI potrebno je i određeno repositioniranje naše zemlje i dalje stvaranje slike zemlje koja želi i može da privuče SDI i koja predstavlja pošteno i sigurno poslovno okruženje za investicije. Politička stabilnost i kontinuitet u sprovođenju pozitivnih ekonomskih reformi i daljeg razvoja zakonodavstva, tržišta i institucija je početni uslov za ostvarivanje ovog cilja. U idućoj fazi neophodno je doprineti većoj transparentnosti tržišta i uticati na rast preduzetničke svesti kao i povoljnije i efikasnije uslove za poslovanje. Ove mere moraju da budu u korelaciji sa opštom ekonomskom politikom i strategijom i da budu uvedene kada sazru uslovi za sprovođenje takve regulative sa aspekta budžeta, željenog stepena otvorenosti privrede i strategije razvoja. To podrazumeva i a) stvaranje optimalnog poreskog ambijenta za SDI

(u velikoj meri već sprovedeno u našoj zemlji) uz dalje pojednostavljivanje carinskih propisa i infrastrukture b) značajne izvozne subvencije koje bi uticale kako na firme u stranom tako i one u vlasništvu domaćih preduzetnika.

U ovom i narednom periodu ekonomska politika mora da iskoristi postojeća iskustva sličnih zemalja i da se orijentiše se na maksimiziranje pozitivnih efekata od SDI, uz istovremeno podizanje tehnološkog i konkurentskog nivoa privrede i povećavanje efikasnosti. Pre svega ovo se odnosi na organizovanost lokalnih institucija, transparentnost privrede, jasne kanale odlučivanja, centralizovani pristup rešavanju određenih ekonomskih pitanja i dalje aktivne napore na privlačenju SDI. Srbiji predstoji redefinisavanje odnosa između državnih institucija (Ustav, zakoni), i određivanje jasne ekonomske politike i odnosa prema SDI – stvaranje jedne dinamične poslovne i investicione klime, ali i klime i ekonomske politike koja maksimira pozitivne efekte za lokalnu privredu.

Rezultati dosadašnjeg ulaska SDI na naše tržište, kao i pretpostavke uticaja daljih priliva SDI na privredni razvoj će se tek videti, a sa aspekta SDI i uticaja na domaću privredu i posebno privredni rast, dalje ekonomske analize i ekonomski nalazi će dati opsežniji odgovor na ovu tematiku.

### LITERATURA

1. Goldberg, Linda S. (2003), „Financial FDI and Host Countries: New and Old Lessons,“ *Federal Reserve Bank of New*

1. York, December 24, 2003, New York
2. World Investment Report 2005, Transnational corporations and the Internationalization of R&D, UN, New York and Geneva, 2005
3. Merlevede, Bruno i Koen Schoors (2004), „Reform, FDI and Economic Growth: Tale of the Tortoise and the Hare“, *William Davidson Institute Working Paper* Number 730, November 2004.
4. Narula Rajneesh, Brian Portelli (2004) „Foreign Direct Investment and Economic Development: Opportunities and Limitations from a Developing Country Perspective“, *MERIT/Infonomics*, September 2004
5. Sabirianova Klara, Jan Svejnar and Katherine Terrell (2005), Foreign Investment, Corporate Ownership, and Development: Are Firms in Emerging Markets Catching Up to the World Standard?“, *William Davidson Institute Working Paper* Number 734, January 2005
6. Alfaro Laura, Andres Rodriguey-Clare (2003), „Multinationals and Linkages: An Empirical Investigation“, *Harvard Business School/Inter-American Development Bank*, November 2003
7. „Korisna «strašila»“, *Svetska Privreda i Finansijske*, str. 4, Politika, 17. Januar 2006,
8. Rama Martina (2003) „Globalization and Workers in Developing Countries“, *The World Bank Development Research Group, Public Services*, January 2003
9. Rabin Keith W (2005) „From Supply to Demand“, *Foreign Direct Investment Magazine, Financial Times*, December 2005
10. Savić Nebojša (2005) „Ključne dileme stabilizacije i razvoja: kako dalje“, *Ekonomist*, Godina LVIII, Br.1, Vol. 41, June 2005
11. Đuričin Dragan (2005) „Kasni privatizacija, privreda usporena“, *Ekonometar*, br. 69 (Politika), Jun 28, 2005
12. „Projects of the Year 2005“, *Foreign Direct Investment Magazine, Financial Times*, December 2005
13. „From Outsourcing to Meltdown“, Barry C. Lynn, *FDI magazine, Financial Times* October 2005 (from the book *End of the Line*, Barry C.Lynn, Doubleday, Random House inc.)
14. „Watch and Learn“, *Global Factory, Foreign Direct Investment Magazine, Financial Times*, June 2005

Rad primljen: 23.II 2006.

UDK: 330,322(497.11)

JEL: F 33

Stručni članak

## INVESTICIONI FONDOVI – NEISKORIŠĆENI POTENCIJAL U SRBIJI

### *INVESTMENT FUNDS - UNUSED POTENTIAL IN SERBIA*

**Mr Saša MUMINOVIĆ, Julon, Ljubljana**  
**Dr Vladan PAVLOVIĆ, Megatrend, Beograd**

#### **Rezime**

Investitor može da ulaže u hartije od vrednosti i da kreira svoj portfolio na tri načina: davanjem naloga brokeru i kupovinom na berzi ili OTC tržištu, poverenjem novca stručnjacima – društvima za upravljanje koja za određenu naknadu upravljaju imovinom nalogodavca alocirajući prema svojim procenama imovinu ili ulaganjem u investicione fondove. Ulaganje u investicione fondove je postalo vrlo popularno i pokazalo se kao dobar način za investitore koji ulažu skromnije iznose. Cilj rada je da predstavi vrste investicionih fondova i da prikaže njihove prednosti u odnosu na druga dva načina investiranja.

**Ključne reči:** INVESTICIONI FONDOVI; HARTIJE OD VREDNOSTI; DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE; PORTFOLIO.

#### **Summary**

*A person can invest in securities and create a portfolio in three different ways: by giving an order to a Broker to buy securities on the Stock exchange or over the counter (OTC), by hiring an expert in a bank or a non-bank financial institution, who will manage investor's asset for a fee, or by investing in an investment fund. Investment funds have become very popular with small investors. The objective of this paper is to present an overview of investment funds and their advantages over other ways of investing in securities.*

**Key words:** INVESTMENT FUNDS; SECURITIES; FINANCIAL COMPANIES; PORTFOLIO.

### UVOD

Globalizacija, monetarne integracije, deregulacija i nove informatičke tehnologije povećavaju transparentnosti i smanjuju transakcione troškove na tržištu kapitala. Došlo je do brzog rušenja raznih barijera na nacionalnim tržištima, jer globalizacija u sebi sadrži i liberalizaciju odnosa na finansijskim tržištima. Prednosti koje od ovih poslova imaju banke i multinacionalne kompanije su dobro poznate. Ono što je interesantno prosečnom građaninu je mogućnost da se i on uključi u savremene finansijske tokove intenzivnije nego ikad do sada. Dostupnost informacija kroz razne časopise web stranice, *on-line* brokeraža i bankarstvo omogućili su pristup tržištima *iz fotelje*. Više nije potrebno puno novca da bi se ulagalo u hartije od vrednosti jer je to moguće i sa svega nekoliko stotina eura. Nova saznanja omogućavaju i aktivnu ulogu pojedinaca u finansijskim tokovima. Pojedinaac preuzima ulogu investitora koji aktivno učestvuje na finansijskim tržištima, prati njihove tokove, preuzima rizike i očekuje finansijske dobitke.

Pri formiranju portfolija hartija od vrednosti investitor polazi od tri osnovna cilja:

- sigurnosti;
- likvidnosti;
- prinosa.

Plasman u hartije od vrednosti omogućava investitoru da lakše razreši

konflikt između tri navedena elementa, pošto se optimiziranjem obima i strukture plasmana omogućava: 1) održavanje neophodne likvidnosti; 2) ograničavanje rizika; 3) kreiranje prihoda.

Finansijska imovina koja je deo portfolija obično je manje rizična nego ako se drži zasebno. To je osnovni razlog formiranja portfolija. Banke, penzioni fondovi, osiguravajuća društva i druge finansijske organizacije, mogu čak biti i zakonski obavezne da formiraju diverzifikovani portfolio. Diverzifikacijom se rukovode i individualni investitori. Investitoru nije toliko važno da li cena neke pojedinačne akcije raste ili pada, važan je prinos i rizik celokupnog portfolija. Samim tim, prinos i rizik pojedinačne hartije od vrednosti treba analizirati u kontekstu njihovog dejstva na prinos i rizik portfolija u kojme se nalaze.

Na primer: Investitor u svom portfoliju može držati i akcije preduzeća koje nije toliko poznato, čije akcije nisu likvidne, čija je zarada varirala u prošlosti i koje nije isplatilo dividendu. Sve ovo upućuje na akcije sa visokim rizikom kome bi trebalo da odgovara visoka stopa prinosa. Međutim, u praksi se može desiti da takve akcije donose malu stopu prinosa. To ukazuje da su investitori ovo preduzeće ocenili kao malorizično, uprkos niskoj zaradi. Razlog tome nalazi se u diverzifikaciji i njenom uticaju na rizik. Naime, zarada tog preduzeća i cena akcija rastu za vreme recesije kada cene većine drugih akcija padaju. Zbog toga držanje ovih

akcija u portfoliju teži da stabilizuje prinos celog portfolija.

Stepen diverzifikacije zavisi od:

- obima ponude hartija od vrednosti na tržištu,
- obima ulaganja,
- mogućnosti pristupa tržištu i
- informisanosti investitora.

Korak dalje u analizi diverzifikacije je globalna diverzifikacija koja investitoru nudi bolju priliku da poveća prinos i da smanji rizik u isto vreme. S druge strane, globalna diverzifikacija implicira izloženost deviznom riziku i riziku zemlje.

Teorija portfolija koju je razvio Harry Markowitz<sup>1</sup> pomaže investitorima da odaberu portfolio hartija od vrednosti koji će davati što veći prinos uz željeni nivo rizika. Donošenje odluke o izboru hartija od vrednosti, tj. pronalaženje optimalnih udela, vrši se na osnovu kriterijuma korisnosti. Markowitz je pretpostavio da je korisnost veća što je prinos portfolia veći, a rizik portfolia što manji.

Osnovni problem koji investitor treba da reši je pronalaženje udela koji funkciju korisnosti maksimiziraju uz dati skup ulaznih podataka, a to su *očekivani* prinosi, rizici, korelacije između hartija od vrednosti i faktor tolerancije rizika. Maksimizacijom funkcije, uz zadati faktor tolerancije

rizika, dobijaju se udeli koji daju efikasni portfolio s očekivanim prinosom i rizikom.

### 1. TRI NAČINA ULAGANJA

Investitor može da ulaže u hartije od vrednosti i da kreira svoj portfolio na tri načina: **direktnom kupovinom na berzi** ili **OTC tržištu, individulanim upravljanjem** ili **ulaganjem u investicione fondove**.

**Direktna kupovina** podrazumeva davanje naloga brokeru za kupovinu na berzi ili OTC tržištu, uz uvažavanje transakcionih troškova (naknada za otvaranje računa, provizija brokera kupovna i prodajna, godišnja naknada za vođenje depo računa).

**Individulano upravljanje imovinom**, od strane profesionalaca u bankama ili društvima za upravljanje, uz adekvatnu naknadu, podrazumeva poveravanje novca stručnjacima – društvima za upravljanje koja za određenu naknadu (od 5 do 10%) upravljaju imovinom nalogodavca alocirajući prema svojim procenama imovinu. Realizacija ove opcije pretpostavlja u potpunosti sređeno imovinsko stanje investitora i višak sredstava od najmanje 40.000 eura, koji bi se prepuštio profesionalcima na upravljanje. Rizik ulaganja i u tom slučaju ostaje, ali uz verovatniju veću zaštitu.

**Investicioni fondovi** mogu, ne samo da sačuvaju, već i da uvećaju vrednost novca. U investicione fondove mogu ulagati svi, bez obzira na stepen znanja o

---

<sup>1</sup> Markowitz, H. M. (1952): "Portfolio Selection", Journal of Finance 7, 77-91.

berzama, obveznicama i akcijama. Investicioni fondovi su atraktivni iskusi-  
nim poznavateljima sveta finansija i pot-  
punim početnicima. Uz to, investiranje u  
fondove ne traži neprekidnu pažnju, a  
troškovi su manji nego troškovi direkt-  
nog ulaganja u hartije od vrednosti. Za  
razliku od samostalnog investiranja, koje  
u mnogo čemu pogoduje velikim inves-  
titorima, u slučaju investicionih fondova  
razlike u pristupu velikom i sasvim  
malom investitoru svedene su na naj-  
manju meru.

Veliki broj i raznolikost investicio-  
nih fondova daju svakom investitoru  
priliku da izabere fond koji mu odgovara.  
Ulaganju u investicione fondove  
prethodi sagledavanje sopstvenih  
finansijskih potreba i ciljeva. Za  
početak je dovoljno raspoloživih neko-  
liko stotina evra a sve ostalo može da se  
nauči za nekoliko minuta.

Dok je kod štednje veću kamatu  
moguće ugovoriti uz povećanje roka  
oročenja (odricanjem od mogućnosti  
raspolaganja novcem na duži rok), kod  
investicionih fondova očekivani prinos  
moguće je povećati promenom struktu-  
re (vrste) imovine u koju fond ulaže.  
Investitor koji traži veći prinos treba da  
izabere fond kod koga je (u većoj meri)  
zastupljena finansijska imovina i kojoj  
se vrednost s vremenom menja, odnos-  
no čiji prinos nije unapred poznat. Pri  
tome nema ograničenja. Postoje fondovi  
kod kojih je realno očekivati i prino-  
se višestruko veće od kamata na dugo-  
godišnju oročenu štednju. Ulaganjem u  
takve fondove investitor se nužno  
odriče dela stabilnosti (pa i sigurnosti)

ulaganja. Naime, uvek kada se računa  
na rast, ne sme se zanemariti ni  
mogućnost pada vrednosti. Vredi opšte  
pravilo: što su veća očekivanja rasta,  
moguće su veće korekcije (padovi)  
vrednosti.

Za razliku od štednje u banci, kod  
koje je moguće unapred ugovoriti  
kamatu<sup>2</sup>, važna karakteristika investi-  
cionih fondova je unapred nepoznat  
prinos. Kod nekih fondova je moguće,  
na osnovu vrste finansijske imovine u  
koju fond ulaže, manje ili više tačno  
oceniti mogući prinos. Kretanje vred-  
nosti imovine fonda (prinos fonda)  
zavisi isključivo od kretanja vrednosti  
svih investicija fonda, uključujući i  
prihode od kamata i dividendi.

Bez obzira što vlasnici akcija i  
obveznica kompanije koja bankrotira,  
po pravilu gube sve, fond koji je inves-  
tirao u tu istu kompaniju gubi najviše  
nekoliko procenata svoje imovine.  
Razlog je u diverzifikaciji ukupne  
imovine fonda na mnogo, više deseta-  
ka, pa čak i stotina malih investicija.  
Diverzifikacija ulaganja (koja je i  
zakonska obaveza svakog fonda)  
najveća je garancija sigurnosti imovine  
fonda. Čak i u crnom scenariju, ako  
fond bude prisiljen da u potpunosti  
otpiše jednu investiciju, sva preostala  
imovina fonda (u drugim investicija-  
ma) će ostati netaknuta. Analogno  
tome, čak ni u slučaju značajnog skoka  
vrednosti jedne od investicija fonda,  
ukupna imovina fonda neće se bitnije

---

<sup>2</sup> Često je i fiksirati za željeni period.

povećati. Fondovi se nikada ne *klade* na mali broj investicija, već naprotiv, cilj svakog fond *manadžera* je da što bolje obuhvati raspoloživu kvalitetnu finansijsku imovinu, u skladu sa limitima i pravilima fonda.

Institucionalni fondovi omogućavaju niz prednosti malim investitorima (građanima), uz značajne implikacije na razvoj finansijskog sistema i privrede u celini.

Individulanim investitorima ulaganje u investicione fondove donosi sledeće prednosti:

- *Niži nesistemska, specifični rizik.* S obzirom da se povećanjem broja akcija u portfoliju i smanjivanjem korelacije između njihovih prinosa smanjuje rizik, proizilazi da samo investitori sa značajnim volumenom kapitala, tj. institucionalni investitori i najbogatiji sloj društva, mogu da koriste prednost diverzifikacije. Prosečni individualni investitor je ograničen visinom raspoložive štednje, visokom denominacijom pojedinih hartija od vrednosti, visokim transakcionim troškovima itd. Međutim, u slučaju ulaganja u investicione fondove i minimalnim investiranjem u udele fonda, investitor postaje suvlasnik visokodiverzifikovane aktive fonda.
- *Profesionalno portfolio upravljanje.* Investiranjem u udele investicionih fondova, investitor poverava svoj kapital na upravljanje iskusnim stručnjacima, koji permanentno prate, analiziraju i predviđaju kretanja tržišnih kurseva hartija od vrednosti, dividendne i kamatne stope, performanse i tržišni položaj korporacija različitih privrednih grana, uticaj ekonomskih i političkih promena na stanje privrednih grana i nacionalnih ekonomija u celini i dr. Na osnovu raspoloživih informacija i stečenog znanja, portfolio investitori odabiraju hartije od vrednosti, uz povremeno restrukturiranje portfolija, u skladu sa definisanom politikom fonda.
- *Niže troškove u odnosu na direktnu kupovinu.* Kupovina akcija investicionih fondova predstavlja najjeftiniji način diverzifikacije jer uspostavljanje i održavanje optimalne portfolio strukture zahteva povremene kupovine i prodaje hartija od vrednosti, što pretpostavlja značajne provizije, tj. transakcione troškove. Praćenje svih relevantnih faktora koji su od uticaja na optimalnu strukturu portfolija zahteva vreme i relativno skupu opremu. Investirajući u investicione fondove, značajno se snižavaju troškovi po jedinici investiranja.
- *Veću utrživost u odnosu na bazične hartije od vrednosti na kojima se akcije fonda zasnivaju.* Ova prednost je posebno izražena kod otvorenih i intervalnih fondova, koji u svakom trenutku, ili povremeno otkupljuju sopstvene udele po tzv. vrednosti svoje neto aktive.



Smatra se da su investicioni fondovi najpogodniji način prikupljanja usitnjene i disperzirane štednje stanovništva i njene alokacije u perspektivna i profitabilna preduzeća. Dakle, s aspekta uticaja na razvoj finansijskog tržišta i privrede u celini, investicioni fondovi imaju zapaženu ulogu. Investicioni fondovi doprinose:

- *porastu štednje* i njenog usmeravanja u projekte mlađih i inovativnijih preduzeća, koji se smaraju značajnim nosiocima razvoja razvijenih tržišnih ekonomija;
- *obogaćivanju finansijskog sistema* i jačanju konkurentnosti među finansijskim institucijama, što ima za posledicu povećanje efikasnosti finansijskog posredovanja;
- *produbljivanje i razvoj tržišta akcija i obveznica*, kao i podsticanje razvoja novih finansijskih instrumenata.

U Srbiji je u postupku donošenje zakona o investicionim fondovima. Usvajanje zakona o investicionim fondovima ima za cilj da obezbedi zakonski okvir za osnivanje i poslovanje investicionih fondova kao novih finansijskih institucija. Donošenje zakona o investicionim fondovima predstavlja i preuzetu obavezu u finansijskoj sferi u procesu približavanja Evropskoj uniji, koja je svojim direktivama donetim od 1985. do 2001. godine, regulisala osnove funkcionisanja ovih institucija. Imajući u vidu procenu prema kojoj građani Republike Srbije raspolazu sa neplasilanom štednjom u iznosu od tri

do četiri milijarde evra, od investicionih fondova se očekuje aktiviranje dela iznosa navedene sume, što bi bio značajan impuls oživljavanju i razvoju tržišta kapitala, a time i privrede u celini.<sup>3</sup>

## 2. DETERMINANTE INVESTICIONIH FONDOVA

**Likvidnost** je veoma bitna determinanta ulaganja u otvorene investicione fondove, posebno zbog dužeg vremena ulaganja. Društvo za upravljanje, koje predstavlja privredno društvo koje organizuje, osniva i upravlja investicionim fondovima, mora u zakonom određenom roku (5-7 dana) po prijemu pisanog zahteva za isplatu, da novac isplati na račun koji prodavac odredi. Prema predlogu zakona o investicionim fondovima, otvoreni fond je dužan da otkupi investicione jedinice na način predviđen prospektom, a najkasnije u roku od pet dana od dana podnošenja zahteva člana fonda za otkup investicionih jedinica.

**Poreski tretman:** Investicioni fond nije pravno lice i plaćanje poreza na kapitalnu dobit nije obavezno. To znači da se pri kupovini hartija od vrednosti i njihovoj kasnijoj prodaji po većoj ceni ne plaća porez na ostvarenu razliku/dobit. Suprotno tome, investitor koji kupuje udele investicionog fonda je poreski obveznik i plaća porez u

---

<sup>3</sup> Prema: Obrazloženje predloga "Zakona o investicionim fondovima", [www.parlament.sr.gov.yu](http://www.parlament.sr.gov.yu)

## FINANSIJE

skladu sa nacionalnim poreskim zakonodavstvom.

**Rizik:** Ulaganje u investicione fondove podložno je riziku kao i svako drugo ulaganje, uz tu razliku da je pri kupovini samo jednog udela obezbeđena disperzija (diverzifikacija) ulaganja. Vrednost imovine poznata je investitoru u svakom trenu. U novinama ili na Internetu moguće je pronaći vrednost udela fonda koja pomnožena sa brojem udela predstavlja vrednost imovine investitora. Grafikon 1, prikazuje rizičnost fondova s obzirom na njihovu ulaganja, a Tabela 1, rangiranje rizičnosti prema kriterijumu Udruženja društava za upravljanje iz Slovenije (ZDU GIZ).

Kretanja na finansijskim tržištima se menjaju u ciklusima. Tržišne cikluse posebno je lako uočiti kod akcija; fazu rasta prekida faza korekcije, iza koje po pravilu ponovno sledi rast. Bez obzira na nekoliko dužih razdoblja stagnacije i korekcije, tržište akcija je u poslednjih

stotinak godina, zabeležilo dvocifreni prosečan godišnji rast. Pojedini segmenti tržišta akcija (posebno kada se uključe i dividende) zabeležili su prosečne stope rasta i preko 15%. Nešto manje prosečne prinose beleže i neki segmenti tržišta obveznica.

Tržišni ciklusi su uglavnom nepravilni i nepredvidivi, nije im moguće precizno odrediti ni početak ni trajanje. Po pravilu, što je veći očekivani prinos, trebalo bi da bude i duže razdoblje držanja udela fonda. Duži rok znači i veću sigurnost investicije u fond. Što je veći broj tržišnih ciklusa obuhvaćen razdobljem investiranja, veća je verovatnoća da će konačan rezultat investiranja u fond biti moguće porediti s (prosečnim) prinosom tog fonda odnosno sličnih fondova. Osim što fondovi, u pravilu, prate (dugoročna) ciklička kretanja na finansijskim tržištima, vrednost imovine fonda oscilira iz dana u dan. I učestalost i veličinu oscilacija (volatilnost) vrednosti udela uslovlja-

**Tabela 1: Kategorije rizičnosti investicionih fondova**

Ocena	Opis	Vrsta fonda
1	Izuzetno nisko rizičan	novčani fondovi
2	Vrlo nisko rizičan	novčani fondovi
3	Nisko rizičan	obveznički
4	Nizak do srednje rizičan	mešani
5	Prosečno (srednje) rizičan	mešani
6	Srednje do više rizičan	mešani
7	Više rizičan	mešani / akcijski
8	Više do visokorizičan	akcijski
9	Visokorizičan	akcijski
10	Veoma visokorizičan	akcijski

vaju vrsta i struktura imovine fonda. Fond koji imovinu ulaže isključivo u depozite ili državne obveznice imaće, po pravilu, samo blagi kontinuirani rast vrednosti imovine. Nasuprot tome, fond koji imovinu ulaže uglavnom u akcije može ostvariti iznenadni skok vrednosti imovine i za više procenata, ali i podjednako velik i neočekivan pad.

Prema tome, rizičnost fonda moguće je proceniti po veličini i učestalosti oscilacija vrednosti udela fonda. Što su moguće (dnevne) promene vrednosti udela veće (bez izbira na predznak promene), veća je i rizičnost fonda. Veća rizičnost nije nužno negativna karakteristika. Bez veće rizičnosti, odnosno većih promena vrednosti udela, nije moguće ostvariti ni veće prinose. Uticaj oscilacija na konačan prinos postaje sve manji što je duži rok investiranja. Razuman investitor treba da bude spreman na duži rok investiranja ukoliko očekuje da ostvari veći prosečan prinos uz što je moguće veću sigurnost.

Razne ocene rizičnosti su objektivne, matematičke mere rizika otvorenih investicionih fondova, utemeljene na volatilnosti kretanja vrednosti udela fonda u prethodnim razdobljima. Visoka ocena rizičnosti upućuje na veću verovatnoću izraženijih i brzih promena vrednosti udela fonda (bez obzira radilo se o rastu ili padu vrednosti). Fondovi s najvišim prinosima (baš kao i oni s gubicima) redovno će imati visoke ocene rizičnosti.

Bez prihvatanja većeg rizika ne treba očekivati ni natprosečne prinose.

S druge strane, niska ocena rizičnosti upućuje na fond koga karakteriše stabilan i, po pravilu, blag ili umeren rast vrednosti udela.

**Prinos** investicijskih fondova nije garantovan<sup>4</sup> i zavisi od dnevnih fluktuacija cena hartija od vrednosti koje investicioni fond ima u svom portfelju. Dugoročno gledano očekivani prinos fondova je viši od kamata na bankarske depozite. Prihode fondova predstavlja ju: kapitalni dobiti, kamate i dividende.

### 3. ULAGANJE U INVESTICIONE FONDOVE

Otvoreni investicioni fond je namenjen fizičkim i pravnim licima. Uplaćivanje u fond nije vezano uz određene rokove. Iznos uplate ulagač određuje sam. U skladu sa trenutnim mogućnostima, bez potpisivanja dodatnih dokumenata moguće je jednostavno uplatiti veći odnosno manji iznos, ili prestati sa uplaćivanjem i ponovo nastaviti posle nekog vremena. Minimalna uplata je kod svih fondova određena i iznosi jedan udeo. Najčešće je taj iznos od 5 do 100 eura po uplati<sup>5</sup>.

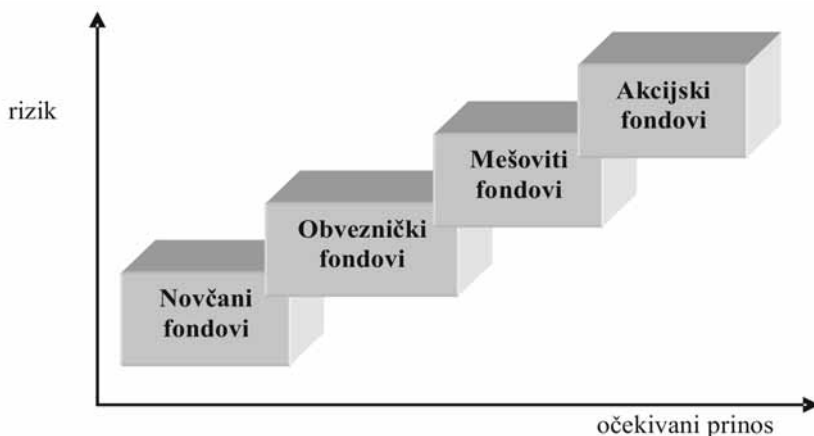
Pri svakoj uplati društvo za upravljanje obračunava ulaznu naknadu. Ulazne naknade se razlikuju od fonda

---

<sup>4</sup> U poslednje vreme se pojavljuju fondovi koji garantuju glavnica - ulog. To ne znači da ulaganjem u takve fondove investitor ne može ništa da izgubi. Takav gubitak je u oportunitetnom trošku kamate na štednju i trošku ulazno/izlazne naknade

<sup>5</sup> Odnosno, jedan udeo

**Grafikon 1: Rizičnost investicionih fondova**



do fonda. Naknade koje zaračunavaju fondovi su definisane u statutu fonda. Pri ulogu u otvoreni investicioni fond 10.000 eura, pri pretpostavci da je ulazna naknada 5%, investicija u otvoreni investicioni fond iznosi 9.523,80 eura (10.000 eura/1,05). Pri svakoj isplati sredstava iz otvorenog investicionog fonda, može društvo za upravljanje obračunavati izlaznu naknadu ako je tako definisano u statutu fonda. Izlazna naknada se razlikuje od fonda do fonda. Većina otvorenih investicionih fondova ima samo ulaznu naknadu i ne zaračunava izlazne naknade.

Društvo za upravljanje, tj. za upravljanje otvorenim investicionim fondom obračunava upravljačku naknadu. Obračunava se dnevno pre obračunavanja vrednosti imovine fonda. Visina upravljačke naknade na godišnjem nivou iznosi maksimalno 3,5 %. Svaki dan se objavljuje vrednost udela fonda, pri čemu je upravljačka naknada već obračunata. U većini država ne postoji obaveza plaćanja poreza investitora na prihode ostvarene

porastom vrednosti udela u otvorenom investicionom fondu.

Kao i vrednost ostalih hartija od vrednosti i vrednost udela u investicionim fondu se dnevno menja. Mogući su i negativni prinosi, koji mogu biti dobra prilika za kupovinu udela. Ukoliko se dugoročno investira, mogućnost negativnog prinosa se značajno smanjuje. To je posebno karakteristično za akcijske fondove.

Metodom prosečnog troška MPT (*Cost Average Effect*) može se pokazati da se ta volatilnost u vrednosti udela može iskoristiti i značajno smanjiti rizik ulaganja. Prema toj metodi, kupovini udela fonda treba pristupiti u jednakim vremenskim intervalima<sup>6</sup> i iznosima, nezavisno od toga kolika je vrednost udela u tom trenutku. Na taj način će prosečna cena udela po kojoj je investitor kupio udele, vrlo verovatno biti niža od prosečne cene udela u istom periodu.

<sup>6</sup> Mesečne uplate

## FINANSIJE

**Tabela 2. Ulaganje u investicioni fond kroz kontinuirane uplate:**

Period	Uplata	Ulazna provizija	Razlika	Vrednost udela	Broj kupljenih udela
1	20.600	600	20.000	100	200,000
2	20.600	600	20.000	90	222,222
3	20.600	600	20.000	80	250,000
4	20.600	600	20.000	90	222,222
5	20.600	600	20.000	100	200,000
<b>ukupno</b>	<b>103.000</b>	<b>3.000</b>	<b>100.000</b>		<b>1.094,444</b>
<b>prosek</b>				<b>92 / 91,3706</b>	

U Tabeli 2, prikazano je ulaganje u investicioni fond kroz kontinuirano ulaganje u pet vremenskih intervala. Ukupno je uloženo 103.000 din, u pet jednakih uplata po 20.600 din. Ukupno je kupljeno 1.094,444 udela, po prosečnoj ceni 91,3706 din/udeo (100.000/1.094,444), dok je u posmatranom periodu prosečna cena udela bila 92 din/udeo. U posmatranom periodu ostvarena je dobit (100\*1.094,444) od 6.444 din, odnosno 6,4%.

S obzirom na pravnu formu, način prikupljanja sredstava i ograničenja ulaganja prikupljenih sredstava, Predlog zakona predviđa tri vrste investicionih fondova, i to: otvoreni, zatvoreni, privatni.

### **3.1. Otvoreni i zatvoreni investicioni fondovi**

Investicioni fondovi su institucionalni investitori koji intenzivan razvoj

ostvaruju od druge polovine osamdesetih godina 20. veka, kako po broju tako i po ukupnoj vrednosti aktive kojom raspoložu. Neke preteče investicionih fondova nastale su još u 19. veku. Prvi investicioni fondovi bili su fondovi zatvorene strukture. U Briselu, 1822. godine, holandski kralj Viljem I oformio je prvi investicioni fond. Prvobitna namera je bila da se omoguće male investicije u stranim državnim zajmovima. Početkom šezdesetih godina slični investicioni fondovi formirani su u Engleskoj i Škotskoj, da bi potom postali veoma popularni i u SAD. Njihova ekspanzija naročito je kulminirala dvadesetih godina kada je kreiran veliki broj zatvorenih fondova opterećen dugom i preferencijalnim akcijama u nameri da se zadovolje špekulativni interesi. Krah tržišta 1929. god. uništio je mnoge od njih.

Prvi otvoreni investicioni fondovi svoje korene vuku takođe iz 19. veka. Prvi moderni otvoreni fond bio je Massachusetts Investors Trust koji je

formiran 1924. godine, sa portfoliom od 45 akcija i aktivom od 50.000 dolara. Ovaj fond je uveo koncept koji će uvesti pravu revoluciju u investiranje i investicione kompanije: kontinuelno prodavanje novih akcija i otkupljivanje akcija koje mogu uvek biti prodane prema trenutnoj vrednosti aktive fonda. Ovaj fond još uvek posluje, ali se danas zove State Street Research i upravlja sa sedam fondova u kojima udele mogu kupovati svi investitori bez razlike. Prema proceni kompanije 10.000 dolara investiranih 1924. god. sedamdesetak godina kasnije bi vredelo oko 40 miliona dolara. Velika ekonomska kriza prekinula je ekspanziju otvorenih fondova da bi popularnost ponovo stekli u četrdesetim i pedesetim. 1940. godine, bilo je manje od 80 fondova u SAD sa ukupnom aktivom od 500 miliona dolara. Dvadeset godina kasnije postojalo je 160 fondova sa aktivom vrednom 17 milijardi dolara. Međutim, prava ekspanzija je usledila sredinom osamdesetih godina kada se ustanovljavaju mnogi fondovi koji ne poživaju samo na akcijama već i drugim finansijskim instrumentima.

Danas preovlađuju otvoreni investicioni fondovi, a veoma veliko učešće stanovništva u njihovom vlasništvu govori o njihovoj rasprostranjenosti. U SAD, 1980. god. samo 5,7% domaćinstava bilo je u posedu akcija investicionih fondova, da bi danas preko 70 miliona pojedinaca u skoro 40 miliona domaćinstava bilo u posedu oko 80% akcija investicionih fondova. U gotovo svim razvijenim tržišnim ekonomijama

investicioni fondovi su postali krupni igrači na finansijskom tržištu, a proces privatizacije u nekadašnjim centralno-planskim privredama omogućio je njihovo prisustvo i u tranzicionim ekonomijama.

Zatvoreni investicioni fondovi su finansijski posrednici koji investitorima nude usluge investicionog menadžmenta i propratnih računovodstvenih aktivnosti. Ova njihova karakteristika naročito dolazi do izražaja kod investitora koji nemaju vremena ili znanja da vode sopstveni portfolio hartija od vrednosti. Iako trenutno nisu dominantni na finansijskim tržištima, fondovi koji imaju najdužu tradiciju su zatvoreni investicioni fondovi (*closed-end funds*).

Zatvoreni investicioni fondovi funkcionišu kao tipične korporacije. Oni emituju fiksni broj akcija koje se kotiraju na berzi ili na vanberzanskom tržištu. Kompanija nije u obavezi da ih otkupljuje, a njihova tržišna cena u sekundarnom prometu uglavnom je niža od neto vrednosti aktive.

Akcije novih zatvorenih investicionih fondova se obično nude tržištu preko licenciranih brokera, kao što to radi i svaka druga korporacija preko javne ponude za otkupom akcija (*IPO - initial public offering*). Prikupljena sredstva se zatim investiraju u diverzifikovani portfolio u skladu sa ciljevima objavljenim u prospektu. Osim u par izuzetaka više akcija neće biti emitovano. Zatvoreni investicioni fondovi, za razliku od otvorenih, ne prodaju nove akcije zainteresovanim investitorima

niti su spremni da otkupe akcije od postojećih akcionara. Kada se obavi javna ponuda za akcijama, investitori mogu da kupe akcije na sekundarnom tržištu - berzi ili vanberzanskom tržištu. Na taj način, tržišna cena akcija fonda nema uticaja na aktivu fonda.

Ukupna tržišna vrednost aktive kompanije umanjena za njene obaveze i podeljena sa brojem emitovanih akcija predstavlja neto vrednost aktive fonda. Ukoliko postoji razlika između tržišne cene akcija fonda i neto vrednosti aktive kaže se da se akcije fonda prodaju uz premiju.

Ukoliko je cena akcija niža od neto vrednosti aktive onda se akcije fonda prodaju uz diskont. Uobičajeno je da je tržišna cena zatvorenih investicionih fondova u sekundarnom prometu niža od neto vrednosti aktive.

Iako su otvoreni investicioni fondovi dominantni na svetskom tržištu, zatvoreni investicioni fondovi poseduju neke prednosti. To je, pre svega, stabilnost kapitala koja omogućava menadžerima lakše investiranje jer se ne suočavaju sa velikom tražnjom za akcijama fonda za vreme rastućeg tržišta (*bull market*) i naglom prodajom kada cene na tržištu počnu da padaju (*bear market*). Takođe, menadžeri su više motivisani za visok ukupan prinos pre nego za trenutno visoke prinose, naročito u slučaju fondova koji investiraju u obveznice. Sa aspekta investitora, zatvoreni investicioni fondovi omogućavaju veću kontrolu cena po kojoj oni kupuju i prodaju akcije. Ipak, i pored toga što su mnogi zatvoreni

investicioni fondovi kreirani u osamdesetim godinama, njihov broj je mnogo manji od broja otvorenih investicionih fondova.

Slabijem razvoju zatvorenih investicionih fondova doprineli su brojni razlozi: visoka cena akcija preko javne ponude koja je kasnije na tržištu znatno niža, veliki troškovi koje treba platiti brokeru za proviziju prilikom kupovine i prodaje akcija i naročito nemogućnost da investitori kao u slučaju otvorenih investicionih fondova prelaze iz jednog u drugi fond u okviru iste familije. Da bi povećali atraktivnost, neki zatvoreni investicioni fondovi se u određenim vremenskim intervalima ponašaju kao otvoreni, tj. vrše otkup akcija i njihovu slobodnu prodaju. Tako su nastali intervalni zatvoreni investicioni fondovi (*interval closed-end funds*).

*Unit trust* investicioni fondovi, koji su naročito karakteristični za tržište Velike Britanije, nemaju upravni odbor i portfolio menadžere. Oni emituju fiksni broj udela kojima se može trgovati na sekundarnim tržištima. Specijalizovani su za investicije u obveznice, u smislu da se javljaju kao potpisnici ili kupci obveznica u privatnim plasmanima. *Unit trust* čuva obveznice i vrši periodičnu naplatu kamata a zatim ih distribuira vlasnicima fonda. Posle isplate poslednje kamate i glavnice *unit trust* prestaje sa radom, što predstavlja glavnu razliku u odnosu na otvorene i zatvorene investicione fondove.

Otvoreni fond funkcioniše na principu prikupljanja novčanih sredstava

putem izdavanja investicionih jedinica i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda. Otvoreni fond nema svojstvo pravnog lica. Njime upravlja društvo za upravljanje. Ono investira novčana sredstva investitora u akcije, obveznice, novčane depozite, blagajničke zapise i ostale zakonom dozvoljene investicije. Investitori kupuju udele otvorenog investicionog fonda i time postaju vlasnici otvorenog investicionog fonda.

- Otvoreni investicioni fond je ukupna imovina investitora.
- Imovina otvorenog investicionog fonda je podjeljena na jednake delove - udele ( vrednost udela fonda), te je isključivo u vlasništvu investitora.
- Svaki udeo predstavlja sarazmerni deo celokupne imovine otvorenog investicionog fonda.
- Otvoreni investicioni fond ne može samostalno poslovati, zbog toga njime upravlja društvo za upravljanje.
- Društvo za upravljanje raspoređuje sva sredstva investitora u akcije, obveznice, trezorske zapise, blagajničke zapise i druge zakonom određene investicije s namerom povećanja njihove vrednosti.
- Investitor može u bilo kom trenutku da proda udele otvorenom investicionom fondu.

- Investitor može svaki dan da prati vrednost udela otvorenog investicionog fonda u sredstvima javnog informiranja.

Prinosi otvorenog investicionog fonda nisu garantovani. Oni zavise od kotacija hatija od vrednosti na tržištu kapitala koji stvaraju portfelj otvorenog investicionog fonda. Investitori otvorenog investicionog fonda baš u tome vide bitnu osobinu. Ako prinos nije garantovan, imamo mogućnost da dobijemo više od nekog minimalnog garantovanog prinosa. Prosečni godišnji prinosi u otvorenim investicionim fondovima u svetu se kreću između 8% i 15% (na evra), a u bankama između 4% i 6% (na evra).

### 3.2. Privatni investicioni fondovi

Privatni investicioni fondovi prikupljaju kapital bez javnog poziva od unapred određenih velikih profesionalnih investitora. Privatni fondovi moraju poveriti upravljanje fondom društvu za upravljanje. Uobičajeno je da privatne fondove osnivaju grupe investitora koji ulažu značajan, unapred dogovoren, iznos sredstava, koji se zatim investira u skladu sa prethodno definisanom strategijom. Privatni fondovi se često koriste kao izvor finansiranja tek osnovanih kompanija koje imaju, po proceni fonda, odličnu poslovnu ideju i potencijal za rast. Privatni fond može uložiti svoja sredstva u privredna društva sa ciljem restrukturiranja i podizanja profitabilnosti i vrednosti.



## FINANSIJE

### 4. VRSTE INVESTICIONIH FONDOVA

S obzirom na predmet ulaganja investicioni fondovi mogu biti: novčani, obveznički, mešoviti ili akcijski fondovi.

**Novčani fondovi** ulažu u portfelj kratkoročnih hartija od vrednosti: trezorske, blagajničke i komercijalne zapise, sertifikate o depozitu i bankarske akcepte. Za njih su karakteristične vrlo niske oscilacije cena, ali su i prinosi niski. U novčane fondove ulažu investitori koji imaju slobodna novčana sredstva na kratak rok.

Novčani investicioni fondovi u R Sloveniji <sup>7</sup>								
25.4.2006	Valuta SIT	Dnevni	Ovo-godišnji	Polu-godišnji	1-go-dišnji	2-go-dišnji	3-go-dišnji	5-go-dišnji
Investicioni fond	VEP	prinos u (%)						
KD MM	10.599,72	0,01	0,89	1,72	NP	NP	NP	NP

Izvor: [www.vzajemci.com](http://www.vzajemci.com)

Novčani investicioni fondovi u R Hrvatskoj							
Naziv	Val.	U godini	6 meseci	3 meseca	1 mesec	7 dana	Zadnja
HPB Novčani	HRK	1,98%	3,17%	0,74%	0,17%	0,05%	0,01%
HI-Cash	HRK	1,21%	2,22%	0,93%	0,31%	0,09%	0,01%
PBZ Kunski Novčani	HRK	1,19%	2,14%	0,87%	0,28%	0,11%	0,01%
Erste Money	HRK	1,16%	1,83%	0,87%	0,25%	0,05%	0,01%
Raiffeisen Cash	HRK	1,16%	2,02%	0,86%	0,26%	0,03%	0,01%
PBZ Dollar	USD	1,10%	1,70%	0,81%	0,28%	0,05%	0,01%
PBZ Novčani	HRK	1,09%	2,08%	0,77%	0,25%	0,08%	0,00%
ICF Money Market	HRK	1,09%	1,86%	0,70%	0,00%	0,01%	0,01%
ZB Plus	HRK	1,06%	2,02%	0,79%	0,23%	0,06%	0,01%
Select Novčani	HRK	0,98%	1,54%	0,76%	0,25%	0,06%	0,01%
OTP Novčani	HRK	0,90%	0,00%	0,67%	0,20%	0,05%	0,01%
ST Cash	HRK	0,87%	1,41%	0,68%	0,22%	0,05%	0,01%
PBZ Euro Novčani	EUR	0,77%	1,86%	0,45%	0,07%	0,11%	0,01%
ZB Europlus	EUR	0,58%	0,77%	0,42%	0,17%	0,04%	0,01%

Izvor: [www.to-one.com](http://www.to-one.com)

<sup>7</sup> Presek investicionih fondova na dan 25. 04. 2006. u R Sloveniji preuzet sa [www.vzajemci.com](http://www.vzajemci.com)

Novčani fondovi su jednostavno i sigurno ulaganje i po pitanju visine naknade, jer po pravilu, ne naplaćuju ni ulaznu ni izlaznu naknadu. Uz to ih karakteriše i visoka stabilnost uz kontinuiran blag rast vrednosti udela. Obe su katarakteristike bitne jer omogućavaju česte (i brze) kupoprodaje udela – bez gubitaka na prinosu.

Novčani fondovi - kunski u Republici Hrvatskoj su u 2004. godini u proseku ostvarili prinose od oko 4,5%, a oni najbolji i preko 5%. Ako se ostvare očekivanja o blagom padu kamatnih stopa, i prosečni prinos novčanih fondova mogao bi biti malo manji, ali će sigurno biti bitno veći ne samo od kamata na štednju po viđenju, već i od kamata na oročenu štednju (kod oročenja na kraće rokove). Mada novčane fondove uglavnom koriste pravna lica (za plasman viška likvidnosti), minimalna ulaganja koje fondovi propisuju su zapravo određena po meri fizičkih lica.

Evronovčani fondovi ostvaruju bitno niže prinose od prinosa novčanih fondova u nacionalnim valutama, što je i razumljivo s obzirom na cenu kapitala koja je u slučaju evra (zbog manjeg rizika) značajno niža. Evronovčane fondove karakteriše i bitno veća volatilnost kretanja vrednosti udela.

Naknade za upravljanje (zajedno sa naknadom za depozitarnu banku) kod novčanih fondova se kreću od 1,15 do 1,65% godišnje, a zanimljivo je što

fondovi s manjim kapitalom, po pravilu, naplaćuju manje naknade. I naknada za upravljanje i naknada za depozitarnu banku kontinuirano se obračunavaju i naplaćuju iz imovine fonda pa je njihov uticaj uključen u prikaz prinosa, odnosno kretanje vrednosti udela fonda.

**Obveznički fondovi** ostvaruju nešto veći prinos u odnosu na novčane, i uz relativno nizak rizik. S obzirom na raznolikost i brojnost vrsta obveznica, pojedini fondovi se i specijaliziraju: ulažu samo u državne obveznice, lokalne, rizične korporativne i dr.

Obveznički fondovi bitno se međusobno razlikuju po strukturi (i visini) ulaznih i izlaznih naknada koje naplaćuju. Pojedini fondovi naplaćuju naknade i od nekoliko procenata. Kod tih skupljih fondova ulaganje bi trebalo planirati na duži rok, dve godine ili duže. Nasuprot tome, neki od fondova ne naplaćuju naknade. Drugi ne naplaćuju ulaznu naknadu (čime podstiču kupovinu udela), ili izlaznu naknadu naplaćuju samo za iznose manje od određenog iznosa (čime, takođe, potiču daljnje ulaganje odnosno ulaganje većih iznosa).

Dok su najuspešniji obveznički fondovi u Sloveniji u 2004. godini ostvarili prinose iznad 8,5%, prosek hrvatskih obvezničkih fondova bio je oko 6%. Slični prosečni rezultat obvezničkih fondova može se očekivati i u ovoj godini.

## FINANSIJE

Obvezniški investicioni fondovi								
25.4.2006	Valuta SIT	Dnevni	Ovo-godi{nji	Polu-godi{nji	1-go-di{nji	2-go-di{nji	3-go-di{nji	5-go-di{nji
Investicioni fond	VEP	prinos u (%)						
Obvezniški Sova	153,49	0,26	0,27	0,68	2,50	8,29	17,48	48,90
Modri kapital	103,39	0,00	-0,68	0,32	2,93	NP	NP	NP
KD Bond	2.965,13	-0,02	-0,21	0,33	2,70	8,51	18,33	55,62
NFD Obvezniški	1.012,46	-0,47	-1,92	-2,09	-1,02	NP	NP	NP
Primus Bond	105,11	-0,09	0,23	1,16	2,60	NP	NP	NP
Obvezniški Pika	5.183,85	0,32	2,51	3,03	4,96	8,46	24,51	89,78
Gama - obvezniški	1.039,46	0,03	2,77	NP	NP	NP	NP	NP
RCM Euro Corporates	127,93	-0,28	-2,22	-2,66	-0,17	7,08	16,74	NP
RCM Euro Liquid	88,06	-0,06	0,25	0,30	1,14	4,41	9,64	31,08
RCM Euro Plus Rent	9,93	-0,30	-2,83	-2,45	0,36	9,37	15,86	NP
RCM Global Rent	65,57	-0,35	-3,31	-2,70	1,48	7,55	11,92	27,60
RCM Konvergenz Rent	128,95	-0,35	-0,52	0,50	7,19	25,25	24,79	65,11
Triglav Obvezniški	1.052,37	-0,02	1,23	2,26	4,97	NP	NP	NP

Izvor: www.vzajemci.com

Obvezniški investicioni fondovi u R Hrvatskoj							
Naziv	Val.	U godini	6 meseci	3 meseca	1 mesec	7 dana	Zadnja
HI-Conservative	EUR	4,02%	5,26%	3,28%	1,30%	0,17%	0,07%
KD Adria Bond	EUR	1,54%	2,53%	0,89%	-0,63%	-0,19%	-0,17%
ST US\$ Bond	USD	1,08%	0,81%	0,15%	0,32%	0,04%	0,01%
OTP Euro Obvezniški	EUR	0,74%	0,00%	0,84%	0,30%	0,24%	-0,17%
Capital One	HRK	0,22%	0,80%	-0,20%	-0,60%	-0,02%	0,01%
PBZ Bond	EUR	0,19%	1,60%	-0,94%	-1,08%	0,22%	0,03%
HPB Obvezniški	EUR	-0,12%	2,40%	-0,51%	-0,75%	0,14%	-0,04%
Select Eurobond	EUR	-0,49%	0,66%	-1,18%	-0,97%	0,10%	-0,01%
Erste Bond	EUR	-0,76%	0,96%	-1,96%	-1,98%	-0,52%	-0,44%
ST Euro Bond	EUR	-0,80%	-0,24%	-0,75%	-0,45%	-0,08%	-0,09%
Raiffeisen Bonds	EUR	-0,81%	0,84%	-1,57%	-1,35%	-0,24%	-0,12%
ICF Fixed Income	EUR	-1,08%	-0,91%	-1,96%	-1,54%	-0,28%	-0,05%
ZB Bond	EUR	-1,45%	-0,10%	-1,41%	-1,44%	-0,26%	-0,16%
Global Bond	EUR	0,00%	0,00%	0,00%	-0,65%	-0,03%	-0,30%

Izvor: www.to-one.com

## FINANSIJE

**Mešoviti - uravnoteženi fondovi** kombinuju ulaganja u redovne akcije i hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom - državne ili obveznice pre-

duzeća i prioritete akcije. Manje su rizični u odnosu na akcijske fondove, ali imaju i niže prinose od njih.

Mešoviti investicioni fondovi u R Sloveniji								
25.4.2006	Valuta SIT	Dnevni	Ovo-godišnji	Polu-godišnji	1-go-dišnji	2-go-dišnji	3-go-dišnji	5-go-dišnji
Investicioni fond	VEP	prinos u (%)						
Mešani Vipek	874,86	0,97	4,72	7,61	7,19	10,31	45,56	150,24
Uravnoteženi Polžek	903,82	0,53	3,79	6,28	7,25	10,88	44,44	135,47
Modra kombinacija	882,24	0,40	7,67	14,09	16,77	22,42	69,12	214,64
Infond Hrast	8.369,69	0,11	7,08	12,05	16,41	19,81	60,73	196,39
Infond Uravnoteženi	596,19	-0,01	7,05	12,39	16,39	20,34	61,67	206,54
KD Galileo	2.774,32	0,36	7,99	12,48	14,83	18,50	60,80	232,13
Krekov sklad Skala	16.713,65	0,25	2,89	6,40	7,34	10,88	46,51	173,44
Mešani VS Primus	390,46	0,53	5,73	9,20	13,75	15,42	NP	NP
Alfa - uravnoteženi	12.651,90	0,50	6,03	10,68	12,41	19,49	52,12	189,14
RCM Global Mix	733,38	-0,29	0,26	5,50	15,25	13,99	35,11	15,01
Triglav Evropa	1.274,02	-0,18	5,98	11,42	18,57	NP	NP	NP
Triglav Renta	2.615,41	0,47	5,53	9,41	10,40	13,19	49,30	137,40
Vizija - uravnoteženi	557,87	0,29	5,13	9,60	11,70	11,97	47,09	146,01

Izvor: www.vzajemci.com

Mešoviti investicioni fondovi u R Hrvatskoj							
Naziv	Val.	U godini	6 meseci	3 meseca	1 mesec	7 dana	Zadnja
ICF Balanced	HRK	20,02%	23,23%	17,94%	2,62%	0,49%	-0,07%
ST Balanced	EUR	19,85%	24,81%	15,83%	5,43%	0,50%	0,22%
HPB Global	HRK	13,86%	16,08%	12,18%	3,51%	0,49%	0,21%
OTP Uravnoteženi	HRK	13,60%	0,00%	10,59%	4,02%	2,33%	-0,13%
PBZ Global	HRK	13,44%	13,98%	10,45%	2,02%	0,63%	-0,19%
HI-Balanced	EUR	12,83%	15,13%	11,12%	3,58%	0,68%	0,04%
Raiffeisen Balanced	EUR	9,26%	11,03%	7,47%	1,82%	0,51%	-0,24%
Erste Balanced	EUR	8,02%	11,78%	6,31%	1,86%	0,49%	-0,69%
ZB Global	EUR	5,92%	8,52%	4,43%	0,79%	0,05%	-0,20%
ZB Trend	EUR	3,43%	10,51%	1,88%	-0,11%	-0,57%	-0,40%
KD Balanced	EUR	0,00%	0,00%	3,80%	-0,26%	-0,77%	-0,77%
Ilirika JIE Balanced	EUR	0,00%	0,00%	15,44%	5,44%	1,91%	0,60%

Izvor: www.to-one.com

Mešoviti - uravnoteženi fondovi pretpostavljaju ukupnu ulazno/izlaznu naknadu od 1,50-3,00%. Ali, ima i fondova koji će ponuditi naknade niže od navedenih. Prinosi koje su uravnoteženi fondovi zabeležili u 2004. godini su vrlo raznoliki: od 5-30%. Visoke prinose omogućila je izrazito dobra godina za hrvatske akcije. U ovoj godini nije realno očekivati da će (bilo koji) uravnoteženi fond moći da ponovi ponajbolje rezultate iz prošle godine; investitori bi trebalo da budu zadovoljni budu li prinosi u proseku oko 10%.

Kako bi ulaganje u uravnotežene fondove, po pravilu, trebalo da bude ulaganje na srednji rok (preporuke za minimalno trajanje ulaganja su dve do tri godine), jedna od zanimljivih mogućnosti je i kontinuirano ulaganje. Većina fondova (ne samo uravnoteženih) će omogućiti da druga (i svaka naredna) uplata bude i manja od minimalnog iznosa prve uplate. U većini slučajeva je minimalno ulaganje kod naknadne uplate u fond upola manjeg iznosa.

**Akcijski fondovi** su najrizičniji među investicionim fondovima jer podležu skokovitim promenama cena, mogu postići visoke prinose ali i ostvariti visoke gubitke.

Akcijski fondovi su za najstrpljivije (i najhrabrije). Čak ni dvocifrene korekcije vrednosti udela ne bi trebalo da pokolebaju ulagače i da ih navedu na nepromišljenu prodaju udela u kratkom roku. Kupoprodaja udela kod većine akcijskih fondova u Hrvatskoj nije jeftina; kod većine fondova

naknade su između 3 i 4%, pri čemu neki smanjuju naknade za veće iznose ulaganja.

Kod akcijskih fondova najveće su i naknade za upravljanje i depozitarnu banku; od 2,30 do 3,80% godišnje. Ali, najveći su i očekivani prinosi. Pritom je, da bi se očekivani prinosi i ostvarili, važno planirati i dovoljno dugi rok investiranja. Podaci o poslovanju akcijskih fondova u svetu pokazuju je prosečan godišnji prinos akcijskih fondova oko 15%.

Dovoljno strpljivi investitori mogu se nadati sličnom rezultatu. Dok su hrvatski akcijski fondovi koji ulažu u inoakcije u 2004. godini ostvarili redom skroman rast vrednosti udela, sasvim u skladu sa kretanjima na najvećim berzama, fondovi usmereni na hrvatsko tržište su svojim ulagačima doneli teško ponovljive prinose. Nekoliko fondova zabeležilo je rast vrednosti udela veći od 30% (Victoria je najuspešniji fond sa čak 43,2 odsto). Akcije bi mogle i u 2005. godini da nastave rast, ali očekivanja treba da budu, ukupno gledano, znatno skromnija. Deo hrvatskih otvorenih fondova (ne samo akcijskih) investorima nudi razne investicione planove. Suština tih planova je u kontinuiranom ulaganju najčešće jednakih (manjih) iznosa. Kontinuirano ulaganje takođe smanjuje ukupan rizik.

Pored navedene podele investicionih fondova s obzirom na predmet ulaganja na: novčane, obvezničke, mešovite i akcijske fondove, moguće je istu podrobnije definisati u podgrupe,

## FINANSIJE

Aksijski investicioni fondovi								
25.4.2006	Valu- ta SIT	Dnev- ni	Ovo- godišnji	Polu- godišnji	1-go- dišnji	2-go- dišnji	3-go- dišnji	5-go- dišnji
Investicioni fond	VEP	prinos u (%)						
Delniški Evropa	2.437,53	0,62	3,90	NP	NP	NP	NP	NP
Delniški Svet	99,49	-0,27	0,40	0,25	NP	NP	NP	NP
Delniški Zajček	1.157,79	0,48	4,81	8,23	7,96	10,64	52,69	179,60
Delniški Azija	983,40	-0,51	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Delniški ZDA	989,17	-0,60	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Ilirika Vzhodna Evropa	1.798,91	0,13	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Modri korak	1.718,66	-1,01	8,23	NP	NP	NP	NP	NP
Infond BRIC	3.513,90	-1,74	18,65	23,36	NP	NP	NP	NP
Infond Delniški	557,84	0,48	8,72	16,00	18,40	21,53	70,28	231,79
Infond Energy	3.447,95	-1,19	15,07	18,34	NP	NP	NP	NP
Infond Evropa	1.346,10	0,11	10,60	18,38	36,07	NP	NP	NP
KD Balkan	1.211,48	0,06	NP	NP	NP	NP	NP	NP
KD Novi trgi	1.016,83	-0,60	NP	NP	NP	NP	NP	NP
KD Rastko	6.639,10	0,34	7,08	12,61	14,28	16,57	64,83	222,32
KD Severna Amerika	991,81	-0,53	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Krekov sklad Klas	6.499,44	0,14	9,33	18,28	30,02	NP	NP	NP
Krekov sklad Most	5.241,49	-0,88	NP	NP	NP	NP	NP	NP
MP-ASIA.SI	1.448,81	0,78	5,39	25,32	42,06	NP	NP	NP
MP-BALKAN.SI	10.265,34	0,11	NP	NP	NP	NP	NP	NP
MP-ENERGY.SI	1.319,00	-0,79	11,47	20,51	NP	NP	NP	NP
MP-GLOBAL.SI	1.480,05	0,00	8,80	24,76	44,48	38,31	NP	NP
MP-PLUS.SI	130.764,72	-0,10	7,47	15,70	27,00	25,14	NP	NP
MP-TECH.SI	1.076,43	0,05	3,89	9,35	NP	NP	NP	NP
MP-TURKEY.SI	10.204,87	0,00	NP	NP	NP	NP	NP	NP
NFD Delniški	1.231,40	-0,60	1,88	7,29	18,20	NP	NP	NP
Publikum Azijski Tigri	306,47	-0,90	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Publikum Balkan	314,28	0,48	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Publikum Nova Evropa	301,25	-0,32	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Primus International	131,18	-0,24	4,33	11,94	20,50	NP	NP	NP
Delniški VS Modra Linija	309,82	1,13	6,10	NP	NP	NP	NP	NP
Delniški Živa	2.715,61	1,14	6,78	11,50	8,86	8,79	40,41	174,73
Beta - delniški	1.621,03	0,63	13,90	20,72	39,10	NP	NP	NP
RCM Emerging M. Aktien	159,38	-0,98	13,63	28,51	NP	NP	NP	NP
RCM Energie Aktien	187,21	-1,07	13,59	21,57	46,92	89,11	153,92	NP
RCM Eurasien Aktien	146,63	-1,84	22,02	40,57	83,14	96,21	221,14	246,30
RCM Europa Aktien	202,85	0,01	8,57	17,19	30,99	38,05	84,97	17,72
RCM Global Aktien	204,20	-0,26	2,62	11,22	25,34	17,14	57,64	6,27
RCM HealthCare Aktien	90,90	-1,12	-3,79	3,95	22,84	11,43	45,83	NP
RCM Osteuropa Aktien	337,86	-0,87	21,54	37,39	77,93	109,36	237,25	407,07
RCM Pazifik Aktien	127,26	-0,08	2,95	21,40	46,47	42,18	115,93	37,40
RCM US Aktien	96,90	-0,74	-0,63	6,65	19,86	8,20	36,12	-4,91
Triglav Steber I	4.160,41	0,73	7,13	11,17	NP	NP	NP	NP

Izvor: www.vzajemci.com

## FINANSIJE

Akcijski investicioni fondovi u R Hrvatskoj							
Naziv	Val.	U godini	6 meseci	3 meseca	1 mesec	7 dana	Zadnja
ST Global Equity	EUR	23,83%	30,07%	18,42%	7,55%	0,83%	0,05%
Ilirika II Europa	EUR	23,54%	26,36%	20,91%	5,92%	1,55%	0,22%
Aureus Equity	HRK	22,79%	0,00%	17,46%	3,44%	0,62%	-0,12%
Erste Adriatic Equity	EUR	21,68%	20,68%	18,20%	5,38%	1,09%	-0,45%
PBZ Equity	HRK	20,95%	22,96%	15,86%	2,94%	1,03%	-0,17%
HPB Dionički	HRK	19,07%	18,35%	17,50%	7,21%	0,81%	-0,25%
Raiffeisen C. Europe	EUR	18,10%	19,52%	15,05%	4,94%	1,25%	-0,24%
Select Europe	EUR	17,84%	21,93%	14,04%	5,65%	1,36%	-0,11%
HI-Growth	EUR	17,06%	20,72%	14,26%	4,90%	1,24%	0,16%
Global Equity	HRK	16,97%	18,43%	13,39%	2,56%	1,21%	0,22%
KD Victoria	EUR	13,23%	15,59%	12,22%	1,48%	0,17%	-0,63%
ZB Euroaktiv	EUR	6,74%	14,91%	3,65%	0,92%	0,11%	-0,45%
Raiffeisen Active	EUR	5,31%	14,85%	2,18%	0,93%	-0,02%	0,33%

Izvor: www.to-one.com

odnosno posebne vrste fondova: indeksne fondove, fondove fondova, granske investicione fondove, društveno odgovorne investicione fondove, geografsko usmerene investicione fondove i druge.

**Indeksni investicioni fondovi** su fondovi koji svojim ulaganjima pokušavaju što bolje da prate kretanje izabranog indeksa.

**Fondovi fondova** ulažu samo u druge investicione fondove, kako ino

tako i domicilne. Na taj način postiže se još veća disperzija ulaganja.

**Društveno odgovorni investicioni fondovi** ulažu sredstva ne samo na bazi perspektivnosti iz ugla prinosa, već i na bazi ispunjavanja merila društveno-odgovornog investiranja (društvena, ekološka i etička načela). Takav fond sredstva ne ulaže u duvansku industriju, industriju alkoholnih pića, igre na sreću, nuklearna postrojenja i sl. Iz pregleda akcijskih fondova kao primeri društveno

Fondovi fondova								
25.4.2006	Valuta-SIT	Dne-vni	Ovo-godišnji	Polu-godišnji	1-go-dišnji	2-go-dišnji	3-go-dišnji	5-go-dišnji
<b>Investicioni fond</b>	VEP	prinos u (%)						
Modri sklad skladov	1.538,94	-0,55	NP	NP	NP	NP	NP	NP
KD Prvi izbor	1.236,06	-0,57	4,54	12,65	NP	NP	NP	NP

Izvor: www.vzajemci.com

odgovornog investicijskog fonda može da se izdvoji Krekov sklad Most.

**Gransko usmereni investicioni fondovi** svoja ulaganja ograničavaju na samo jedan određeni sektor, ili privrednu granu - npr. energetska sektor, farmacija, nekretnine i sl. Iz pregleda akcijskih fondova u Republici Sloveniji kao primeri gransko usmerenih fondova mogu se izdvojiti: Infond Energy (područje ulaganja: proizvodnja, distribucija, prodaja nafte, gasa i električne energije, eksploatacija i prerada urana, proizvodnja opreme za eksploataciju energenata, istraživanje i razvoj alternativnih izvora energije), MP-ENERGY.SI (područje ulaganja: proizvodnja i distribucija različitih oblika energije - nafta, gas, voda, nuklearna energija, vetar, eksploatacija i prerada ruda), MP-TECH.SI (područje ulaganja: sektor tehnologije, posebno informacijske i računarske usluge i oprema).

**Geografsko usmereni investicioni fondovi** svoja ulaganja baziraju na određeno geografsko područje - Balkana, Azije, Južne Amerike. Pri tome se rukovode optimističnim prognozama vezanim za izabrano tržište - regiju. Perspektivnost Balkana ogleda se u uključivanju regije u evropske integracije, visokom privrednom rastu, visokoj stopi nezaposlenosti koja predstavlja potencijal jeftine radne snage i daljeg privrednog rasta, organskom rastu (širenju) blue chip preduzeća i dr. Iz pregleda akcijskih fondova u Republici Sloveniji kao primeri geografsko usmerenih fondova mogu se izdvojiti: Delniški Azija, Delniški ZDA, Publikum Azijski Tigri, Ilirika Vzhodna

Evropa, Publikum Balkan i drugi.

Na prostorima bivše SFRJ, Slovenija i Hrvatska prednjače u razvijenosti ovog oblika investiranja<sup>8</sup>. Krajem 2004. godine ulozi u fondove u Sloveniji bili su tri puta veći nego krajem 2002.godine. S druge strane, ako se ti ulozi porede sa ulozima-depozitima u bankama, može se uočiti veliko zaostajanje za razvijenim tržištima kapitala. Ulozi u investicione fondove prevazilaze bankarske depozite u Luksemburgu (604,8%), Irskoj (243,5%) i SAD (207,5%).

Taj odnos je znatno niži u Francuskoj (86,4%), Italiji (50,8%), Danskoj (50,1%),...i izuzetno nizak u Nemačkoj (9,7%)?!, ...Sloveniji (6,6%)<sup>9</sup>. Podaci o sredstvima investicionih fondova po stanovniku pokazuju razvijenost tog segmenta tržišta: U Luksemburgu je to 2.197.957 eur/stanovniku, Lihštenštajnu 274.423 eur/stanovniku, Irskoj 85.902 eur/stanovniku, Australiji 23.319 eur/stanovniku, SAD 20.222 eur/stanovniku....Velikoj Britaniji 6.014 eur/stanovniku... Nemačkoj 2.649 eur/stanovniku, Sloveniji 695 eur/stanovniku, Mađarskoj 366 eur/stanovniku,...Rusiji 7 eur/stanovniku, Rumuniji 5 eur/stanovniku<sup>10</sup>. Treba istaći da navike i referencije ulagača a i država, kroz poresku politiku, mogu stimulatивно da deluju na razvoj ovih oblika ulaganja.

<sup>8</sup> U Sloveniji je aktivno 136 fondova, a u Hrvatskoj 40 zaključno sa 03. 10. 2005. godine

<sup>9</sup> Izvor: Finance br.182 od 20. 09. 2005. godine

<sup>10</sup> Izvor: Finance br. 57 od 23. 03. 2006. godine



## FINANSIJE

### 5. VRSTE INVESTICIONIH FONDOVA PREDVIĐENIH PREDLOGOM ZAKONA O INVESTICIONIM FONDOVIMA

S obzirom na pravnu formu, način prikupljanja sredstava i ograničenja ulaganja prikupljenih sredstava Predlog zakona predviđa tri vrste investicionih fondova, i to:

- otvoreni,
- zatvoreni,
- privatni.

S obzirom na izabrani investicioni cilj i investicionu politiku Predlog zakona razlikuje sledeće kategorije investicionih fondova, i to:

- fond rasta vrednosti imovine, koji pretežno ulaže u akcije sa ciljem dugoročnog uvećanja vrednosti imovine kroz rast vrednosti akcija;

#### Uporedni pregled otvorenih, zatvorenih i privatnih investicionih fondova:

	Otvoreni investicioni fond	Zatvoreni investicioni fond	Privatni investicioni fond
<b>Način funkcionisanja</b>	Stalno prikupljanje uloga emitovanjem investicionih jedinica i isplaćivanje uloga na zahtev investitora otkupom jedinica	Prikupljanje sredstava javnom ponudom za upis akcija kojima se zatim trguje na organizovanom tržištu	Privatni fondovi sredstva prikupljaju od unapred određenih investitora
<b>Ciljni investitori</b>	Mali investitori	Mali investitori	Veliki profesionalni investitori
<b>Prikupljanje sredstava</b>	Javni poziv za kupovinu investicionih jedinica	Javni poziv za upis akcija	Uplata uloga od strane unapred poznatih investitora
<b>Početni kapital</b>	EUR 200.000 u roku od 3 meseca	EUR 200.000	-
<b>Minimalni ulog</b>	Vrednost investicione jedinice	Vrednost akcije	EUR 50.000 po članu
<b>Pravna forma</b>	Nema status pravnog lica	Otvoreno akcionarsko društvo	Društvo sa ograničenom odgovornošću
<b>Upravljanje</b>	Društvo za upravljanje	Društvo za upravljanje na osnovu ugovora o upravljanju	Društvo za upravljanje na osnovu ugovora o upravljanju
<b>Organi fonda</b>	-	Nadzorni odbor i skupština	U skladu sa zakonom o privrednim društvima
<b>Struktura imovine</b>	- Dužničke HOV koje izdaje država, NBS, lokalna samouprava i države članice EU i OECD-a - HOV koje izdaju privredna društva kojima se trguje na organizovanom tržištu u zemlji i državama EU i OECD-a - HOV koje izdaju međunarodne finansijske institucije - Hipotekarne obveznice - Novčani depoziti i depozitne potvrde koje izdaju banke u zemlji i državama EU i OECD-a - Derivati	Isto kao otvoreni uz mogućnost ulaganja u nelistirane akcije i udele ortačkih, komanditinih i d.o.o. i nekretnine	Nema ograničenja
<b>Isplata uloga</b>	Uvek na zahtev investitora otkupom investicionih jedinica	Prodajom akcija na berzanskom tržištu	Raspustanjem fonda ili ustupanjem uloga drugom investitoru

Izvor: Obrazloženje Predloga zakona o investicionim fondovima, [www.parlament.sr.gov.yu](http://www.parlament.sr.gov.yu)

- fond prihoda, koji pretežno ulaže u obveznice, sa ciljem da se obezbede stabilni i sigurni novčani prilivi investitorima;
- fond očuvanja vrednosti imovine, koji prvenstveno ulaže u instrumente tržišta novca, čime obezbeđuju nizak nivo rizika;
- balansirani fond, koji predstavlja kombinaciju prethodne tri kategorije.

### 6. INVESTICIONI FONDOVI I DRUGI FINANSIJSKI PROIZVODI

#### **Krediti uz zalag udela otvorenih fondova**

Gotovinski kredit uz zalag udela u investicijskom fondu najjednostavniji je bankarski proizvod vezan uz otvorene fondove. Kredite je moguće dobiti na osnovu udela u akcijskom fondu ili obvezničkom fondu, obično bez depozita, jamaca ili statusa štediša. Maksimalan iznos kredita je do 50% (za akcijski) odnosno 90% vrednosti ponuđenih udela (za obveznički fond). Dobijanje kredita od banke vezano je za ulaganje u fond kome je ta banka osnivač-upravljač.

#### **Stambeni krediti i ulaganje u fondove**

Zanimljiv proizvod koji kombinuje dva, u pravilu, dugoročna finansijska posla: stambeni kredit i ulaganje u fon-

dove. Od uobičajenog stambenog kredita razlikuje se po načinu otplate glavnice - koja se vraća jednokratno, po isteku ugovorenog roka (čak do 35 godina). U skladu s tim, mesečna rata kredita sastoji se od obračunate kamate i iznosa kojim se kupuju udeli u investicionom fondu. Pri tome je mesečni anuitet sve vreme jednak (jer se glavnica ne menja, a niti mesečni iznos uplate u izabrani fond). Uplatama u fond tokom celog ugovorenog perioda akumuliraju se sredstava iz kojih će biti vraćena glavnica kod konačne otplate kredita protekom ugovorenog roka.

Pitanje održivosti ovog proizvoda je pitanje da li prosečan prinos ponuđenih fondova kroz ukupno vreme trajanja kredita može da nadmaši visinu kamatne stope? Kako se radi o dugoročnom ulaganju (stambeni kredit), a sudeći po istorijskim prinosima fondova - kamatna stopa (od 3,86% u navedenom primeru) dugoročno posmatrano ne bi trebala biti nedostižna.

U predstavljenom primeru, od banke je dobijen kredit u visini 125.188 evra koji je 100% iskorišćen za kupovinu nekretnine. Sopstvena sredstva u iznosu 40% - 50.075 evra su uložena u investicioni fond, a udeli su preneseni kao zalag banci koja je odobrila kredit (uz hipoteku). Za vreme trajanja kredita obaveza je plaćanja kamate u visini 532,2 evra. Ukoliko bi prosečni prinos bio ispod 3,86% na godišnjem nivou na kraju posmatranog perioda dužnik bi morao banci nadoknaditi razliku, a u suprotnom ostvario bi dobit prilikom prodaje udela i otplate kredita.

## FINANSIJE

<b>Cena kredita pri različitim prinosima investicionih fondova</b>	
Rok kreditiranja: 25 godina	
Vrednost kredita: 125.188 evra	
Sopstvena sredstva koja se ulažu u fondove: 50.075 evra ( 40% kredita)	
Kamatna stopa: EURIBOR +2% = 4,97%	
Mesečne anuitet ( samo kamata): 535,2 evra	
Prosečni godišnji prinos fondova	Prinos iznad/ispod vrednosti glavnice na dan dospelosti kredta
-5	-111.800 evra
0	-76.800 evra
3,86	0
5	39.200 evra
6	83.000 evra
8	207.400 evra

Izvor: Finance br.65 od 04.04.2006.godine

### **Životna osiguranja i investicioni fondovi**

Osiguravajuća društva i društva koja upravljaju fondovima nude zajednički proizvod - osiguranje života povezano s ulaganjima u investicione fondove. Proizvod ulagačima treba da omogući veći prinos u odnosu na prinos koji donosi klasična polisa životnog osiguranja uz zadržavanje svih prednosti koje nosi životno osiguranje (sigurnost i zbrinutost u slučaju nepredvidljivih životnih situacija). Ulaganje u investicione fondove istovremeno nosi i rizik da ostvareni prinos ne ispuni očekivanja ulagača.

#### ***Multiplus - cash management za pojedince***

Multiplus je usluga namenjena onima koji veće svote novca duže vremena drže neinvestirane. Putem

Multiplus usluge određuju se smernice upravljanja novčanim sredstvima na tekućem računu. Drugim rečima, Multiplus omogućuje cash management koji podrazumeva automatsku kupovinu udela u izabranom novčanom fondu nakon što saldo na tekućem računu pređe zadatu gornju granicu i automatsku prodaju udela ukoliko saldo padne ispod zadate donje granice. Moguć je i samo jednosmerni cash management - samo automatska kupovina udela u izabranom novčanom fondu nakon što saldo na tekućem računu pređe zadatu gornju granicu.

### **ZAKLJUČAK**

Sve zemlje nastale na prostorima bivše SFRJ, osim Srbije, imaju zakone kojim su uredile formiranje i poslovan-

je investicionih fondova. Nepostojanje zakona o fondovima u Srbiji nije bila smetnja stranim investicionim fondovima za investiranje. Nepostojanje fondova utiče na investitore, koji imaju višak sredstava, ali manjak znanja o hartijama od vrednosti i o tržištu kapitala da ostanu verni ulaganju u bankarske depozite, nekretnine.... Broj fizičkih lica, imalaca hartija od vrednosti, se smanjuje uglavnom zbog prodaje hartija kroz ponudu za preuzimanje.

Investicioni fondovi u sebi objedinjuju težnju investitora za višim prinosom i njegovu averziju prema riziku, i kao takvi su rešenje za male investitore. Pri tome treba uzeti u obzir horizont ulaganja, jer negativni prinosi fondova nisu niti nemogući niti retkost za posmatrani kraći vremenski horizont, pogotovu kod akcijskih i mešovutih fondova. Investitorima u Srbiji treba ponuditi ulaganje u investicione fondove. To je idealna prilika za poslovne banke, koje su nosioci ovih finansijskih aktivnosti. U narednom periodu treba očekivati brzi rast ulaganja u fondove na našim prostorima, dok celu tu aktivnost treba posmatrati kao tržišnu nišu.

Paul Samuelson je napisao da ima nekoliko genija koji mogu pobeđivati tržište, no da je vrlo teško ili nemoguće unapred znati ko su oni. Eugene Fama je dopunio njegovo razmišljanje: da ako ih nakon nekog vremena i prepoznamo, u narednom razdoblju polovina njih će izgubiti novac, a polovina zaraditi što znači da nema prediktivne vred-

nosti u činjenici da ih poznajemo. Ova tvrdnja dočarava problem izbora investicionog fonda jer ne postoji apsolutna sigurnost da će investitor ispravno odabrati uspešan fond za naredno razdoblje. S aspekta investitora to se ne sme smatrati nedostatkom, već pozitivnom činjenicom koja svakog investitora, bez obzira da li on ne poseduje potrebna znanja iz ekonomije tržišta kapitala ili se radi o menadžeru fonda s dugogodišnjim iskustvom, stavlja u ravnopravan položaj.

Iskustva Slovenije i Hrvatske su potvrdila opravdanost stvaranja odgovarajućeg zakonskog okvira na tom planu. Treba očekivati pozitivne efekte od investicionih fondova nakon stupanja zakona na snagu i na našem tržištu. Nedostatak dovoljne količine kvalitetnog tržišnog materijala neće predstavljati ozbiljnu prepreku za razvoj i značajniju ulogu investicionih fondova, jer oni nisu ograničeni samo na domaće tržište već imaju mogućnost da koriste prednosti globalne diverzifikacije.

### LITERATURA

1. Dnevni list Finance
2. [www.vzajemci.com](http://www.vzajemci.com)
3. [www.to-one.com](http://www.to-one.com)
4. [www.parlament.sr.gov.yu](http://www.parlament.sr.gov.yu)
5. Markowitz, H. M. (1952): "Portfolio Selection", Journal of Finance 7, 77-91.
6. Prospekti investicionih fondova DZU, Medvešek-Pušnik, DZU Ilirike, DPU Publikuma

Rad primljen: 11. IV 2006.

UDK:

336.266.112..2(4)

JEL: G 38

Pregledni članak

## **OPOREZIVANJE DOHOTKA OD KAPITALA: EVROPSKA UNIJA I ZEMLJE U TRANZICIJI**

### ***THE TAX TREATMENT OF CAPITAL INCOME: EUROPEAN UNION AND COUNTRIES IN TRANSITION***

**Prof. dr Pero PETROVIĆ**

**Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd**

#### **Rezime**

Rad obuhvata poreski tretman pojedinih oblika dohotka od kapitala: dohotka od kamata na štedne uloge (depozite) i obveznice, dividendi i kapitalnih dobitaka u "staroj" Evropi, pojedinim zemljama koje su u tranziciji, i Srbiji. Osnovni cilj rada je da na jednostavan način ponudi uvid u vrstu oporezivanja ovih oblika dohodaka od kapitala (npr. oporezivanje dohodaka od kapitala posebnim porezom ili uključivanje dohodaka od kapitala u ukupan oporezivi dohodak), visinu odgovarajućih zakonskih propisanih poreskih stopa i ključne osobenosti oporezivanja, te omogući poređenje poreskog tretmana dohodaka od kapitala u Srbiji i zemljama u okruženju. Pritom, vrlo važna pitanja o teorijskoj pozadini i načelima na kojima se zasniva oporezivanje dohodaka od kamata, dividendi i kapitalnih dobitaka u pojedinoj zemlji prelaze ambicije ovog rada i ostavljena su za neko drugo istraživanje.

**Ključne reči:** OPOREZIVANJE, DOHODAK OD KAPITALA, PORESKA HARMONIJA.

### Summary

*This paper deals with the tax treatment of specific categories of income from capital – interest income on savings deposits and bonds, dividends and capital gains in “old Europe” and, select countries in transition, including Serbia. The aim of the paper is to provide a rather simple overview of the types of taxation applicable to these categories of capital income (e.g. taxation of capital income through a separate tax or through inclusion of capital income in the total taxable income), the level of tax rates and key features of the capital income tax administration, so as to enable the comparison of the tax treatment of capital income in Serbia and the neighboring countries. Very important theoretical and conceptual issues behind the taxation of interest income, dividend income and income from capital gains go beyond the scope of this paper and are, thus, left for future research.*

**Key words:** TAXATION, CAPITAL INCOME, TAX HARMONIZATION.

### UVOD

Poreski sistem svake zemlje je jedinstven i poseban, međutim, pri analizi značaja i efekata poreskih sistema, kao i prilikom oblikovanja ili prestrukturisanja tih poreskih sistema, često se domaća praksa upoređuje s rešenjima koja postoje u drugim zemljama. Imajući u vidu da je Srbija u neposrednom privrednom i geografskom okruženju Evropske unije te zemalja srednje, južne i istočne Evrope, posebno su interesantna istraživanja poreskih sistema tih zemalja, odnosno analize njihovog razvoja u vremenu tranzicionih promena. Između ostalog, ovaj rad ima za cilj da se uporede poreski sistemi zemalja iz okruženja Srbije i identifikuju opšte karakteristike i razlike, odnosno da se sagleda u kojoj je meri srpski poreski sistem sličan poreskim sistemima drugih zemalja. S obzirom na to da je prosto nemoguće na jednom mestu sažeti i uporediti sve elemente poreskih sistema u nekoj

grupi zemalja, ovaj rad se ograničava samo na poređenje načina oporezivanja različitih oblika dohodaka od kapitala u dve grupe zemalja, koje obuhvataju stare članice Evropske unije i neke evropske zemlje koje su još u tranziciji.

Dohotkom od kapitala, ili dohotkom od investicija, smatra se dohodak koji fizička lica ostvaruju pasivnim ulaganjem, odnosno dohodak nastao bez aktivnog sudelovanja u stvaranju dohotka ili u upravljanju poslovnim poduhvatom. Pojam suprotan dohotku od kapitala (ili pasivnom dohotku) je dohodak od rada, odnosno aktivni dohodak<sup>1</sup>. Dohodak od kapitala uključuje dohodak od nekretina, dividende, kamate na bankarske depozite i obveznice, najamnine od davanja u poslovni zakup pokretnih stvari i slično. U ovom radu će se raz-

---

<sup>1</sup> IBFD, 1996, *International Tax Glossary*, IBFD Publications BV.

matrati poreski tretmani sledećih oblika dohotka od kapitala:

- kamate na bankarske depozite i obveznice,
- dividende, i
- kapitalni dobici.

Poreski tretman dohotka od kapitala biće obrađivan uglavnom sa aspekta fizičkog lica – rezidenta. S druge strane, međunarodni aspekti oporezivanja dohotka od kapitala posmatraće se samo kod poreskog tretmana dohotka od kamata na štedne depozite, jer se upravo ovde javljaju veliki problemi vezani uz nejednak tretman rezidenata i nerezidenata. S obzirom na aktuelnost ove teme, posebno poglavlje posvećeno je i harmonizaciji oporezivanja dohotka od kamata na štedne depozite u Evropskoj uniji. Na kraju rada, na osnovu poređenja poreskog tretmana odabranih dohodaka od kapitala, u posmatranim zemljama, dolazi se do izvesnih zaključnih zapažanja.

### **1. PORESKI TRETMAN KAMATA NA BANKARSKE DEPOZITE**

U zemljama Evropske unije poreski tretman kamata na bankarske depozite, ali u u mnogim tranzicionim zemljama, je vrlo različit. Međutim, uopšteno, postoje četiri osnovna tipa poreskog tretmana kamata na depozite u tim zemljama, i to su:

- oporezivanje konačnim porezom po odbitku;
- oporezivanje u okviru globalnog oporezivanja dohotka;
- oporezivanje najpre po odbitku, a zatim u okviru godišnjeg oporezivanja dohotka;
- porezno oslobođenje dohodaka od kamata;

Međutim, u najvećem broju tzv. starih zemalja Evropske unije kamate na depozite oporezuju se po odbitku pa se plaćeni porez smatra konačnim porezom, a dohodak od kamata ne uključuje se u godišnju poresku prijavu.

Na taj način kamate se oporezuju u osam “starih članica” Evropske unije: Austriji, Belgiji, Finskoj, Francuskoj, Grčkoj, Italiji, Portugaliji i Švedskoj. Pritom u pet zemalja (Austriji, Belgiji, Francuskoj, Grčkoj i Portugaliji) poreski obveznici imaju pravo da izaberu da se porez na kamate na depozite plaćen po odbitku za sve ili samo pojedine oblike štednje uračuna u godišnji obračun poreza na dohodak te da se na dohodak od kamata primeni standardna poreska tarifa poreza na dohodak. Poreske stope poreza na dohodak od kamata na depozite pritom se razlikuju i iznose od 15 do 30 odsto. Dve “stare” članice Evropske unije, Danska i Luksemburg, dohodak od kamataa uključuju u globalni oporezivi dohodak, te na njega primenjuju tarifu poreza na dohodak. U Holandiji se dohodak deli na tri grupe s tri različite poreske tarife. Jedna od tih poreskih tarifa primenjuje se na dohodak od kamata.

U četiri «stare» članice Evropske unije (Nemačkoj, Irskoj, Španiji i V. Britaniji) kamate se prvo oporezuju po odbitku, pa se porez plaćen po odbitku smatra predujmom konačnog poreza na dohodak od kamata. U godišnjoj poreskoj prijavi, plaćeni porez po odbitku uračunava se u ukupan godišnji porez na dohodak, na koji se primenjuje tarifa poreza na dohodak.

Dohodak od kamata na depozite nije oslobođen plaćanja poreza na dohodak ni u jednoj «staroj» članici Evropske unije, iako u većini zemalja nerezidenti plaćaju ili porez na dohodak po sniženoj stopi ili po nultoj stopi, a u skladu s ugovorima o izbegavanju dvostrukog oporezivanja. Međutim, u zemljama koje se smatraju, još uvek, tranzicionim situacija je drugačija<sup>2</sup>. U Sloveniji, Mađarskoj i Hrvatskoj kamate kao dohodak fizičkih lica oslobođene su plaćanja poreza na dohodak za sve oblike štednje, a u Bugarskoj, Letoniji i Estoniji, takođe se ne oporezuje dohodak od kamata na najveći deo uobičajene štednje. S druge strane, može se pretpostaviti da je osetno niže poresko opterećenje kamata na štednju, u tranzicionim zemljama, posledica nastojanja da se, u što većoj meri, pojednostave poreski sistemi, ali je, verovatno, motivisano i željom da se

<sup>2</sup> Na primer, od deset odabranih evropskih tranzicionih zemalja, uključujući i Srbiju, sedam zemalja koje oporezuju kamate na bankarske depozite, oporezuju ih konačnim porezom po odbitku.

u što više stimuliše štednja, te donekle smanji potreba za uvozom kapitala<sup>3</sup>.

Analize upućuju na trend smanjenja poreskog opterećenja od kamata u «starim» članicama Evropske unije, tako da je na kraju 2004 godine, ono iznosilo 34 odsto, u petnaest članica Evropske unije, uz standardnu devijaciju od 11,1 što je osetno smanjenje u odnosu na 2000 godinu<sup>4</sup>. Pregled poreskog tretmana dohotka od kamata u «starim» članicama Evropske unije dat je u Tabeli 1. a pregled poreskog tretmana dohotka od kamata, u deset odabranih tranzicionih zemalja, u Tabeli 2. Međutim, treba napomenuti da u velikom broju zemalja postoje razlike u poreskom tretmanu različitih štednih instrumenata<sup>5</sup>, a koje nisu detaljnije obrađene i prikazane u tabeli, ali mogu značajno uticati na odluke građana o izboru između instrumenata štednje.

<sup>3</sup> O uobičajenim razlozima poreskog stimulisanja štednje videti: *Banks* (1996), a dobar pregled teorijskih i empirijskih istraživanja međuzavisnosti između štednje i oporezivanja daje *Robson* (1995) i *Berhheim* (1999);

<sup>4</sup> Gorter, Joeri i Ruud A. de Moji, 2001, *Capital income taxation in Europe, Trends and trade-offs*, CPB Series, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, The Hague. U 2000 godini prosečna stopa poreza na kamate iznosila je 36,7% (uz standardnu devijaciju 14), a 1990 je bila 45,9% (uz standardnu devijaciju od 11,4%);

<sup>5</sup> Nejednakost poreskih tretmana za dohodak različitih oblika štednje naročito je prisutna u Francuskoj.



## FINANSIJE

**Tabela 1. Poreski tretman kamata na depozite u «starim» članicama EU**

Zemlja	Poreska stopa rezidenti*	Poreska stopa ne-rezidenti	Metoda oporez.	Napomena
Austrija	25%	0-25%	KPO	- postoji mogućnost izbora oporezivanja po standardnoj stopi poreza na dohodak ili sniženoj stopi, ako su stope niže od stope poreza po odbitku.
Belgija	15%	0-15%	KPO	- izuzeće u visini od 1500 eura kamata na «nominalne bankarske depozite. - postoji mogućnost uračunavanja poreza na kamatu po odbitku.
Danska	59%	30%	PD	- izuzeće na štedne uloge u korist dece (max.3000DKK)
Finska	29%	0-25%	KPO	- osnovica se umanjuje za troškove ostvarivanja kamata
Francuska	25%	0-25%	KPO	- određeni oblici kamata su izuzeti - obveznik ima mogućnost izbora oporezivanja dohotka - kod određenih oblika ulaganja primenjuje se oporezivanje u okviru poreza na dohodak, s najvišom graničnom stopom od 48,09%.
Nemačka	44,31%	0-25%	UPD	- kamata načelno nije predmet oporezivanja po odbitku, iako se kod različitih oblika ulaganja oporezuje po odbitku
Grčka	20%	0-10%	KPO	- porez po odbitku koji se plaća po stopi od 20% može se uračunati u konačan porez na dohodak - na kamate na depozite u evrima i u Poštanskoj štedionici poreska stopa iznosi 15%.
Irska	42%	0-15%	UPD	- postoje poresko povlašćeni oblici štednje – na njih se obračunava konačan porez po odbitku po stopi od 25%, i dopušten je poreski kredit u visini od 25% uloženog iznosa
Italija	27%	0-30%	KPO	- različit poreski tretman kamata s obzirom na izvor
Luksemburg	38,95%	0-15%	PD	- osnovica se umanjuje za troškove ostvarivanja kamata - dohodak od kamata poreski oslobođen do 1500 evra - poreski su povlašćena ulaganja u stambenu štednju
Holandija	30%	0-25%	PD	- osnovica je pretpost. povrat od 4% od štednje i ulaganja - dozvoljen je odbitak od 17600 eura od poreske osnovice
Portugalija	40%	0-15%	UPD	- porez po odbitku na kamatu u visini od 15% uračunava se u poresku obavezu za porez na dohodak
Španija	45%	0-15%	UPD	- porez po odbitku na kamatu u visini od 15% uračunava se u poresku obavezu za porez na dohodak
Švedska	30%	0%	KPO	
V.Britanija	40%	0-25%	UPD	- porez po odbitku na kamatu u visini od 20% uračunava se u poresku obavezu za porez na dohodak - postoje poreska izuzeća za kamate na specijalne štedne račune, te poreski odbitak za depozite kod National Savings Bank

*Napomena:* \* Ako se primenjuje progresivno oporezivanje dohotka, navedene su najviše granične poreske stope.

*Objašnjenje:* KPO = konačni porez po odbitku; PD = oporezivanje u okviru poreza na dohodak; UPO = porez po odbitku uračunava se u godišnji porez na dohodak;

*Izvor:* IBFD (2004a): *Guide to European Taxation*, Volume VI: „Taxation of Individuals in Europe“, Amsterdam;

**Tabela 2. Poreski tretman kamata na depozite u tranzicionim zemljama**

Zemlja	Poreska stopa rezidenti	Poreska stopa nerezidenti	Metoda oporeziv.	Napomena
Bugarska	0%	0% i 15%	KPO	- veliki deo kamata na depozite je poreski izuzet
Češka	15%	kao i za rezidente	KPO	
Estonija	0% -26%	0 -26%	KPO	- poreski izuzete kamate koje plaćaju kreditne ustanove sa sedištem u EU
Hrvatska	0%	0%	-	- na kamate po osnovu datih zajmova plaća se porez po odbitku od 35%
Letonija	0%-25%	Kao i za rezidente	KPO	- poreski izuzete kamate koje plaćaju kreditne ustanve u Letoniji
Mađarska	0%	0%	-	
Poljska	20%	20%	KPO	- izuzeće se odnosi na kamate na ulaganja pre 01.12.2001.
Rumunija	0%-1%	10%	KPO	- poreski izuzete kamate na tekuće račune, oročene depozite te štedne instrumente rumunskih banaka
Slovačka	19%	Kao i za rezidente	KPO	
Slovenija	0%	0-15%	KPO	- na kamatu po osnovi datih zajmova i kredita plaća se porez po odbitku u visini 25% koji se uračunava u poresku obavezu

*Izvor: IBFD (2004b) Guide to European Taxation, Volume VI: „Taxation of Individuals in Europe“, Amsterdam.*

## **2. PORESKI TRETMAN KAMATA NA OBVEZNICE I DIVIDENDE**

Kamate na obveznice, u velikom broju zemalja, imaju jednak poreski tretman kao i kamate na depozite, i obično se porez na kamate na obveznice obračunava primenom iste metode kao i porez na kamate na depozite. Međutim, u nekim zemljama se različito poreski tretiraju korporativne i državne obveznice, pri čemu državne obveznice uživaju povoljniji status. Dividende se oporezuju isto kao obveznice, ili se delimično izuzimaju od oporezivanja, kako bi se umanjilo dvostruko oporezivanje dohotka od ulaganja u deonice – jednom na nivou

preduzeća, i drugi put na nivou deoničara.

U tabelama 3. i 4. prikazana je zakonska poreska stopa koja se primenjuje na korporativne i državne obveznice, dividende u «starim» članicama Evropske unije, kao i nekim evropskim tranzicionim zemljama. Prema podacima u tim tabelama može se zapaziti da među «starim» članicama EU, kamate na korporativne obveznice imaju isti poreski tretman kao i kamate na bankarske depozite, osim u Grčkoj, Italiji i Portugaliji gde se na kamate na bankarske depozite primenjuju više poreske stope. Među zemljama koje su u tranziciji Bugarska i Češka korporativne obveznice oporezuju po višim stopama nego kamate na bankarske depozite.

## FINANSIJE

**Tabela 3. Poreski tretman kamata na korporativne i državne obveznice te dividendi u «starim» članicama EU**

Zemlja	Stopa poreza na korporativne obveznice*	Stopa poreza na državne obveznice*	Stope poreza na dividende	Napomena uz oporezivanje dividendi
Austrija	25%	25%	25%	- poresko oslobođene dividende novih deonica u domaćim proizvodnim preduzećima
Belgija	15%	15%	15%-25%	- snižena stopa primenjuje se na deonice izdate nakon 1994. (pod određenim uslovima)
Danska	59%	59%	28%/43%	- viša stopa primenjuje se ako dohodak od deonica prelazi 42400 DDK
Finska	29%	29%	29%	- postoje određene olakšice
Francuska	15+ 10%	15+10%	48,09%+ 10%	- oporezuje se samo polovina dividendi - dividende i obveznice se dodatno oporezuju socijalnim porezima (stopa od 10%) - postoji neoporezivi odbitak
Nemačka	44,31%	44,31%	44,31%	- oporezuje se samo ½ dividende
Grčka	0%	0%	0%	- dividenda se ne oporezuje kod deoničara
Irska	42%	42%	42%	- granica izuzeća je 5210 eura
Italija	12,5%	12,5%	12,5%	- kod kvalifikovanih društava dividende se oporezuju progresivnim porezom na dohodak (najviša granična stopa 45%), i izuzeto je 60% dividendi
Luksemburg	38,95%	0%	38,95%	- dopušteno izuzeće od 50% dividendi plus izuzeće u visini od 1500 evra
Holandija	30%	30%	25% i 30%	- osnovica je pretpost. povrat od 4% od štednje i ulaganja - dozvoljen je odbitak od 19252 evra od poreske osnovice - niža stopa primenjuje se ako postoji značajan udeo u vlasništvu
Portugalija	20%	25%	40%	- dopušteno izuzeće u visini od 50% dividende
Španija	45%	45%	45%	- imputacijski kredit iznosi 40% dividende
Švedska	30%	30%	30%	- dopušteno ograničeno izuzeće za dividende malih i srednjih preduzeća
V.Britanija	40%	40%	32,5%	- imputacijski kredit iznosi 1/9 odsto dividende

*Napomena:*\* Ako se primenjuje progresivno oporezivanje dohotka, navedene su najviše granične poreske stope.

*Izvor:* IBFD (2004a): *Guide to European Taxation*, Volume VI: „Taxation of Individuals in Europe“, Amsterdam.

**Tabela 4. Poreski tretman kamata na korporativne i državne obveznice te dividendi u tranzicionim zemljama**

Zemlja	Stopa poreza na korporativne obveznice	Stopa poreza na državne obveznice	Stopa poreza na dividende	Napomena uz oporezivanje dividendi
Bugarska	20%	0%	15%	
Češka	25%	0%	25%	
Estonija	26%	26%	0%	- porez na dividende koji plaća preduzeće koje raspodeljuje dividende je konačan
Hrvatska	0%	0%	0%	
Letonija	25%	0%	0%	- oporezuju se samo kod preduzeća koja posluju u posebnim ekonomskim zonama i lukama
Mađarska	0%	0%	20%/30,5%	
Poljska	20%	0%	19%	
Rumunija	1%	1%	5%	
Slovačka	19%	19%	0%	- dividende se oporezuju samo na nivou preduzeća
Slovenija	0%	0%	50%	- oporeziva osnovica izračunava se uvećanjem iznosa dividendi za iznos plaćenog poreza po odbitku (po stopi od 25 odsto) i umanjenjem za 40 odsto

*Izvor: IBFD (2004b) Guide to European Taxation, Volume VI: „Taxation of Individuals in Europe“, Amsterdam;*

U starim članicama Evropske unije tretman korporativnih i državnih obveznica je podjednak, osim u Luksemburgu gde za određene beskuponske državne obveznice postoji eksplicitno poresko oslobođenje. Za razliku od toga, srazmerno veliki broj zemalja u tranziciji državnim obveznicama daje poreski povlašćen položaj u odnosu na korporativne obveznice (Bugarska, Češka, Litvanija, Letonija i Poljska) pa sve ove zemlje u potpunosti izuzimaju državne obveznice od plaćanja poreza na kamatu. Razlike poreskih politika prema državnim obveznicama, u dve grupe zemalja, mogu se objasniti većom potrebom

država koje su u tranziciji za finansiranje zaduživanja i njihovim nasleđenim favorizovanjem državnog (javnog) sektora.

### **3. HARMONIZACIJA U PODRUČJU OPOREZIVANJA DOHOTKA OD KAMATA NA ŠTEDNE DEPOZITE U EVROPSKOJ UNIJI**

Oporezivanje dohotka na štedne depozite fizičkih lica na području Evropske unije nije još predmet harmonizacije, iako je uvođenjem Direktive o dohotku od kamata na štedne depozite ono delimično regulisano tom direk-

tivom. Direktiva o dohotku od kamata na štedne depozite<sup>6</sup> usvojena je tek 2003. godine i stupila je na snagu 1. jula 2005. godine, iako je još u 60-tim godinama prošlog veka započela priprema regulative koja bi uvela određeni stepen poreske harmonizacije u to područje. Uzrok nastojanjima da se poreskom harmonizacijom obuhvati oporezivanje dohotka od kamata na štednju je činjenica da je važeće načelo, kod oporezivanja kamata, načelo zemlje prebivališta, koje se krši time što poreske vlasti mogu poreski zahvatati prinose kamata samo u zemlji, a ne i u inostranstvu. To motivise štediše da iznose štednju u druge zemlje i da ne prijavljuju prinos na tu štednju u zemlji prebivališta, što ima za rezultat gubitak potencijalnih poreskih prihoda matičnih zemalja, kao i gubitkom kapitala.

Međutim, zemlje članice nisu dugo niz godina uspevale da postignu saglasnost oko ujednačavanja poreskog tretmana dohodaka od kamata. Posebno ograničenje za usaglašavanje predstavljao je institut bankarske tajne kojeg se nisu želele odreći neke zemlje članice (Austrija, Belgija i Luksemburg). Tokom 2000. godine, podnet je predlog direktive koji predviđa razmenu informacija, odnosno uvođenje kontrolnih izveštaja između zemalja članica Evropske unije. Belgiji, Luksemburgu i

Austriji odobreno je prelazno razdoblje u kojem mogu primenjivati sistem poreza po odbitku, koji nakon toga moraju zameniti sistemom kontrolnih izveštaja.

Krajnji cilj ove direktive je da omogući da dohodak od štednje u obliku plaćanja kamata u jednoj zemlji članici Evropske unije, rezidentima druge zemlje članice Evropske unije, bude efektivno oporezovan u skladu sa zakonima te druge zemlje članice Evropske unije. Cilj ove direktive najlakše se može postići tako da se razotkriju plaćanja kamata od strane ekonomskog subjekta u jednoj zemlji članici u korist lica koje je rezident druge zemlje članice putem automatske razmene informacija vezanih uz plaćanja kamata između zemalja članica Evropske unije. Obuhvat ove direktive treba da bude ograničen na oporezivanje dohotka od štednje u obliku plaćanja kamata na potraživanja proizašla iz zaduživanja, a naročito dohodaka od državnih hartija od vrednosti i dohotka od obveznica i komercijalnih zapisa, kamate naplaćene i kapitalizovane prilikom prodaje, povrata ili otplate takvih potraživanja proizašlih iz zaduživanja, ali ne na naknade od penzija ili osiguranja, kao i na kamate na određene prenosive obveznice (kako bi se izbegli nepovoljni uticaji na tržište) tokom prelaznog perioda (za obveznice izdate pre 1. marta 2001. godine).

U vezi s Direktivom o dohotku od kamata na štedne depozite, bitno je naglasiti da Direktiva ne reguliše oporezivanje dohotka od kamata

---

<sup>6</sup> „Concil Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments”, *Official Journal of the European Union*, 26. 06. 2003.

domaćih štediša, već isključivo poreski tretman dohotka od kamata nerezidenata, da se ne odnosi na dohodak od kamate lica kojem se prebivalište nalazi izvan Evropske unije i da zemlja članica u kojoj poreski obveznik ima prebivalište može odlučiti hoće li ili ne oporezovati dohodak od kamata. Direktiva, prema tome, ne zahteva da zemlje članice ujednače ni način niti visinu poreskog opterećenja dohodaka od kamata.

U svim "starij" članicama Evropske unije pojavljuje se neki oblik oporezivanja kapitalnih dobitaka<sup>7</sup>, bilo u obliku posebnog poreza na kapitalne dobitke, bilo u obliku oporezivanja unutar poreza na dohodak. U radu će se razmatrati oba načina oporezivanja kapitalnih dobitaka i to kapitalnih dobitaka od svih vrsta imovine čiji realizovani dobitci podležu oporezivanju. U Tabeli 5. pregledno su dati osnovni elementi poreza na kapitalne dobitke u tim zemljama. Vidljivo je da, mada sve zemlje u nekoj meri oporezuju kapitalne dobitke, postoje bitne razlike u načinu oporezivanja, pa tako i u poreskom opterećenju poreskih dobitaka.

Zemlje Evropske unije je moguće klasifikovati na one koje kapitalne dobitke oporezuju zajedno s ostalim oblicima dohotka i na zemlje koje primenjuju poseban porez na kapitalne dobitke. Devet "starij" članica

Evropske unije (Austrija, Danska, Finska, Nemačka, Italija, Luksemburg, Portugalija, Španija i Švedska) kapitalne dobitke integrišu u ukupan oporezivi dohodak te na njih primenjuje progresivne poreske stope u skladu s propisanim poreskom tarifom. U dve skandinavske zemlje u kojima se primenjuje tzv. dualni sistem oporezivanja dohotka, kapitalni se dobitci pribrajaju dohocima od kapitala i oporezuju porezom na dohodak od kapitala. U preostalim šest "starij" zemalja Evropske unije (Belgiji, Francuskoj, Grčkoj, Irskoj, Holandiji i V. Britaniji) kapitalni se dobitci oporezuju zasebnim porezom.

Poreske stope kojima se oporezuju kapitalni dobitci razlikuju se i unutar pojedine zemlje za različite vrste imovine, i između zemalja. Međutim, ako se pretpostavi da u zemljama u kojima se kapitalni dobitci oporezuju progresivnim stopama poreza na dohodak kapitalni dobitci podležu oporezivanju maksimalnim poreskim stopama, iz naredne tabele je vidljivo da se poreske stope kreću između 5 odsto za specifične oblike imovine u Grčkoj i 59 posto u Danskoj.

U većini, odnosno u deset "starij" članica Evropske unije pravi se razlika između kratkoročnih i dugoročnih kapitalnih dobitaka, odnosno dobitci od prodaje imovine u kratkom roku od sticanja imovine smatraju se špekulativnim dobitcima čiji tretman mora biti nepovoljniji od tretmana dugoročnih kapitalnih dobitaka. Iz Tabele br. 5, u kojoj su navedene vrste imovine koja podleže oporezivanju porezom na kapitalne dobitke, odnosno vrste imovine

---

<sup>7</sup> Kapitalni dobitci predstavljaju dobitke od promene cene imovine od trenutka njene kupovine do trenutka prodaje.

## FINANSIJE

izuzete od plaćanja tog poreza, vidljivo je da je različit tretman kratkoročnih i dugoročnih kapitalnih dobitaka naročito uobičajen kod nekretnina. Ipak, granica razgraničenja između kratkoročnih i dugoročnih kapitalnih dobitaka prilično se razlikuje, pa se kod nekretnina kreće od 2 do 10 godina, a kod ostale imovine između šest meseci i tri godine.

U devet "starih" zemalja članica Evropske unije određen je prag, odnosno novčani iznos do koga su obveznici oslobođeni plaćanja poreza na kapitalne dobitke. Iako se ranije u više zemalja primenjivala prilagođena poreska osnovica na kapitalne dobitke kako bi se oporezovali samo realni, a

ne nominalni kapitalni dobitci, danas se indeksacija poreske osnovice primenjuje samo u dve zemlje (Irskoj i Portugaliji). Isto tako, u većini zemalja nije dozvoljen odbitak kapitalnog gubitka, a četiri od preostalih pet zemalja (Danskoj, Irskoj, Luksemburgu, Holandiji i Švedskoj) dopušten je samo ograničen odbitak kapitalnog gubitka od oporezivog dohotka. U pet zemalja dopušteno je, pod određenim uslovima, odgađanje plaćanja poreza na kapitalne dobitke.

U Tabeli 6. daje se pregled poreskog tretmana kapitalnih dobitaka s obzirom na vrstu imovine, pri čemu se oporezovanom imovinom smatra ona koja se eksplicitno navodi kao

**Tabela 5. Način oporezivanja kapitalnih dobitaka u «starim» članicama EU**

Zemlja	Način oporez	Stope*	Različit tretman kratkoročnih i dugoročnih dobitaka	prag	Prilagod inflaciji	Odbitak kap. gubitaka	odgoda
Austrija	UOD	½ pr.stope primenjene na oporezivi dohodak, max. 50%	Da	ne	Ne	ne	da, u odred. uslovima
Belgija	Z	16,5-33%	Da	ne	Ne	ne	ne
Danska	UOD	59%	Da	da	Ne	da	ne
Finska	UODK	28%	Ne	da	Ne	ne	ne
Francuska	Z	26%	Da	da	Ne	ne	ne
Nemačka	UOD	47,48%	Da	da	Ne	ne	ne
Grčka	Z	5/20%	Ne	ne	Ne	ne	ne
Irska	Z	20/40%	Ne	da	Da	da	da
Italija	UOD	12,5/45%	Ne	ne	Ne	ne	ne
Luksemb.	UOD	38%	Da	da		da	
Holandija	Z	25%	Ne	ne	Ne	da	ne
Portugal	UOD	40%	Da	ne	Da		da
Španija	UOD	45%	Da	ne	Ne	ne	da
Švedska	UODK	30%	Da	da		da	da
V.Britanija	Z	40%	Da	da	Ne	ne	da

*Napomene:* \*Ako se primenjuje progresivno oporezivanje dohotka, navedene su najviše granične poreske stope;

*Izvor:* IBFD, 2004a, *Guide to European Taxation*, Volume VI: „Taxation of Individuals in Europe“, Amsterdam.

## FINANSIJE

**Tabela 6. Poreski tretman kapitalnih dobitaka s obzirom na vrstu imovine**

Zemlja	OPOREZIVA IMOVINA	IZUZETA IMOVINA
Austrija	- poslovna imovina - nekretnine do 10 godina - zemlja do 15 god. (od 5-15 god.smanjuje se osnovica) - ostala imovina do 1 godine - deonice dobici od likvidacije društva ili povrata uloga deoničarima;	- nekretnina koja je služila kao osnovno prebivalište u posljednje 2 godine; - nekretnine preko 10 godina - zemlja preko 15 godina - ostala imovina preko 1 godine - obveznice koje izdaje domaći dužnik
Belgija	- poslovna imovina - neizgrađena imovina do 5 godina - portfelj koji se prodaje stranom pravnom licu	- neizgrađena imovina više od 5 godina
Danska	- deonice do 3 godine - ostale deonice koje ne kotiraju i prelaze 133700 DDK	- deonice preko 3 godine - obveznice i druge HoV denominovane u d.krune - derivatni fin.instrumenti s transferom do 2 dana - kuća, stan i kuća za odmor koji služe kao prebivalište
Finska		- nekretnine namenjene stanovanju, preko 2 godine korišćenja
Francuska	- poslovna imovina i poslovni portfelji - nekretnine - pokretna imovina, osim nameštaja, vozila i kućnih aparata	- nekretnina koja je osnovno prebivalište poreskog obveznika
Nemačka	- poslovna imovina - nekretnine do 10 godina - pokretna imovina, uključujući deonice i obveznice do 1 godine - povlačenje imovine iz poslovanja-nekretnine do 10 godina, a ostalo do 1 g. - derivatne transakcije, ugovorno razdoblje do 1 godine	- nekretnine preko 10 godina - pokretna imovina, uključujući deonice i obveznice preko 1 godine - povlačenje imovine iz poslovanja-nekretnine preko 10 godina, ostalo preko 1 g. - derivatne transakcije, preko 1 godine
Grčka	- poslovna imovina - deonice društva koje ne kotiraju - udeli u partnerstvima ili društvima s ograničenom odgovornošću - goodwill ili zaštitni znak	- ostali oblici imovine
Irska	- imovina koja nije izuzeta	- veliki broj izuzetaka - nekretnina koja je osnovno prebivalište
Italija	- poslovna imovina - zemlja - nekretnine do 5 godina - udeli u društvima i partnerstvima - vrednosni papiri - derivatni instrumenti	- nekretnine preko 5 godina
Luksemburg	- poslovna imovina - nekretnine do 2 godine - pokretna imovina do 6 meseci - značajniji udeli u vlasništvu	- obveznice koje izdaju domaći rezidenti
Holandija	- značajniji udli u vlasništvu	
Portugal	- nekretnine (samo 50%) - intelektualno i industrijsko vlasništvo (50%) - deonice i obveznice do 1 godine	- mat.imovina individualnog preduzetnika, ako se prihodi reinvestiraju u naredne 3 g. - nekretnina koja je osnovno prebivalište poreskog obveznika, ako se ukupan prihod reinvestira u nabavku iste imovine unutra 2 godine
Španija	- imovina do 1 godine	- nekretnina koja je osnovno prebivalište poreskog obveznika, ako se ukupan prihod reinvestira u nabavku iste imovine unutra 2 godine
Švedska	- privatna imovina namenjena stanovanju (2/3 kapitalnih dobitaka) - nekretnine namenjene poslovnoj aktivnosti obveznika (90% kapitalnih dobitaka);	
V.Britanija	- imovina koja nije izuzeta	- uz definisane uslove, moguć je izuzetak različitih oblika imovine;

Izvor: IBFD (2004a), IBFD, 2004a, *Guide to European, Taxation Volume VI: „Taxation of Individuals in Europe“*, Amsterdam.



oporeziva, a izuzetom ona za koju se to eksplicitno navodi<sup>8</sup>. Ovom vrstom oporezive tj. izuzete imovine, kada se pravi razlika između kratkoročnih i dugoročnih kapitalnih dobitaka, naveden je i broj godina od sticanja imovine do kojeg se dobiti smatraju kratkoročnim, odnosno nakon kojeg se smatraju dugoročnim.

Sagledavanjem prethodnih tabela može se zaključiti da oporezivanju podleže poslovna imovina i kratkoročni kapitalni dobitci od prodaje nekretnina i vrednosnih papira, odnosno udela u njima. S druge strane, izuzeti su kapitalni dobitci od prodaje nekretnina koji su služili kao osnovno prebivalište i dugoročni kapitalni dobitci od prodaje nekretnina, vrednosnih papira i udela. Međutim, u nekim zemljama (na primer Belgija, Holandija) porezom na kapitalne dobitke oporezuju se samo dobitci od vrlo specifičnih i malobrojnih oblika imovine pa se može konstatovati da u tim zemljama i ne postoji porez na kapitalne odbitke.

Međutim, iako bi se na osnovu činjenice da u tzv. starim članicama Evropske unije postoje brojna izuzeća od plaćanja poreza na kapitalne dobitke, kao i da se u nekim zemljama primenjuju različite stope poreza na kapitalne dobitke, na različite oblike imovine, moglo zaključiti da poreska zakonodavstva stvaraju značajne ne-neutralnosti između kapitalnih dobitaka od različitih oblika imovine, poređenje

tokom vremena upućuje na napredak prema povećanoj neutralnosti<sup>9</sup>. Osim toga uvođenje dvojnog sistema oporezivanja dohotka u skandinavskim zemljama doprinelo je jednakosti u poreskom tretmanu kapitalnih dobitaka od različitih vrsta imovine, pa čak i u poreskom tretmanu različitih oblika dohotka od kapitala. Ipak, uočava se da se i dalje pojedine države, pri oblikovanju oporezivanja kapitalnih dobitaka ne rukovode načelima ostvarivanja neutralnosti među oblicima imovine (i jednakosti u poreskom tretmanu različitih oblika imovine), već prioritet daju fiskalnim i političkim ciljevima, ne vodeći računa o tim načelima.

To znači da u domenu oporezivanja kapitalnih dobitaka, za sada, na nivou Evropske unije ne postoji inicijativa za harmonizacijom, pa se na tom području (bar za neko izvesno vreme) ne mogu očekivati bitnije promene.

S druge strane, posmatrane zemlje koje su još uvek u tranzicionom procesu, takođe, primenjuju oporezivanje kapitalnih dobitaka. Na primer, u Poljskoj, Rumuniji i Letoniji kapitalni se dobitci oporezuju posebnim porezom, a u ostalim zemljama oporezuju se integrisano s ostalim oblicima dohotka porezom na dohodak. Na primeru Mađarske, vidi se da se kapitalni dobitci, u načelu, oporezuju kao dohodak, ali se, gotovo na sve vrste kapitalnih dobitaka primenjuje jedinstvena proporcionalna stopa.

Iz Tabele 7. u kojoj su prikazane osnovne karakteristike oporezivanja

---

<sup>8</sup> Kao izvor informacija poslužile su publikacije Međunarodnog biroa za fiskalnu dokumentaciju (engl. International Bureau of Fiscal Documentation, IBFD) koje sadrže srazmerno detaljne preglede poreskih zakonodavstava evropskih zemalja (IBFD, 2004a, 2004b).

<sup>9</sup> Joumard, Isabelle, 2001, *Tax Systems in European Union Countries*, OECD, Economic Department Working Papers, br.301.

**Tabela 7. Način oporezivanja kapitalnih dobitaka u tranzicionim privredama**

Zemlja	Vrsta oporeziv.	Stope	Različit tretman kratkor. I dugoroč. Dobitaka	prag	Prilagođ av. na inflaciju	Odbitak kapitalnih gubitaka	odgoda
Bugarska	UOD	29%	Da	Ne	Da	Ne	Ne
Češka	UOD	32%	Da	Ne	Ne	Ne	Ne
Estonija	UOD	26%	Da	Ne	Ne	Ne	Ne
Hrvatska	UOD	15/25%	Da	Ne	Da	Da	Da
Letonija	UOD	25%	Da	Ne	Ne	Ne	Ne
Litvanija	Z	15%	Da	Da	Ne	Ne	Ne
Mađarska	UOD/Z	20/45%	Da	Da	Ne	Ne	Da
Poljska	Z	10/19%	Da	Ne	Ne	Ne	Da
Rumunija	Z	1%	Ne	Ne	Ne	Ne	Ne
Slovačka	UOD	19%	Da	Ne	Ne	Ne	Ne
Slovenija	UOD	50%	Da	Ne	Da	Da	Ne

Objašnjenje: UOD = uključeno u oporezivanje dohotka; UODK = uključeno u oporezivanje dohotka od kapitala; Z = zasebno;

Izvor: IBFD (2004b), IBFD, 2004a, *Guide to European Taxation* Volume VI: Taxation & Investment in Central and East European Countries, Amsterdam.

kapitalnih dobitaka, u tranzicionim ekonomijama, vidljivo je da se stope poreza na kapitalne dobitke razlikuju od zemlje do zemlje. Raspon poreskih stopa, takođe je vrlo veliki i kreće se od 1 u Rumuniji do 50 odsto u Sloveniji, ali se uočava da se u većini ovih zemalja poreska stopa koncentriše oko 20 odsto.

Međutim, za razliku od starih članica Evropske unije koje, po pravilu, dopuštaju poresko oslobađanje kapitalnih dobitaka do određene granice, među zemljama u tranziciji samo Mađarska i Litvanija oslobađaju kapitalne dobitke do određenog praga. Prilagođavanje poreske osnovice za inflaciju dopuštena je u Bugarskoj, Sloveniji i Hrvatskoj, a odbitak kapitalnog gubitka u Sloveniji, i to do visine kapitalnih dobitaka, Hrvatskoj, ako se kapitalni dobitci oporezuju u

okviru poreza na dobit, pa kapitalni gubici umanjuju poresku osnovicu. Pri tome je odgađanje plaćanja poreza na kapitalni dobitak moguće u Mađarskoj i Poljskoj.

U Tabeli 8. navedeni su oblici imovine koja dovodi do nastanka obaveze plaćanja poreza na kapitalne dobitke u tranzicionim zemljama. U poređenju sa starim članicama Evropske unije čini se da manji broj imovine generiše dobitke oporezive porezom na kapitalne dobitke, te da, takođe, postoji nešto manji broj izuzeća. Izvesno jednostavnije i neutralnije oporezivanje kapitalnih dobitaka u tranzicionim privredama moglo bi se pripisati činjenici da je oblikovanje poreza na kapitalne dobitke u manjoj meri opterećeno tradicijom nego u starim zemljama članicama Evropske unije.

## FINANSIJE

**Tabela 8. Poreski tretman kapitalnih dobitaka s obzirom na vrstu imovine u tranzicionim privredama**

Zemlja	OPOREZIVA IMOVINA	IZUZETA IMOVINA
Bugarska	- nekretnine - pokretna imovina – automobil, avion, čamac, deonice, sve do 1 godine	- deonice koje kotiraju na bugarskoj berzi - osnovno više od 3 god. korišćenja ili više od 5 god.vlasništva
Češka	- motorna vozila, avioni i brod do 1 god. - nekretnine do 5 godina - vrednosni papiri, deonice do 6 god. - udeli u ostalim društvima do 5 god.	- motorna vozila, avioni i brodovi preko 1 god. - nekretnine više od 5 godina - vrednosni papiri više od 6 godina - udeli u ostalim društvima više od 5 god.
Estonija	- imovina koja nije izuzeta;	- prodaja vlastitog stana - kuće za odmor preko 2 godine - različiti programi resitucije pokretna imovina za vlastite potrebe
Hrvatska	- dobit od prodaje poslovne imovine (20%) - otuđenje nekretnina ili imovinskih prava - udeo u dobiti ostvareni dodelom ili opcijskom kupovinom vlastitih deonica - nekretnina stečena darovanjem, ako je otuđena u roku od tri godine od dana nabavke od strane darivatelja	- nekretnina koja služi za stanovanje p.o. ili izdržanim članovima uže porodice - nekretnine ili imovinsko pravo otuđeno nakon 3 godine od dana nabavke - otuđenje nekretnine i imovinskih prava između bračnih drugova i sl.
Letonija	- nekretnine do 1 godine	- deonice i ostali vrednosni papiri nekretnine preko 1 godine
Litvanija	- imovina uključujući deonice	- nekretnina i registrovana pokretna imovina više od tri godine - deonice preko 1 godine, ako obveznik ne poseduje više od 10% kapitala u subjektu u posl. 3 godine
Mađarska	- nekretnine - vrednosni papiri - pokretna imovina - povlačenje preduzetničke imovine	- nekretnine, ako se kapitalni dobitci koristekako bi se kupilo trajno prebivalište za obveznika, od 1 do 5 god.nakon prodaje
Poljska	- deonice i ostali vrednosni papiri - nekretnine, vlasnička prava pokretnine do 5 godina	- stan, zgrada i zemlja koji se ne koriste za poslovne aktivnosti (do 2 godine);
Rumunija	- deonice deoničarskih društava i udeli u dr. sa ogran. odgovornošću te ročni ugovori	- imovina koja nije oporeziva
Slovačka	- stambeni prostor koji je prviv. p.o. do 2 godine - ostala imovina do 5 godina	- stambeni prostor, koji je prebivalište p.o. preko 5 godina
Slovenija	- nekretnine, deonice i udeli do 3 godine	- nekretnine, deonice i udeli preko 3 godine

Izvor: IBFD (2004b), IBFD, 2004a, *Guide to European Taxation*, Volume VI: „Taxation & Investment in Central and East European Countries“, Amsterdam.

#### 4. TRETMAN KAPITALNIH DOBITAKA

U procesu reformisanja jedno od ključnih pitanja je da li oporezovati promet hartija od vrednosti u procesu razvoja finansijskog tržišta u Srbiji? U sadašnjim uslovima promet hartija od vrednosti u Srbiji oporezuje se porezom na prenos apsolutnih prava<sup>10</sup>. Stopa poreza na prenos apsolutnih prava je proporcionalna i iznosi 0,3% i ne plaća se samo u četiri slučaja:

1) kod ulaganja apsolutnih prava u kapital akcionarskog društva, odnosno društva sa ograničenom odgovornošću;

2) kad se prenosi apsolutno pravo na hartijama od vrednosti po odredbama zakona kojim se uređuje svojska transformacija, odnosno privatizacija sa emitenta na sticaoca akcija;

3) na prenos obveznica izdatih u skladu sa propisima kojima se uređuje izmirenje obaveza RS po osnovu devizne štednje građana;

4) na prenos obveznica izdatih u skladu sa propisima kojima se uređuje izmirenje obaveza RS po osnovu zajma za privredni razvoj RS;

Dakle, kad se u postupku svojske transformacije, odnosno privatizacije, apsolutno pravo na hartijama od vrednosti prenosi sa emitenta na sticaoca, porez na prenos apsolutnih prava se ne plaća. Međutim, kada fizička lica prodaju ili prenesu uz naknadu akcije pravnom licu (koje su od tog pravnog lica kao emitenta stekla u postupku pri-

vatizacije) porez na prenos apsolutnih prava se plaća. Takođe, na promet akcija koje su zaposleni stekli bez naknade (po osnovu radnog staža u postupku privatizacije) plaća se porez na prenos apsolutnih prava i pri tome je obveznik poreza, na prenos apsolutnih prava, prodavac odnosno prenosilac prava. U reformi finansijskog tržišta treba imati u vidu rešenja zemalja tržišno razvijenih privreda. Među zemljama članicama OECD retke su one koje oporezuju promet hartija od vrednosti. Emitovanje, prodaja, prenos ili sticanje finansijskih instrumenata i sve usluge u vezi sa ovim poslovima su oslobođeni oporezivanja u gotovo svim razvijenim zemljama<sup>11</sup>. Uopšteno, u vođenju fiskalne politike prednost se daje merama od kojih se očekuje uspješniji privredni razvoj.

Imajući u vidu nerazvijenost finansijskog tržišta u Srbiji, kao i rešenja privredno razvijenih zemalja, daleko racionalnije rešenje bi bilo neoporezivanje prometa hartija od vrednosti<sup>12</sup>. Međutim, u vezi oporezivanjem prometa hartija od vrednosti neizbežno

<sup>10</sup> Zakon o porezima na imovinu, član 23, Službeni glasnik RS, br. 26/2001, 45/2002 i 80/2002.

<sup>11</sup> *Indirect Tax Treatment of Financial Services and Instruments* (22 October 1998), Report, OECD, Paris, 1998. Isto tako, među zemljama članicama EU, sve zemlje, bez izuzetka, u okviru zakona o porezu na dodatu vrednost oslobađaju se od oporezivanja prometa hartija od vrednosti.

<sup>12</sup> Na taj način bi poreski sistem zaista predstavljao podršku strategiji privrednog razvoja i ne bi bio izolovan sistem od celine tranzicije. Narocito, što je dosadašnje učešće prihoda od oporezivanja prometa akcija, u ukupnim budžetskim prihodima, veoma malo.

se nameće i pitanje poreskog tretmana kapitalnih dobitaka i gubitaka, koji predstavljaju posledicu ovih transakcija<sup>13</sup>. Na primer, u većini zemalja članica OECD, stope oporezivanja su različite za korporacije i fizička lica, u zavisnosti od perioda držanja hartija od vrednosti u portfelju i od drugih uslova. Neke zemlje, poput Belgije, Švajcarske, Holandije, Grčke, Koreje, N. Zelanda i dr., uopšte ne oporezuju kapitalne dobitke<sup>14</sup>.

U nekim zemljama članicama EU, kapitalni dobitak se oporezuje paušalno, tako da postoji mogućnost da bude i neoporezovan, u zavisnosti od minimalnog perioda držanja hartija od vrednosti (na primer Španija). Zatim, neke zemlje daju posebne poreske olakšice za dugoročni kapitalni dobitak fizičkih lica, te je dugoročno držanje akcija oslobođeno plaćanja poreza na kapitalni dobitak (na primer Austrija, Nemačka, Portugalija, Danska, Velika Britanija i Luksemburg). U Francuskoj i V. Britaniji, kapitalni dobitak je neoporeziv ukoliko je ispod propisanog iznosa. Osim toga, sve zemlje članice EU pružaju povoljniji tretman oporezivanja kapitalnih dobitaka za nerezi-

dente. Osnovni cilj olakšica je da se menadžerima pruži mogućnost za ispunjenje planirane dobiti od investiranja.

U Srbiji, kapitalni dobitci ostvareni prodajom<sup>15</sup>, odnosno drugim prenosom uz naknadu akcija i ostalih hartija od vrednosti se oporezuju s tim da se pravi razlika u dužini perioda držanja hartija u portfelju. Međutim, poreska politika mora da ima ulogu podsticaja u razvoju, a ne da bude obeshrabrujuća za investicije i privredni razvoj. Za razvoj privrede veliki značaj ima stepen razvijenosti finansijskog sistema. Iz tog razloga predmet oporezivanja ne bi trebalo da bude promet hartija od vrednosti, kako bi i poreski sistem, sa svoje strane, bio podsticaj za razvoj finansijskog tržišta. Iskustva zemalja koje su prošle proces tranzicije ili su još u ovom procesu, ukazuju da se rešenja trebaju donositi studiozno (uz analizu o efektima iz koje proizilazi osmišljeni koncept) i usklađena sa regulativom zemalja razvijenih tržišnih privreda.

---

<sup>13</sup> Kapitalni dobitak, kada se radi o prometu hartija od vrednosti, je razlika između prodajne cene hartija od vrednosti i njihove nabavne cene. Ako je razlika negativna, u pitanju je kapitalni gubitak.

<sup>14</sup> *Entrepreneurs and Growth: Tax Issues*, (Febr. 2002), Directorate for Science, OECD, Paris.

---

<sup>15</sup> U svhu određivanja kapitalnog dobitka, prodajnom cenom se smatra ugovorena cena, odnosno tržišna cena koju utvrđuje nadležni poreski organ, ako oceni da je ugovorena cena niža od tržišne. Kao ugovorena, odnosno tržišna cena, uzima se cena bez poreza na prenos apsolutnih prava. Stopa poreza iznosi 20% na kapitalni dobitak fizičkih lica, a 14% na dobit preduzeća.

**Tabela 9: Struktura prometa na Beogradskoj berzi 2004. god.**

Promet	Struktura (%)
- Akcije	32,78
- Obveznice RS (stara štednja)	10,89
- BZ NBS	14,96
- Kratkoročne HoV	41,38

*Izvor: Bilten Beogradske berze, februar 2005.*

U radu je, relativno detaljno, data analiza aktuelnog načina oporezivanja dohotka od kapitala u zemljama Evropske unije, sa upoređivanjem načina oporezivanja sa zemljama koje su 2004. godine ušle u EU i sa zemljama kandidatima.

Nalazi analize su bitni za privredu Srbije u smislu sagledavanja mogućnosti investicionog ulaganja prvenstveno stranih privrednih subjekata u njenu privredu. Pri tome treba imati u vidu da se dohodak od kapitala stiče i pasivnim ulaganjem. Stoga je harmonizacija propisa u Srbiji vrlo bitan preduslov, sa aspekta zainteresovanosti stranaca da ulažu kapital, u bilo kom vidu, u privredu Srbije.

Ova analiza je ukazala na "presek stanja" poreskog tretmana kamata na depozite u 15 razvijenih zemalja Evropske unije kao i tendenciju tretmana kamata na depozite u novoprimitim članicama Evropske unije. Svakako da je tretman ne samo na kamate – bankarske depozite i obveznice, nego čak i prihodi od najamnina od poslovnog zakupa uticalo na odluke stranaca da plasiraju kapital u ove zemlje. Ovaj pristup, naročito

poreski tretman kamata na korporativne ali i državne obveznice, te dividendne stranim državljanima može, i te kako, biti usmerenje za Srbiju u njenom poreskom tretiranju kapitalnih dobitaka imajući u vidu različitu vrstu imovine koju bi stranci posedovali.

U svakom slučaju način oporezivanja kapitalnih dobitaka u Srbiji ne bi smeo da se razlikuje od načina oporezivanja u „novim članicama EU“ ali i u odnosu na zemlje u okruženju.

## ZAKLJUČAK

Ovaj rad ukazuje na tretman kapitalnih dobitaka u zemljama starim članicama Evropske unije kao i u tranzicionim zemljama, i te činjenice upoređuje. Zato je, u prethodnim poglavljima, obavljeno jednostavno upoređivanje osnovnih zakonskih odredbi koje se odnose na oporezivanje dohotka od kamata, dividendi i kapitalnih dobitaka u starim članicama Evropske unije i nekim zemljama koje su, još uvek, u tranziciji. Međutim, kako to poređenje ne bi bilo komplikovano, u načelu nisu razmatrani teorijski koncepti na kojima se zasnivaju pores-

ki sistemi tih zemalja. Ipak, i jednostavno poređenje može dovesti na izvesne zaključke.

Imajući u vidu oporezivanje kamata na štedne depozite može se konstatovati da «stare» članice Evropske unije oporezuju taj izvor dohotka srazmerno visokom stopama od 15 do 59 odsto. Međutim, u nastojanju da, ipak, oporezivanjem ne destimulišu štednju, mnoge zemlje dopuštaju određena poreska oslobođanja, i predviđaju poreske olakšice za pojedine oblike štednje. S druge strane, zemlje u tranziciji nastoje, u što većoj meri, da dohodak od štednje izuzmu od obaveze oporezivanja, te oporezuju, uglavnom, samo prinose na štednju koji su ostvareni u stranim bankama.

Osim toga, stare članice Evropske unije podjednako tretiraju prinose na korporativne i državne obveznice, pri čemu su poreske stope na kamatu od obveznica jednake ili niže od poreskih stopa na kamate na štedne depozite. Zemlje u tranziciji, uglavnom, kamate na korporativne obveznice poreski opterećuju više nego kamate na štedne depozite, ali još uvek niže nego stare članice Evropske unije. Pri tome se državne obveznice, uglavnom, izuzimaju od obaveze plaćanja poreza.

Stope poreza na dividende u starim zemljama Evropske unije jednake su ili niže od stope poreza na obveznice, što se može objasniti nastojanjem da se ublaži dvostruko oporezivanje dividendi. U tranzicionim zemljama stope poreza na dividende, u proseku, su niže nego u starim članicama Evropske unije, a veći broj tih zemalja u pot-

punosti oslobađa dividendu plaćanja poreza.

Kod poreza na kapitalne dobitke postoji najveća raznolikost i u pogledu visine poreskih stopa, i u pogledu oblikovanja te vrste poreza na kapital te tretmana kapitalnih dobitaka od različitih vrsta imovine. Razlike u oporezivanju kapitalnih dobitaka naročito su izražene u «staroj» Evropi, što je, verovatno, posledica delovanja tradicionalnih faktora na oblikovanje poreza na kapitalne dobitke. Stope poreza na kapitalne dobitke mnogo su ujednačenije u tranzicionim zemljama, i manji je broj oblika imovine čiji kapitalni dobitci podležu oporezivanju ovom vrstom poreza.

Srbija se ističe kao zemlja u kojoj je poreska politika naročito blaga prema sticanju dohotka od kapitala, imajući u vidu da se dohodak od kamata na štednju ne oporezuje, kao ni dividende ni prinosi od obveznica, dok se oporezuju kapitalni dobitci ostvareni prodajom tek malobrojnih oblika imovine. Međutim, kada se poredi sa drugim zemljama koje su još uvek u tranziciji, takav poreski tretman dohodaka od kapitala nije neubičajen. Osim toga važno je konstatovati da na nivou Evropske unije ne postoje propisi koji bi zahtevali harmonizaciju poreskog opterećenja za ovu vrstu poreza.

### LITERATURA

1. Auten, Gerald, 1999, «Capital Gains Taxation» u *The Encyclopedia of Taxation and Tax Policy*; Joseph Gordes, Robert D. Ebel i Jane G.

- Gravelle (ur), The Urban Institute Press, str.58-61.
2. Banks, James, 1996, «Tax Incentives for Saving» (skraćena verzija članka objavljenog u New Economy, Decembar 1996), pod nazivom «Putting TESSA in the Dock», <http://www.ifs.org.uk/pensions/taxincentivesforsaving.html>
  3. Bernheim, B. Douglas, 1999, «Taxation and Saving», NBER Working Paper Series, br. 7061, <http://www.nber.org/papers/w7061>.
  4. Gorter, Joeri i Ruud A.de Mooji, 2001, «Capital income taxation in Europe, trends and trade-offs», CPB Series, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, The Hague.
  5. Hamaekers, Hubert, 2003, «Taxation trends in Europe», IBFD, Asia-Pacific Tax Bulletin, February.
  6. IBFD, 1996, International Tax Glossary, IBFD Publications BV.
  7. IBFD (2004a), IBFD, 2004a, Guide to European Taxation Volume VI: Taxation of Individuals in Europe, Amsterdam (loose leaf);
  8. IBFD (2004b), IBFD, 2004a, Guide to European Taxation Volume VI: Taxation & Investment in Central and East European Countries, Amsterdam (loose leaf);
  9. IBFD, 2004c, European Tax Handbook, Amsterdam.
  10. Joumard, Isabelle, 2001, «Tax Systems in European Union Countries», OECD, Economic Department Working Papers, br. 301.
  11. Messere, Kenneth C, 1993, Tax Policy in OECD Countries: Choices and Conflicts, IBFD Publications BV, Amsterdam.
  12. Norregaard, John, 1997, «The Tax Treatment of Government Bonds», IMF Working Paper, no.25, March 1997.
  13. Official Journal of the European Union, 2003, Council Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payment, 26. 6. 2003., L.157/38-L 157/48.
  14. Poterba, James M., 2001, «Taxation Risk-Taking and Household Portfolio Behavior», NBER Working Paper, no. 8340, <http://www.nber.org/papers/w8340>.
  15. Robson, Mark H., 1995, «Taxation and Household Saving: Reflections on the OECD Report», Fiscal Studies, 16 (1).



Rad primljen: 14. VI 2006.

UDK: 336.14:061.1EU

JEL: G32

Pregledni članak

## **BUDŽET EVROPSKE UNIJE**

### **Sopstveni prihodi i opšti budžetski principi**

#### ***THE EUROPEAN UNION BUDGET***

#### ***Own resources and general budgetary principles\****

**Dr Snežana STOJANOVIĆ**  
**Institut za uporedno pravo, Beograd**

#### **Rezime**

Pitanje finansiranja Evropske unije u žiži je interesovanja evropske javnosti. Naročiti značaj ovom pitanju pridaje se od 80-ih godina 20. veka, kada je EU zapala u veliku finansijsku krizu, i to zbog nemogućnosti da prihodima iz sopstvenih izvora i doprinosa država-članica pokrije sve veće budžetske rashode. Iako je kriza tada prevaziđena, nije se odustalo od zamisli da se potraže novi izvori finansiranja koji bi EU obezbedili koliko-toliko stabilne prihode i adekvatno funkcionisanje EU budžeta, bez daljeg zapadanja u dublju finansijsku zavisnost od doprinosa država-članica. U ovom radu razmatraju se nedavno sačinjeni predlozi sopstvenih prihoda EU, kao i opšti principi funkcionisanja EU budžeta.

**Ključne reči:** EVROPSKA UNIJA; BUDŽET EVROPSKE UNIJE; SOPSTVENI PRIHODI; TRADICIONALNI VLASTITI IZVORI; PRIHOD ZASNOVAN NA PDV-U; PRIHOD ZASNOVAN NA BNP-U; DOPRINOSI DRŽAVA-ČLANICA; OPŠTI PRINCIPI BUDŽETA EU

---

\* Ovaj rad napisan je u toku posledoktorskog istraživanja autora na Asser Institutu u Hagu 2005. godine, u toku kojeg je autor održao i predavanje na istu temu.

### Summary

*Financing of the European Union is the focus of the European public interest. It has gained special importance from 80s, when the EU in financial crisis, inability to finance its growing expenditures with own revenues and Member States' contributions. Although crisis of that period as, the EU hasn't given up the idea new sources of financing, which would provide relatively stable revenues and adequate functioning of the EU budget the Member States. This article deals with recent proposals own revenues of the EU, the EU budget.*

**Key words:** THE EUROPEAN UNION; THE EU BUDGET; OWN REVENUES; TRADITIONAL OWN RESOURCES; VAT-BASED REVENUE; GNI-BASED REVENUE; MEMBER STATES CONTRIBUTIONS; GENERAL PRINCIPLES OF THE EU BUDGET

### UVOD

Finansiranje Evropske unije je pitanje koje je neprekidno u fokusu javnog mnjenja i vođenja brojnih debata. Otkako su formirane, Evropske zajednice (*the European Communities*)<sup>1</sup> imale su potrebu za sopstvenim izvorima finansiranja. Međutim, u početku, su se sve tri zajednice uglavnom finansirale doprinosima država-članica<sup>2</sup>. Sistem vlastitih prihoda

da Zajednica uveden je tek 1970, a počeo je da funkcioniše naredne 1971. godine. Zajednice su se i dalje, uglavnom, finansirale doprinos država-članica, čiji je značaj vremenom opadao tako da se, počev od 1985. godine, rashodi Zajednica, najvećim delom, finansiraju sredstvima iz vlastitih prihoda. Imajući u vidu da prihodi zasnovani na PDV-u i BDP-u predstavljaju glavne izvore finansiranja Zajednica, može se zaključiti da se Evropska unija i dalje finansira sistemom doprinosa država-članica. Tokom vremena, ovakav sistem finansiranja prouzrokovao je mnoge nesporazume i nekoliko kriza u EU finansijama, zbog čega su inicirani predlozi za pronalaženje boljih, odnosno izdašnjih finansijskih izvora.

Ovaj rad sadrži analizu nedavno sačinjenih predloga, njihovih prednosti i nedostataka ali i predočavanje optimalnog predloga. Takođe, u radu su izneti i osnovni principi funkcionisanja EU budžeta, s obzirom da je to pitanje neraskidivo povezano sa pitanjem uvođenja novih izvora finansiranja EU budžeta.

---

<sup>1</sup> Termin Evropske zajednice predstavlja zajedničko ime za tri evropske organizacije: Evropsku ekonomsku zajednicu (*European Economic Community, EEC*), Evropsku zajednicu za uglj i čelik (*European Coal and Steel Community, ECSC*) i Evropsku zajednicu za atomsku energiju (*European Atomic Energy Community, Euroatom*). Dok je ECSC osnovana Pariskim ugovorom iz 1951. godine (koji je stupio na snagu 1952), dotle su druge dve zajednice formirane ugovorima potpisanim u Rimu istog dana 1957. godine (sa primenom od 1958. godine).

<sup>2</sup> Samo je ECSC imala sopstveni izvor finansiranja – dažbinu na uglj, ali ona nije mogla obezbediti dovoljno prihoda za finansiranje svih rashoda ove zajednice. Vid.: European Commission, *European Union Public Finance*, 2002, p. 16

## **1. ODNOSI IZMEĐU EVROPSKE UNIJE I DRŽAVA-ČLANICA**

Finansiranje Evropske unije je usko povezano sa pitanjima odnosa između Unije i država-članica i specifičnom prirodom ove institucije kao supranacionalne. Zbog toga, od samog osnivanja, Evropske zajednice su pokazivale potrebu za sopstvenim budžetima i sopstvenim izvorima finansiranja<sup>3</sup>.

Evropska unija je organizacija koja se razlikuje od tradicionalnih međunarodnih organizacija, kao što su Međunarodni monetarni fond ili Ujedinjene nacije, koje se finansiraju doprinosima svojih država-članica. Odnosi između EU i njenih država-članica imaju veoma specifičnu i kompleksnu prirodu. Zasnivaju se na primeni principa pripisivanja, prenošenja nadležnosti, supsidijarnosti i principa proporcionalnosti. Takođe, nadležnosti Unije su ograničene sa aspekta ekskluzivnosti<sup>4</sup>. Princip pripisivanja nadležnosti podrazumeva da Unija nema Kompetenz-Kompetenz<sup>5</sup>, nego su njene nadležnosti izvedene iz nadležnosti država-članica i uglavnom

su ograničene ekskluzivnosti<sup>6</sup>. Princip supsidijarnosti znači da svaka javna funkcija treba da se obavlja od strane što nižeg nivoa vlasti, ako je to efikasnije i ako se na taj način stvaraju najniži mogući administrativni troškovi<sup>7</sup>. U odnosima između Unije i država-članica ovaj princip se primenjuje u oblasti neekskluzivnih nadležnosti i znači da će nadležnosti Unije biti obavljane u interesu država-članica samo ako se ciljevi neke funkcije ne mogu ostvariti od strane država-članica, već se bolje mogu ostvariti ako se konkretna funkcija obavlja na nivou Unije<sup>8</sup>. Princip proporcionalnosti, kao ustavni princip, znači da svaka mera, preduzeta od strane Unije, neće ići preko onoga što je potrebno da bi se ostvarili ciljevi postavljeni ugovorom o Evropskoj

---

okviru granica nadležnosti koje su joj prenele države-članice Ustavom, i to u cilju ostvarenja ciljeva postavljenih samim Ustavom. Nadležnosti koje nisu prenete Uniji obavljaju se od strane država-članica (član 9). Više vid.: Dashwood, (1998.).

<sup>6</sup> Izuzeci od ovog pravila načinjeni su u oblasti poljoprivrede, transporta i međunarodne trgovine. Druge oblasti, kao što je unutrašnje tržište, su oblasti u kojima su nadležnosti Unije značajno ograničene i gde nacionalno zakonodavstvo ima primat. Vid.: Dashwood (2004.).

<sup>7</sup> Princip supsidijarnosti je jedan od veoma važnih principa fiskalnog federalizma i usko je povezan sa primenom principa ekonomske efikasnosti i niskih administrativnih troškova. Više o ovom principu vid.: BirdConaway et al. 2000. i Stojanović (2005.).

<sup>8</sup> U ustavnom pravu Evropske unije princip supsidijarnosti izvodi se iz člana 9, stava 3 Ugovora o Evropskoj zajednici. Detaljna analiza ovog principa data je u: Dashwood, (2004.).

<sup>3</sup> Laffan i Linder (2005), p. 191-212

<sup>4</sup> Dashwood (1998).

<sup>5</sup> Ova tvrdnja zasnovana je na članu 3b (sada članu 5) Ugovora o Evropskoj zajednici, u kome je predviđeno da će Zajednica postupati u okviru granica nadležnosti koje su joj prenete ugovorom i predviđenih ciljeva koje treba ostvariti. Takođe, ovaj princip je predviđen i nacrtom Konvencije, ali u mnogo strožem smislu. Predviđeno je da se granice nadležnosti Unije određuju u skladu sa principom pripisivanja nadležnosti i da će Unija postupati u

zajednici (*The Treaty on European Community*)<sup>9</sup>.

Nadležnosti koje pripadaju Uniji su veoma retko ekskluzivne. Većina njenih nadležnosti pripadaju grupi neekskluzivnih i zajedničkih nadležnosti sa državama-članicama. Takođe, postoje i nadležnosti koje služe samo kao podrška nadležnostima koje obavljaju države-članice. Neekskluzivnost nadležnosti Unije, kao opšte pravilo, zasniva se na članu 175 Ugovora o Evropskoj zajednici, u kome su regulisana pitanja koja se tiču zaštite životne sredine. Grupa zajedničkih nadležnosti su rezidualne prirode, a takozvane nadležnosti koje služe kao podrška nadležnostima država-članica se obavljaju u oblastima kao što su: industrija, zaštita i unapređenje zdravlja građana, obrazovanje, specijalizacija, mladi i sport, kultura, zaštita građana, itd.<sup>10</sup>

## **2. RAZVOJ FINANSIRANJA EVROPSKE UNIJE**

Finansiranje Evropskih zajednica odvijalo se putem sistema doprinosa država-članica. Pariskim ugovorom o Evropskoj zajednici za ugalj i čelik (*European Coal and Steel Community, ECSC*) formirana su dva budžeta za ovu zajednicu – administrativni i operativni. Takođe, Rimskim ugovorom o

Evropskoj zajednici za atomsku energiju (*European Atomic Energy Community, Euroatom Community*) formirana su dva budžeta – administrativni i budžet za troškove istraživanja i investiranja. Samo je Rimskim ugovorom o Evropskoj ekonomskoj zajednici (*European Economic Community, EEC*) predviđen jedan opšti budžet. Ova rešenja su, donekle, izmenjena kasnijim ugovorima. Tako su ugovorom o spajanju (*Merger Treaty*) iz 1965. godine administrativni budžeti ECSC i Euroatom zajednice inkorporisani u opšti budžet EEC, a zatim je Luksemburškim ugovorom iz 1970. godine i budžet za troškove istraživanja i investiranja Euroatom zajednice inkorporisan u opšti budžet EEC. Takođe, ECSC je bila jedina zajednica koja se finansirala i sredstvima iz sopstvenog izvora – dažbine za ugalj i čelik. Iako su prihodi ostvareni iz ovog izvora pripadali operativnom budžetu, finansijska autonomija ECSC bila je mala jer se radilo o veoma malim sredstvima. Upravo zato se i ova zajednica, najvećim delom, oslanjala na doprinose od država-članica. Ovakav sistem finansiranja primenjivan je do 1971. godine, kada je počeo sa primenom sistem vlastitih prihoda Evropskih zajednica. Luksemburškim ugovorom iz 1970. uveden je sistem vlastitih prihoda, ali je njegova primena odložena do 1971. U početku su postojale tri forme vlastitih prihoda: carine, dažbine na poljoprivredne proizvode i prihod zasnovan na PDV-u. Prva dva prihoda predstavljaju takozvane „tradicionalne vlastite prihode“ (*Traditional Own*

---

<sup>9</sup> Ovaj princip predviđen je članom 5, stavom 3 Ugovora o Evropskoj zajednici. Detaljnija analiza izvršena je u Alan Dashwood, (2004), p. 355-381.

<sup>10</sup> Alan Dashwood (2004), p. 369-373.

*Resources, TORs*), dok prihod zasnovan na PDV-u, u stvari, ima karakter doprinosa od država-članica<sup>11</sup>. Kasnije, u toku 1988. godine, uveden je i četvrti, dodatni izvor finansiranja budžeta Zajednica – prihod zasnovan na BDP-u<sup>12</sup>. Prvobitno, uvođenje ovog prihoda imalo je za cilj postizanje ravnoteže između prihodne i rashodne strane budžeta Zajednica. Međutim, u narednim godinama, ovaj prihod postao je glavni izvor njihovog finansiranja.

Važno je istaći da opšti kompenzacioni mehanizam uveden 1985. godine, predstavlja sastavni deo sistema vlastitih prihoda. U pitanju je mehanizam koji se odnosi na kompenzaciono plaćanje Velikoj Britaniji. Budžetska neravnoteža Velike Britanije nastala je ubrzo nakon njenog pristupanja Evropskoj zajednici, i to iz dva razloga: 1) poljoprivredni sektor Velike Britanije je relativno manji i strukturalno različit od onih koji postoje u drugim državama-članicama, što je imalo za posledicu manja izdvajanja za poljoprivredu u ovoj državi; 2) takođe, s obzirom da Velika Britanija ima relativno veće učešće u harmonizovanju osnovici PDV-a nego u ukupnom BDP-

u Zajednice, to je ova država predstavljala najvećeg neto kontributora bužetu Zajednice (poredeći sa doprinosima ostalih država-članica). U cilju otklanjanja ovog problema, uvedeno je nekoliko različitih mehanizama, ali nijedan nije dao zadovoljavajuće rezultate<sup>13</sup>. Aktuelni sistem uveden je 1984. godine u Fontenblau (*Fontainebleau*), a počeo je da se primenjuje 1985. Tako je doprinos Velike Britanije bužetu Zajednice smanjen na 66% posmatrano u odnosu na ravnotežu njenog bužeta. Ovo smanjenje britanskog učešća kompenzovano je većim učešćem drugih država-članica u plaćanjima po osnovu PDV-a. Izuzetak u tom pogledu predstavljala je Nemačka, koja je prvo plaćala 1/3, a zatim 1/4 svog „normalnog“ kompenzacionog plaćanja. Kasnije je i učešće

---

<sup>11</sup> Počev od 1971. TORs su uplaćivani u potpunosti u budžet Evropskih zajednica, dok je prihod od PDV-a uplaćivan samo delimično, imajući u vidu njegov odnos sa BDP-om. Vid.: European Commission, *European Union Public Finance*, p. 18.

<sup>12</sup> Ovaj prihod uveden je Odlukom Evropskog saveta br. 88/376 od 24. juna 1988.

<sup>13</sup> Prvi mehanizam, poznat kao „dinamične kočnice“, uveden je marta 1975. god. u Dublinu. Njime je bilo predviđeno da se doprinos UK bužetu Zajednice ograniči ukoliko su ispunjena tri uslova: 1) BDP po glavi stanovnika manji od 85% od proseka Zajednice; 2) stopa ekonomskog rasta manja od 120% od proseka Zajednice; 3) učešće u plaćanju vlastitih prihoda preko 10% veće od učešća u BDP-u. Karakteristično je da ovaj mehanizam nikada nije „zaživeo“.

I drugi mehanizam uveden je u Dublinu, i to novembra 1979. godine. Sastojao se od posebnih mera uvedenih za Veliku Britaniju na strani budžetskih rashoda Zajednice. Kao i prvi, tako i ovaj mehanizam nikada nije primenjen. Vid.: Aneks IV: “The Budgetary Compensation for the United Kingdom” u *Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, European Commission, Brussels, 1998.

još tri države, Holandije, Austrije i Švedske, delimično umanjeno. Umanjenje učešća ovih država izvršeno je zbog postojanja negativne ravnoteže njihovih budžeta. Međutim, razlozi pojavljivanja bili su različiti za svaku od ovih država. Na primer, Nemačka je bila bogata država sa relativno malim poljoprivrednim sektorom, a pri tom je u toku 1990. i 1991. imala znatno veći privredni rast u odnosu na ostale države-članice. Od ujedinjenja istočnih i zapadnih nemačkih država i kasnije, nakon 1995. godine, negativna bužetska ravnoteža Nemačke se povećala. Usled toga, ova država je zatražila smanjenje svog učešća u kompenzacionom plaćanju. Negativna bužetska ravnoteža Holandije nastala je kao posledica plaćanja taksi u mestima gde su se nalazile holandske luke. Karakteristično je da često ova plaćanja nisu išla u prilog građanima Holandije. Osim toga, Holandija je jedan od najvećih neto kontributora Programu zajedničke poljoprivredne politike, budući da dobija veoma niska sredstva iz strukturalnih fondova i po osnovu direktnih plaćanja za poljoprivredne rashode. Preostale dve države, Austrija i Švedska, kao relativno bogatije članice Evropske unije, takođe predstavljaju velike neto kontributore strukturalnim fondovima i Programu zajedničke poljoprivredne politike.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> *Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, p. 20-26.

### **3. AKTUELNI SISTEM PRIHODA EVROPSKE UNIJE**

Uvođenje opšteg kompenzacionog mehanizma za Veliku Britaniju 1985. godine, smanjenje učešća u kompenzacionom plaćanju za Nemačku, Holandiju, Austriju i Švedsku, kao i finansiranje EU budžeta, uglavnom, prihodima od PDV-a i BDP-a, dovelo je do toga da je finansijski sistem EU postao vrlo kompleksan i netransparentan. Danas se sistem prihoda EU sastoji od nekoliko vlastitih prihoda i prihoda iz drugih izvora. U skladu sa Odlukom Saveta Evrope, vlastite prihode EU čine<sup>15</sup>: tradicionalni vlastiti prihodi, tj. TORs (carine i dažbine na poljoprivredne proizvode<sup>16</sup>), prihod zasnovan na PDV-u i prihod zasnovan na BDP-u. Karakteristiku TORs-a predstavlja to što države-članice uplaćuju u EU budžet svega 75% prikupljenih sredstava, dok ostatak (25%) pripada nacionalnim budžetima i predstavlja oblik kompenzacije za troškove

---

<sup>15</sup> Član 2 Odluke Saveta Evrope o sistemu vlastitih prihoda Evropskih zajednica, usvojene 29. septembra 2000. (2000/597/EC, Euroatom), *Official Journal of the European Communities* L 253 od 7. 10. 2000.

<sup>16</sup> U tradicionalne vlastite prihode spadaju i dažbine na šećer, ali su prihodi iz ovog izvora toliko nisko da se oni, po pravilu, ne pominju kao oblik tradicionalnog vlastitog prihoda. Više vid.: Commission of the European Communities, *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, Brussels, 14. 7. 2004 COM (2004) 505 final, Volume II.

naplate<sup>17</sup>. Prihod zasnovan na PDV-u naplaćuje se na takozvanu "apstraktnu" harmonizovanu osnovicu PDV-a svih država-članica. Apstraktna osnovica se obračunava u cilju kompenzacije razlika u nacionalnim režimima PDV-a, budući da na nivou EU nije izvršena potpuna harmonizacija PDV-a. Za svaku državu-članicu, apstraktna PDV osnovica obračunava se deljenjem ukupnih prihoda od PDV-a sa ponderisanim prosekom stope PDV-a izvedenim, uglavnom, iz nacionalnih računa. U slučajevima kada je to moguće, nacionalna PDV osnovica ograničava se na 50% BDP-a države, kako bi se umanjio regresivni efekat PDV-a. Zbog toga, za države koje se nalaze u režimu ograničenja, prihod zasnovan na PDV-u često se pretvara u prihod zasnovan na BDP-u. Takođe, jedinstvena procentualna stopa, takozvana „obavezna stopa“ (*call rate*) obračunava se na ograničene i harmonizovane osnovice PDV-a svih država-članica i ne sme premašiti 0,5% osnovice.<sup>18</sup>

Za razliku od prihoda zasnovanog na PDV-u, prihod zasnovan na BDP-u naplaćuje se kao jedinstvena stopa u proporciji sa BDP-om pojedinačne države-

članice. Ovde se ne primenjuje neki poseban mehanizam ograničenja – jedino ograničenje predstavlja limitiranje ukupnih vlastitih prihoda na 1,24% BDP-a EU.

Važno je pomenuti i obavezu država-članica da transferišu sredstva ostvarena naplatom vlastitih prihoda u EU budžet. Ukoliko izbegavaju da to urade, Komisija može podići posebnu tužbu kod Evropskog suda pravde (*European Court of Justice, ECJ*), čije odluke uvek sadrže visoke kazne za optuženu državu, odnosno države<sup>19</sup>.

---

2, stav 4 Odluke Saveta Evrope o vlastitim prihodima Evropskih zajednica iz 2000. godine.

<sup>19</sup> Članom 228 Ugovora o osnivanju Evropske zajednice predviđeno je da ako država-članica ne ispuni svoju obavezu uplate doprinosa u budžet Zajednice, protiv nje se može podići tužba kod Evropskog suda pravde, sa zahtevom da optužena država plati jednokratnu novčanu kaznu. Tako je, primera radi, 15. novembra 2005. godine podignuta tužba protiv Danske. Optužba se zasnivala na činjenici da je Danska izbegla plaćanje doprinosa po osnovu prihoda ostvarenih naplatom carina na uvoz pasulja iz Kine. Komisija je tražila da se u EU budžet uplati 140.409,60 danskih kruna, što je ova država odbila da uradi. Zbog toga je Komisija podigla tužbu kod ECJ, ističući da je Danska učinila povredu pravila Carinskog kodeksa i da je izbegla plaćanje doprinosa EU budžetu na bazi naplate vlastitih prihoda. ECJ je doneo odluku da je ova država obavezna da izvrši uplatu tražene sume, i to zajedno sa kamatom koja se plaća za svaki dan kašnjenja. Takođe, Danska je obavezana na plaćanje troškova vođenja sudskog postupka. Na plaćanje troškova vođenja sudskog postupka obavezane su i Belgija, Nemačka, Italija, Holandija, Portugalija i Švedska, koje su takođe bile učesnice postupka. Vid.: slučaj C-392/02 ECJ.

<sup>17</sup> Odlukom Saveta Evrope o vlastitim prihodima Evropskih zajednica, donetom 1994. godine (Decision 94/728/EC, Euroatom, član 2, stav 3) država-članice mogle su zadržati 10% naplaćenih vlastitih prihoda. Međutim, Odlukom iz 2000. godine (2000/597/EC, Euroatom), ovaj iznos je povećan i sada iznosi 25% (član 2, stav 3). Troškovi naplate posledica su toga što EU nema poreska ovlašćenja, nego ona pripadaju isključivo državama-članicama koje uvode i naplaćuju poreze.

<sup>18</sup> Aktuelna maksimalna obavezna stopa prihoda zasnovanog na PDV-u iznosi 0,5%, a primenjuje se od 2004. godine. Pre toga, ograničenja su iznosila 1% (do 2002) i 0,75% (u 2002. i 2003. godini). Vid.: član

Osim vlastitih prihoda, EU budžetu pripadaju i takozvani ostali prihodi. Ovu grupu čine<sup>20</sup>:

- novčane kazne;
- prihodi ostvareni administrativnim aktivnostima EU institucija;
- doprinosi povezani sa aktivnostima u evropskoj ekonomskoj oblasti;
- kamate za kašnjenja u plaćanjima;
- porezi na dohodak zaposlenih u evropskim institucijama;
- prihodi od kredita i zaduživanja;
- ostali prihodi.

Iako u grupu „ostali prihodi“ spada više prihoda nego u grupi vlastitih prihoda, od prve grupe EU budžet ostvaruje znatno manje sredstava nego od vlastitih prihoda. Ovo je, ujedno, i glavni razlog zašto se uobičajeno govori samo o vlastitim приходima kao izvorima finansiranja EU budžeta.

Takođe, jedan od elemenata sistema vlastitih prihoda EU je i opšti kompenzacioni mehanizam. Ovim mehanizmom smanjeno je plaćanje doprinosa od strane Velike Britanije (za 66% negativne budžetske ravnoteže ove države), ali je za taj isti iznos uvećano plaćanje ostalih država-članica (sa izuzetkom Nemačke, Austrije, Holandije i Švedske).

Imajući u vidu razvoj sistema vlastitih prihoda EU, kao i mnoge

izmene učinjene u poslednjih nekoliko godina, opšti je zaključak da aktuelni sistem obiluje nedostacima. Pre svega, veoma je kompleksan i netransparentan. EU se, uglavnom, finansira приходima od PDV-a i BDP-a koji, u stvari, predstavljaju oblik doprinosa plaćenih od država-članica. Zbog toga ne postoji neposredna veza između EU budžeta i građana, a to dovodi do ograničavanja finansijske autonomije EU. Takođe, aktuelni sistem je vrlo neefikasan: jedini pravi vlastiti prihodi EU jesu tradicionalni vlastiti prihodi, koji ostvaruju direktan uticaj na relativne tržišne cene i odluke o alokaciji. Glavni prihodi EU budžeta (zasnovani na PDV-u i BDP-u) najpre se direktno slivaju u budžete država-članica, a zatim ih one, jednim delom, transferišu EU budžetu. Za razliku od tradicionalnih vlastitih prihoda, ovi prihodi ne ostvaruju direktan uticaj na relativne tržišne cene, niti na odlučivanje o alokaciji sredstava. Jedan od nedostataka je i to što aktuelni sistem finansiranja značajno narušava jednakost među državama-članicama. Uglavnom je to posledica primene opšteg kompenzacionog mehanizma i umanjenja učešća koje pojedine države-članice plaćaju po tom osnovu.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> *Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, p. 4.

---

<sup>21</sup> Više o nedostacima finansiranja EU.: *Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, p. 5-10 i Commission of the European Communities, *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, p. 8-13.



## **NEOPHODNOST UVOĐENJA NOVIH IZVORA FINANSIR- ANJA EVROPSKE UNIJE – PREDLOZI**

Imajući u vidu pomenute nedostatke postojećeg sistema finansiranja EU, u poslednje vreme su dati predlozi za uvođenje vlastitih prihoda EU budžeta<sup>22</sup>. Po pravilu, predlozi se zasnivaju na uvođenju poreskih prihoda, s obzirom na to da su, u poređenju sa ostalim fiskalnim i nefiskalnim izvorima prihoda, porezi najizdašniji izvori prihoda. Uglavnom, svi predlozi zahtevaju poštovanje sledećih kriterijuma:

- dovoljnost (*Sufficiency*);
  - stabilnost (*Stability*);
  - vidljivost (*Visibility*);
  - niski operativni troškovi (*Low operating costs*);
  - efikasna alokacija izvora (*Efficient allocation of resources*);
  - pravičnost (*Equity*).
- ovi kriterijumi se dalje mogu klasifikovati u tri osnovne grupe:
- budžetski kriterijumi (dovoljnost i stabilnost);

- kriterijumi efikasnosti (vidljivost, niski operativni troškovi, efikasna alokacija izvora);
- kriterijumi pravičnosti (horizontalna i vertikalna pravičnost i pravični doprinosi).

Važno je istaći da nije moguće da svaki od navedenih kriterijuma bude u potpunosti zadovoljen korišćenjem samo jednog prihoda. Ali, zadovoljavanje većine, i to od strane nekoliko prihoda ili čitavog sistema prihoda je nešto što je moguće i što treba imati u vidu prilikom donošenja odluke o uvođenju jednog ili više novih prihoda.

**Kriterijum dovoljnosti** (*sufficiency*) podrazumeva da prihod ili prihodi EU treba da obezbede dovoljno sredstava za pokriće budžetskih rashoda EU, i to na dugi rok. Prilikom zadovoljavanja ovog kriterijuma, moguće je kombinovati nekoliko poreza ili samo jedan EU porez sa drugim izvorima prihoda (npr. sa kontribucijama ili dotacijama od država-članica). Ukoliko se izabere prva opcija, važno je da se uvedu porezi koji su dovoljno izdašni sa aspekta finansiranja rashoda EU budžeta. Uvođenje nekoliko isuviše „malih“ poreza samo bi opteretilo sistem finansiranja EU, učinilo ga vrlo kompleksnim i uopšte ne bi doprinelo rešavanju problema značajne finansijske zavisnosti EU od država-članica. Ovo znači da dovoljnost treba posmatrati uzimajući u obzir celokupni sistem

---

<sup>22</sup> Philippe Cattoir, (2004), Commission of the European Communities, *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System* i European Commission, *Financing the European Union*, Annex II: “A Review of Possible Own Resources for the European Union”, Brussels, 7 October 1998.

EU finansiranja.<sup>23</sup>

**Kriterijum stabilnosti** (*stability*) znači da EU treba da ima stabilne izvore prihoda, koji nisu osetljivi na ciklična kretanja u privredi, niti na cene dobara. EU porez (ili porezi) treba da budu stabilni i predvidivi. Takođe, ne treba da imaju bilo kakva nepredvidiva kretanja (rast ili pad). Kriterijum stabilnosti treba posmatrati imajući u vidu čitav sistem EU prihoda, ali i njihov prosek kretanja u toku godine. Uvek postoji mogućnost cikličnog kretanja pojedinog prihoda, ali imajući u vidu sve prihode EU budžeta, sistem bi trebalo da bude relativno stabilan. Ovo znači stabilnost čitavog sistema EU finansiranja i finansijsku nezavisnost EU od doprinosa država-članica.<sup>24</sup>

**Vidljivost** (*visibility*) podrazumeva da EU porez treba da omogući stvaranje direktne veze između poreskih obveznika (građana EU) i EU budžeta. To znači da će građani EU biti svesni koliko iznose troškovi finansiranja EU,

<sup>23</sup> *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, p. 63; Philippe Cattoir, 2004. p. 8 i European Commission, *Financing the European Union*, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union", p. 3.

<sup>24</sup> Moguće je i da u finansijskom sistemu postoji takozvani „rezidualni prihod”, koji bi po automatizmu prilagođavao prihode promenama na strani rashoda, a sve u cilju održavanja ravnoteže budžeta. Više vid.: *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System* p. 64 and Philippe Cattoir, (2004.), p. 8.

a samim tim će biti spremniji da plaćaju poreze ukoliko znaju da će prikupljena sredstva biti upotrebljena za zadovoljavanje njihovih potreba za javnim dobrima i za poboljšanje funkcionisanja EU u celini. Zbog toga, „vidljivost treba posmatrati sa aspekta svih faktora koji utiču na podizanje svesti poreskih obveznika o sumi poreza koja se prikuplja i o konačnoj upotrebi tih sredstava“<sup>25</sup>. S obzirom da sada građani mogu da „kontrolišu“ trošenje svog novca od strane EU, vidljivost treba da doprinese povećanju odgovornosti organa EU.

**Niski operativni troškovi ili troškovna efikasnost** (*low operating costs or cost-effectiveness*) znači da troškovi naplate EU prihoda treba da budu manji ili, bar jednaki prikupljenim sredstvima. Ovo se odnosi kako na troškove ugodnosti plaćanja, tako i na administrativne troškove oporezivanja, ali takođe može imati uticaja i na operativne troškove. Troškovi ugodnosti plaćanja ili troškovi koje građani imaju u vezi sa plaćanjem poreza treba da budu niži od troškova koje imaju u pogledu drugih stvari. Administrativni troškovi predstavljaju troškove koje ima poreska administracija u vezi sa naplatom poreza. Operativni troškovi su oni koji se pojavljuju prilikom primene EU poreza. Ovi troškovi mogu da se povećavaju ili da opadaju, zavisno od toga da li primena poreza dovodi do pojave određenih eksternalija ili takozvanih „regionalnih arbitrarnosti“ (*regional arbitrariness*). Kod regional-

<sup>25</sup> Vid.: Philippe Cattoir,(2004.), p. 9.

nih arbitrnosti je posebno važno odrediti kompleksna pravila raspodele poreza i dodeljivanja određenog prihoda višem nivou vlasti (nivou EU). Po pravilu, ovo se primenjuje u slučaju carina u EU (zajednička carinska tarifa).<sup>26</sup>

Imajući u vidu napred pomenuto, kriterijum niskih operativnih troškova trebalo bi da bude zadovoljen kada je EU porez jednostavan za administriranje i povezan sa niskim troškovima ugodnosti plaćanja poreza.

**Efikasna alokacija izvora** (*efficient allocation of resources*) zahteva da EU ne utiče na izmene strukture

---

<sup>26</sup> Fenomen eksternalija povezan je sa situacijom kada se efekti nekog prihoda ili mere „osećaju“ i izvan granica pojedinog lokaliteta. (Vid. Snežana Stojanović, 2005. str. 34-40.) U kontekstu sistema prihoda EU, fenomen eksternalija treba posmatrati kao „postojanje efekata koji prelaze nacionalne granice“. Ovo znači da, ako porez uveden od strane nacionalnog organa, utiče na ponašanje subjekata ne samo u toj zemlji, nego i u susednim državama, tada bi taj porez trebalo da bude uveden i primenjivan od strane višeg organa vlasti, tj. organa EU. „Regionalne arbitrnosti“ predstavljaju takav fenomen koji je povezan sa postojanjem situacije kada je nemoguće odrediti poresku osnovicu na odgovarajući način ili kada se lokalno naplaćen porez arbitrarno raspodeljuje. U konoreske osnovice koja će pripasti određenoj državi-članici. Ovo se često pojavljuje kod zajedničke carinske tarife. Više vid.: European Commission, Financing the European Union, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union", p. 1-2 i TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System, p. 63-64.

cena na tržištu, niti na ponašanje privrednih subjekata. EU porez može imati uticaja na unutrašnja tržišta država-članica ako vodi harmonizaciji pojedinih poreskih osnovica. U slučaju prekograničnih eksternalija i ograničene koordinacije poreskih politika između država-članica, moguće je proširiti uticaj aktivnosti i politika EU.<sup>27</sup>

**Kriterijum pravičnosti** (*equity*) treba posmatrati sa dva aspekta – horizontalnog i vertikalnog<sup>28</sup>. Horizontalnu pravičnost treba posmatrati uzimajući u obzir poreze sa zajedničkom poreskom osnovicom i poreskom stopom zajedničkom za države-članice. Horizontalna pravičnost podrazumeva da EU porez ima isti (pođednaki) uticaj na poreske obveznike u različitim državama-članicama EU. Naplatom EU poreza treba obezbediti dovoljno sredstava za pravičnu redistribuciju između pojedinaca, što znači da bi siromašniji građani trebalo da plaćaju niže poreze, kao i da bi poreska sposobnost bogatijih trebalo da bude veća, zavisno od visine njihovog dohotka.

---

<sup>27</sup> TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System, p. 63-64 i Philippe Cattoir, (2004.), p. 10.

<sup>28</sup> Horizontalna pravičnost posmatra se sa aspekta pojedinaca, i znači da bi pojedinci sa jednakim dohotkom trebalo da plaćaju jednaku visinu poreza. Vertikalna pravičnost znači da pojedinci sa različitim visinom dohotka treba da budu drugačije "tretirani" u pogledu njihove poreske sposobnosti, a to dalje znači da bi bogatiji trebalo da plaćaju više poreze, dok bi siromašniji plaćali niže poreze. Vid.: Snežana Stojanović, (2005), str. 65-67.

Imajući u vidu sistem EU prihoda, pravičnost bi trebalo da se odnosi na situaciju kada država-članica „doprinosi“ budžetu EU u skladu sa svojim bogatstvom. Pri tom, ovde se doprinos ne posmatra kao dotacija, nego kao deo poreza naplaćen u konkretnoj državi-članici, koji onda ona transferiše EU. Zavisno od privrednog razvoja država-članica, svaka od njih doprinosi EU budžetu različitom sumom prikupljenih sredstava.<sup>29</sup>

## **5. PREDLOŽENI NOVI VLASTITI PRIHODI EU BUDŽETA**

### **5.1 Modifikovani PDV**

Jedan od predloga za uvođenje novih EU prihoda zasniva se na oporezivanju potrošnje. U pitanju je PDV sa dve stope – jedna koja se primenjuje na nacionalnom nivou i druga primenljiva na nivou EU. Kombinovana poreska stopa ne bi dovela do povećanja poreskog opterećenja EU građana, budući da bi za iznos EU stope, nacionalna poreska stopa bila umanjena. Imajući u vidu ovaj prihod, EU građani bi plaćali porez i EU budžetu i nacionalnom budžetu. Ovo bi dovelo do stvaranja bliže veze između poreskih obveznika i EU, kao i do povećanja vidljivosti i transparentnosti

---

<sup>29</sup> Vid.: Philippe Cattoir, *Tax-based EU Own Resources: An Assessment*, p. 12 i European Commission, *Financing the European Union, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union"*, p. 2-3.

sistema prihoda EU.

Predlog za uvođenje PDV-a sa kombinovanom poreskom stopom, takođe se zasniva na pretpostavci da bi ovaj izvor prihoda mogao da zameni aktuelni treći i četvrti izvor finansiranja EU budžeta (prihodi zasnovani na PDV-u i BDP-u). Opšti je stav da naplata modifikovanog PDV-a može obezbediti dovoljno sredstava za finansiranje rashoda EU budžeta. Novi finansijski izvor bi se zasnivao na prihodu koji već postoji u finansijskom sistemu EU, ali i u finansijskim sistemima država-članica. Takođe, ovaj prihod bi doprineo povećanju transparentnosti EU budžeta i vidljivosti veze između plaćanja i trošenja.

Međutim, pored brojnih prednosti, ovaj predlog se suočava sa određenim nedostacima, koji se uglavnom zasnivaju na argumentu da će PDV sa kombinovanom stopom dovesti do povećanja nejednakosti među državama-članicama. U slučaju kada određene države-članice pojedina dobra oporezuju nultom stopom (0%), veoma je teško primeniti bilo kakvu EU dažbinu koja bi uticala na smanjenje nacionalne poreske stope. U tom slučaju, stopa bi i dalje bila 0%, ali to bi značilo da oporezivanje konkretnih dobara uopšte ne bi dovelo do prikupljanja bilo kakvih sredstava. Drugi nedostatak odnosi se na harmonizaciju osnovica PDV-a u državama-članicama. U aktuelnom sistemu, osnovice PDV-a su značajno harmonizovane, ali još uvek postoje izvesne razlike,

uglavnom, zato što u određenim slučajevima pojedine države-članice odobravaju izuzimanje PDV-a. Osim toga, postojanje sektora sive ekonomije ima veliki uticaj na povećanje nejednakosti među državama-članicama. U nekim državama je veoma izražena siva ekonomija, a to znači da veliki deo potrošnje nije oporezovan, što dalje dovodi do nižih prihoda od PDV-a i, u vezi sa tim, nižih doprinosa ovih država-članica EU budžetu. Imajući u vidu navedene nedostatke, ukoliko se usvoji predlog o uvođenju modifikovanog PDV-a, bilo bi neophodno povećati jednakost među državama-članicama. To bi značilo otklanjanje nulte stope kod oporezivanja pojedinih dobara i otklanjanje razlika u poreskim osnovicama, koje su nastale zbog umanjavanja PDV-a. Takođe, veliki uticaj na povećanje jednakosti imalo bi i otklanjanje ili značajno umanjjenje uticaja sektora sive ekonomije koji je još uvek u velikoj meri prisutan u privredama pojedinih država-članica.<sup>30</sup>

## **5.2. EU porez na dobit korporacija**

Predlozi za uvođenje poreza na dobit korporacija, kao jednog od vlasti-

tih prihoda EU budžeta, razmatrani su više puta<sup>31</sup>. Glavni razlozi isticani protiv uvođenja ovog prihoda odnose se na kriterijume efikasnosti i horizontalne pravičnosti. Efikasnost će se ostvariti zato što će sve kompanije u EU biti opterećene istom poreskom obavezom. To dovodi do značajnih ušteda u pogledu troškova ugodnosti plaćanja poreza za sve kompanije u EU. Takođe, EU porez na dobit korporacija može dovesti do pojednostavljenja obavljanja poslovne aktivnosti, boljeg funkcionisanja unutrašnjeg tržišta, kao i do toga da raspored investicija bude

---

<sup>31</sup> U toku 2001. god. usvojen je Evropski statut kompanija (*European Company Statute*), koji je značajno uticao na pojednostavljenje poslovanja kompanija koje svoju poslovnu aktivnost obavljaju u više država-članica. Iste godine je usvojena Komunikacija o poreskoj politici (*Communication on Tax Policy*) (COM (2001) 260), kojom je istaknuta potreba da se izvrši harmonizacija osnovica poreza na dobit korporacija u državama-članicama. Razlog za to predstavljala je okolnost da se u aktuelnom sistemu poslovne aktivnosti različito tretiraju u različitim državama-članicama, što dovodi do pojave nejednakosti i mogućnosti nastanka poreske utaje i poreske evazije. Iste, 2001. godine, usvojena je i Komunikacija o oporezivanju kompanija (*Communication on Company Taxation*) (COM (2001) 582), kao i studija o Oporezivanju kompanija na unutrašnjem tržištu (*Company Taxation on Internal Market*) (SEC (2001) 1681). U oba dokumenta istaknut je značaj poreza na dobit korporacija za odgovarajuće funkcionisanje unutrašnjeg tržišta i naglašeno je da sveobuhvatni pristup može dovesti do otklanjanja aktuelnih poreskih prepreka. Više vid.: Philippe Cattoir, (2004), p. 17.

---

<sup>30</sup> Philippe Cattoir, (2004), p. 14-16 i European Commission, *Financing the European Union, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union"*, p. 7-9.

usmeren ka ostvarivanju veće produktivnosti. Međutim, najveći nedostatak ovog predloga predstavlja velika razlika u poreskom tretmanu poslovne aktivnosti u različitim državama-članicama. Prisutni su različiti poreski tretmani i izuzeci u oporezivanju dobiti korporacija, i to ne samo u odnosu na nacionalne kompanije, nego i kada se radi o poslovanju takozvanih internacionalnih kompanija. Zbog toga, uvek postoji prostor za izbegavanje plaćanja poreza i pojavu poreske evazije. To znači da, ako se usvoji predlog o uvođenju poreza na dobit korporacija kao vlastitog prihoda EU, biće neophodno izvršiti harmonizaciju poreskih osnovica država-članica i obezbediti isti poreski tretman poslovne aktivnosti u svim državama. U tom slučaju, kompanije bi imale isti poreski tretman bez obzira na mesto obavljanja svoje poslovne aktivnosti. Ovo bi doprinelo ostvarivanju horizontalne poreske pravičnosti, ali bi zato ostvarivanje vertikalne pravičnosti bilo suočeno sa određenim problemima, uglavnom zato što se porez na dobit korporacija primenjuje kao porez po odbitku na dividende i vlasnike privatnog kapitala.

Harmonizacija poreskih osnovica ne bi trebalo da bude povezana sa uvođenjem nacionalnih prireza, budući da bi to stvorilo značajne administrativne troškove i mnoge političke teškoće. Takođe, pojavile bi se „regionalne arbitrarnosti“, zbog čega bi bilo veoma teško da se odrede iznosi prihoda naplaćenih iz ovog izvora i zatim transferisanog u budžet EU (pravični

doprinosi, *fair contributions*).

Jedan od značajnih nedostataka povezan je i sa pojavom ciklusa u obavljanju poslovne aktivnosti. Poslovna aktivnost je veoma osetljiva na ciklična kretanja u privredi i svaka promena privredne aktivnosti uticala bi na nivo produktivnosti kompanija i sumu sredstava prikupljenih naplatom poreza na dobit korporacija. Zbog toga, može se reći da bi postojale godine kada bi oporezivanje dobiti korporacija donelo značajna sredstva, ali i godine kada bi naplaćeni prihod bio veoma nizak.

Još jedan nedostatak ogleda se u činjenici da porez na dobit korporacija nije „vidljiv“ za sve građane, nego samo za vlasnike firmi. Zbog toga ne bi uticao na odgovornost organa zaduženih za regulisanje i implementaciju ovog poreza.<sup>32</sup>

### 5.3. Porez na dohodak građana

Uvođenje poreza na dohodak građana, kao vlastitog prihoda EU budžeta, je predlog koji sadrži tri moguća rešenja. Prva opcija zasniva se na uvođenju *per capita* poreza koji bi plaćali svi građani EU; druga opcija podrazumeva uvođenje prireza na nacionalni porez na dohodak građana, a treća znači da bi EU porez trebalo da bude nezavisan od nacionalnog poreza.

---

<sup>32</sup> Philippe Cattoir, 2004. p. 16-20, European Commission, *Financing the European Union, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union"*, p. 12-16.

Od navedene tri opcije, uvođenje poreza na dohodak građana kao *per capita* poreza ima najviše prednosti. Ovakvo rešenje omogućilo bi zadovoljenje nekoliko kriterijuma: vidljivost, jednostavnost i efikasnost. Usvajanje treće opcije bi, takođe, doprinelo jednostavnosti i niskim operativnim troškovima, ali i značajnom narušavanju pravičnosti (posebno, vertikalne), s obzirom na to da bi poreski obveznici u različitim državama-članicama bili isto poreski opterećeni, nezavisno od svog bogatstva. Takođe, uvođenje EU poreza na dohodak građana kao prireza na nacionalni porez dovelo bi do distorzije horizontalne pravičnosti i stvaranja visokih administrativnih i operativnih troškova.<sup>33</sup>

Na osnovu analize ove tri opcije, mogu se uočiti prednosti ali i nedostaci ovog predloga. Argumenti u prilog uvođenju su da je u pitanju veoma vidljiv porez, zato što dovodi do stvaranja direktne i vidljive veze između poreskih obveznika (građana EU) i poreskih organa, a u vezi sa tim i između EU građana i EU budžeta. Implementacija i naplata ovog prihoda nemaju za posledicu pojavu eksternalija, što znači da porez mogu da naplaćuju nacionalni organi, a zatim da ga transferišu EU. Međutim, ovo je povezano sa visokim administrativnim, operativnim i troškovima ugodnosti plaćanja. Takođe, prednost ovog prihoda je i ta što može doprineti povećanju horizontalne pravičnosti, jer će poreski obveznici u svim državama-članicama

imati istu poresku obavezu, a samim tim i plaćati isti iznos poreza. Ipak, ovo bi imalo negativne posledice po vertikalnu pravičnost, zato što se porez plaća nezavisno od ekonomske snage i privrednog razvoja svih država-članica (neke od njih su bogatije, druge siromašnije). Važno je i to što bi distribucija dohotka uglavnom opterećivala zaradu. Implementacija poreza na dohodak građana kao vlastitog prihoda EU ne bi direktno uticala na ostale oblasti i instrumente delovanja EU. S obzirom na to da oporezivanje fizičkih lica stvara značajne prihode u svakoj državi, smatra se da bi ovaj izvor prihoda doprineo i stvaranju značajnih sredstava za EU budžet. Važno je istaći i da bi ovaj porez imao veliki uticaj na političku odgovornost EU organa, upravo zbog svoje vidljivosti.<sup>34</sup>

### 5.4. Oporezivanje energetske izvora

Jedan od predloga za uvođenje vlastitih prihoda EU budžeta zasniva se na oporezivanju energetske izvora. Pojedini predlozi polaze od toga da bi trebalo uvesti porez na motorno ulje koje se koristi u putničkom saobraćaju, kao i porez na ulje koje koriste avioni ili, pak, na emisije nastale u vezi sa avionskim saobraćajem<sup>35</sup>. Pojedini

---

<sup>34</sup> European Commission, *Financing the European Union*, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union", p. 18-19 i Philippe Cattoir, (2004.), p. 30-33.

<sup>35</sup> *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, p. 47-51.

<sup>33</sup> Philippe Cattoir, (2004.), p. 30-31.

predlozi zasnivaju se na uvođenju poreza na energiju sa veoma širokom poreskom osnovicom (oporezivanje svih izvora energije, poput mineralnih ulja, električne energije, uglja, prirodnog gasa, itd.) ili uvođenje samo jednog poreza na motorno ulje koje se koristi u putničkom saobraćaju.<sup>36</sup>

Predlozi za oporezivanje energetskih proizvoda, uglavnom, su povezani sa rešenjima predviđenim Direktivom Saveta Evrope o oporezivanju energetskih proizvoda i električne energije<sup>37</sup>. Svakako, brojne promene klimatskih uslova i životne sredine imaju značajan uticaj u razmatranju navedenih predloga.

Kao i ostali predlozi, tako i uvođenje poreza na energiju kao vlastitog poreza EU ima određene prednosti i nedostatke. Pre svega, oporezivanje energije doprinelo bi smanjenju zagađenja i internalizaciji negativnih emisija. To bi bio veoma vidljiv porez: oporezivanje energetskih proizvoda dovelo bi do uspostavljanja direktne veze između poreskih obveznika i njihovih koristi, kao i životne sredine. Pokazalo se da su građani spremni da plaćaju poreze ukoliko su svesni da će prikupljena sredstva biti iskorišćena za unapređenje njihove potrošnje određenih javnih dobara.

Harmonizacija poreskih stopa u okviru EU dovodi do bolje alokacije izvora, a to znači do bolje alokacije transportnih aktivnosti i smanjenja zagađenja. Kako svi poreski obveznici snose isti poreski teret, ova forma oporezivanja doprinela bi ostvarenju horizontalne pravičnosti. Međutim, bila bi narušena vertikalna pravičnost, s obzirom na to da bi u pojedinim slučajevima veći poreski teret poneli siromašniji građani (slučaj oporezivanja energetskih izvora koji se upotrebljavaju za grejanje). Kako se energetski proizvodi široko upotrebljavaju u državama EU, to bi oporezivanje ovog izvora donelo značajne prihode EU budžetu. Ovo je usko povezano sa činjenicom da je porez na energiju u EU relativno „neosetljiv“ na promene cena energije na unutrašnjim tržištima.

Međutim, veliki nedostatak ovog predloga predstavlja neispunjavanje kriterijuma vidljivosti: javno mnjenje veoma „osetljivo“ reaguje na pitanja energije i zagađenja. Zbog toga bi se o uvođenju poreza na energiju u EU puno raspravljalo, tako da možda ovaj porez uopšte ne bi proizveo efekat koji se imao u vidu kada je sačinjen predlog. Takođe, polazeći od toga da se klimatski uslovi i životna sredina razlikuju od jedne do druge države-članice, dogodilo bi se da pojedine države transferišu više, a druge manje prihoda EU budžetu na bazi naplate iz ovog izvora.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Philippe Cattoir, (2004), p. 20-21.

<sup>37</sup> Direktiva Saveta Evrope 2003/96/EC od 27. oktobra 2003. godine o restrukturiranju okvira Zajednice u pogledu oporezivanja električne energije i energetskih proizvoda, kao što su mineralna ulja, uglj i prirodni gas

<sup>38</sup> Philippe Cattoir, (2004), p. 20-23; *European Commission, Financing the European Union*, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union", p. 4-7; i *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, p. 47-51.



### **5.5. Akcize na alkohol i duvan**

Uvođenje akciza kao vlastitih prihoda EU, zasniva se na činjenici da ovi prihodi već postoje u EU i da ih sve države-članice primenjuju u svojim nacionalnim poreskim sistemima. Uglavnom, predlozi se zasnivaju na uvođenju akciza na duvan i alkohol<sup>39</sup>, ali ima i takvih koji polaze od uvođenja akciza na mineralna ulja<sup>40</sup>. Razlike između ovih poreza su značajne sa aspekta poreske osnovice i ciljeva koji se žele ostvariti oporezivanjem. Naime, akcize na mineralna ulja su veoma važne kod zaštite životne sredine i njenog unapređenja, budući da one predstavljaju jednu vrstu kazne za zagađivače. Međutim, akcize na duvan i alkohol opterećuju samo usku grupu potrošača (pušače i korisnike alkoholnih pića). Takođe, u pojedinim državama-članicama potrošnja alkohola i duvana je veoma niska, dok su u drugim državama ovi proizvodi u širokoj upotrebi. Ovo bi dovelo do razlika u naplati prihoda po državama a, samim tim, i do razlika u doprinosima koji se uplaćuju EU budžetu. Različiti poreski tretman potrošnje alkohola i duvana doveo bi i do različitog tretman poreskih obveznika i distorzije pravičnosti u okviru EU – u pojedinim državama građani bi bili više opterećeni, nego u ostalim. Zbog toga,

predložene akcize su veoma regresivne kako sa aspekta država-članica, tako i sa aspekta poreskih obveznika. Osim toga, veoma je teško izvršiti harmonizaciju poreskih osnovica u EU. Usled toga, administrativni i troškovi naplate biće znatno veći u poređenju sa sredstvima koja se ostvaruju naplatom.

Značajan nedostatak ovih prihoda je i mogućnost pojave visokog nivoa poreske evazije i poreske utaje, što je direktno povezano sa problemom harmonizacije poreskih osnovica među državama-članicama.

Ipak, postoje i određene prednosti uvođenja akciza kao vlastitih prihoda EU. U pitanju su veoma vidljivi prihodi za potrošače ovih proizvoda. Takođe, radi se o relativno stabilnim izvorima prihoda, i to zbog njihove „neosetljivosti“ na promene cena navedenih dobara na međunarodnim tržištima<sup>41</sup>. Ovo znači da se, iako je poreska osnovica relativno uska, naplatom akciza na duvan i alkohol mogu prikupiti značajna sredstva.

### **5.6. Oporezivanje komunikacionih usluga**

Predlozi za uvođenje poreza na komunikacije polaze od oporezivanja tri grupe komunikacionih usluga: telefonske usluge, drumski i avionski saobraćaj<sup>42</sup>. U slučaju telefonskih usluga,

---

<sup>39</sup> Vid.: Philippe Cattoir, (2004), p. 23-25.

<sup>40</sup> Vid.: European Commission, *Financing the European Union*, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union", p. 10-12.

<sup>41</sup> Nacionalne stope akciza izložene su čestim promenama, što je povezano sa stopom inflacije u konkretnoj državi.

<sup>42</sup> Takođe, jedan od nedavno učinjenih predloga povezan je sa uvođenjem takse za klimatske promene nastale zbog upotrebe aviona.

porez može da se uvede na telefonske linije, porez na drumski saobraćaj bi se mogao uvesti kao porez na vozila, a porez na avionski saobraćaj – kao *per capita* porez po putniku. Porezi na drumski i avionski saobraćaj su važni za ostvarivanje ciljeva zaštite životne sredine. Sve tri forme oporezivanja ispunjavaju kriterijum vidljivosti, zato što je poreska obaveza istaknuta na računima (za korišćenje telefonskih usluga, na avio-kartama i kuponima za upotrebu nacionalnih i međunarodnih puteva). Takođe, ovi porezi su usko povezani sa ostvarivanjem horizontalne i vertikalne pravičnosti: horizontalna pravičnost se ostvaruje zato što poreski obveznici u svim državama-članicama uživaju isti poreski tretman, a vertikalna pravičnost se ostvaruje zato što upotreba avio i drumskog saobraćaja raste sa povećanjem bogatstva pojedinaca; isto se može reći i za upotrebu telefonskih usluga. Još jednu prednost predstavlja mali prostor za pojavu poreske utaje i evazije: porez na avio-saobraćaj i telefonske usluge može se naplaćivati od strane privrednih subjekata, a porez na vozila od strane nacionalne poreske administracije. Takođe, imajući u vidu da je upotreba komunikacionih usluga široko rasprostranjena u EU, države-članice bi transferisale značajna sredstva EU budžetu, a to znači ispunjavanje kriterijuma pravičnih doprinosa.

Međutim, uvođenje poreza na komunikacione usluge kao vlastitog prihoda EU budžeta podrazumevalo bi uvođenje čitave grupe novih poreza. Ovo je, dalje, povezano sa značajnim

administrativnim i operativnim troškovima, a u vezi sa tim, i sa porastom troškova ugodnosti plaćanja. Takođe, veliki nedostatak ovog izvora prihoda je i to što on ne bi mogao doneti dovoljno sredstava za finansiranje svih rashoda EU budžeta, nego samo jednog njihovog dela.

### **5.7. Porez na finansijske transakcije**

Uvođenje poreza na finansijske transakcije polazi od poreskog opterećivanja transakcija na berzama širom EU, i to uglavnom transakcija sa akcijama i obveznicama. Poreska osnovica bi mogla biti vrednost transakcija, a poreski obveznici – tržišni operateri ili berzanski organi. Tada bi se porez relativno jednostavno mogao primeniti. Takođe, uvođenje ovakvog poreza bilo bi u skladu sa vertikalnom pravičnošću, jer bi poreska obaveza teretila samo bogatije pojedince, koji su učesnici na berzanskim tržištima. Međutim, porez na finansijske transakcije u EU ima i brojne nedostatke. Uvođenje bilo kakvog poreskog tereta, nezavisno od toga koliko je on mali, značajno bi uticalo na opadanje finansijskih transakcija na berzanskim tržištima širom EU. Zbog toga je uvođenje ovog poreza povezano sa nestabilnošću i nemogućnošću predviđanja tačne sume prihoda koja bi se prikupila putem naplate. Berzanska tržišta su veoma nestabilna i često izložena uticaju ne samo ekonomskih, nego i brojnih političkih i tehnoloških faktora. S druge strane, ako je poreska

stopa veoma niska, ovaj porez ne bi mogao da donese dovoljno prihoda za EU budžet, čak ni za njegovo delimično finansiranje. Veliki nedostatak postoji i sa političkog aspekta: s obzirom na to da finansijske transakcije nisu tako vidljive, političari su uvek spremni da se založe za uvođenje ovog poreza. Osim toga, oporezivanje finansijskih transakcija može znatno da naruši horizontalnu pravičnost: investitori slične ekonomske snage biće izloženi različitom poreskom teretu, zato što se u državama-članicama primenjuju različiti poreski instrumenti.<sup>43</sup>

### **5.8. Porez po odbitku na prihod od kamata**

Jedan od predloženih prihoda je i porez po odbitku na prihod od kamata. Predlog se zasniva na stanovištu da bi se na ovaj način moglo obezbediti minimalno oporezivanje kamata plaćenih u jednoj državi-članici korisniku u drugoj državi. Porez bi trebalo primeniti samo na nerezidente koji ostvaruju prihod od kamata u jednoj državi, što predstavlja posledicu aktuelnog režima ovog prihoda nerezidenata: pojedine države-članice uopšte ne primenjuju porez po odbitku (Luksemburg, Holandija i Danska), dok druge ovaj porez ne primenjuju na nerezidente (Belgija, Austrija, Finska i Švedska). Sve ostale države-članice primenjuju poresku obavezu po ovom osnovu i na rezidente

i na nerezidente. Zbog toga često dolazi do izbegavanja plaćanja poreza kod transakcija u EU. Uvođenje ovog poreza dosta bi doprinelo otklanjanju ili velikom smanjenju nelegalnih transakcija. Sa aspekta ekonomske efikasnosti, ako prihod pripadne višem nivou (EU nivou), razlike u nacionalnim poreskim režimima kamata biće značajno umanjene, što bi dalje dovelo do sprečavanja nepravične poreske konkurencije. Takođe, ovakav porez bio bi vidljiv, ali samo za uzak krug poreskih obveznika.<sup>44</sup>

Poredeći dobre i loše strane navedenog poreskog oblika, može se uočiti da je prisutno više argumenata „protiv“ nego „za“. Porez po odbitku na prihod od kamata ne zadovoljava kriterijum pravičnosti, i to posebno horizontalne pravičnosti. Kapital je izrazito pokretljiv i preko nacionalnih granica, a nivo ušteda zavisi od nivoa dohotka, što znači da bi uvođenje poreza na kamate negativno uticalo na kretanje kapitala u EU i ne bi mnogo doprinelo smanjenju nepravične poreske konkurencije među državama-članicama, kao što se u početku smatralo. Nedostatak ovog predloga je i taj što je zasnovan na poreskom obliku koji nije toliko stabilan i čijom se naplatom ne može prikupiti dovoljno sredstava za finansiranje rashoda EU budžeta.

---

<sup>43</sup> Philippe Cattoir, (2004), p. 33-34.

---

<sup>44</sup> European Commission, *Financing the European Union*, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union", p. 20-22.

### **5.9. Porez na transfer prihoda od centralnih banaka**

Uvođenje poreza na transfer prihoda od banaka, uglavnom, se zasniva na činjenici postojanja jedinstvene valute (evra) u EU: u svim državama-članicama koje pripadaju monetarnoj uniji koristi se ista valuta, a novčanice i metalni novac se slobodno kreću u okviru EU. Zbog toga oni predstavljaju zajedničko javno dobro za sve države-članice i prihodi koji se ostvaruju od ovih novčanih tokova trebalo bi da pripadnu višem nivou vlasti (Evropskoj centralnoj banci). Argumenti za uvođenje ovakvog poreza polaze od toga da se njegovom naplatom mogu prikupiti značajna sredstva za EU budžet. U pitanju je porez koji je jednostavan za administriranje i povezan sa niskim administrativnim i troškovima ugodnosti plaćanja (poreski obveznici bi bile samo nacionalne centralne banke). Ovo, dalje, znači da ne bi postojalo izbegavanje plaćanja poreza, ali bi i poreska obaveza bila vidljiva samo za mali broj poreskih obveznika (nacionalne centralne banke), a ne i za sve građane EU. Takođe, ova forma prihoda u skladu je sa kriterijumom vertikalne pravičnosti, zato što je poreska osnovica harmonizovana i identična za sve države-članice koje pripadaju monetarnoj uniji. Ali, imajući u vidu da prihod koji ostvaruju centralne banke nema ili ima veoma ograničeni neposredni uticaj na redistribuciju dohotka u EU, kriterijum vertikalne pravičnosti ne bi bio u pot-

punosti zadovoljen. Zato bi uvođenje ovog poreza zahtevalo i upotrebu transfera iz nacionalnih budžeta budžetu EU, ali bi za taj iznos direktni nacionalni doprinosi bili umanjeni.

Iako je moguće da porez na transfer prihoda centralnih banaka donese značajne prihode EU budžetu, to se ne može sa sigurnošću reći, naročito kada je u pitanju dugi rok<sup>45</sup>. Osim toga, uticaj ovog poreza na odgovornost EU organa bila bi vrlo ograničena zato što poreska obaveza nije vidljiva za građane EU. Ali je zato uvođenje ovog prihoda prihvatljivo sa političkog aspekta. Još jedan nedostatak ogleda se u tome što ovaj porez može stvoriti deficite u trezorima pojedinih centralnih banaka, što je u direktnoj vezi sa razlikama u prihodima i troškovima nacionalnih banaka.<sup>46</sup>

## **OPŠTI PRINCIPI FUNKCIONISANJA EU BUDŽETA**

Iako se aktuelni sistem finansiranja EU suočava sa brojnim nedostacima, njegovo funkcionisanje zasniva se na

---

<sup>45</sup> Prihodi koje ostvaruju centralne banke u nacionalnim bankarskim sistemima su relativno nestabilni na kratak rok i veoma su osetljivi na ciklična kretanja u privredi, ali se zato u Evrosferi nestabilnost pojavljuje na dugi rok.

<sup>46</sup> European Commission, *Financing the European Union*, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union", p. 22-24 i Philippe Cattoir, (2004), p. 25-27.

nekoliko principa, poznatih kao „opšti budžetski principi“. U pitanju su, uglavnom, isti oni principi koji se primenjuju kod nacionalnih budžeta<sup>47</sup>:

- princip jedinstva (*Principle of unity*);
- princip univerzalnosti (*Principle of universality*);
- princip anualiteta (*Principle of annuality*);
- princip ravnoteže (*Principle of equilibrium*);
- princip specifikacije (*Principle of specification*);
- princip jedinstvenog računa (*Principle of unit of account*);
- principi transparentnosti i doslednog finansijskog menadžmenta (*Principle of transparency and sound financial management*).

### 6.1. Princip jedinstva

Princip jedinstva predviđen je članom 268 Ugovora o Evropskoj zajednici. Propisano je da će svi prihodi i rashodi Zajednice, uključujući i one koji se odnose na Evropski socijalni fond, biti uključeni u predviđanja za svaku finansijsku godinu i prikazani u budžetu<sup>48</sup>. Takođe, ovaj princip je predviđen i članom 4 Finansijskog

pravilnika Saveta, koji glasi: „Budžet je instrument kojim se, za svaku finansijsku godinu, predviđaju i odobravaju svi prihodi i rashodi koji se smatraju neophodnim za Evropsku ekonomsku zajednicu i Evropsku zajednicu za atomsku energiju“<sup>49</sup>. Ovo znači da se svi prihodi i rashodi Zajednice moraju zajedno prikazati u jednom dokumentu, tj. jedinstvenom budžetu.

Važno je istaći da princip jedinstva nije u potpunosti primenjen od samog osnivanja sve tri evropske zajednice. U početku, svaka zajednica imala je sopstveni budžet. ECSC i Euroatom zajednica imale su dva budžeta, a samo su svi prihodi i rashodi Evropske ekonomske zajednice prikazivani zajedno u jedinstvenom budžetu. Konačno, ovakvo stanje je prekinuto Luksemburškim ugovorom iz 1970. godine, kada su svi budžeti inkorporisani u jedinstveni opšti budžet EEC. Ipak, pojedini izuzeci od principa jedinstva budžeta još uvek postoje: 1) Evropski fond za razvoj je još uvek izvan opšteg budžeta; 2) operacije povezane sa pozajmljivanjem i kreditiranjem nisu prikazane kao stavke u budžetu Zajednice (razlog za ovaj izuzetak predstavlja nemogućnost Evropske unije da učestvuje u operacijama na finansijskim tržištima, da pozajmljuje sredstva ili uzima kredite) Ipak, ovo pravilo se „izigrava“ tako što

---

<sup>47</sup> Ian Begg, (2004), p. 793-794; Daniel Strasser, (1991), p. 41-70 i European Union Public Finance, *European Commission, Luxembourg*, 2002, p. 127-166.

<sup>48</sup> Kousolidovana verzija Ugovora o osnivanju Evropske zajednice, *Službeni list Evropskih zajednica*, C 325, od 24. decembra 2002. godine.

<sup>49</sup> Finansijski pravilnik koji se primenjuje na opšti budžet Evropskih zajednica, Pravilnik Saveta br. 16005/2002 od 25. juna 2002. godine, *Službeni list Evropskih zajednica*, L 248 od 16. septembra 2002. godine.

Evropska centralna banka može da uzima pozajmice za EU, što predstavlja indirektni način zaduživanja same EU.) 3) finansijske aktivnosti Evropske investicione banke; 4) zajednička međunarodna i bezbedonosna politika i saradnja u oblastima pravosuđa i unutrašnjih poslova. U članu 268, stav 2 predviđeno je da će administrativni rashodi koje, u skladu sa Ugovorom o EU, evropske institucije imaju u sprovođenju zajedničke međunarodne i unutrašnje politike, kao i prilikom saradnje u oblasti pravosuđa i unutrašnjih poslova, biti uneti u budžet. Operativni rashodi koji nastaju prilikom implementacije navedenih poslova mogu, pod određenim uslovima, biti uneti u budžet. U slučaju kada se rashod ne unese u budžet Zajednice, tada se smatra rashodom država-članica u skladu sa njihovim BDP-om, osim ako Evropski savet odluči drugačije. Takođe, države-članice kojima je dato pravo da ne učestvuju u finansiranju ovih poslova, nemaju obavezu da daju doprinose za finansiranje rashoda nastalih prilikom izvođenja vojnih ili odbrambenih aktivnosti. U oblasti pravosuđa i unutrašnjih poslova, Ugovor o EU predviđa da se ove aktivnosti finansiraju iz opšteg budžeta. Međutim, operativni rashodi nastali aktivnošću policije i saradnjom sudova u kriminalnim stvarima unose se u budžet, izuzev ako Evropski savet drugačije odluči.<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup> European Commission, 2002. p. 129-130

### 6.2. Princip univerzalnosti

Princip univerzalnosti budžeta Evropske unije zasniva se na članu 269 Ugovora o Evropskoj zajednici, gde je predviđeno da će bez ikakve štete nauštrb ostalih prihoda, budžet u potpunosti biti finansiran iz vlastitih prihoda<sup>51</sup>. Veoma detaljno, ovaj princip je regulisan u članu 17 Finansijskog pravilnika (*Financial Regulation*), gde je predviđeno: „Ukupni prihodi pokriće ukupna plaćanja iz aproprijacija ... Svi prihodi i rashodi biće uneti u budžet u potpunosti, bez ikakvih međusobnih prilagođavanja ...“ Ovaj princip se zasniva na primeni dva pravila: pravilo o nepripisivanju prihoda i pravilo bruto budžeta. Prvo pravilo podrazumeva da budžetski prihodi ne mogu biti unapred određeni za finansiranje određenih budžetskih rashoda, a drugo pravilo znači da svi prihodi i rashodi moraju biti u potpunosti uneti u budžet EU<sup>52</sup>. Postojanje ovih principa zasniva se na političkoj želji da se budžet učini fleksibilnijim, jednostavnijim za praćenje i monitoring.<sup>53</sup>

Imajući u vidu ciljeve principa univerzalnosti, može se zaključiti da se poklapaju sa ciljevima principa budžetskog jedinstva i da ovaj princip, u stvari, predstavlja dodatak principu jedinstva. Na ovaj način obezbeđuje se da budžetska autorizacija određenog rashoda ne zavisi od sume koja je pred-

---

<sup>51</sup> Kousolidovana verzija Ugovora o osnivanju Evropske zajednice, *Službeni list Evropskih zajednica*, C 325, od 24. decembra 2002. godine.

<sup>52</sup> Ian Begg, (2004), p. 794.

<sup>53</sup> Daniel Strasser, (1991), p. 46-47.

videna da se ostvari naplatom određenog prihoda<sup>54</sup>. Isto je predviđeno i u Odluci Saveta o sistemu vlastitih prihoda Zajednice. Članom 6 Odluke predviđeno je da će prihodi utvrđeni u članu 2 (vlastiti prihodi) biti upotrebljeni za finansiranje svih rashoda budžeta, i to bez ikakvog prethodnog određivanja svrhe.

Kao i kod principa jedinstva, i kod primene principa univerzalnosti postoje određeni izuzeci. Članom 18 Finansijskog pravilnika predviđeni su slučajevi kada se određeni prihodi koriste za finansiranje određenih rashoda. Radi se o sledećim prihodima:

- finansijski doprinosi od država-članica određenim istraživačkim programima;
- kamata na depozite i novčane kazne propisane radi ubrzavanja i razjašnjenja primene procedure kod ekcesivnog deficita;
- prihod određen za finansiranje konkretne svrhe, kao što je prihod od fondacija, subvencije, pokloni, legati, uključujući i prihod specifične za pojedine institucije;
- doprinosi aktivnostima Zajednice dati od strane trećih zemalja ili različitih institucija;
- prihod od trećih lica u vezi sa dobrima, uslugama ili radom obavljenim na njihov zahtev;
- prihod od otplate novčanih iznosa koji su greškom plaćeni;

- prihodi od obezbeđivanja dobara, usluga i rada za druge institucije, itd.

U članu 18, stav 2 propisano je da osnovni primenljivi akt može odrediti prihode koji će biti korišćeni za finansiranje određenih rashoda.

Jedan od izuzetaka od principa univerzalnosti odnosi se na poljoprivredne dažbine. Izuzeci su učinjeni u pogledu sledećih prihoda: iznosi ostvareni u slučajevima neregularnosti ili pronevere; profiti ostvareni prilikom prodaje javnih skladišta; dodatna dažbina na mleko, itd. Ovi prihodi propisani su u pravilnicima za pojedinačne poljoprivredne sektore i unose se u budžet Zajednice kao negativni rashod (prihod se označava na računu kao da je izvršeno plaćanje negativnog rashoda).<sup>55</sup>

Negativni prihod se pojavljuje i u oblasti naplate vlastitih prihoda. Odlukom Saveta o vlastitim prihodima iz 1994. godine, predviđeno je da države-članice zadržavaju 10% naplaćene sume, što predstavlja kompenzaciju za troškove koje su imali prilikom naplate. Aktuelnom Odlukom Saveta, usvojenom 2000, ovaj iznos je povećan na 25%.

### 6.3. Princip anualiteta

Princip anualiteta ili godišnjosti EU budžeta znači da su budžetske operacije povezane sa budžetom

---

<sup>54</sup> European Commission, *European Union Public Finance*, p. 131.

<sup>55</sup> European Commission, *European Union Public Finance*, p. 133.

konkretne godine. U členu 268, stav 1 Ugovora o Evropskoj zajednici (kojim je predviđen i princip jedinstva budžeta Zajednice), utvrđeno je da će svi prihodi i rashodi Zajednice, uključujući i one povezane sa Evropskim socijalnim fondom, biti uključeni u predviđanja za svaku pojedinu budžetsku godinu i biće prikazani u budžetu. Zatim je u členu 271 predviđeno da će rashodi prikazani u budžetu biti odobreni za jednu finansijsku godinu, a u členu 272 da finansijska godina teče od 1. januara do 31. decembra.

Ovaj princip je definisan i u Finansijskom pravilniku Saveta (članovi od 6 do 13). Članom 6 Pravilnika predviđeno je da će aproprijacije unete u budžet biti odobrene za jednu finansijsku godinu koja traje od 1. januara do 31. decembra. U ostalim članovima predviđeno je da će prihod ostvaren u toku finansijske godine biti unet na račun te godine, i to s obzirom na sumu prikupljenu u toku te godine, kao i da će aproprijacije, koje nisu iskorišćene do kraja finansijske godine za koju su predviđene, biti otkazane. Ovo znači da se princip anualiteta strogo primenjuje na prihodnu stranu budžeta Zajednice, a to dalje znači primenu takozvanog „keš“ budžeta – samo se prihodi naplaćeni u periodu između 1. januara i 31. decembra unose na budžetske račune. Na rashodnoj strani, ograničenja su učinjena putem finansijske perspektive koja se usvaja za period od šest godina i svake godine budžet mora biti usvojen u skladu sa ovim ograničenjima. Naravno, uvek postoji mogućnost da se izvrše odgovarajuća

prilagođavanja korišćenjem indeksacije na bazi godišnje stope inflacije.<sup>56</sup>

Princip anualiteta zasniva se na mešovitom sistemu metoda finansijske godine i menadžment metoda. Prvi metod podrazumeva da svi prihodi i rashodi mogu biti primenjeni nezavisno od datuma svog nastanka; jedino je važan datum kada dospeva obaveza ili kada nastaju prava. Dalje, ovo znači da se finansijskom godinom pokrivaju svi rashodi i prihodi odobreni u budžetu za tekuću godinu, kao i 12 meseci nakon te godine. Drugi metod podrazumeva da se svakodnevni prihodi i plaćanja izvršena u toku godine uzimaju u obzir bez obzira na datum nastanka obaveze. U sprovođenju EU budžeta finansijski metod se primenjuje na prihodnu stranu, a menadžment metod na rashodnu.

Imajući u vidu princip anualiteta, važno je napraviti razliku između promjenljivih i nepromjenljivih aproprijacija. Prva grupa se sastoji od aproprijacija koje sadrže finansijsku obavezu (deponovane aproprijacije), a druga od aproprijacija u vezi sa plaćanjem. Deponovane aproprijacije pokrivaju ukupne troškove legalnih finansijskih obaveza u toku finansijske godine, koje se unose u budžet u vezi sa operacijama izvršenim u periodu dužem od jedne finansijske godine. Aproprijacije plaćanja pokrivaju rashode, i to do iznosa unetog u budžet, a koji proizilaze iz finansijskih obaveza unetih u budžet u toku tekuće ili

---

<sup>56</sup> Ibid., p. 140-141.



prethodne finansijske godine. Nepromenljive aproprijacije sastoje se od operacija, koje bi trebalo da se završe u toku jedne budžetske godine (a to znači izvršenje i finansijske obaveze i plaćanje). Razlika između ovih aproprijacija, kao i sam princip anualiteta, veoma su važni pri kontroli izvršenja budžeta.<sup>57</sup>

### 6.4. Princip ravnoteže

Princip ravnoteže podrazumeva da prihodna strana budžeta EU mora biti jednaka rashodnoj strani, odnosno da prihodi predviđeni za jednu finansijsku godinu treba da budu jednaki aproprijacijama za plaćanja u toku te godine. Nikakva sredstva se ne mogu pozajmljivati u cilju pokrića budžetskog deficita<sup>58</sup>. U članu 268, stav 3 Ugovora o Evropskoj zajednici predviđeno je da će prihodi i rashodi prikazani u budžetu biti u ravnoteži. I članom 14 Finansijskog pravilnika predviđena je ravnoteža budžeta Zajednice, dok je u članu 15 predviđeno da će ravnoteža za pojedinačnu finansijsku godinu biti uneta u budžet za tekuću finansijsku godinu, i to kao prihod u slučaju suficita ili kao aproprijacija plaćanja u slučaju deficita.

Veoma je važno napraviti razliku između ravnoteže u vreme pripreme i odobravanja budžeta i ravnoteže u vreme njegove implementacije. Princip ravnoteže se strogo primenjuje pri-

likom izrade budžeta i u toku procedure njegovog usvajanja – konačan rezultat ove procedure predstavlja stroga ravnoteža između prihodne i rashodne strane budžeta Zajednice. U toku implementacije budžeta moguća je pojava razlika između rashoda i prihoda, kao u slučaju kada Zajednica ima određene rashode koji nisu bili predviđeni inicijalno usvojenim budžetom ili u slučaju kada predviđeni rashodi premaše odobreni iznos. Ovakva situacija se može izbeći korekcijama u toku finansijske godine.

Pravilnik Saveta o implementaciji Odluke o sistemu vlastitih prihoda Zajednice reguliše i pitanje budžetske ravnoteže. Članom 15 predviđeno je da se ravnoteža za određenu finansijsku godinu sastoji od razlike između svih prikupljenih prihoda za tu finansijsku godinu i sume plaćanja učinjenih nasuprot aproprijacija za tu finansijsku godinu uvećane za iznos aproprijacija za istu finansijsku godinu. Razlika se povećava ili smanjuje do neto iznosa aproprijacija izvršenih u toku prethodne finansijske godine, i to na način da se plaćanja izvršavaju preko nepromenljivih aproprijacija izvršenih u toku prethodne godine ili putem ravnoteže koja nastaje kao rezultat kompenzacije između dobitaka i gubitaka u toku finansijske godine.<sup>59</sup>

Karakteristično je da se može napraviti razlika između dve forme

<sup>57</sup> Vid.: [www.europa.eu.int/comm/budget/budget/index\\_en.htm#principles](http://www.europa.eu.int/comm/budget/budget/index_en.htm#principles)

<sup>58</sup> Ian Begg, (2004), p. 794.

<sup>59</sup> Pravilnik saveta br. 1150/2000 od 22. maja 2000. o promeni Odluke 94/728/EC o vlastitim prihodima Zajednice, *Službeni list Evropskih zajednica*, L 130 od 31. maja 2000. godine.

budžetske ravnoteže – pozitivne (suficit) i negativne (deficit). Pozitivna ravnoteža postoji kada prikupljeni prihodi pokrivaju sve budžetske rashode. Pomenutom Odlukom Saveta o sistemu vlastitih prihoda Zajednice predviđeno je da će bilo koji suficit u приходима Zajednice u odnosu na ukupne rashode učinjene u toku finansijske godine biti raspoređen u toku tekuće finansijske godine<sup>60</sup>. U poređenju sa pozitivnom ravnotežom, negativna ravnoteža ne predstavlja normalno stanje budžeta Zajednice. Ona je pre izuzetak, koji se pojavljuje u slučajevima kada prikupljena sredstva ne mogu u potpunosti pokriti budžetske rashode. Ova situacija se može izbjeći odrgovarajućim prilagođavanjima učinjenim na obe strane budžeta Zajednice.<sup>61</sup>

Jedan od izuzetaka principa ravnoteže predstavlja i postojanje „negativne rezerve“. U pitanju je mehanizam koji je veoma važan u održavanju budžetske ravnoteže. Radi se o tome da se novi rashodi finansiraju uštedama napravljenim u nekom delu budžeta u toku finansijske godine, mada često nije moguće odrediti prihode koji će doneti više sredstava nego što je predviđeno u toku usvajanja budžeta. Dalju implikaciju negativne rezerve predstavlja pokrivanje nepredviđenih rashoda sredstvima koja se transferišu iz

budžetskih stavki u kojima je ostvaren suficit.<sup>62</sup>

### **6.5. Princip specifikacije**

Princip specifikacije podrazumeva da svaka aproprijacija mora imati odgovarajuću svrhu i biti određena za postizanje konkretnog cilja, a sve radi sprečavanja nastanka konfuzije između aproprijacija (faze odobrenja i izvršenja) i činjenice da je budžet izvršen onako kako je i ustanovljen.<sup>63</sup> Ovaj princip utvrđen je članom 271, stav 3 Ugovora o Evropskoj zajednici, gde je predviđeno da će aproprijacije biti klasifikovane u okviru različitih budžetskih stavki stvarajući grupe rashoda u skladu sa svojom svrhom, i ako je to potrebno, u skladu sa Finansijskim pravilnikom. Takođe, i u pravilniku je predviđen princip specifikacije, i to u nekoliko njegovih članova (21 do 26). Svrha principa specifikacije sastoji se u obezbeđivanju alokacije dostupnih aproprijacija po različitim budžetskim glavama i podglavama<sup>64</sup>. U pitanju je princip koji ostvaruje uticaj na obe strane budžeta Zajednice. Njegovo značenje na

---

<sup>60</sup> Član 7 Odluke Saveta od 29. septembra 2000. o sistemu vlastitih prihoda Zajednice, *Službeni list Evropskih zajednica*, L 253 od 7. oktobra 2000. godine.

<sup>61</sup> *European Union Public Finance*, p. 144.

<sup>62</sup> Prvi put negativna rezerva se pojavila u budžetu iz 1986. godine, i to kao način obezbeđivanja sporazuma između Evropskog saveta i Parlamenta o stopi porasta neobaveznih rashoda. Aproprijacije koje nisu iskorišćene, bile su transferisane za finansiranje nepredviđenih rashoda (negativna rezerva). Više vid.: *European Union Public Finance*, p. 144.

<sup>63</sup> Ian Begg, (2004), p. 794.

<sup>64</sup> Daniel Strasser, (1991), p. 55-57.

rashodnoj strani podrazumeva da se budžet izvršava u skladu sa „željama“ budžetskih organa, a na prihodnoj strani – da različiti izvori budžetskih prihoda treba da budu jasno određeni.<sup>65</sup>

Specifikacija se primenjuje kako sa vertikalnog, tako i sa horizontalnog aspekta budžeta. Na horizontalnom nivou, budžet Zajednice podeljen je na opšti račun prihoda i različite sekcije (podeljene na račune prihoda i račune rashoda). Na vertikalnom nivou (budžetska nomenklatura), svaka budžetska sekcija je dalje podeljena na naslove, glave, članove i stavke (član 271, stav 3 Ugovora o Evropskoj zajednici i član 21 Finansijskog pravilnika Saveta)<sup>66</sup>.

Važno je istaći i postojanje mogućnosti da se izvrši transfer između budžetskih glava ili članova (član 274 Ugovora o Evropskoj zajednici i članovi 25 i 26 Finansijskog pravilnika).

### 6.6. Princip jedinstvenog računa

Princip jedinstvenog računa znači da Evropska unija ima jedinstvenu val-

---

<sup>65</sup> *European Union Public Finance*, (2002), p. 145.

<sup>66</sup> Opšti račun prihoda sadrži devet stavki: 1) vlastiti prihodi; 2) finansijski doprinosi; 3) dostupni suficiti; 4) mešoviti prihodi Zajednice (takse, dažbine i obaveze); 5) prihodi ostvareni od administrativnih aktivnosti institucija; 6) doprinosi programima Zajednice, otplati rashoda i prihodi od usluga izvršenih umesto plaćanja; 7) kamata na zakasnela plaćanja i novčane kazne; 8) zaduživanje i kreditne operacije; 9) mešoviti prihodi. Sve ove stavke dalje su podeljene u račune prihoda i račune rashoda u okviru svake sekcije.

utu, koja se upotrebljava prilikom plaćanja u većini država-članica. Počev od 1999. godine koristi se „evro“. Pre toga, od samog osnivanja Evropskih zajednica, pitanje zajedničke valute je stalno bilo u centru pažnje. Tako su primenjivana različita rešenja: upotreba belgijskih franaka; jedinstveni račun nalik na američki dolar; „zlatni paritet“ jedinstvenog računa, ECU, itd.<sup>67</sup>

Ovaj princip predstavlja i implikaciju postojanja Evropske monetarne unije: svi članovi EMU-a imaju istu novčanu valutu, koja se upotrebljava ne samo u transakcijama između država, nego i u unutrašnjim transakcijama u okviru svake pojedine države.

### 6.7. Principi transparentnosti i doslednog finansijskog menadžmenta

Princip transparentnosti znači da je budžet Zajednice javni dokument, dostupan široko zainteresovanoj javnosti. Ovo dalje znači objavljivanje budžeta, njegove izmene i usvajanje završnog računa, kao i obezbeđivanje neophodnih informacija budžetskim organima i Revizorskom sudu. Informacije se dostavljaju Komisiji svakog meseca i tri puta u toku godine u toku perioda

---

<sup>67</sup> Za ECSC, ovo pitanje je prvo bilo rešeno odredbama Odluke 2/52 od 23. decembra 1952. godine kada je definisan jedinstveni račun plaćanja Evropske unije. Takođe je i Rimskim ugovorima o EEC i Euroatom zajednici ovo pitanje bilo regulisano (član 207 EEC ugovora i član 181 Ugovora o Euroatom zajednici). Više vid.: Daniel Strasser, 1991. p. 59-68 i *European Union Public Finance*, p. 157-159

budžetske implementacije. Iako je princip transparentnosti još uvek pod znakom pitanja, očigledno je da će uskoro biti prihvaćen kao jedan od opštih principa funkcionisanja budžeta Zajednice.<sup>68</sup>

Princip doslednog finansijskog menadžmenta propisan je članom 274, stav 1 EC ugovora. Utvrđeno je da će „Komisija implementirati budžet sa sopstvenom odgovornošću i u okviru ograničenja postavljenih aproprijacijama, i imajući u vidu principe doslednog finansijskog menadžmenta. Države-članice će saradivati sa Komisijom, kako bi obezbedile da se aproprijacije koriste u skladu sa principima doslednog finansijskog menadžmenta“. Ovaj princip, kao i princip transparentnosti, trebalo bi primeniti u potpunosti u toku budžetske implementacije. U praksi, trebalo bi da se zasniva na definisanju proverenih ciljeva, čiji se monitoring može vršiti putem merljivih indikatora, a sve u cilju da se menadžment zasnovan na sredstvima promeni u onaj koji je orijentisan ka postizanju rezultata.

Prisutno je i mišljenje da *ex ante* evaluacija mera Zajednice predstavlja značajan instrument u primeni principa doslednog finansijskog menadžmenta. Glavna svrha obavljanja takve evaluacije jeste prikupljanje informacija i obavljanje analize, koja može pomoći da se ostvare odgovarajući ciljevi, troškovna efikasnost upotrebljenih instrumenata i mogućnost oslanjanja na kasnije evaluacije.

---

<sup>68</sup> *European Union Public Finance*, (2002), p. 159

Opšti zahtev za obavljanje *ex ante* evaluacije zasniva se na Finansijskom pravilniku (od decembra 1977. i izmenjenog Pravilnikom Saveta br. 2333/95 od septembra 1995. god.), gde je utvrđeno da mobilizacija izvora Zajednice mora prethoditi evaluaciji, kako bi se obezbedilo da ostvarene koristi budu u proporciji sa primenjenim izvorima. I u Finansijskom pravilniku iz 2000. godine (SEC(2000)1890) predviđeno je da će predložiti za sve nove programe i akcije, usled kojih nastaju rashodi za opšti budžet Evropskih zajednica, biti predmet *ex ante* evaluacije.<sup>69</sup>

Osim *ex ante* evaluacije, članom 27, stav 4 Finansijskog pravilnika propisana je *ex post* evaluacija. Ovaj oblik evaluacije primenjuje se na sve programe i aktivnosti povezane sa značajnim trošenjem i rezultatima trošenja koji su dostupni zakonodavnim i budžetskim organima.

### ZAKLJUČAK

Funkcionisanje svake institucije neizbežno je povezano sa dostupnim sredstvima. Svaka institucija (nezavisno od toga da li je u pitanju država, međunarodna organizacija ili, poput EU, supranacionalna organizacija) može uspešno da funkcioniše i ispunjava svoje obaveze samo ako su njeni prihodi dovoljni za pokriće svih njenih rashoda. Slučaj EU je veoma specifičan, zato što je u pitanju

---

<sup>69</sup> *Ibid.*, p. 160-162

supranacionalna organizacija, ali koja se ne finansira isključivo doprinosima plaćenim od država-članica, nego ima i vlastite prihode. Međutim, suma koja se ostvaruje od tradicionalnih vlastitih prihoda nije dovoljna da pokrije sve rashode EU, zato se EU uglavnom oslanja na prihode zasnovane na PDV-u i BDP-u, koji u stvari predstavljaju doprinose od država-članica. Takođe, sastavni deo sistema vlastitih prihoda EU predstavlja i kompenzacioni mehanizam uveden zbog redukcije plaćanja Velike Britanije, zatim Nemačke, Holandije, Austrije i Švedske. Sve ovo, u celini uzev, čini aktuelni sistem finansiranja EU veoma kompleksnim, netransparentnim i nepravičnim, zbog čega je sačinjeno više predloga za uvođenje novih vlastitih prihoda, koji bi trebalo da zadovolje određene kriterijume (dovoljnost; stabilnost; vidljivost, odnosno transparentnost; niski operativni troškovi; efikasna alokacija izvora i pravičnost). Zadovoljavanje ovih kriterijuma (svih ili većine) doprinelo bi prevazilaženju nedostataka postojećeg sistema i stvaranju novog, znatno boljeg sistema vlastitih prihoda. Takođe, ovo bi uveliko doprinelo boljem zadovoljavanju opštih principa EU budžeta i smanjenju brojnih izuzetaka u primeni ovih principa. Čini se da je, među predloženim приходima, modifikovani PDV predlog sa najviše prednosti. U poređenju sa ostalim predlozima, naplatom modifikovanog PDV-a može se ostvariti najviše prihoda za EU budžet. Osim kriterijuma dovoljnosti, ovaj predlog zadovoljava i kriterijume jednostavnos-

ti, niskih administrativnih troškova i efikasnosti. Inače, važno je istaći da modifikovani PDV zadovoljava kriterijum niskih administrativnih troškova kada se naplaćuje od strane nacionalnih poreskih organa. Međutim, transfer dela prihoda ostvarenih naplatom PDV-a iz budžeta država-članica u EU budžet, povezano je sa dodatnim administrativnim troškovima, nastalim zbog neophodnosti angažovanja dodatnog administrativnog osoblja. Ipak, imajući u vidu da modifikovani PDV zadovoljava većinu postavljenih kriterijuma, većina autora smatra da se upravo naplatom iz ovog izvora može obezbediti dovoljno sredstava za EU budžet.

### LITERATURA

1. Begg, Ian "Future Fiscal Arrangements of the European Union", *Common Market Law Review*, Volume 41, issue 3, 2004, p. 775-794;
2. Bird, Richard, *Intergovernmental Fiscal Relations: Universal Principles, Local applications*, Georgia State University, Andrew Young School of Policy Studies, Atlanta, 2000;
3. Cattoir, Philippe, *Tax-based EU Own Resources: An Assessment*, European Commission, Working paper No. 1, April 2004;
4. Conaway Francis et al, *Intergovernmental Fiscal Relations in Eastern Europe" A Source Book for Policy Analyst & Trainers*, The Urban Institute, Washington D.C, 2000;
5. Council Directive 2003/96/EC of 27 October 2003 Restructuring the Community Framework for the

- Taxation of Energy Products and Electricity; *Official Journal of the European Communities* L 283 from 31.10.2003
6. Council Regulation No 1605/2002 of 25 June 2002 on the Financial Regulation applicable to the general budget of the European Communities, *Official Journal of the European Communities*, L 248 of 16 September 2002;
  7. Council Regulation No 1605/2002 of 25 June 2002 on the Financial Regulation applicable to the general budget of the European Communities, *Official Journal of the European Communities*, L 248 of 16 September 2002;
  8. Council Regulation No 1150/2000 of 22 May 2000 implementing Decision 94/728/EC, Euroatom on the System of the Communities' own resources, *Official Journal of the European Communities*, L 130 from 31 May 2000
  9. Council Decision of 29 September 2000 on the system of European Communities' own resources (2000/597/EC, Euroatom), *Official Journal of the European Communities* L 253 from 7.10.2000;
  10. Council Decision on system of European Communities' own resources from 1994 (Decision 94/728/EC, Euroatom) from 31.10.1994;
  11. Council Decision of 29 September 2000 on system of European Communities' own resources (2000/597/EC, Euroatom), *Official Journal of the European Communities* L 253 from 7.10.2000
  12. Consolidated Version of the Treaty Establishing the European Community, *Official Journal of the European Communities*, C 325 from 24 December 2002;
  13. Commission of the European Communities, *TECHNICAL ANNEX: Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*", Brussels, 14.7. 2004 COM (2004) 505 final, Volume II;
  14. Council Regulation No 1605/2002 of 25 June 2002 on the Financial Regulation applicable to the general budget of the European Communities, *Official Journal of the European Communities*, L 248 of 16 September 2002
  15. Dashwood Alan, "The Relationship between the Member States and the European Union/European Community, *Common Market Law Review*, Volume 41, issue 2, 2004, p. 355-381;
  16. Dashwood Alan, "States in the European Union", *European Law Review*, Volume 23, 1998, p. 201-216;
  17. European Commission, *European Union Public Finance*, European Commission, Luxembourg, 2002;
  18. European Commission, Annex II: "A Review of Possible Own Resources for the European Union" in *Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, European Commission, Brussels, 1998;
  19. European Commission, Annex IV: "The Budgetary Compensation for the United Kingdom" in *Financing the European Union: Commission Report on the Operation of the Own Resources System*, European Commission, Brussels, 1998;
  20. European Commission, *Financing the European Union: Commission Report*

- on the Operation of the Own Resources System*, European Commission, Brussels, 1998;
21. European Court of Justice, Judgment of the Court (Grand Chamber), Failure of a Member State to fulfil obligations – Communities’ own resources – Customs duties legally owing not subsequently recovered following an error by the national customs authorities – Financial liability of Member States), *Judgment of the Court of Justice in Case C-392/02, Commission of the European Communities versus Kingdom of Denmark*
22. European Court of Justice, *Judgment of the Court of Justice in Case C-304/02, Commission of the European Communities versus French Republic*
23. European Court of Justice, *Judgment of the Court of Justice in Case C-387/97, Commission of the European Communities versus Hellenic Republic*
24. European Court of Justice, *Judgment of the Court of Justice in Case C-278/01, Commission of the European Communities versus Spain*
25. Goucha Soares Antonio, “Pre-emption, Conflicts of Powers and Subsidiarity”, *European Law Review*, Volume 23, 1998, p. 132-145;
26. Laffan, Bridgit and Johannes Lindner, “The Budget”, Chapter 8 in *Policy-Making in the European Union*, ed. by Helen Wallace, William Wallace and Mark A. Pollack, Oxford University Press, Oxford, 2005, p. 191-212
27. Strasser Daniel, *The Finances of Europe: The Budgetary and Financial Law of the European Communities*, Commission of the European Communities, Luxembourg, 1991;
28. Stojanović Snežana, *Fiskalni federalizam*, Institut za uporedno pravo, Beograd, 2005;
29. Wallace Helen, William Wallace and Mark A. Pollack (editors), *Policy-Making in the European Union*, Oxford University Press, Oxford, 2005;
- [www.europa.eu.int/comm/budget/budget/index\\_en.htm#principles](http://www.europa.eu.int/comm/budget/budget/index_en.htm#principles)

Rad primljen: 12.X 2006.

UDK: 336.77:334.722(497.11)

JEL:H 22

Stručni članak

**BAZELSKI SPORAZUM II:  
UTICAJ NA PONAŠANJE BANAKA  
I NAČIN FINANSIRANJA MALIH I  
SREDNJIH PREDUZEĆA**

***IMPACT OF BASEL II CRITERIA ON  
COMMERCIAL BANK FINANCING OF  
SMES***

**Dr Ljiljana LUČIĆ**  
**Viša poslovna škola, Novi Sad**

**Rezime**

U radu se razmatra uticaj Bazelskog sporazuma II na poslovnu politiku banaka i odnos prema malim i srednjim preduzećima. Nakon primene Bazelskog sporazuma II tokom 2007. godine uslediće značajna promena u odobravanju bankarskih kredita klijentima sa slabijim rejtingom i u finansiranju projekata sa višim stepenom rizika. Promena će posebno pogoditi MSP koja su tradicionalno bila upućena na bankarski sistem i kreditno tržište u obezbeđivanju nedostajućih sredstava za poslovanje. Može se očekivati da: 1. bankarski sektor neće biti spreman da ponese teret finansiranja MSP usled visokog rizika i niskog rejtinga malih i srednjih preduzeća u odnosu na velika preduzeća; 2. cena kredita po kojoj se mogu dobiti kredit MSP od banaka će se kretati u zavisnosti od mesta na rejting listi banke; ugovor o kreditu će pored kamatne stope sadržati i klauzule za odgovarajuća mesta na rejting listi.

**Ključne reči:** BAZELSKI SPORAZUM; BANKE; KREDIT; POSLOVNA POLITIKA; KREDITNO TRŽIŠTE; MALA I SREDNJA PREDUZEĆA; KREDITNI REJTING;



### *Summary*

*This paper analyzes the impact of Basel II supervision criteria on commercial bank behavior and the treatment of SMEs. The implementation of Basel II agreement in 2007 will affect the approval of commercial loans to enterprises with lower credit rating and financing of projects with higher risks. This change will adversely affect SMEs that traditionally depended on the banking sector and credit market in securing their financing. It can be expected that: (1) the banking sector will not be ready to take up the burden of financing SMEs due to higher associated risks and lower credit rating compared to large companies; and (2) the cost of loans to SMEs will depend on the relative position on the rating list in each commercial bank, and the loan agreement will have to contain both the interest rate and a performance clause to the relative credit rating of the client.*

**Key words:** *BASEL II AGREEMENTS; COMMERCIAL BANKS; LOANS, CREDITS; LOAN MARKET; SMEs.; CREDIT RATING.*

### UVOD

U savremenoj ekonomskoj praksi je malo preduzeća koja imaju dovoljno sopstvenih sredstava za nesmetano poslovanje i nemaju potrebu za eksternim finansijskim sredstvima. Finansijska sredstva koja nedostaju, mala i srednja preduzeća su do sada uglavnom obezbeđivala preko banaka. S obzirom da su se uslovi poslovanja za bankarski sistem promenili i da je pred konačnom implementacijom Bazelski sporazum II, u Evropskoj uniji je napravljen mali *Vodič za finansiranje MSP* u kome su preduzetnicima objašnjene promene do kojih je došlo i moguće posledice u odnosu na njihovu poziciju pri dobijanju bankarskih kredita.<sup>1</sup>

Iako je bonitet preduzeća oduvek bio u centru pažnje velikih banaka, tek od 2007. godine sve banke će morati da prave rejting listu svojih komitenata i na toj osnovi ocenjuju kreditne zahteve i određuju uslove kreditiranja. Posle uvođenja rejting sistema, banke više neće prepuštati odobravanje kredita individualnoj proceni bankarskih predstavnika, nego će slediti više formalizovanu i standardizovanu proceduru. To će imati za posledicu da će MSP sve teže dolaziti do kredita, a odobreni krediti će, u zavisnosti od rejtinga, sadržavati restriktivne klauzule kao što su obavezna zaloga, viša kamatna stopa, uslovi pod kojima se kredit mora (može) vratiti pre roka dospeća. Najkraće, iako se procenjuje da će banke u Evropi i dalje biti jedan od glavnih oslonaca za finansiranje MSP, očekivano pogoršanje uslova nameće potrebu da se traže alternativni izvori finansiranja.

Factoring, lizing, odobravanje kratkoročnih kredita na bazi

---

<sup>1</sup> "How To Deal With The New Rating Culture - A Practical Guide To Loan Financing For small And Medium-Sized Entreprises", *European Commission*, Brussels, July, 2005.

potraživanja, skladišna optimizacija nisu nepoznati u našoj poslovnoj praksi, međutim, finansiranje MSP preko kapitala koji se plasira preko fondacija za finansiranje preduzetničkih poduhvata ili poslovnih anđela je sasvim nepoznato. Mezanin finansiranje kao kombinacija dugovnih i vlasničkih hartija od vrednosti je do sada korišćeno u zemljama EU samo za finansiranje velikih preduzeća, ali tek se planira njegovo korišćenje i kod MSP.

Evidentno je da se u našoj zemlji ulažu naponi da se podstakne razvoj preduzetništva kroz osnivanje i razvoj malih i srednjih preduzeća. Suštinski problem je da se osim stvaranja institucionalnih i regulativnih pretpostavki obezbede i neophodna sredstva za finansiranje.

## **1. BAZELSKI SPORAZUMI**

Predstavnici SAD i 11 vodećih industrijskih zemalja<sup>2</sup> u 1987. godini, objavili su preliminarni sporazum o bankarskim standardima o kapitalu, koji je poznat pod nazivom Bazel I, a koji je formalno stupio na snagu 1988. godine. Prema ovom sporazumu, banke su u obavezi da saglasno propisima svojih država obezbede određenu visinu kapitala – cenzus, ponderišu aktivu banke različitim stepenima rizičnosti i održavaju propisane parametre. Bazelskim sporazumom I, regulisao se pre svega kreditni rizik, što znači da su

banke bile u obavezi da se osiguraju od opasnosti da zajmoprimac ne ispuni svoje kreditne obaveze. Međutim, taj sporazum nije regulisao pitanje tržišnih rizika sa kojima se banke suočavaju - potencijalnim gubicima do kojih može doći usled negativnih promena kamatnih stopa, cena vrednosnih papira, deviznih kurseva i cena roba, te se još 1993. godine pristupilo dogovaranju novog bazelskog sporazuma. Novi Bazelski sporazum II je u fazi pred konačnu primenu. Njegove odredbe imaju za cilj da obavežu banke da obezbede dodatni kapital za zaštitu od rizika kojima su izložene zbog trgovine sa vrednosnim papirima, finansijskim derivatima i valutama. Novi standardi kapitala omogućavaju bankama razvijanje internih modela za merenje stepena izloženosti tržišnom riziku. Očekuje se da će do 2007. godine kada Bazel II treba da počne da se primenjuje doći do značajnih promena u finansijskom sistemu. Svaki rizičniji plasman, preduzeće će morati da osigura zalogom. Očekuje se porast kamatnih stopa na bankarske kredite što će uticati na razvoj tržišta HoV i pojavu novih investicionih oblika. Stoga će do kredita teže dolaziti MSP u odnosu na velike korporacije i njihovi krediti će biti odobravani uz dosta nepovoljne odredbe. Banke će verovatno formirati rejting liste svojih komitenata i vrlo intenzivno i strogo pratiti finansijsko poslovanje komitenata.

«Karakteristike pravila Prvog bazelskog sporazuma (formalno usvojen 1988. god.)<sup>3</sup> :

---

<sup>2</sup> Belgija, Kanada, Francuska, Nemačka, Italija, Japan, Holandija, Švedska, Švajcarska, V. Britanija i Luksenburg.

<sup>3</sup> Rose, P. Hudgins, S.C. (2005), str. 504

Identifikovane su glavne vrste kapitala koje su prihvatljive nadzornim agencijama (uključujući primarni ili osnovni kapital i sekundarni ili dodatni kapital) i uveden je prvi formalni standard za kapital koji je uzimao u obzir izloženost riziku od transakcija sa vanbilansnim stavkama (OBS). Prvi bazelski sporazum primarno je bio usmeren na kreditni rizik ili rizik neuspeha koji je nasleđen u aktivi u knjigovodstvenom bilansu banke i među vanbilansnim stavkama (kao što su ugovori o derivatima i kreditne obaveze), sa uključenom izloženošću tržišnom riziku od promena kamatne stope, strane valute i robnih cena koje su kasnije dodate. Ovaj ugovor postavio je uslove za određivanje potrebnog nivoa kapitala svake banke pojedinačno koristeći istu formulu i isti set stopa rizika (kao već spomenuti pristup – ista veličina za sve). Primenjivani su isti minimalni nivoi potrebnog kapitala za sve banke zemalja članica (uključujući minimalni koeficijent od 4% primarnog kapitala prema ukupno ponderisanoj rizičnoj aktivi) i minimalni koeficijent od 8% primarnog plus sekundarnog kapitala prema ukupno ponderisanoj rizičnoj aktivi).

Karakteristike pravila Drugog bazelskog sporazuma (čija se puna implementacija očekuje 2006. godine ili nešto kasnije): Drugi bazelski sporazum obezbeđuje veću osetljivost za arbitražne poslove i inovacije na finansijskom tržištu što zahteva fleksibilnije propise za banke nego što je to dozvoljavao Prvi bazelski sporazum. Prepoznaje različitu izloženost riziku

kod različitih banaka, eventualnu primenu različitih metoda da bi se izvršila procena njihove jedinstvene izloženosti riziku, i moguće podvrgavanje zahtevima za određivanje različitog nivoa potrebnog kapitala za pokrivanje kreditnog, tržišnog i poslovnog rizika. Rezultati ovih i drugih promena, takvi su da je Bazelski sporazum II u suštini mnogo osetljiviji na rizike od Bazelskog sporazuma I. Zahteva od svake banke da razvije sopstvene interne modele rizika upravljanja i testove na stres u procenjivanju sopstvenog stepena izlaganju riziku (VAR ili rizik vrednosti) u različitim tržišnim uslovima. Zahteva da svaka banka utvrdi sopstvene potrebe za kapitalom, bazirane na proračunu izloženosti riziku, koji može da bude podvrgnut reviziji od strane nadzornih organa vlasti imajući u vidu pojam razumnosti. Promoviše veće učešće javnosti u uvid stvarnog finansijskog stanja svake banke što stvara mogućnost veće primene tržišne discipline prema onim banakama za koje se procenjuje da preuzimaju preveliki rizik.»

Promene koje se uvode Bazelom II izražavaju potrebu da se upravlja rizikom. Nova regulacija ohrabruje banke da detaljnije procenjuju rizik svakog kreditnog aranžmana, a i da upotrebljavaju sistem rejtinga. «Rizičnije» odobravanje kredita biće skuplje dok će relativno sigurnije pozajmljivanje manje koštati, što značajno ograničava odobravanje kredita većeg stepena rizika kakvi bi mogli biti krediti MSP.

### INTERNI REJTING PRE- DUZEĆA U BANKAMA

Rejting je profil privrednog subjekta u kome su kvalitativne i kvantitativne informacije koji banka ili druga institucija poredi sa drugim isto tako utvrđenim profilom privrednog subjekta. Postoji dve vrste rejtinga: interni rejting i eksterni rejting.

Eksterne rejtinge prave rejting kompanije, najčešće za velike kompanije koje plasiraju obveznice i ostale hartije od vrednosti na tržištu kapitala. Interne rejtinge utvrđuju banke za svoje zajmotražioce, one predstavljaju procenu kreditne sposobnosti komitenata i zato su one za naše razmatranje od značaja.

**Kako banka utvrđuje rejting listu?** Banka do podataka dolazi uglavnom preko samih zajmoprimaca ili koriste finansijske i druge raspoložive informacije o klijentima iz eksternih izvora. U centru interesovanja formiranja rejtinga su bilansni izveštaji i finansijski pokazatelji poslovanja. Banka poredi input rejting faktore sa podacima o prethodno nevraćenim kreditima, da bi odredila koliko često zajmoprimci sa sličnim karakteristikama nisu vratili svoje kredite, a potom određuje odgovarajući rejting novom zajmoprimcu. Banke interesuju i kvantitativne i kvalitativne karakteristike korisnika kredita. Mada su se mnoge od ovih informacija i do sada skupljale, mnogo banaka će ih ubuduće analizirati temeljno i sistematično.

Za mala i srednja preduzeća kvantitativne informacije se obično uzimaju iz finansijskih izveštaja i biznis planova. Da bi se utvrdilo koji faktori poslovanja utiču najvećim delom na rejting preduzeća analiziran je rejting sistem grupe banaka u EU koje su ga do sada utvrdile i pokazalo se da banke srednje veličine ili velike banke smatraju da<sup>4</sup>:

- da je zaduženost preduzeća od velikog ili veoma velikog značaja kao rejting input faktor (75%);
- daju isti značaj likvidnosti i profitabilnosti preduzeća (50%);
- daju veliki ili veoma velik značaj kvalitetu upravljanja u MSP (približno 50%);
- dva najvažnija kvalitativna input rejting faktora su tržišna situacija MSP i njihova pravna forma.

U okviru rejting sistema, značaj kvalitativnih faktora obično zavisi od veličine preduzeća i kredita. Generalno, kvalitativni faktori će imati veći uticaj na rejting za veća preduzeća ili veće kredite. Za veća MSP i/ili iznos traženog kredita, banka će zahtevati više informacija za sopstvenu rejting procenu.

Za procenu preduzeća koja tek počinju sa radom nema prethodnih podataka, tako da se informacije skupl-

---

<sup>4</sup> “How To Deal With The New Rating Culture - A Practical Guide To Loan Financing For small And Medium-Sized Enterprises”, *European Commission*, Brussels, July, 2005. p.p. 14-15

## FINANSIJE

jaju u procesu razmatranja kreditnog zahteva i značajno se razlikuje u odnosu na procenu za preduzeća koja već rade. Uočeno je da se iz tog razloga za nova preduzeća kvalitativni input faktori uključuju u rejting sa oko 60% i da su biznis planovi i veština upravljanja finansijama najvažnije informacije.

Iz narednih tabela se može videti koje rejting input faktore može koristiti banka i koliki im je uticaj na

određivanje rejting mesta preduzeća.<sup>5</sup>

**Kako banka koristi rejting?** Kada se jednom odredi rejting lista, banka će je koristiti u nekoliko etapa, odnosno prilikom: donošenja odluke o kreditu, utvrđivanja visine kamatne stope i tekućeg nadgledanja zajmoprimca. Usmeravanjem na rejtinge, banke zasnovavaju svoje kreditne odluke saglasno svojoj poslovnoj strategiji i sistematično.

Kvantitativni input rejting faktori i njihov uticaj na rejting poziciju preduzeća:			
Za kvantitativne input rejting faktore izvor su dokumenti: 1. Finansijski izveštaji 2. Biznis plan		Indikatori	Uticaj na rejting
	- struktura aktive - struktura duga - fin. leveridž	- materijal.aktiva/ukupna aktiva - kratkoročan dug/ukupan dug -sopstvena sredstva/ukupna sredstva	±30%
	- likvidnost	-tekuća sredstva/tekuće obaveze	±20%
	- profitabilnost	- tok gotovine/ukupni obrt - neto profit/ukupna aktiva	±15%
	- rast - veličina	- ukupan rast -ukupna aktiva	±15%
	- efikasnost - obrt kapitala	- prodaja/zalihe - prodaja/ukupna aktiva	±20%

Kvalitativni input rejting faktori za utvrđivanje rejting pozicije preduzeća:		
		Teme
Izvori za kvalitativne rejting input faktore: 1. Lični kontakt na sastancima 2. Biznis plan 3. Kredibilitet rukovodstva 4. Preporuke	- Tržišno okruženje	- Konkurencija u grani - Učešće u tržištu - Zavisnosti
	- Rukovodstvo	- Iskustvo u grani/iskustvo rukovodstva - Kvalitet rukovođenja - Marketing/prodaja - Upravljanje rizikom - Politika informisanja Banke
	- Računovodstvo - Kontrola	- Politika vođenja računovodstva - Kvalitet budžetiranja - Kontrola troškova

<sup>5</sup> isto str. 36

Moguće je da će banka **prilikom odobravanja kredita komitentu** predvideti za određenu rejting poziciju određenu vrednost zaloge ili da će kao uslov za dobijanje kredita sa određenim rokom dospeća predvideti minimalnu rejting poziciju. Stoga rejting pozicija zajmoprimca može opredeliti odluku po kreditnom zahtevu ne samo sa « da» ili «ne» nego i dodatne zahteve kao što je obavezan iznos zaloge ili maksimalne rokove dospeća po kreditu.

**Prilikom utvrđivanja visine kamatne stope** za kredit zajmotražiocu mogu se uzeti u obzir: troškovi sredstava, operativni troškovi, očekivani gubici, troškovi kapitala. Troškovi finansiranja i poslovanja banke imaju uticaj na konačnu cenu kredita, ali ne zavise od rejtinga zajmoprimca. Međutim, očekivani gubici i troškovi kapitala direktno zavise od rejting pozicije zajmotražioca, tako da će oni sa boljim rejtingovima verovatno dobijati jeftinije kredite.

**Banke će nakon odobravanja kredita vršiti monitoring zajmoprimca.** Najveće banke procenjuju rizik vezan za korisnike tako što, prilikom svake promene u njegovom poslovanju osavremenjuju svoje rejting liste. Rejting lista se obično utvrđuje na osnovu godišnjih pokazatelja. Međutim, one se mogu ažurirati kada god su novi finansijski izveštaji raspoloživi ili ako predstavnik banke utvrdi da je to potrebno učiniti. Pogoršanje rejtinga se često posmatra kao jedan rani upozoravajući signal i može imati različite posledice što zavisi od struk-

ture ugovora o kreditu (povećanje kamatne stope, smanjenje postojećih kreditnih linija i ranije otkazivanje kredita). U nekim slučajevima moguća posledica može da bude suspenzija ukupnih poslovnih odnosa sa preduzećem. Stoga rejting pozicija nije značajna samo kada MSP podnosi zahtev za kredit, nego tokom ukupnog životnog veka kredita.

U Vodiču EU dato je šest osnovnih pravila za mala i srednja preduzeća za uspešan rad sa bankama.<sup>6</sup> Ona imaju za cilj da pomognu preduzetnicima da upravljaju svojom rejting pozicijom i kreditnim procesom, a, bankama koje do sada nisu utvrdile rejting liste govore o čemu bi pri njihovom koncipiranju trebalo da povedu računa.

### **ŠEST OSNOVNIH PRAVILA ZA MALA I SREDNJA PRE- DUZEĆA ZA USPEŠAN POSLOVNI ODNOS SA BANKAMA:**

1. **Pitajte banku o njenom rejting sistemu** i implementaciji Bazelskog sporazuma II, na osnovu kojih informacija formira rejting listu komitenata, koja dokumenta joj koriste u tu namenu, kao i o tome da li o rejting poziciji nekog preduzeća obaveštava na zahtev i druge komitente;

2. **Obezbedite visok nivo informacija o vašem poslovanju i podnesite ih banci na vreme;**

---

<sup>6</sup> isto str. 20-30

**3. Proverite uslove i rokove odobravanja kredita,** kao i njihovu povezanost sa rejting pozicijom; proverite koji faktori najviše utiču na kreditne uslove. Među bankama u tom pogledu postojaće značajne razlike. Vrednija zaloga može smanjiti kamatnu stopu na traženi kredit, kredit na dugi rok negde mogu da očekuju samo preduzeća sa većim rejtingom, dodatne klauzule koje sadrže posebne uslove na kredit za određenu rejting poziciju mogu da utiču na cenu kredita, dodatna klauzula može da sadrži i pravo na opoziv kredita. Analizom bankarske prakse u posmatranim bankama došlo se do podatka da 50% svih banaka ugrađuje u kreditni ugovor dodatne klauzule kada određuje cenu kredita. Očekivanja su da će se takva praksa u narednom periodu povećati, a kada takve informacije dobije, preduzeće je u mogućnosti da upravlja svojom rejting pozicijom;

**4. Upravlajte rejting pozicijom** preduzeća tako što ćete u poslovanju uvek imati na umu ključne rejting input faktore. Rejting pozicija preduzeća zavisi od informacija koju banka dobije od preduzeća, međutim, koliko će koji rejting input faktor uticati na formiranje rejtinga zavisi od poslovne strategije i pozicije same banke. Zato je korisno uspostaviti kontakt sa predstavnikom banke, odlaziti na sastanke sa ovom temom i raspitati se da li banka pruža savetodavne usluge za rejting. Procena je da će već tokom 2007. godine jedna od dve banke nuditi ovu vrstu usluga, neke besplatno, a kod nekih će ova vrsta usluga biti tarifirana. Banke u različitim zemljama

koriste različite kvantitativne i kvalitativne pokazatelje za procenu kreditne sposobnosti komitenata. Kvantitativni faktori se sastoje uglavnom od različitih finansijskih pokazatelja. Pretpostavka je da će pored finansijskih pokazatelja likvidnosti i profitabilnosti, finansijski leveridž verovatno ostati najuticajni kvantitativni faktor u rejting sistemu. Kada su u pitanju kvalitativni faktori uzimaće se u obzir kvalitet upravljanja, tržišna situacija i pravna forma preduzeća. Korisno je da se banci objasni pozicija preduzeća u grani među istim ili srodnim delatnostima, jer će banka uvek porediti slična preduzeća. Pored toga kod kvalitativne analize realno je očekivati da će banka posmatrati i zavisnost klijenta od ključnih dobavljača ili potrošača. Analiza prakse posmatranih banaka pokazuje da kvalitativni faktori u rejting poziciji opredeljuju rejting poziciju sa 20-30% preduzećima za koje postoje podaci o poslovanju, dok je kod novih preduzeća značaj kvalitativnih faktora u proseku oko 60%.

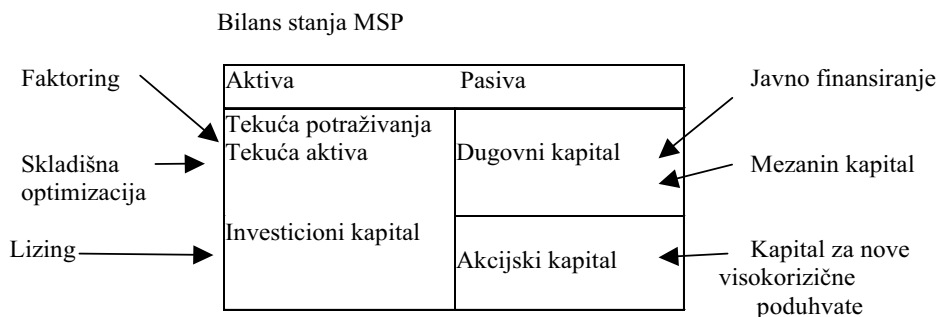
**5. Razmišljajte o rejting poziciji kao tekućem procesu,** jer banke mogu tokom posmatranja vašeg poslovanja, a u slučaju i najmanje promene u preduzeću da izvrše korekciju vaše rejting pozicije i aktiviraju kreditne klauzule na neotplaćeni deo kredita. Poštujte rokove otplate kredita i uredno ga vraćajte. Kada planirate da uvedete promene u poslovanju, o tome obavestite vašu banku, jer može da dođe do nerazumevanja koja mogu uticati na rejting preduzeća. Posebno proveravajte da li ste informacije iz bilansa stanja dostavili na vreme. Praksa je da se u

## FINANSIJE

Mere kojima se smanjuju potrebe za kreditom  
i kreditne alternative :  
uticaj na bilans stanja MSP<sup>7</sup>

Smanjenje potreba za kreditom

Kreditne alternative



Mere za smanjenje potrebe za kreditom/ kreditne alternative: za i protiv <sup>8</sup>			
	Za	Protiv	Ciljne grupe su preduzeća koja obično imaju:
Faktoring	1. Oročeno i predvidivo plaćanje 2. Zaštita od neplaćanja kupaca	1. Diskont na nenaplaćeni dug 2. Potencijalan uticaj na odnose sa kupcima	1. malu likvidnost 2. značajnu sumu nenaplaćenih potraživanja
Skladišna optimizacija	1. Manje kapitala je vezano za zalihe 2. Poboľšanje bilansa stanja	1. Potencijalno zahteva veće napore	1. malu likvidnost 2. veliku zalihu roba u skladištu
Lizing	1. Kupovina bez visokih investicionih mogućnosti 2. Mogući dobiti po osnovu poreza	1. Ponekad skuplji od bankarskog kredita 2. Bez vlasništva nad zakupljenom stvari	1. nameru da optimizuju Bilans stanja
Kredit iz javnih fondova	1. Programi prilagođeni specijalnim potrebama finansiranja	1. Predmet izvesnih kriterija podobnosti	1. zavise od kriterija podobnosti
Mezanin kapital	1. Fleksibilnost u pogledu strukture vraćanja duga	1. Trošak potencijalno veći nego kod bankarskog kredita 2. Složenost akcijskog proizvoda	1. imaju ograničenja u odnosu između bilansa stanja i kapitalizacije

<sup>7</sup> isto str. 31

<sup>8</sup> isto str. 31



upravljanju bankarskim rizikom obično pretpostavlja da nedostajuće informacije verovatno sadrže loše vesti i da se iz tog razloga ne dostavljaju. Značajan broj banaka tumači slabost ukupnih performansi u vašoj privrednoj grani kao negativni rejting faktor. Uvek je značajno objasniti vaš potencijal vašoj banci, ali to postaje kritično kada ste vi deo jedne grane za koju je primećeno da je u teškoćama. U takvim slučajevima je potrebno da opišete vašu situaciju i objasnite zašto vi niste pod uticajem (ili ste samo delimično) granskih problema.

**6. Ako je pozicija preduzeća na rejting listi banke takva da su uslovi pod kojima možete dobiti kredit nepovoljni, razmotrite druge načine finansiranja.**

### ALTERNATIVE BANKARSKOM KREDITU ZA FINANSIRANJA PREDUZEĆA

Mada je kredit tradicionalno najznačajnija forma finansiranja MSP, ako je on preskup ili ako se ne može dobiti, postoje druge mogućnosti za finansiranje. Prva je da preduzeće, određenim merama, smanji potrebu za kreditima, a druga da se opredeli za alternativne oblike finansiranja.

**Mere za smanjenje potreba za klasičnim bankarskim kreditom su:** 1. Lizing; 2. Kratkoročno kreditiranje na bazi zaloge nenaplaćenih potraživanja; 3. Faktoring; 4. Skladišna optimizacija.

### **Alternative bankarskom kreditu su:**

Sredstva za finansiranje novih visokorizičnih poduhvata preko specijalizovanih fondacija ili poslovnih anđela; 2. Mezanin finansiranje; 3. Javno finansiranje ili subvencionirano finansiranje preko specijalizovanih institucija za finansiranje MSP.

### ETAPE FINANSIRANJA MALIH I SREDNJIH PREDUZEĆA

Za razliku od velikih kompanija koje na relativno lak i brz način dolaze do spoljnih sredstava finansiranja, MSP nisu u takvoj situaciji. MSP imaju posebnih problema na samom početku preduzetničkog poduhvata, kada su im nedostupna ili veoma retko i teško dostupna bankarska sredstva, do kojih ona mogu da dođu tek nakon nekoliko godina poslovanja. Iz toga razloga, ona u prvim godinama poslovanja koriste i druge izvore finansiranja kao što suopstvena ušteđevina, kreditne kartice, sredstva porodice, sredstva prijatelja, sredstva dobavljača, sredstva poverioca, sredstva specijalizovanih institucija, sredstva za nove rizične poduhvate, privatne akcije, mezanin akcije/obveznice, komercijalni papiri, odnosno zamene za bankarski kredit<sup>9</sup> Rizičnost poduhvata i posledično cena kapitala za nove poduhvate se menja tokom razvojnih faza preduzetničkog poduhvata.

---

<sup>9</sup> Bygrave, W.D. (1997), p.p. 195-223

Rane etape finansiranja novog poduhvata su:

**Faza *seed* finansiranja** nastaje pre započinjanja poduhvata. U njoj se obezbeđuje početni kapital potreban za kreiranje poslovnog plana pre osnivanja preduzeća. Obezbeđuje se relativno mala suma da bi se dokazao koncept i izvršila kvalifikacija za prvu fazu finansiranja novog projekta. On obično ima formu zajma, konvertibilnih obveznica ili prioriternih akcija. Ako su početni koraci uspešni, tada se može pristupiti razvoju proizvoda i istraživanju tržišta, kao i formiranju tima rukovodioca i izradi biznis plana.

**Faza *start-up* finansiranja** kojom se obezbeđuje inicijalan kapital za kompletan razvoj proizvoda i početni marketing. Ova sredstva su namenjena preduzeću u procesu organizacije ili preduzeću koje radi do jedne godine, ali još uvek ne prodaje proizvod komercijalno. U ovoj fazi finansiranja firme započinju istraživanje tržišta, formiraju rukovodeći tim, prave biznis plan i spremaju se za poslovanje.

**Prva etapa finansiranja** obezbeđuje preduzeću proširenje inicijalnog kapitala i potrebna sredstava za postavljanje punog obima proizvodnje i prodaje.

**Druga etapa finansiranja** obezbeđuje obrtni kapital za preduzeće koje proizvodi, prodaje i povećava svoja potraživanja i zalihe. Mada se preduzeće širi, još uvek ne ostvaruje profit.

**Faza mezanin finansiranja je treća etapa finansiranja** i neposredno prethodi emisiji akcijskog kapitala. Kapital se obezbeđuje za glavno proširenje preduzeća koje povećava obim prodaje i posluje ili na granici rentabilnosti ili je profitabilno. Sredstva u ovoj fazi finansiranja namenjena su za marketing, obrtni kapital, dalji razvoj proizvoda. Ovakva podela na faze finansiranja je uslovna, zato što u različitim zemljama ne postoje razvojni nivoi novog poduhvata na isti način finansijski podržani. Pa tako npr. gde nema ranih faza finansiranja, kapital namenjen za nove poduhvate se izjednačava sa mezanin finansiranjem. U teoriji još uvek ne postoji jedinstvena definicija za ovaj način finansiranja koji se razvio u SAD od osamdesetih godina, međutim u Evropi on je još uvek nepoznat. U evropskim državama je do sada mezanin finansiranje korišćeno samo za velike poslove i koristile su ga samo velike kompanije. Treba očekivati da će nakon smernica koje je EU donela o finansiranju MSP, u EU biti više korišćena američka iskustva za njihov razvoj.

**Bridž finansiranje je finansiranje kratkoročnih potreba** koje je potrebno kada je preduzeće između navedenih etapa finansiranja ili ima u planu da za šest meseci do godinu dana izvrši javnu emisiju akcija. Ono se često vrši preko HoV, što može uticati da se preko transakcija na sekundarnom tržištu promeni pozicija glavnih akcionara.

U početnoj fazi postojanja jedne firme, veliki deo sredstava potiče od

samog preduzetnika. On koristi svoju ušteđevinu, kreditne kartice i ostala sredstva u sopstvenom vlasništvu, personalne računare, faks mašine, sopstveni stambeni prostor kao kancelariju, nameštaj, automobil. Nakon što iskoristi ove mogućnosti, on se obraća porodici, prijateljima i bankama. Preduzeticima je potreban inicijalan kapital koji je namenjen za rast proizvodnje i nabavku obrtnog kapitala. Inicijalan kapital uglavnom potiče iz internih izvora koja ne zahtevaju analize ili procenu vrednosti investicija od strane investitora.

Porodica i prijatelji mogu dobrovoljno da finansiraju preduzetnički poduhvat u ranim fazama i često to i čine bez formalnog rasporeda otplate duga-amortizacionog plana ili posebnih kamatnih zahteva. Međutim i to finansiranje ima svoju cenu. Ukupni trošak takvog zaduživanja uključuje nefinansijske indirektno troškove koji su često veoma visoki (pritisak porodice, interna porodična kontrola, zategnuti odnosi), a sredstva iz tih izvora su ograničena.

Preduzetnici u ranim fazama preduzetničkog poduhvata gube novac, a tek nakon prve dve do tri godine poslovanja počinju da ostvaruju pozitivne rezultate. U tom periodu pozitivan *cash flow* je prvi znak uspešnog poduhvata. Preduzetnički poduhvat se rangira kao investicija visokog rizika i to je razlog zašto su bankarski izvori finansiranja za njih nedostupni.

Banka neće odobriti preduzeću kredit ako ono nema «trajanje u poslu»

i kreditnu sposobnost. Preduzetnik zato mora veoma pametno da upravlja svojim obrtnim kapitalom, tj. da upravlja svojim tekućim potraživanjima i zalihama tako da obezbedi pozitivan *cash flow*. Ovakav pristup može da obezbedi pozitivan *cash flow*, ali uz veoma male profitne marže. I zato je osnovno pitanje kako obezbediti spoljašnja sredstva.

Potrebna kratkoročna sredstva po najnižoj ceni, sa najnižim troškovima, dobijaju se u kombinaciji trgovačkog kapitala, osiguranih i neosiguranih bankarskih kredita, finansiranja na bazi kratkoročnih potraživanja i finansiranja na bazi zaliha. U kombinovanju mogućih izvora kratkoročnog finansiranja preduzetnik bi trebalo da uzme u obzir sledeće faktore: tekuću situaciju i potrebe preduzeća, buduće troškove i buduću situaciju i potrebe preduzeća.

### NAČIN FINANSIRANJA MSP I PODSTICANJE RAZVOJA PREDUZETNIŠTVA U SJEDINJENIM AMERIČKIM DRŽAVAMA

S obzirom da je preduzetnička era započela u SAD, Amerikanci u tom pogledu imaju i najviše sada već ne samo praktičnog, nego i teorijskog iskustva. Ne treba prepisivati tuđa iskustva kao gotova rešenja, ali svakako treba koristiti američko iskustvo i model za stvaranje preduzetničkog ambijenta sa svim potrebnim pretpostavkama, bilo da su u pitanju pravna regulacija, bilo da su u pitanju institucije. *Venture Funds* i *Mezzanine*

*financing* nisu razvijeni ni u zemljama Evropske unije. Međutim, sasvim je izvesno da bankarski sektor bez obzira na svu tradiciju neće biti spreman da prati razvoj preduzetništva i finansira njegove visokorizične investicije kako u Evropi tako ni kod nas. Iz tog razloga naredni tekst treba razumeti kao prenošenje tuđeg iskustva i istovremeno temu za razmišljanje: kako bi to moglo i da li bi to moglo u našim uslovima.

**Kapital za nove poduhvate**<sup>10</sup> je opšti naziv za finansiranje preko kredita, akcijskog kapitala ili kapitala osiguranja gde se deo premija investira u akcije za nove poduhvate u različitim fazama preduzetničkog poduhvata. Investitori u nove poduhvate se razlikuju po svojim ciljevima radi kojih ulažu sredstva (*seed capital, start-up capital, bridge capital*). Da bi preduzetnikovo traženje kapitala bilo uspešno, potrebno je razumeti razlike između izvora sredstava i ciljeve investitora.

Tržište kapitala za nove poduhvate odlikuju dve vrste investitora: fondovi kapitala za nove poduhvate i poslovni anđeli. Pored sredstava, za svakog preduzetnika problem je i nedostatak vremena. Bygrave iznosi veoma korisne informacije za američke preduzetnike. Razlozi su jednostavni. Ne treba gubiti vreme i očekivati sredstva gde se ona ne mogu dobiti. Pored toga, akcije investirane u ranoj fazi investiranja su obično u dužem periodu nelikvidne i podrazumevaju neobično visoke rizike,

što opravdava očekivanja investitora za visokim stopama povraćaja, obično dugoročnih kapitalnih dobitaka.

U SAD iz ugla investitora postoji tri vrste preduzetničkih poduhvata:

1. poduhvati za koje se predviđa da u narednih pet godina obezbede prihod ispod 10 mln. SAD\$ i oni nisu interesantni za investitore;

2. poduhvati srednjeg tržišta za koje se predviđa prihod u rasponu između 10 mln. SAD\$ i 50 mln. SAD\$ i koji su interesantni za investitore, ali koji uglavnom ostaju u privatnom vlasništvu ili bivaju prodati;

3. visoko potencijalno poduhvati za koje se predviđa da u narednih pet godina donesu prihod u rasponu između 50 mln. SAD\$ i 100 mln. SAD\$ i koji će biti prodati ili će i samostalno ojačati u berzanskoj trgovini.

U praksi dobar poduhvat za koji je sačinjen Biznis plan sa projekcijom očekivanja prihoda od 10 do 20 mln. SAD\$, obećava dobar dohodak i zaradu za preduzetnika, međutim, kapitalni dobitci iz takve projekcije ne mogu da privuku kapital za nove poduhvate. Za poduhvat čija projekcija iz Biznis plana pretpostavlja prihod od 10 do 50 mln. SAD\$ mogu se eventualno dobiti sredstva od poslovnih anđela. Fondovi kapitala za nove poduhvate plasiraju sredstva samo u treću najprofitabilniju, ali i najrizičniju vrstu preduzetničkog poduhvata.

**Fondovi kapitala za nove poduhvate** - Vidljivo tržište kapitala za nove

---

<sup>10</sup> Bygrave, (1997), p.p. 167-195

poduhvate obuhvata firme za ovu vrstu ulaganja koja je na listi *Pratts' Guide Venture Capital Sources*. Ona se publikuje jednom godišnje i sadrži oko 1.700 firmi za ovu vrstu ulaganja. Tek nekih 500 od firmi koje se nalaze na listi je steklo pravo na članstvo u nacionalnoj asocijaciji za finansiranje novih poduhvata *Venture Capital Association*. U *Pratts' Guide Venture Capital Sources* se nalaze podaci o: samoj firmi, menadžmentu koji upravlja kapitalom, kratak pregled najnovijih investicija, preferencije u pogledu projekata, geografskih oblasti, podatke o povećanju sredstava i strukturi poslovanja. Pored ove publikacije značajan je i vodič *Dante Ficher's Insider's Guide to Venture Capital* sa listom od oko 400 fondova za ulaganja u nove poduhvate. Publikacija sadrži podatke o kapitalu fonda, o tome kako doći do sredstava iz fonda za finansiranje novih poduhvata, uputstvo kako napisati *business plan*, kako se odlučiti za neki oblik sredstava, drugim rečima vodi preduzeće kroz njegovu ranu fazu rasta.

Prema instituciji *PricewaterhouseCoopers* na današnjem tržištu fondova za nove poduhvate tipičan fond je onaj koji može aktivno da investira 50 - 150 mln. SAD\$ na period 3 - 5 godina. Mnogi fondovi investiraju u pojedinačan poduhvat između 4 i 8 mln. SAD\$ na period 3 - 5 godina i traže preduzeća sa tržišnim potencijalima 75 - 200 mln. SAD\$. Firme koje investiraju u nove poduhvate imaju fiksne troškove tako da obično isključuju poslove čija su tržišna očekivanja ispod 5 mln. SAD\$. Pošto ove institucije

investiraju u ograničen broj preduzeća, obično 20 do 30 preduzeća, svaku investiciju moraju pažljivo da zaštite. Investitori u novi poduhvat će tražiti 30% - 40% ili više godišnjeg povraćaja na uložena sredstva ili ukupnog povraćaj u iznosu 5 - 20 puta veće vrednosti od uložениh sredstava.

Sva preduzeća u koja je investiran kapital za nove poduhvate bio je u kategoriji visokopotencijalnih poduhvata. Preduzetnik može da očekuje da će dobiti sredstva za nove poduhvate ako mogu da se podrže sledeća očekivanja investitora:

- godišnji prihod da premašuje 50 mln. SAD\$ u narednih 5 - 10 godina;
- godišnja stopa rasta da premašuje 30% - 40% investiranih sredstava;
- veliki i rastući nacionalni i međunarodni tržišni potencijali;
- konkurentsku snagu da može da generiše prihod;
- rukovodeći tim sa iskustvom u uspešnim poduhvatima;
- godišnjeg povraćaja na uložena sredstva metodom *cash on cash*<sup>11</sup> 40% - 50% godišnje;
- u zavisnosti od perioda na koji se investira, da investitoru multiplikuje ukupni kapital 5 - 20 puta.

---

<sup>11</sup> to je metod koji se koristi kod utvrđivanja prihoda na investicije kada ne postoji aktivno sekundarno tržište kapitala, a priнос se utvrđuje deljenjem godišnjeg gotovinskog prihoda ukupnim investicijama

**Poslovni anđeli** - Ako preduzetnički poduhvat nije visokoprofitno potencijalan i atraktivan za Fondove za nove poduhvate, alternativa za dobijanje sredstava su poslovni anđeli. Oni formiraju nevidljivo tržište kapitala za nove poduhvate koje je najstarije i najveće. Njega čini 2.000.000. pojedinca čije bogatstvo prelazi 1 mln. SAD\$. Većina njih je prva generacija, koja je ovaj novac sama zaradila, tako da su u pitanju pojedinci visokog nivoa poslovnog i preduzetničkog iskustva. Na Forbes listi najbogatijih ljudi u SAD preko 60% je ova vrsta milionera. Oni su skloni da finansiraju preduzetnike i poznati su kao poslovni anđeli.

Centar za istraživanje novih poduhvata na Univerzitetu New Hampshir (*Center for Venture Researche at the University of New Hampshire*) procenjuje da oko 250.000 anđela investira 20-30 mlrd. SAD\$ svake godine u preko 30.000 novih poduhvata. Bil Gejts je prvi na Forbes listi i prvi je na listi poslovnih anđela. On investira u prvoj fazi nove poduhvate iz oblasti biotehnike.

Novi poduhvat koji vodi kompetentan tim sa solidnim biznis planom ima šanse da privuče sredstva poslovnog anđela. Preduzetnici najviše vole da nađu jednog ili više poslovnih anđela i započnu posao (*seed capital, start-up capital*). I poslovni anđeli očekuju konkurentne stope povraćaja, ali su im očekivanja manja u odnosu na fondove za investiranje u nove poduhvate.

Tipična investicija anđela je u ranoj

fazi finansiranja zajedno sa još nekoliko investitora koji su poverljivi prijatelji ili poslovne veze, u obimu od 100.000 SAD\$ do 500.000 SAD\$. Pravilo je da ako nađete jednog anđela, nakon njega lako pronalazite i više njih. Za poslovne anđele ne postoji zvanični listing koji se javno publikuje. Veze sa poslovnim anđelima obezbeđuju neformalne veze prijatelja i poslovnih partnera.

Perspektivnog anđela možete potražiti u svom okruženju, među pojedincima koji su bliski tržištu na kojem radite ili tehnologiji koju koristite (u tim slučajevima čak njihovo iskustvo može biti korisnije od njihovog kapitala). Poslovni anđeli su aktivni u humanitarnim organizacijama, često se bave veoma rizičnim poslovima (piloti privatnih aviona, prekookeanski moreplovci) i voljni su da se prihvate saglasno izboru profesije sa visokim rizikom i rizičnim investicionim poduhvatima. Izvor informacija o poslovnim anđelima mogu biti advokati, bankari, računovođe. Savet je da se sa poslovnim anđelima stupi u kontakt bar pola godine pre nego što se zatraže sredstva.

U SAD je u toku kontinuirano stvaranje novih organizacionih struktura. Mnogi poslovni anđeli organizovani su u formalne i neformalne grupe. Prema Centru za istraživanje novih poduhvata pre pet godina postojalo je oko 50 formalnih grupa poslovnih anđela. Centar procenjuje da danas postoji oko 170 formalnih i neformalnih organizacija koje su locirane oko

vodećih tehnologija i poslovnih regiona širom SAD i Kanade. Ove grupe najčešće imaju neku od sledećih karakteristika: slobodno definisanu strukturu, upravljačku strukturu sa punim radnim vremenom ili pola radnog vremena, standardizovani investicioni proces, obično su javnosti dostupni preko veb stranica ili preko nekog vida kontakta sa javnošću i ponekad imaju tradicionalnu strukturu kapitala za nove poduhvate u formi investicionih fondova.

**Dju dilidžens** - Kada se napravi preliminarni sporazum između preduzetnika i investitora, investitor pre nego što donese konačnu odluku o investiranju, počinje da vrši internu kontrolu poslovanja firme. Investitor u ovom procesu proverava one koji upravljaju firmom, istražuje delatnost, analizira konkurenciju, identifikuje osnovne rizike, i ostale često nevidljive razloge zbog kojih možda ne bi trebalo da investira u to preduzeće. Ova kontrola je vrednovanje preduzetnikovog biznis plana i traje oko dva do tri meseca. Najvažnije varijable koje opredeljuju odluku investitora da finansira novi poduhvat, jesu celovitost poduhvata, kompetentnost i angažovanost preduzetnika i njegovog upravljačkog tima. Međutim, ovo je dvostrani proces. Kao što potencijalni investitor kontroliše preduzetnika, tako je i preduzetnik zainteresovan za kvalifikacije investitora. Ako one nisu besprekorne, preduzetnik treba da traži drugog investitora. Ako je u pitanju poslovni anđeo, preduzetnik treba da

ispita njegovu referentnost i kratku stručnu i obrazovnu biografiju.

S obzirom da preduzetnik sa investitorom treba da prolazi kroz mnoge često teške i stresne periode, traženje pravog investitora je vredno pažnje. Zato treba proanalizirati i listu ostalih firmi koje se nalaze u njegovom portfoliju, treba razgovarati sa direktorima preduzeća u koja je investitor već plasirao sredstva i doći do saznanja: kako se potencijalni investitor ponaša, odnosno da li pomaže preduzeće i van okvira novca koji je plasirao, kako regulje kada uslede neuspesi, da li bi ga uključili u rukovodstvo firme da im se ukaže prilika. U tim razgovorima trebalo bi da se čuje da investitor pruža podršku, da je pažljiv i da razume probleme, da ume da uspostavi dobru saradnju i međusobno razumevanje, i da je u nekim slučajevima uspostavljen i drugarski odnos, drugim rečima treba da se uverite da vaš investitor nije «grabljivi kapitalista».

### ZAKLJUČAK

Vlada Srbije čini značajne napore da podstakne razvoj preduzetništva u našoj zemlji. U tom cilju je usvojen *Plan za podsticanje razvoja MSP i preduzetnika*, koji je usaglašen sa principima *Evropske povelje o malim preduzećima*. Naša politika u oblasti razvoja malih i srednjih preduzeća i preduzetništva ima za cilj stvaranje MSP i zanatskih radnji koje će biti u stanju da uspešno posluju i stvaraju

dohodak, šire svoju aktivnost i otvaraju nova radna mesta, kao i da budu konkurentna i sposobna za uključivanje u međunarodnu tržišnu utakmicu.<sup>12</sup>

Razvoj preduzetništva bez sumnje treba podsticati, jer ono doprinosi razvoju konkurentnosti, povećava proizvodnju i smanjuje nezaposlenost. Ono što ne treba očekivati od preduzetnika i MSP u našoj zemlji je da budu izlaz za masovnu nezaposlenost koja je veoma postojana na nivou od oko 30% i ima opasnu karakteristiku dugoročne nezaposlenosti. Masovna nezaposlenost koja epitet masovna dobija kada stopa nezaposlenosti dostiže dvocifrene nivoe, nigde u zemljama tržišne privrede nije prevladavana tržišnom igrom ponude i tražnje, niti je prepuštena samo slobodnoj privatnoj inicijativi. Iskustvo Nemačke iz tridesetih godina i evropske i američke privrede u godinama nakon II svetskog rata su svakako dokaz toj tvrdnji. Masovna nezaposlenost može da se prevlada samo organizovanom državnom intervencijom i investiranjem u oblastima gde mali preduzetnik nije zainteresovan: u tržišnu infrastrukturu. Iz tog razloga, država treba da pitanje masovne nezaposlenosti rešava veoma planski i organizovano i da investira u objekte gde je obrt kapitala spor i gde privatna inicijativa nije konkurencija. Uostalom, bez puteva, mostova, železnice, vodovoda, kanal-

izacije, struje i dobrih komunikacija svih vrsta, mnoge ideje nikada neće moći da se pretvore u profitabilne preduzetničke poduhvate. Osim toga, državna plata je bolje rešenje od državne pomoći za nezaposlene.

Pored toga, kada je razvoj preduzetništva i MSP u pitanju, u ovom radu je tek otvoreno pitanje razvoja i finansiranja MSP u uslovima koji će promeniti poslovanje banaka. Istraživanje je obuhvatilo samo američko iskustvo. Međutim, mišljenja sam da bi japanski model razvoja MSP i porodičnih preduzeća sa jakom vezom sa velikim preduzećima mogao biti model primereniji našim uslovima u traženju rešenja za brži razvoj preduzetništva i MSP. Uspostavljanjem jake veze između MSP i velikih preduzeća smanjio bi se i stepen rizičnosti preduzetničkih poduhvata te učinilo izvesnijim i lakšim obezbeđivanje nedostajućih finansijskih sredstava.

### LITERATURA

1. Bygrave D,W and Dan D'Heilly (1997) *The portable MBA in Entrepreneurship-First edition* ( John Wiley and Sons, New Jersey)
2. Bygrave, W. D. Zacharakis,A. (2004) *The Portable MBA in Entrepreneurship - Third edition* (John Wiley and Sons, New Jersey)
3. *Code of Conduct between credit institutions and SMEs*, Commission of the European Communities,Brussels SEC(2004)
4. Lučić, L.J. (1998) *Politika novca i zaposlenosti u zemljama u tranziciji-*

---

<sup>12</sup> Videti Izveštaj o MSP i preduzetništvu, 2004. godina i iz septembra 2005. godine. Izdavači Ministarstvo privrede R Srbije i Republički zavod za razvoj.



---

## FINANSIJE

---

- moguće rešenje* (Beograd, Centar za društvenu teoriju i komunikaciju)
5. Lučić, L.J. (2006) *Preduzetničke finansije* (Novi Sad, Akademska knjiga)
  6. *How To Deal With The New Rating Culture - A Practical Guide To Loan Financing For small And Medium-Sized Entreprises*, European Commission, Brussels, July, 2005
  7. *Izveštaj o MSP i preduzetništvu za 2004. godina iz septembra 2005. godine* Izdavači Ministarstvo privrede R Srbije i Republički zavod za razvoj
  8. *Report from the Commission to the Council, The European Parliament, The Economic and Social Committee and The Committee of the Regions – Creating an entrepreneurial Europe The Activities of the EU for small and medium – sized (SMEs)*, COM(2001) final, Brussels, 1. 03. 2001.
  9. Rose, P. Hudgins, S. C. (2005) *Bankarski menadžment i finansijske usluge* (Beograd, Datastatus)
  10. sajt KFW Bankengruppe Luxembourg – *The SME Guarantee Facility Conference 2005, SME access to finance, Part IV New developments in SME financing*, 28. April 2005
  11. Sajt Vlade Republike Srbije *Nacrt zakona o preduzetnicima*

Rad primljen: 17. II 2006.

UDK: 355,61(497,11)

JEL: G 38

Stručni članak

## ULOGA I ZNAČAJ VOJNIH PRIHODA

### *THE ROLE AND IMPORTANCE OF MILITARY REVENUES*

**Mr Mirko LALOVIĆ**  
**Samostalni konsultant, Beograd**

#### **Rezime**

U radu se detaljno razmatraju uslovi, načini i procesi u kojima Ministarstvo odbrane, jedinice i ustanove Vojske Srbije mogu da ostvaruju novčana sredstva, prihode. Prihodi se ostvaruju kroz povremeno obavljanje usluga, izvođenje radova, prodaju stvari, izdavanje pod zakup ili ustupanjem na privremeno korišćenje pokretnih i nepokretnih stvari i njihovih imovinskih prava pravnim i fizičkim licima, uz odgovarajuću nadoknadu.

Iako ovi prihodi imaju relativno mali finansijski značaj, potrebno ih je integrisati u sistem javnih prihoda, odrediti vladine agencije koje bi bile odgovorne za njihovo ostvarivanje i uvećavanje, i obezbediti mehanizme za njihovo efikasno korišćenje u uslovima tržišne privrede. Time bi se prevazišla različita tumačenja vojnih prihoda i ostvarilo poštovanje istih principa u upravljanju javnim resursima.

**Ključne reči:** JAVNI PRIHODI; VOJNI PRIHODI; SOPSTVENI PRIHODI; PRISILNA, UPRAVLJANJE JAVNIM RESURSIMA .

### *Summary*

*This paper presents ways and means through which the Ministry of Defence of Serbia, the Serbian Army and its institutions may generate cash revenues. These military revenues come from the provision of works and services, sale of goods, lease of mobile and immobile property to legal entities and physical persons.*

*Although military revenues are of relatively small financial importance, they need to be fully integrated into the public revenue system, institutional responsibility for their collection and management has to be assigned to appropriate government agencies, and adequate mechanisms for their efficient use in the context of a market economy have to be adopted. This would help overcome existing differences in the interpretation of military revenues and lead to the observance of same principles in the overall public resource management.*

**Key words:** PUBLIC REVENUES; MILITARY REVENUES; NON-BUDGETARY REVENUES; OWN REVENUES PUBLIC RESOURCE MANAGEMENT.

### 1. ANALIZA POSTOJEĆEG STANJA

Potrebe vojne odbrane se finansiraju iz budžeta pa je vojna odbrana prevashodno budžetska organizacija. Budžetom se odobravaju prihodi i vrši njihova kvantifikacija. Ali, vojna odbrana obavlja i delatnosti koje imaju ekonomski karakter naročito u poslovima koji su vezani za promet roba i usluga i pri tom ostvaruje vojne prihode.

Vojni prihodi koji su ostvareni od usluga, od ustupljenih stvari i prava na korišćenje i prodaje, predstavljaju sredstva za budžet Republike i ujedno izvor za finansiranje vojne odbrane. Ostvarenje prihoda u vojnoj odbrani regulisano je propisima državne zajednice, propisima Republike Srbije i vojnim propisima. Najznačajniji propisi su Zakon o finansiranju i Zakon o imovini, Zakon o budžetu i vojni

propisi. Svi ti propisi manje ili više različito tretiraju vojne prihode ali u osnovi se svode na prihode od usluga, zakupa i prodaje. U Zakonu o finansiranju SRJ<sup>1</sup> u članu 10. predviđeno je bliže određenje pojma prihoda, koje ostvaruje vojna odbrana:

„Prihodi koje ostvare organi i organizacije SRJ vršenjem usluga, davanjem u zakup pokretnih stvari i nepokretnosti i prodajom sopstvenih proizvoda posebno se evidentiraju na strani prihoda u saveznom budžetu, a mogu se, na osnovu odluke Savezne vlade, koristiti za pokriće troškova proizvodnje i vršenja usluga po osnovu kojih su ostvareni, kao i za finansiranje drugih potreba organa i organizacija SRJ“. Prema ovoj odredbi, prihodi nisu sva novčana sredstva koje vojna odbrana može da stekne po drugim osnovama, već isključivo prihodi od

---

<sup>1</sup> Službeni list SRJ, broj 53/1992. godine.

usluga, zakupa pokretnih i nepokretnih stvari i prodajom sopstvenih proizvoda.

I vojni propisi regulišu tretman prihoda koje ostvaruje vojna odbrana. Pravilnikom o planiranju i materijalnom i finansijskom poslovanju u MO i VSCG<sup>2</sup> u članu 101. pod prihodima vojne odbrane podrazumeva se sledeće:

„Prihodima jedinica i ustanova Ministarstva i Vojske smatraju se novčana sredstva ostvarena prodajom stvari i imovinskih prava i njihovim davanjem u zakup odnosno ustupanjem na privremeno korišćenje uz naknadu, prihodi ostvareni delatnošću jedinica, ustanova i organa prodajom sopstvenih proizvoda i vršenje usluga i ostali prihodi koji se ostvaruju u skladu sa zakonom.

Posebnu vrstu prihoda čine prihodi ostvareni od prodaje i otkupa stambenih zgrada, stanova, garaža i poslovnog prostora u stambenim zgradama, sredstva od vraćenih zajmova i sredstva od zakupnine odnosno stanarine, kao i drugi prihodi za finansiranje stambenog fonda osim službenih stanova.

Prihodi iz stava 1. ovog člana se uplaćuju u savezni budžet.

Prihodi iz stava 2. ovog člana se koriste za namene utvrđene Zakonom o imovini, van sredstava odobrenih u saveznom budžetu.“

Zakonom o budžetu Republike Srbije za 2006 godinu<sup>3</sup> definisani su

---

<sup>2</sup> *Službeni vojni list*, broj 18/1997 i 22/2002.

<sup>3</sup> *Službeni glasnik Republike Srbije*, broj 106/2005.

prihodi koje vojna odbrana u toj godini treba da ostvari. Tako je u razdelu 65 budžeta, sredstva za potrebe Ministarstva odbrane, vojnoj odbrani odobreno 48,386,9 miliona dinara. Od toga iznosa: 46,990,0 miliona dinara su sredstva iz prihoda budžeta i 1,396,9 miliona dinara su sredstva od prihoda koje treba vojna odbrana da ostvari kroz izvršenje svojih osnovnih zadataka. Ta sredstva su sopstveni prihodi u iznosu od 285,4 miliona dinara i primanja od prodaje nefinansijske imovine u iznosu od 1.111,5 miliona dinara. Prihodi, bez obzira da li su sopstveni ili primanja od prodaje nefinansijske imovine odobreni su u navedenim iznosima a vojna odbrana ih može ostvarivati po ekonomskim klasifikacijama prikazanim u Tabeli broj 1. u kojoj je dat Plan finansiranja vojne odbrane u 2006. godini.

Prihode koje ostvaruje vojna odbrana, Ministarstvo odbrane, jedinice i ustanove poznati su kao vojni prihodi. Vojni prihodi i rashodi nastali za potrebe ostvarivanja prihoda i onih koji se plaćaju iz naplaćenih prihoda vode se **vanbilansno** izvan evidencije plana rashoda koji se finansiraju iz budžeta.

Značaj finansiranja vojne odbrane iz vojnih prihoda ilustruje činjenica da je u 2006. godini, njihovo učešće u ukupnim odobrenim sredstvima oko 3%, ne računajući prihode od prodaje naoružanja i vojne opreme koji ni budžetom, kao što se vidi, nisu planirani.

## FINANSIJE

**Tabela 1. Plan finansiranja vojne odbrane u 2006. godini  
(u milionima dinara)**

Ekonom ska klasifika cija	Opis	Sredstva iz budžeta	Izdaci iz dodatnih prhoda organa	% učešća izdataka	Ukupna sredstva
1	2	3	4	5	6
411	Plate i dodaci zaposlenih	14.266,1	130,0	9,3	14.396,1
412	Socijalni doprinosi na teret poslodavca	2.851,9	33,0	2,4	2.884,9
413	Naknada u naturi	159,5			159,5
414	Socijalna davanja zaposlenima	987,5			987,5
415	Naknada za zaposlene	1.872,1			1.872,1
416	Nagrade, bonusi i ostali posebni rashodi	14,5			14,5
421	Stalni troškovi	1.974,7	1,5	0,1	1.976,2
422	Troškovi putovanja	1.085,7	4,1	0,3	1.089,8
423	Usluge po ugovoru	383,0	4,8	0,3	387,8
434	Specijalizovane usluge	91,0	0,1	0,0	91,1
425	Tekuće popravke i održavanje (usluge i materijal)	1.291,5	65,0	4,6	1.356,5
426	Materijal	3.260,5	46,9	3,3	3.307,4
444	Prateći troškovi zaduživanja	245,9			245,9
464	Donacije i transferi organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja	12.407,0			12.407,0
472	Naknada za socijalnu zaštitu iz budžeta	310,5			310,5
482	Porezi, obavezne takse i kazne nametnute od jednog nivoa vlasti drugom	13,8			13,8
485	Naknade štete za povrede ili nanetu štetu od strane državnih organa	2.105,0			2.105,0
511	Zgrade i građevinski objekti	1.232,3	1.111,5	79,6	2.343,8
512	Mašine i oprema	2.438,0			2.438,0
<b>Izvori za finansiranje:</b>			1.396,9	100,0	
01	<b>Prihodi iz budžeta Republike Srbije</b>	<b>46.990,0</b>			<b>46.990,0</b>
04	<b>Sopstveni prihodi budžetskih korisnika</b>		<b>285,4</b>	<b>20,4</b>	<b>285,4</b>
09	<b>Primanja od prodaje nefinansijske imovine</b>		<b>1.111,5</b>	<b>79,6</b>	<b>1.111,5</b>
<b>Ukupno za vojnu odbranu:</b>		<b>46.990,0</b>	<b>1.396,9</b>	<b>100,0</b>	<b>48.386,9</b>

Prihode koje vojna odbrana ostvaruje u 2006. godini, moguće je klasifikovati prema izvorima po kojima nastaju:

1. prihodi nastali od obavljanja delatnosti,

2. prihodi iz drugih namenskih izvora,

3. prihodi od stambenog fonda vojne odbrane,

4. prihodi od prodaje nepokretnih i pokretnih stvari za posebne namene i

5. Prihodi od doprinosa na plate i dodatke zaposlenih i socijalni doprinosi na teret poslodavca .

### **1.1. Prihodi od obavljanja delatnosti**

Ovu grupu čine prihodi koji se ostvaruju: od prodaje sopstvenih proizvoda, od izvršenih usluga, od zakupa pokretnih stvari, od zakupa nepokretnosti osim stambenog fonda, od prodaje sekundarnih sirovina, ostali prihodi od obavljanja redovne delatnosti i neutrošeni prihodi iz prethodne godine.

Poznato je da vojna odbrana ostvaruje novčana sredstva i prodajom zastarelih, nepotrebnih, suvišnih i rashodovanih pokretnih stvari. Ova sredstva nisu prihodi jer predstavljaju samo transformaciju, tj. promenu oblika već postojeće imovine date vojnoj odbrani na korišćenje, poznate pod terminom korektura rashoda. Korekturu rashoda čine vraćena novčana sredstva koja su prethodno bila isplaćena kao rashod za potrebe vojne odbrane. Ostvarena novčana sredstva koja predstavljaju korekturu rashoda, uplaćuju se kao prihod u budžet.

Prihodom se ne smatraju i novčana sredstva ostvarena od prodate hrane, električne energije, plina, pare, vode, goriva i maziva i slično, jer se radi o korekturi rashoda.

Vojne ustanove koje posluju po principu sticanja dobiti za prihode koje ostvare od usluga koje ustanove obavljaju za račun jedinica i ustanova, a koje

te usluge plaćaju sredstvima svojih finansijskih planova ne smatraju se prihodima i ne evidentiraju se u budžetu. Ako bi se prihodi evidentirali u budžetu na strani prihoda i na strani rashoda, kao prihodi jedinica i ustanova došlo bi do dupliranja rashoda za određene namene, jednom kao rashod jedinice za usluge ovim ustanovama a drugi put kao rashod u poslovanju ustanove.

Prihodi od obavljanja delatnosti, vojne jedinice i ustanove ostvaruju tokom svojih redovnih zadataka. To su iznosi manjeg obima, koji u odnosu na ostale prihode deluju stimulatивно na jedinice i ustanove jer povećavaju masu ukupnih sopstvenih sredstava sa kojim raspolažu. To omogućava veću zainteresovanost za što bolje korišćenje resursa datih vojnoj odbrani na korišćenje a koji su ograničeni. Ovi prihodi omogućavaju da se u rashodima za narednu godinu u budžetu prikazuju i znatni troškovi vezani za usluge koje vojna odbrana pruža kroz svoju redovnu delatnost.

U Tabeli broj 2. prikazani su planirani prihodi od obavljanja delatnosti vojne odbrane.

Planirani prihodi od obavljanja delatnosti u 2006. godini, odobreni su u iznosu od 8.208,6 miliona dinara. Od toga: *po rashodu 421-stalni troškovi*, prihode treba ostvariti u iznosu od 1,5 miliona dinara ili 5,17% od ukupno planiranih sopstvenih prihoda. Planirani iznos je potrebno ostvariti kroz usluge energetske, komunalne, usluge komunikacije ili zakupom te imovine i opreme.

## FINANSIJE

**Tabela 2. Planirani prihodi od obavljanja delatnosti (u milionima dinara)**

Red Broj	Opis namene	Ekonom ska klasifika cija	Planirana sredstva			Struktura u %		
			Sredstva iz budžeta	Sredstva iz prihoda vojne odbrane	Ukupno planirana sredstva	% učešća rashoda u budžetu	% učešća prihoda u budžetu	Svega
1	2	3	4	5	6=4+5	7=4:6	8=5:6	9=7+8
1	Stalni troškovi	421	1,974,7	1,5	1,976,2	99,0	1,0	100
2	Troškovi putovanja	422	1,085,7	4,1	1,089,8	99,6	0,4	100
3	Usluge po ugovoru	423	383,0	4,8	387,8	99,7	0,3	100
4	Specijalizovane usluge	424	90,9	0,1	91,0	99,9	0,1	100
5	Tekuće popravke i održavanje	425	1,291,5	65,0	1,356,5	95,2	2,41	100
6	Materijal	426	3,260,5	46,8	3.307,3	98,58	1,42	100
SVEGA			8.086,3	122,3	8.208,6	0.98	0,02	100

Po rashodu 422-troškovi putovanja, prihode treba ostvariti od transportnih usluga sa vazduhoplovima, brodovima ili vozilima u iznosu od 4,1 miliona dinara ili 1,44% od ukupno odobrenih sopstvenih prihoda,

Po rashodu 423-usluge po ugovoru, prihode treba ostvariti od usluga: administrativnih, kompjuterskih, usluga obrazovanja i usavršavanja, usluga informisanja, stručnih usluge, usluga za domaćinstvo i ugostiteljstvo i ostalih opštih usluga u iznosu od 4,8 miliona dinara ili 1,69%.

Po rashodu 424-specijalizovane usluge planiran je sopstveni prihod od: poljoprivrednih usluga, usluga obrazovanja, kulture i sporta, medicinskih i ostalih specijalizovanih usluga u iznosu od 0,1 milion dinara ili 0,38% od ukupno planiranih sopstvenih prihoda.

Po rashodu 425-tekuće popravke i održavanje planirani su prihodi od usluga popravke i održavanja zgrada, objekata i opreme, u iznosu od 65,0

miliona dinara 22,78% od ukupno planiranih sopstvenih prihoda.

Po rashodu 426- materijal potrebno je ostvariti prihod od prodaje materijala u iznosu od 46,8 miliona dinara ili 16,41%, bilo da se radi: o materijalu administrativnom, materijalu za poljoprivredu, za obrazovanje i usavršavanje, za saobraćaj, za očuvanje životne sredine i nauku, za obrazovanje, kulturu i sport, medicinskom i laboratorijskom, za domaćinstvo i ugostiteljstvo ili materijalima za posebne namene.

### 1. 2. Sredstva iz drugih namenskih izvora

Drugu grupu čine prihodi koji se ostvaruju po osnovu drugih namenskih izvora: kao što su prihodi od poklona i pomoći, prihodi od donatorstva, prihodi od sponzorstva, ostalih prihoda stečenih na zakonom dozvoljen način kao i neutrošenih prihoda iz prethodne

godine. Na primer, sredstva se mogu dobiti od nekog organa ili organizacije bez obaveze da se vrate. Takva su sredstva izjednačena sa sopstvenim prihodima i primanjima od prodaje nefinansijske imovine koje je vojna odbrana ostvarila. Ona dolaze spolja kao tuđa sredstva, ali u vojnoj odbrani ne funkcionišu kao tuđa sredstva s obzirom da je davalac tih sredstava s pravo njihovog korišćenja trajno preneo na primaoca.

Prihodi iz drugih namenskih izvora mogu da se ostvare na osnovu novčanih kažnjavanja za neuredno izvršenje ugovorom preuzetih obaveza na ime sredstava od penala, na osnovu ugovornih kazni za neuredno izvršenje ugovora, prihoda od oduzete imovinske koristi i slično.

Bez obzira na različito nastajanje prihoda i njihovih izvora to su tekući prihodi od sporedne delatnosti i primanja vezana za neke aktivnosti jedinica i ustanova vojne odbrane. U većini slučajeva ovi prihodi se regulišu ugovorom i vode se izvan evidencije sredstava iz budžeta tj. vanbilansno.

### **1.3. Prihodi od prodaje nepokretnih i pokretnih stvari za posebne namene**

Treća grupa su prihodi koji se ostvaruju od imovine Republike a njih čini vojni stambeni fond vojske. Ti prihodi se ostvaruju od prodaje stambenih zgrada, stanova, garaža i poslovnog prostora u stambenim zgradama, priho-

di od otkupa stanova, od otkupa garaža, od zakupnine i stanarine za korišćenje stanova, garaža i poslovnog prostora, sredstva od otkupa stanova i garaža, prihodi od naplate anuiteta stambenih zajmova, osim službenih vojnih stanova datih vojsci na korišćenje, prihodi od učešća u stambenom obezbeđenju, ostali prihodi stambenog vojnog fonda i neutrošeni prihodi vojno stambenog fonda iz prethodne godine.

Ovako ostvareni prihodi se koriste za pribavljanje stambenih zgrada i stanova van sredstava odobrenih u budžetu, dok se iz sredstava budžeta mogu pribavljati samo službeni stanovi za pripadnike vojne odbrane. Odnosno, sredstvima obezbeđenim od stanarine i zakupnine nadoknađuju se amortizacija i obezbeđuje deo sredstava za tekuće i kapitalno održavanje stambenih zgrada i stanova kao i za rešavanje stambenog obezbeđenja pripadnika vojne odbrane kroz pribavljanje stanova i dodelu zajma. Nastanak ovakvih prihoda regulisan je ugovorom i vodi se izvan evidencije plana rashoda i prihoda koji se finansiraju iz budžeta.

### **1.4. Prihodi od prodaje nepokretnih i pokretnih stvari za posebne namene**

Četvrtu grupu čine prihodi koji se ostvaruju prodajom i zakupom nepokretnih i pokretnih stvari i imovinskih prava datih vojnoj odbrani na korišćenje, upravljanje i raspolaganje (osim nepokretnosti stambenog fonda



vojske) za posebne namene kao što su: prihodi od prodaje i zakupa vojnih nepokretnosti i drugih objekata posebne namene, prihodi od prodaje i zakupa naoružanja i vojne opreme i prihodi od prodaje i zakupa drugih pokretnih stvari posebne namene.

Ovi prihodi se uplaćuju u budžet Republike jer je to u stvari korektura rashoda koja je izvršna u ranijim periodima a radi se o postojećoj imovini koja je samo promenila oblik. U narednoj Tabeli prikazana su odobrena sredstva za ostvarenje navedenih prihoda u 2006. godini.

U Tabeli 3. prikazana su odobrena sredstva od prodaje nefinansijske imovine u iznosu od 1,111,5 miliona dinara u 2006. godini. Planirano je da vojna odbrana može samo po *rashodu 511 zgrade i građevinski objekti* da ostvari primanja od prodaje stambenog i poslovnog prostora, od saobraćajnih i ostalih objekata u iznosu od 1,111,5 milion dinara.

### **1. 5. Prihodi od doprinosa na plate i dodatke zaposlenih i socijalni doprinosi na teret poslodavca**

Petu grupu prihoda sačinjavaju sredstva, odnosno javni prihodi kojima se finansiraju prava i dužnosti Republike a ostvaruju se po osnovu Ustava i zakona. To su sledeća sredstva: porezi i doprinosi obračunati na plate i dodatke stalno zaposlenih u vojnoj odbrani, plate zaposlenih po ugovoru, plate po osnovu sudskih presuda i ostale isplate i zarade za specijalne zadatke zaposlenih kao i uplaćeni socijalni doprinosi na teret poslodavca za penzijsko i invalidsko osiguranje, zdravstveno osiguranje i doprinos za nezaposlenost. U Tabeli 4. dat je pregled prihoda od doprinosa na plate i dodatke zaposlenih i pregled socijalnih doprinosa na teret poslodavca.

**Tabela 3. Plan primanja od prodaje nefinansijske imovine (u milionima dinara)**

Red Broj	Opis namene	Ekonom ska klasifika cija	Planirana sredstva			Struktura u %		
			Sredstva iz budžeta	Primanja od prodaje nefinansijske imovine	Ukupno	% učešća sredsta. u budžetu	% učešća prima. U prihodima	Svega
1.	2.	3.	4.	5.	6=(4+5)	7=(4:6)	8=(5:6)	9=(7+8)
1.	Zgrade i građevinski Objekti	511	1,232,3	1,111,5	2,343,8	52,58	47,42	100
	SVEGA		1,232,3	1,111,5	2,343,8	52,58	47,42	100

## FINANSIJE

**Tabela 4. Prihodi od doprinosa na plate i dodatke zaposlenih i socijalni doprinosi na teret poslodavca**

Red broj	Opis namene	Ekonomsk a klasifikacija	Planirana sredstva			Struktura u %		Sveg
			Sredstva iz budžeta	Sredstva iz prihoda vojne odbrane	Ukupno planirana sredstva	% učešća rashoda u budžetu	% učešća prihoda u budžetu	
1	2	3	4	5	6=4+5	7=4:6	8=5:6	9=7+
1.	Plate i dodaci zaposlenih	411	14.266,1	130,0	14.396,1	99,1	0,9	100
2.	Socijalni doprinosi na teret poslodavca	412	2.851,8	33,0	2.884,8	98,8	1,2	100
	SVEGA		17.118,0	163,0	17.281,0	0,99	0,01	100

Tabela pokazuje da je u 2006. godini odobreno 17.281. miliona dinara sredstava za plate i doprinose. Od toga: iz budžeta 17.118. miliona dinara a 163 miliona dinara prihoda od doprinosa i poreza na plate. Od toga: po rashodu 411 - plate i dodaci zaposlenih vojnoj odbrani odobreno je da može ostvarivati prihode u iznosu od 130 miliona dinara ili 9,3% od ukupno planiranih prihoda. Lepeza za ostvarenje je raznolika, počev od iznosa plata, naknada, raznih dodataka i nagrada koje lica iz vojne odbrane ostvaruju po različitim osnovama.

Po rashodu 412 - socijalni doprinosi na teret poslodavca potrebno je ostvariti prihod u iznosu od 33,0 miliona dinara ili 2,4% od ukupnih vojnih prihoda i uplatiti na ime doprinosa za penziono, invalidsko i zdravstveno osiguranje kao i doprinos za nezaposlenost.

Prihode ili primanja vojna odbrana može ostvariti ako angažuje svoje resurse kadrove i sredstva. Prihodi vojne odbrane, bilo da su sopstveni prihodi ili su primanja od prodaje nefinansijske imovine ostvaruju se u okviru zakonskih ovlašćenja, kao druga, sporedna delatnost, van okvira redovne

delatnosti. Tabela 5 pokazuje koliko je u budžetu planirano sredstava iz prihoda od usluga, zakupa i prodaje, za period od 1996-2006. godine.<sup>4</sup> U tabeli je prikazan obim i dinamika kretanja budžeta, sredstava planirana za vojnu odbranu i prihodi koje treba da ostvari vojna odbrana u navedenom periodu. Pored toga, prikazana je relativna struktura učešća vojne odbrane i vojnih prihoda u budžetu i planiranim sredstvima za vojnu odbranu.

U navedenom periodu prikazani su budžeti SR Jugoslavije i budžeti državne zajednice Srbija i Crna Gora. Tako je u 2003. godini, za finansiranje vojne odbrane državne zajednice Srbija i Crna Gora predviđeno 37.829,0 miliona dinara od kojih su 95,74% ustupljena sredstva iz budžeta republika članica zajednice a 1,612,0 miliona dinara ili 4,26% su sredstva koja treba da ostvari vojna odbrana na ime prihoda. Finansiranje vojne odbrane planirano je da se vrši putem ustupanja sredstava iz budžeta članica i to Republika

<sup>4</sup> Službeni list SRJ, broj 41/1996, 63/1997, 12/1998, 59/1998, 74/1999, 73/2000, 3/2002, 70/2002, Službeni glasnik Republike Srbije, broj 35/2003, 33/2004, 127/2004 i 106/2005. godine.

## FINANSIJE

Srbija sa 93,3% dok Republika Crna Gora sa 6,7%, što će reći, da planirani prihodi koje će ostvariti vojna odbrana na teritoriji Republike Srbije iznose 1,504,0 milion dinara a prihodi koji će se ostvariti na teritoriji Republike Crne Gore iznose 108,0 miliona dinara.

Struktura prihoda koje treba da ostvari vojna odbrana sastoji se od sopstvenih prihoda od usluga, zakupa i prodaje koja ostaje jedinicama i ustanovama na raspolaganju u iznosu od 812,0 miliona dinara ili 50,37% od ukupnih prihoda i primanja od nefinansijske imovine koje čine prihodi od prodaje naoružanja i vojne opreme i nepokretnosti u državnoj svojini u iznosu od 800,0 miliona dinara ili 49,63%.

Iz Tabele je vidljivo da je učešće planiranih sredstava prihoda odobrenih vojnoj odbrani u državnom budžetu u navedenom periodu različito. Ukupno

planirana budžetska sredstva u 1996. godini iznosila su 5.891 miliona dinara. Planirana sredstva za finansiranje vojne odbrane iznosila su 4.215 miliona dinara. Planirani prihodi vojne odbrane iznosili su 26 miliona dinara. U 2006. godini, deset godina kasnije, ukupan budžet iznosio je 55.375. miliona dinara, sredstva za finansiranje vojne odbrane iznosila su 48.387 miliona dinara i prihodi vojne odbrane 1.397 miliona dinara. U 2006. godini, sredstva za finansiranje vojne odbrane sačinjavali su prihodi iz budžeta država članica u iznosu od 48.387 miliona dinara i prihod vojne odbrane u iznosu od 1.397 miliona dinara od čega: sopstveni prihodi vojne odbrane 285 miliona dinara i primanja od prodaje nefinansijske imovine oko 1.112. miliona dinara.

Planirano učešće prihoda vojne odbrane u prihodima budžeta je bilo

**Tabela 5. Plan prihoda budžeta prema Zakonu o budžetu u periodu od 1996-2006. godine (u milionima dinara)**

Godina	Iznos sredstava Srbije i Crne Gore u budžetu	Iznos za finansiranje vojne odbrane	Prihodi vojne odbrane	Lančani indeks	Struktura u %	
					% učešća vojne odbrane u budžetu	% učešća prihoda vojne odbrane u budžetu
1	2	3	4	5	6=(3:2)	7=(4:2)
1996.	5.891	4.215	26	100	71,55	0,44
1997.	9.238	6.500	40	154	70,36	0,43
1998.	9.693	6.550	48	120	67,57	0,46
1999.	15.848	11.038	80	167	69,65	0,50
2000.	22.522	16.382	83	103	72,74	0,37
2001.	45.874	32.130	150	181	70,04	0,33
2002.	65.936	44.219	150	100	67,06	0,23
2003	42.678	37.829	1.612	1075	88,64	4,26
2004.	55.272	48.733	1.921	119	88,17	4,12
2005.	55.715	46.576.	1.921	100	83,60	4,46
2006.	55.375	48.387	1.397	74	87,38	2,89

različito po pojedinim godinama i kretalo se u rasponu od 0,23% u 2002 godini do 4,46% u 1998 i 2004. godini.

## **2. PLANIRANJE VOJNIH PRIHODA**

Budžetska sredstva i sredstva koja ostvaruje vojna odbrana su ukupna raspoloživa sredstva za potrebe vojne odbrane. Ukupan iznos sredstava za potrebe vojne odbrane naredne godine zavisice od ostvarenog primanja u budžetu. Ako se tokom godine primanja smanje, izdaci iz budžeta pa i za vojnu odbranu biće manji. Ako vojna odbrana ne ostvari planirane prihode u budžetu, aproprrijacije utvrđene iz tih prihoda neće se izvršavati na teret sredstava budžeta. Prema tome, doznake sredstava vojnoj odbrani u velikoj meri zavise i od ostvarenih vojnih prihoda. Planiranje prihoda koje će ostvariti vojna odbrana kao budžetski korisnik od usluga, zakupa i prodaje i planirani rashodi iz tih prihoda iskazuju se posebno u predračunu i uzimaju se u obzir pri bilansiranju obima sredstava u budžetu.

Novčana sredstva od vojnih prihoda u budžetu se planiraju u globalnom iznosu u okviru pojedinih ekonomskih klasifikacija. Detaljnija specifikacija ostvarenja prihoda po namenama i vrstama ne vrši se u budžetu. To se čini finansijskim planom vojne odbrane koji je u suštini razrađen plan finansiranja pojedinih zadataka po izvorima sredstava, raspoređen po namenama i po vojnim jedinicama i ustanovama.

Prihodi od usluga, zakupa i prodaje planiraju se godišnjim planom od strane vojnih jedinica, ustanova i Ministarstva odbrane. Tako planirani finansijski obim godišnjih prihoda za vojnu odbranu, ima određena ograničenja:

Prvo ograničenje je obavezujuće jer vojna odbrana ne može za sebe i u korist budžeta da ostvari druge prihode osim onih koji su predviđeni u budžetu i koje je utvrdio nadležni organ i doneo potrebne odluke a to su određene usluge, zakup i prodaja.

Prihodi koje ostvaruje vojna odbrana moraju da budu utvrđeni u potpunosti, nesporni i izvršeni u skladu sa odlukama naredbodavca.

Planirani prihodi od usluga, zakupa i prodaje koje ostvaruje vojna odbrana, obavlja se na osnovu podataka o mogućnostima njihovog ostvarenja, koje organu za budžet daju organi za vojnu odbranu koji planiraju prihode u odbrani. Ovi podaci obuhvataju vrstu i visinu prihoda za koje se predviđa da će se ostvariti. Metod planiranja ovih prihoda je veoma sličan metodu planiranja prihoda drugih korisnika budžeta Republika.

Zakonom o budžetskom sistemu<sup>5</sup> u članu 17, predviđeno je između ostalog da su budžetski korisnici dužni da sačine finansijski plan rashoda i prihoda za narednu i još dve godine, što znači da se godišnjim planom predviđaju približno realni prihodi od usluga, zakupa i prodaje.

---

<sup>5</sup> *Službeni list SRJ*, br. 31/1995.

Moguća su i odstupanja sve do negiranja realnog planiranja prihoda. Vođenje plana vojnih prihoda predstavlja veliku odgovornost, pogotovu u složenim sistemima kakva je vojna odbrana, kod koje su nadležnosti i funkcije nosilaca planiranja međusobno uslovljene. Kada se planirani vojni prihodi ne mogu realizovati u planiranom obimu datom u budžetu, potrebno je da se sprovedu radnje i postupci oko izmenu planiranih sredstava u budžetu, pogotovu posle analiza periodičnih realizacija plana, kada se sagledavaju potrebe za izmenom planova svih vrsta vojnih prihoda.

Drugo ograničenje je orijentaciono a polazi od toga da je utvrđena visina vojnih prihoda koju treba uplatiti u budžet samo planska veličina, tj. može se uplatiti i više ili manje u budžet, ako se više ili manje ostvari prihod, u suprotnom niko neće biti odgovoran ako postoje opravdani razlozi pa se i planirani iznos prihoda ne naplati i ne uplati u budžet u planiranom iznosu. Norme o tome su upućujuće. Praktično je nemoguće obezbediti striktnu podudarnost između budžetom projektovanih vojnih prihoda i ostvarenih prihoda s obzirom na nepredvidivost svih momenata od kojih zavisi realizacija prihoda.

Ako su ostvareni prihodi manji od planiranih, prihodi koji se ostavljaju vojnoj odbrani na korišćenje evidentiraju se u stvarno izvršenim iznosima na strani prihoda i budžet nije u obavezi da nadoknadi razliku, niti je vojna odbrana u obavezi ako ostvari dodatne

prihode od onih koji su planirani da razliku uplati u budžet. Ako nije moguće i pored preduzetih mera obezbediti budžetom utvrđeni iznos prihoda, organ nadležan za vojnu odbranu predložiće predstavničkom telu izmene budžeta u domenu prihoda i predložiće i druge mere kako bi se otklonile neusklađenosti. Vojni krugovi mogu da uzurpiraju ovlašćenja oko realizacije odobrenog prihoda u budžetu koji je u materijalnom smislu zakon, pravni akt sa obaveznošću izvršenja pod propisanim uslovima gde spada i realizacija vojnih prihoda.

Treće ograničenje se odnosi na primenu pojedinih budžetskih principa kod ostvarivanja vojnih prihoda od strane vojne odbrane a naročito princip **godišnjosti, specifikacije, neafektacije i univerzalnosti**. Primenom ovih principa kod ostvarivanja prihoda od usluga, zakupa i prodaje mora da se uvaži specifičnost vojne odbrane kod ostvarivanja prihoda.

**Princip godišnjosti budžeta** znači da se prihodi mogu ostvariti samo u godini za koju su predviđeni u odobrenim iznosima.

Problemi nastaju zbog toga što naplata prihoda i isplata od ostvarenih prihoda ne mogu da se bez teškoća uklope u godišnje trajanje budžeta. Budžetom su, kao što je poznato, sadržani svi prihodi i rashodi za jednu budžetsku godinu koja se poklapa sa kalendarskom. Prihod od usluge koja vojna odbrana pruža kao što su usluge u službi spasa života i zdravlja ljudstva ili otklanjanje, ublažavanje ili

sprečavanje elementarnih nepogoda i slično izvršavaju se na bazi naređenja državnog organa bez ugovora, što prouzrokuje teškoće oko naplate izvršene usluge često kroz sudski spor. Nenaplaćeni prihodi čine nagomilani dug tako da plan finansiranja vojne odbrane iz prihoda čine prolaznim računom na koje se slivaju uplaćeni prihodi od subjekata kojima je usluga izvršena. Kako prihodi po ugovorima o uslugama, zakupu i prodaji iz ovih ili onih razloga ne mogu biti naplaćeni do kraja godine ili isplate po ugovorima ne mogu biti izvršene do 31. decembra, to mora preći u narednu finansijsku godinu kako bi bile likvidirane.

Vojni prihodi koji pripadaju jednoj budžetskoj godini i koji ne budu naplaćeni u toj godini prenose se u narednu godinu i za njih ne važi da se mogu izvršavati samo u određeno vreme i nema zabrane trošenja po isteku budžetske godine. Ovo zbog toga što se obaveze po vojnim ugovorima mogu stvarati samo do visine naplaćenih prihoda za pojedine namene iz budžetske ekonomske klasifikacije za godinu u kojoj su naplaćeni prihodi. Obaveze mogu da se stvaraju i za više godina, jer postoje višegodišnji ugovori čija realizacija traje više godina ali obaveze iz prihoda ne mogu biti veće od odgovarajućeg iznosa naplaćenog prihoda.

**Princip specifikacije** polazi od toga da nijedna isplata u vezi prihoda ne može da bude obavljena u svrhe za koje ne postoji ustanovljen rashod i prihod u budžetu odnosno u planu. Zato se

i rashodi i prihodi vojne odbrane moraju prikazati po kontima u horizontalnoj i vertikalnoj specifikaciji. Princip specifikacije predstavlja okvir unutar koga vojna odbrana pored redovne delatnosti obavlja i sporednu delatnost ostvarivanje prihoda. Ali, ako budžetom nije data mogućnost vojnoj odbrani da se po svim rashodima mogu ostvarivati prihodi gde je to naravno moguće već samo za neke rashode a izvršavanjem prihoda povlače se rashodi za koje u planu nisu odobrena sredstva, zaseca se u navedeni budžetski princip. To znači da ako po tom rashodu nisu odobrena sredstva ne mogu se ubirati ni prihodi. Zato je potrebno vršiti izmenu u budžetu i omogućiti trošenje po svim rashodima koji su nastali u ostvarenju prihoda i za rashode za koje u budžetu nisu odobrena sredstva.

**Princip nefektacije** polazi od toga da prihodi budu uneti u budžet u celosti bez njihovog eventualnog međusobnog prebijanja. Ovo pravilo omogućava da se budžet sastavlja po bruto metodi i sprečava vezivanje ostvarenih prihoda za određene rashode već se svi prihodi koriste za pokriće svih rashoda pa i prihodi koje ostvari vojna odbrana. To znači da svi ostvareni prihodi idu u centralnu zajedničku kasu iz koje se koriste sredstva bilo koje namene, što sa vojnim prihodima nije slučaj jer se za finansiranje određenih rashoda i obaveza vojnoj odbrani ustupaju neki prihodi, što čini izuzetak od pravila bruto budžeta.

**Princip univerzalnosti** polazi od

toga da prihodi u budžetu moraju biti iskazani u punom iznosu u kome ih treba naplatiti bez odbijanja troškova kao i svi rashodi koji se iz tih prihoda podmiruju i ne mogu se međusobno prebijati. To znači da se svi prihodi iskazuju u iznosima u kojima ih treba naplatiti bez odbijanja troškova koji su potrebni da se prihod naplati a svi rashodi iskazuju se u iznosima koji nastaju tokom izvršenja bez odbijanja prihoda koji se ostvaruju vršenjem ovih rashoda. Ukoliko se od prihoda odbijaju troškovi, odnosno od prihoda odbiju rashodi onda je to metoda neto budžeta koja je isključen iz primene.

### **3. KORIŠĆENJE VOJNIH PRIHODA**

Korišćenje prihoda utvrđenih u budžetu za vojnu odbranu treba da bude u skladu sa sredstvima koja su u budžetu utvrđena i sa ovlašćenjima koje imaju naredbodavci prilikom trošenja. Ta ovlašćenja obezbeđuju da upotreba, korišćenje i trošenje sredstava od prihoda bude u prvom redu pravilna i u skladu sa zakonom o budžetu. Ostvareni prihodi od izvršenih usluga, izdatog zakupa i izvršene prodaje koriste se za finansiranje:

- rashoda nastalih u njihovom ostvarenju. Odnosno, za izvršenje vojnih nabavki onih sredstva koja su utrošena u vezi ostvarenja prihoda od usluga, zakupa i prodaje po kojima su nastali, za pokriće troškova proizvodnje i vršenje usluga po osnovu kojih su ti prihodi

di ostvareni i za finansiranje drugih potreba koji nisu predviđeni u godišnjem planu finansiranja jedinica i ustanova ili su odobreni u nedovoljnom iznosu.

- pokriće troškova proizvodnje i vršenja usluga po osnovu kojih su ti troškovi ostvareni;
- finansiranje drugih potreba Vojske Jugoslavije i Saveznog ministarstva za odbranu utvrđenih u saveznom budžetu“<sup>5</sup>

Slobodno raspolaganje tako ostvarenim приходima omogućava:

- da se izvrši finansiranje ne samo redovnih nabavki već i drugih nabavki koje nisu povezane sa redovnom delatnošću uz uslov da su obuhvaćeni ekonomskom klasifikacijom rashoda. Odnosno, prihodi koje ostvare jedinice i ustanove od usluga i od prodaje mogu se angažovati za vojne nabavke i plaćanje stvorenih obaveza po sintetičkom kontu ekonomske klasifikacije rashoda iz budžeta kome su odobrena sredstva.
- stimulatивно deluje na jedinice i ustanove i motiviše ih za ostvarivanje što većeg iznosa prihoda.
- uplatu u stambeni fond vojne odbrane za finansiranje vojne stambene izgradnje, odakle se trajno rešavaju stambena pitanja pripadnika vojne odbrane od prodaje i zakupa nepokretnosti stambenog fonda odbrane.

---

<sup>5</sup> *Službeni list SRJ*, br. 31/1995.

#### **4. NAČIN UTVRĐIVANJA PRIHODA**

Najznačajniji prihod za finansiranje vojnih nabavki je prihod od aktivnosti od izvršenog rada sa vojnim resursima. Da bi aktivnosti od izvršenog rada ušle u sferu materijalno-finansijskog poslovanja potrebno je praviti razliku između rada kao funkcije i rezultata rada. Aktivnosti vezane za samu funkciju rada poznate su pod nazivom radovi a aktivnosti vezane za rezultate rada poznate su pod nazivom usluge.

Pravna i fizička lica koriste radove i usluge vojnih jedinica i ustanova u slučajevima kada ne mogu sami da ih obavljaju jer ne raspolažu vojnom opremom i kadrovima kao i u slučajevima kada jedinice i ustanove to mogu brže, kvalitetnije i jeftinije od drugih. Za budžetske korisnike, država propisuje koje će se usluge naplaćivati po ukupnim troškovima, koje po stvarnim troškovima a koje usluge će se obavljati besplatno.

Ta naknada koja predstavlja prihod u jednom slučaju naplaćuje se samo u visini stvarnih troškova a u drugom po ukupnim troškovima. Vojska je u obavezi da u posebnim slučajevima vrši usluge u slučajevima elementarnih nepogoda, opasnosti po život i zdravlje stanovništva, ili po bezbednost imovine pravnih i fizičkih lica, kao i u sličnim slučajevima u kojima je za otklanjanje opasnosti ili nenadoknadive štete potrebna pomoć vojske, što je regulisano članom 110. Pravilnika o plani-

ranju i materijalnom i finansijskom poslovanju.

Vojne jedinice i ustanove u obavezi su da pružaju usluge u slučajevima kod pomoći i sprečavanju, otklanjanju opasnosti ili spasavanju lica i dobara kada su ugroženi od elementarnih nepogoda kao što su zemljotresi, požari, poplave, snežne oluje, lavine, odroni zemljišta, požari ili katastrofe bilo koje vrste u rudnicima, skladištima opasnih materija u hemijskoj industriji, havarije na moru i rekama i teži saobraćajni i avio udesi.

Usluge u ovim slučajevima vrše po stvarnim troškovima. Pod stvarnim troškovima podrazumevaju se troškovi koji se direktno mogu uračunati u cenu radova ili usluga.

Oni obuhvataju novčane izdatke vezane za nabavku sredstava za rad, izdatke vezane za predmete rada utrošene u vezi sa radovima ili uslugama i ostale izdatke učinjene neposredno sa radovima i uslugama, ali ne i izdatke vezane za radnu snagu angažovanu na izvršenju radova ili usluga, pošto su lica iz vojne odbrane u obavezi da rade za vreme borbe protiv elementarnih nepogoda ili u prilikama koje zahtevaju da se produži započeti rad čije bi odustajanje ili prekidanje nanelo materijalne štete ili ugrozilo život i zdravlje građana.

Za utvrđivanje veličine stvarnih troškova po kojima treba obračunati ostvareni prihod za izvedene radove ili usluge, relevantni su: količina i cena po kojima su nabavljeni i kroz tu uslugu



utrošeni resursi, kao i obaveza plaćanja nadoknade trećim licima za radove ili usluge, utrošeni resursi, bez obzira da li je obaveza istovremeno bila praćena odgovarajućim novčanim izdacima. Tako, cena nabavke utrošenog goriva u vršenju radova i usluga, elemenat je stvarnih troškova i onda kada to gorivo nije odmah plaćeno, već je kupljeno sa odloženim plaćanjem ili vrednost sredstava koja učestvuju u uslugama ili radovima učestvuje u celosti, iako u stvarnim troškovima učestvuje u veličini amortizacije i stepenom iskorišćenosti.

Za ostale radove i usluge cena se naplaćuje po ukupnim troškovima a to su radovi i usluge koje se pružaju radi:

- obuke jedinica odnosno ustanova prema planu obuke;
- informativno-propagandnih potreba vojne odbrane i organizovanje proslava, jubileja i drugih značajnih događaja;
- naučnoistraživačkog rada;
- zadovoljenja potreba profesionalnih pripadnika i ostalih lica zaposlenih u vojnoj odbrani;
- zadovoljenje potreba od posebnog društvenog značaja (prevoz vode u bezvodnim krajevima, miniranje naslage leda na većim rekama i slično);
- zadovoljenja zdravstvenih potreba stanovništva, ako postoje slobodni kapaciteti u vojnim zdravstvenim ustanovama;
- uključivanje u izgradnju pojedinih sistema radi njihovog

zajedničkog korišćenja (meteorološki, radarski, telegrafsko-teleprinterski, geodetski i drugi sistemi);

- prevoza selidbenih stvari profesionalnih pripadnika, lica zaposlenih i vojnih penzionera;
- prevoza stvari i lica korisnika van vojne odbrane;
- opravke i remont naoružanja i druge opreme;
- pružanja ugostiteljskih usluga, organizovanje lova i ribolova i druge;
- skladištenje pogonskih sredstava korisnika van vojne odbrane.

Ukupni troškovi, u smislu specifičnog proračuna, obuhvataju osim stvarnih troškova, stvarnih izdataka, još i izvesne neizdatke, čija je veličina određena veličinom prinosa koji se mogu postići alternativnom upotrebom tih resursa.

Da bi se moglo utvrditi koliko su novčani efekti postignuti izvršenjem radova i usluga, potrebno je znati koliko koštaju angažovani i utrošeni vojni resursi. Zbog različitog tretiranja pojma troška i različite strukture stvarnih i ukupnih troškova vojne jedinice i ustanove različito obračunavaju prihod. Naime, ekonomski proračun se temelji na rezonovanju da, bez obzira da li je izvestan resurs dat na korišćenje vojnoj odbrani ili nekoj drugoj organizaciji, drugom budžetskom korisniku, mora da se ostvari određeni efekt ili korist kada su u pitanju radovi, usluge i zakup. U tom slučaju, efekt

odnosno korist može biti kako materijalna tako i nematerijalna ali je u pitanju celokupna korist jer nematerijalnom koristi kompenzira se materijalna korist. Različito tretiranje pojma troška uslovljeno je u vojnim propisima tako da u stvarne troškove u knjigovodstvenom smislu ne spadaju troškovi rada lica koja izvršavaju uslugu i radove a u ukupne troškove u ekonomskom smislu ne ulazi dobit na angažovana sredstva i preduzetništvo koje se, inače, može ostvariti alternativnom upotrebom resursa, u smislu oportunitetnih troškova.

Pod oportunitetnim troškovima podrazumeva se propušteni iznos koji bi se mogao ostvariti ulaganjem sopstvenih vojnih resursa u najbolju alternativu.

Bez alternativnosti nema ni koristi ni sredstava za postizanje koristi. Ako nedostaje alternativnost za upotrebe vojnih resursa onda se ona ne mogu koristiti za ostvarivanje prihoda. Svaki vlasnik novčanih sredstava može jednostavno da oplodi svoja sredstva polaganjem u depozit kod banke na osnovu kog prisvaja prihod od kamate a može da kupi sredstva, mašine i da tako novčana sredstva pretvori u realna sredstva radi ostvarivanja dobiti od upotrebe sredstava. Komparirajući tako, mora se voditi računa da se pojedinačnim izborom gubi prihod od kamate ili prihod od upotrebe mašina i u tom smislu ga je potrebno obračunati kao oportunitetni trošak.

Navedenim Pravilnikom o planiranju i materijalnog i finansijskog

poslovanja predviđeno je da struktura stvarnih i ukupnih troškova bude sledeća;

„Stvarni troškovi obuhvataju:

- 1) vrednost stvari utrošenih u vezi sa uslugom, po tržišnoj ceni;
- 2) druge stvarne troškove učinjeni neposredno u vezi s pružanjem usluge;
- 3) amortizaciju koja se obračunava na način propisan opštim propisima o računovodstvu;

Ukupni troškovi obuhvataju:

- 1) stvarne troškove;
- 2) troškove rada;
- 3) režijske troškove po stopi od najmanje 5% na troškove rada;
- 4) ostale troškove (korišćenje usluga drugih lica, naknade putnih troškova i dr.)“.

Stvarni troškovi ne sadrže u sebi troškove rada ni dobit kao razliku između ukupnih formiranih stvarnih troškova i ukupnog prihoda, odnosno od ostvarenog prihoda nadoknađuje se samo deo stvarnih troškova i stvarnih izdataka vezanih za radove i usluge a dobit je ravna nuli i može da se pojavi i gubitak. Prema tome, vojne jedinice i ustanove, u miru, obavezne su da u posebnim slučajevima pruže određene radove i usluge usled elementarnih nepogoda i sprečavanje i ublažavanje ili otklanjanje njihovih posledica kao i da izvode javne radove i slično ali kod obračuna mogu da izvrše obračun i

naplatu usluge ili radova po stvarnim troškovima u knjigovodstvenom smislu.

Sasvim je drugačiji slučaj obračuna i naplate prihoda od radova i usluga po ukupnim troškovima koji se temelje na rezonovanju da, bez obzira da li je izvestan resurs dat vojnoj odbrani na korišćenje ili nekom drugom organu ili organizaciji, mora da postoji određena korist na angažovana sredstva kada su u pitanju radovi i usluge. Otuda, kod obračuna prihoda po ukupnim troškovima mora se uzeti u obzir i prinos koji bi se ostvario alternativnom upotrebom u nekoj drugoj aktivnosti.

Ukupni troškovi uključuju dobit koja se inače može ostvariti alternativnim korišćenjem resursa. Pošto se pod pojmom dobit u ekonomskom smislu podrazumeva ukupno ostvareni prihodi umanjeni za sve troškove, onda, kada se kaže da se obračun prihoda vrši po ukupnim troškovima podrazumeva se da su prihodi od usluga ili radova pokrili sve troškovi i da je ostvarena dobit na angažovana sredstva i ljudske resurse, upravo takve veličine koja omogućavaju da se nastavi sa daljim pružanjem usluga i izvođenje radova. To će se postići samo, onda ako je ostvarena prosečna dobit i namireni svi troškovi koje usluga ili radovi sobom nose.

Vojna odbrana samostalno utvrđuje i cenu zakupa. Poznato je da vojna odbrana koristi veliki broj pokretnih i nepokretnih stvari i prava. Pod vojnim sredstvima i opremom podrazumevamo proizvode opšte namene i proizvode

posebne namene koji se koriste za vojne potrebe a pod nepokretnostima zemljište, zgrade, aerodromi, poligoni, strelišta, podzemni i nadzemni objekti sa infrastrukturom kao i druge nepokretnosti koji se nalaze u vojnom krugu. Da bi pravna i fizička lica zadovoljila svoje potrebe, nije dovoljno da se koristi samo svojim stvarima već i tuđim. Otuda nastaje korist i za imaoce tih stvari i prava, pošto je omogućeno da drugome daju na korišćenje svoje stvari i prava za vreme kad im one nisu potrebne. Prema tome, u prometnim odnosima postoji posebno područje, gde se dopušta korišćenje i upotreba tuđih stvari i imovinskih prava uz odgovarajuću nadoknadu. Vojne jedinice i ustanove mogu da izdaju u zakup različita vojna sredstva i opremu kao i nepokretnosti koja su im data na korišćenje. Ukoliko ta vojna sredstva i nepokretnosti nisu neophodna, i ne utiču na borbenu gotovost, mogu se ustupiti na upotrebu i korišćenje pravnim i fizičkim licima, na određeno vreme, uz odgovarajuću nadoknadu.

Savremeni tržišni robni i finansijski tokovi sredstava i vojne opreme kao i nepokretnosti realizuju se brojnim obligacionim ugovorima o zakupu, pozajmici, lizingu, najmu, posluži i slično, radi iznajmljivanja na određeno vreme uz odgovarajuću nadoknadu.

Visina zakupnine stvari utvrđuje se neposrednom pogodbom kalkulativnim putem ili konkurencijom. Neposredno pogađanje u sebe uključuje neformalne pregovore oko kalkulacije cene zakupa kako bi se obezbedio najefikasniji put

za postizanje koristi kako za davaoca tako i za primaoca zakupa.

Kalkulacija cene aranžmana zakupa po pravilu čine sledeće stavke i to:

1. amortizacija,
2. osiguranje,
3. troškovi održavanja,
4. porez na promet,
5. ostali troškovi

Cena zakupa

Svaki podatak u kalkulaciji mora se zasnivati na činiocima koji su dati u odluci nadležnog naredbodavca o davanju sredstava u zakup i predstavlja finansijsko-računovodstvenu dokument za planiranje troškova, prihoda i knjigovodstveno praćenje sredstva.

Za razliku od cene zakupnine koja se utvrđuje neposrednom pogodbom kalkulativnim putem zavisno od odluke nadležnog naredbodavca, zakupnina stvari se može utvrđivati i nadmetanjem u ceni zakupu ili izborom najpovoljnijeg zakupoprimca.

Sa finansijskog aspekta zakupnina kao izvor prihoda od korišćenja stvari i imovinskih prava zauzimaju značajno mesto u prilivu sredstava za finansiranje vojnih nabavki iz prihoda. Prihodi od zakupa pokretnih stvari i nepokretnosti osim stambenog fonda, nepokretnosti posebne namene i naoružanja i vojne opreme jedinice i ustanove uplaćuju na poseban račun dok zakupninu za ostala sredstva koja nemaju tretman posebne namene bilo da su pokretne stvari ili

nepokretnosti, vojna odbrana može koristiti za vlastite potrebe za finansiranje redovne delatnosti.

Vojne jedinice i ustanove i Ministarstvu odbrane vrše i prodaju pokretnih i nepokretnih stvari i imovinskih prava preko nadležnih organa za prodaju u zemlji i inostranstvu. Prodajom se vrši prenošenje prava korišćenja pokretnih i nepokretnosti stvari kao i prava sa vojne odbrane na drugog korisnika van vojske uz uslov da za to plati cenu koja je u suštini novčani izraz mere vrednosti. Pravilnikom o planiranju i materijalnom i finansijskom poslovanju predviđeno je da jedinice odnosno ustanove mogu prodavati:

- stvari koje su oglašene suvišnim, zastarelim i nepodobnim i koje su određene za prodaju;
- stvari koje su rashodovane i određene za prodaju;
- pokretne stvari kojima ističe rok upotrebe i čuvanja ili im pretila opasnost od kvarenja, a pre toga se ne mogu zameniti ili utrošiti;
- sopstvene proizvode i sekundarne sirovine;
- nepodobne životinje;

Ustanove kao što su vojno izdavačke i filmske ustanove mogu prodavati sopstvene proizvode, svoja izdanja i proizvode preko knjižara, preduzeća koja se bave izdavanjem i prodajom knjiga, akvizitera, poverenika i poslovnih agenata, uz odobrenje rabata odnosno isplate posredničke provizije.

Sabirno-prodajni centri vojne odbrane vrše prodaju onih pokretnih stvari koje je nadležni naredbodavac odlukom odredio. Ministarstvo odbrane vrši prodaju naoružanja i vojne opreme, nepokretne stvari u zemlji i inostranstvu kao i imovinska prava. Prodaja izvan zemlje naoružanja i vojne opreme zbog njihovog karaktera vrši se po pravilu preko javnog preduzeća čiji je osnivač Republika ili vladinih agencija.

Prema tome, vojna odbrana kao i ostali subjekti u privredi mogu vršiti prodaju stvari i imovinskih prava datih na upotrebu i korišćenje.

Prodaja pravnim i fizičkim licima jedno je od racionalnih rešenja koja se praktikuju. Prodaja vojne opreme i sredstava vrši se i u slučajevima kada se pojave viškovi sredstava i vojne opreme. U tom slučaju, prodaja se vrši preduzećima vojnog kompleksa i izvozom.

Prodaja sredstava datih vojsci na upotrebu i korišćenje vrši se putem konkurencije u cenama, bilo da se radi putem nadmetanja, prikupljanje ponuda ili konkurencijom u neposrednom pogađanju, s ciljem da se postigne najveća cena ili najpovoljniji uslovi. Najčešće se prodajna cena utvrđuje kalkulativnim putem na bazi troškova poslovanja uvećana za dobit i tržišna prodajna cena koja se formira pod uticajem ponude i tražnje.

Brojni su faktori koji utiču na visinu prodajne cene. Oni mogu imati svoj izraz u uslovima same proizvodnje, uslovima na domaćem tržištu, na inos-

tranom tržištu. U suštini osnov za određivanje prodajne cene su:

- cena po kojoj je ranije stvar nabavljena,
- upotrebljivost, kompletnost i kvalitativno stanje,
- tržišni uslovi,
- troškovi skladištenja i otpremanja i
- drugi troškovi prodaje.

Kada je u pitanju naoružanje i vojna oprema, pored navedenih faktora, cena zavisi i od kvaliteta borbenog sistema, njegove operativne upotrebljivosti, obezbeđenja rezervnih delova i municije i slično.

Ostvarena novčana sredstva od prodaje koriste se različito, zavisno od toga da li se radi o prodaji sopstvenih proizvoda, sekundarne sirovine, prodaja naoružanja ili je u pitanju prodaja nepokretnosti.

### ZAKLJUČAK

Vojne prihode ostvaruje Vojska Srbije povremenim obavljanjem usluga, izvođenjem radova, prodajom stvari, izdavanjem pod zakup ili ustupanjem na privremeno korišćenje pokretnih i nepokretnih stvari i njihovih imovinskih prava pravnim i fizičkim licima, uz odgovarajuću nadoknadu.

Smatramo da prihode vojne odbrane, iako imaju mali finansijski značaj u strukturi ukupnih javnih prihoda u budžetu, treba integrisati u sistem

---

## FINANSIJE

javnih prihoda i ustupati vojnoj odbrani na korišćenje.

S obzirom da ostvarivanje prihoda i njihovo efikasno i ekonomično trošenje nije osnovni zadatak ni cilj vojne odbrane, treba stvoriti takve institucionalne uslove u kojima bi vladine agencije bile odgovorne za efikas-

no i ekonomično ostvarivanje vojnih prihoda, njihovo uvećavanje, plasman, korišćenje i kontrolu troškova.

Time bi se prevazišla različita tumačenja vojnih prihoda, obezbedila veća ekonomičnost, sprečio mogući voluntarizam u njihovoj potrošnji i ostvarilo poštovanje istih principa u upravljanju javnim resursima.

Rad primljen: 26. V 2006.

UDK: 005.334.368.25.6

JEL: G22

Pregledni članak

## UPRAVLJANJE RIZIKOM IZ UGLA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

### *RISK MANAGEMENT FROM THE POINT OF VIEW OF INSURANCE COMPANIES*

Vladimir Njegomir  
Q-Sphere, Beograd

#### Rezime

Rizik je sveprisutan u savremenom društvu, poslovanju preduzeća i životu pojedinaca. Sve više se javljaju novi rizici koji ranije nisu postojali, stari se modifikuju a svojim intenzitetom u velikoj meri mogu da ugroze imovinu i lica. Kao posledica toga, u poslednjih petnaestak godina značajno je evoluiralo upravljanjem rizikom u svim sferama poslovanja a posebno u industriji osiguranja i to kako u nauci tako i u praksi.

Ovaj rad nastoji da osvetli određene aspekte upravljanja rizikom kroz prikaz njihovih vrsta, prikaz procesa upravljanja rizikom, kroz prikaz metoda postupanja sa rizicima koje su na raspolaganju privredi i pojedincima, te kroz prikaz portfolija ukupnih rizika sa kojima se suočavaju osiguravajuća društva u svom poslovanju i načina da se sa njima nose kroz primenu saosiguranja, reosiguranja i alternativnih transfera.

**Ključne reči:** RIZIK, OSIGURLJIVI RIZIK, UPRAVLJANJE RIZIKOM, OSIGURANJE, SAOSIGURANJE, REOSIGURANJE, ALTERNATIVNO UPRAVLJANJE RIZIKOM, SEKJURITIZACIJA, OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA

### *Summary*

*Risk is omnipresent in modern society, in businesses and in individual lives. More and more new risks are emerging which never existed before, the old ones are modifying and all of them with their intensity can greatly jeopardize lives and property. As a result of this trend in last fifteen years risk management as a whole and especially in insurance industry has evolved substantially in both theory and practice.*

*This study is trying to clarify certain aspects of risk management through review of types of risks, review of risk management process, through review of methods of handling risks which are at disposal of businesses and individuals, and through review of total risks portfolio with which insurance companies are faced in doing their business and ways of managing them through use of coinsurance, reinsurance and alternative risk transfers.*

**Key words:** RISK, INSURABLE RISK, RISK MANAGEMENT, INSURANCE, COINSURANCE, REINSURANCE, ALTERNATIVE RISK TRANSFERS, SECURITISATION, INSURANCE COMPANIES

### **UVOD**

Generalni trend vezan za ekonomski štetne događaje jeste da se javljaju novi rizici usled tehničko-tehnološkog razvoja a neki postojeći se modifikuju. Tu je reč o činjenici da se povećava i broj i intenzitet rizika. Podaci iz baze podataka Katoličkog univerziteta u Belgiji<sup>1</sup> pokazuju da je u SAD u periodu od 1900. do 1929. godine prosečno bila 1.7 nesreća godišnje dok je u periodu između 1980. i 1989. godine bilo 18 nesreća prosečno godišnje da bi se u toku poslednjih desetak godina taj broj povećao na prosečno 38 nesreća godišnje. U određenim oblastima, kao na primer u oblasti avijacije ili prevoza železnicom došlo je do smanjenja broja

nesreća ali se njihov intenzitet povećava s obzirom na učestalost prevoza, broj putnika i količinu tereta koji se prevozi. Tako prema procenama OECD-a<sup>2</sup> ponavljanje zemljotresa u Tokiju iz 1923. godine izazvalo bi štete ravne 75% japanskog bruto društvenog proizvoda. Podatke o nesrećnim događajima u Srbiji i Crnoj Gori u periodu od 1992. godine do 2005. godine prikazuje sledeća tabela (na žalost bez podataka o iznosima šteta u finansijskim pokazateljima):

### **1. VRSTE RIZIKA**

Postoje brojne podele vrsta rizika ali još uvek ne postoji jedinstvena definicija rizika. Ekonomisti, bihejvioristi, teoretičari rizika, statističari i aktuari imaju različite koncepte rizika.

---

<sup>1</sup> EM-DAT: The OFDA/CRED International Disaster Database, [www.em-dat.net](http://www.em-dat.net) - Université catholique de Louvain - Brussels - Belgium

---

<sup>2</sup> OECD: *Emerging Risks in the 21<sup>st</sup> Century*, Paris, 2003



## FINANSIJE

Prirodne i tehnološki izazvane katastrofe u Srbiji i Crnoj Gori u periodu 1992-2005. godine							
	br. događaja	Br. Poginulih	Br. Povređenih	Br. onih koji su ostali bez doma	Br. ugroženih	Ukupan broj ugroženih	iznos štete (u hiljadama SAD dolara)
Zemljotres	1	1	100	0	0	100	0
prosečno po događaju		1	100	0	0	100	0
Epidemije	2	0	0	0	869	869	0
prosečno po događaju		0	0	0	435	435	0
Ekstremne temperature	1	3	70	0	0	70	0
prosečno po događaju		3	70	0	0	70	0
Poplave	7	14	0	17,019	71,139	88,158	0
prosečno po događaju		2	0	2,431	10,163	12,594	0
Požari	1	0	0	12	0	12	0
prosečno po događaju		0	0	12	0	12	0
Oluje	1	0	0	0	0	0	0
prosečno po događaju		0	0	0	0	0	0
Industrijske nesreće	2	39	30	0	0	30	0
prosečno po događaju		20	15	0	0	15	0
Ostale nesreće tehnološke prirode	1	0	0	0	307	307	0
prosečno po događaju		0	0	0	307	307	0
Saobraćajne nesreće	6	86	134	0	0	134	0
prosečno po događaju		14	22	0	0	22	0

Izvor: EM-DAT: The OFDA/CRED International Disaster Database, [www.em-dat.net](http://www.em-dat.net) - Université catholique de Louvain - Brussels - Belgium

Rizik se poistovećuje sa nastupanjem jednog ekonomski štetnog događaja.<sup>3</sup> Rizik se može odrediti i kao mera verovatnoće nepoželjnog ishoda.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Marović, B. [2004]: *Osiguranje i upravljanje rizikom*, Subotica, Birografika a.d., str. 67

<sup>4</sup> "Global Reinsurance", *Newsquest Financial Media Ltd*, London, April 2004, p. 26

Međunarodna organizacija za standardizaciju (ISO) dala je definiciju kojom se pokušava razrešiti problem definisanja rizika. Prema ISO rizik predstavlja kombinaciju verovatnoće događaja i njegovih posledica.<sup>5</sup> Kada se o riziku govori kao o neizvesnosti,

<sup>5</sup> PD ISO/IEC Guide 73:2002 "Risk management", *Vocabulary. Guidelines for use in standards*

rizik se može posmatrati kao objektivni i subjektivni. Objektivni rizik predstavlja relativnu varijaciju stvarne štete od očekivane. Objektivni rizik varira obrnuto srazmerno kvadratnom korenu slučajeva koji se razmatraju.<sup>6</sup> Subjektivni rizik se definiše kao neizvesnost bazirana na ličnom mentalnom ili stanju svesti. Rizik može biti klasifikovan u nekoliko kategorija:

- **čist rizik** - osiguravajuće kompanije osiguravaju samo ovaj rizik koji se definiše kao situacija u kojoj postoje samo dve mogućnosti, sa gubitkom ili bez gubitka; primeri takvog rizika su prerana smrt, veliki medicinski troškovi, oštećenje imovine usled požara, poplave, zemljotresa i **špekulativni rizik** je situacija u kojoj su mogući ili profit ili gubitak; primeri takvog rizika su kockanje, rizik preduzetnika, rizik vlasnika hartija od vrednosti,
- **fundamentalni rizik** - to je rizik koji pogađa čitavu zajednicu ili grupu u okviru zajednice; primeri su inflacija, nezaposlenost, rat, teroristički napadi. Svakako, najveći primer je teroristički napad u SAD 11. septembra 2001. godine, sa ukupnim štetama koje prevazilaze 80 milijardi dolara uz isplate iz osiguranja koje prevazilaze 40.2 milijardi dolara. To je primer rizika koji

ima jedan uzrok a utiče na skoro sve vrste osiguranja,<sup>7</sup> **posebni rizik** - rizik koji pogađa samo pojedince a ne čitavo društvo; primeri ovakvog rizika su krađa kola, pljačka banke, izgoruće stana

- **finansijski rizik** - rizik koji se javlja kada neizvesnost rezultira finansijskim gubitkom, **nefinansijski rizik** - rizik koji nema finansijskih posledica
- **dinamički rizik** - rizik koji nastaje zbog promena u ekonomiji) i **statički rizik** - rizik koji obuhvata štete koje bi nastale čak i kada ne bi bilo promena u ekonomiji
- **rizik preduzeća** – novi termin koji uključuje sve najvažnije rizike sa kojima se suočavaju preduzeća. Takvi rizici uključuju čist rizik, špekulativni rizik, strateški rizik, operacioni rizik i finansijski rizik. Strateški rizik predstavlja neizvesnost ostvarenja finansijskih ciljeva kompanije. Operacioni rizik rezultira iz poslovnih operacija, na primer, osiguravajuća kompanija koja počne da nudi svoje usluge “online” može biti ugrožena upadom “hakera<sup>8</sup>” u centralni kompjuter osiguravača. Finansijski rizik predstavlja mogućnost nastanka gubitka zbog nepoželjnih promena cena

---

<sup>6</sup> George E. Rejda, [2005]: *Risk Management And insurance*, Pearson Education, Inc., p.3

<sup>7</sup> *Insurance and risk capital: Swiss Re's value proposition*, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 1996, p.7

<sup>8</sup> Provalnik računarskog softvera

nekretnina, kamatnih stopa, deviznog kursa i vrednosti novca.)

Rizik obuhvata sve što može uticati na izdatke, ali sa aspekta osiguranja najvažniji je čist rizik. Glavne vrste čistog rizika su:<sup>9</sup>

1. lični rizici - preвремена smrt, zavisnost usled starosti, bolest ili nesposobnost i nezaposlenost,
2. imovinski rizici - direktan gubitak imovine i indirektan gubitak koji se javlja u formi gubitka prihoda zbog nemogućnosti upotrebe imovine,
3. rizici odgovornosti obuhvataju mogućnost gubitka imovine ili budućeg prihoda kao rezultat procenjenih šteta ili zakonske odgovornosti nastale ili namernim ili nenamernim greškama ili kršenjem prava drugih,
4. rizici zbog grešaka drugih - propust izvođača radova da izvrši radove prema planiranom ili propust dužnika da izvrši plaćanja prema ugovorenom.

Osiguravači uglavnom osiguravaju čiste rizike. Ali, nisu svi čisti rizici osigurljivi jer postoje određeni zahtevi koji moraju biti ispunjeni da bi rizik mogao biti obuhvaćen osiguranjem a to su:

1. rizik mora biti moguć (mora postojati određeno vreme i određeno mesto),
2. rizik mora biti slučajan,

3. mora postojati velik broj osiguranih predmeta ili osoba kako bi se mogao primeniti zakon velikih brojeva,
4. svojim nastupanjem izaziva ekonomsku štetu,
5. rizik mora biti neizvestan i nenameravan,
6. rizik mora biti odredljiv i merljiv,
7. rizik ne može biti katastrofalan (gde velik broj izloženih jedinica može biti oštećen ili uništen u jednom događaju).

Rizici kao što su tržišni rizici, finansijski rizici, rizici proizvodnje, politički rizici ne mogu biti obuhvaćeni osiguranjem. Ovakvi rizici su špekulativne prirode, mogu da izazovu kao na primer politički rizik rata katastrofalne štete a kalkulacija odgovarajuće premije je teška s obzirom da se verovatnoća nastanka štete teško može predvideti.

## 2. METODE POSTUPANJA SA RIZIKOM

Postoje određene tehnike koje koriste kako pojedinci tako i preduzeća za rešavanje problema izloženosti riziku:

**Izbegavanje rizika** - Neki rizici se mogu izbeći neizlaganjem u aktivnostima koje mogu dovesti do rizika. Tako se može izbeći krađa u visokorizičnoj oblasti ako se u nju ne ide, može se izbeći rizik razvoda ako pre toga ne postoji venčanje ili poslovna firma može da izbegne rizik da bude tužena za loš kvalitet svojih proizvoda nastojeći da proizvodnju podvrgne strogoj kontroli i da nema defektnih proizvoda.

---

<sup>9</sup> Marović, B. [2004]: *Osiguranje i upravljanje rizikom*, Subotica, Birografika a.d., str. 71

Međutim, ne mogu se izbeći svi rizici. Tako se ne može izbeći rizik od pada avionom s obzirom da alternativa putovanja u Australiju vozom ne postoji ili je neprihvatljiva.

**Kontrola rizika** – Kontrola rizika je usmerena na smanjenje učestalosti rizika i njegove jačine. Prevencija rizika ima cilj da smanji verovatnoću nastanka štete tako da se učestalost šteta redukuje. Međutim, smanjivanje učestalosti ostvarenja rizika u smislu pojave šteta ne znači da one neće nikada nastati. Otuda je drugi cilj kontrole rizika da se smanji njegova veličina kada se on već dogodi.

**Zadržavanje rizika** – Zadržavanje rizika je treća metoda postupanja sa rizikom. Reč je o tome da pojedinac ili preduzeće zadrži celokupni ili deo određenog rizika. Zadržavanje rizika može biti aktivno ili pasivno. Aktivno zadržavanje rizika znači da je pojedinac svestan rizika i promišljeno planira da zadrži ceo rizik ili jedan njegov deo. Aktivno zadržavanje rizika javlja se zbog dva razloga: 1) uštede novca i 2) u slučaju kada osiguranje nije na raspolaganju ili nije dostupno. Sa aspekta kompanija, ključna poslovna premisa je da kompanije preuzimaju rizik kako bi stekle prednost u mogućnostima tj. kako bi bile nagrađene za to.<sup>10</sup> Da bi se optimizova-

lo zadržavanje rizika potrebno je preduzeti određene korake. Ti koraci su:

- kvantifikacija zadržanog rizika (izvesti statističku distribuciju verovatnoća za svaki zadržani rizik koristeći interne i eksterne podatke i izvršiti kombinovanje zadržanih rizika u okviru jedne distribucije verovatnoća),
- analiza cene zadržavanja rizika (utvrditi troškove vezane za zadržavanje rizika – franšizu, limit pokrića i dr.),
- analiza odnosa rizik/nagrada.

Ovde je potrebno spomenuti postojanje sopstvenog društva za osiguranje (*captive insurance company* ili samo *captive*) i grupa za zadržavanje rizika. Sopstveno društvo za osiguranje predstavlja osiguravača osnovanog od strane “roditeljske kompanije” sa namerom osiguranja njene izloženosti riziku. U Evropi ih najviše ima u Irskoj i Luksemburgu a i kod nas postoji dozvoljena mogućnost njihovog osnivanja<sup>11</sup>. Ova društva formiraju se uglavnom zbog: 1. poteškoća u dobijanju osiguravajuće zaštite od osiguravajućih kompanija, 2. nižih troškova (zbog nižih operativnih troškova, nepotrebnosti korišćenja posrednika, zadržavanje profita po osnovu investiranja iz premija i rezervi i izbegavanja fluktuacija u premijama osiguravajućih kompanija), 3. lakšeg pristupa reosiguravačima (jer kompanije ne bi direktno mogle da stupe u vezu sa reo-

---

<sup>10</sup> Troškovi koji su povezani sa mogućnošću da se zadržani novac, novac koji je zadržan kao garant sigurnosti usled veće izloženosti riziku koji nastaje zadržavanjem celog ili dela rizika, može uložiti u drugu priliku koja bi bila profitabilnija

---

<sup>11</sup> Marović B. i Žarković N. [2002]: *Leksikon osiguranja*, Novi Sad: DDOR Novi Sad, AD., str.425

siguravačima koji po pravilu ulaze u ugovorne odnose samo sa osiguravajućim kompanijama) i 4. formiranja profitnog centra (sopstveno društvo za osiguranje može postati izvor profita ako počne da osigurava druge osiguravanike pored kompanije osnivača).

Rizik može biti i pasivno zadržan. Određeni rizici mogu biti zadržani zbog neznanja, indiferentnosti ili lenjosti. Pasivno zadržavanje je veoma opasno jer zadržani rizik ima mogućnost da finansijski upropasti onoga koga je zadržao na takav, nesvestan način.

**Neosiguravajući transferi rizika** – to je tehnika postupanja sa rizikom koja podrazumeva prenos rizika na nekog drugog ko nije osiguravajuća kompanija. Rizik može biti prenet putem nekoliko metoda:

- transfer rizika putem ugovora
- zaštita (hedžing) od cenovnog rizika – predstavlja tehniku prenosa rizika nepovoljnog fluktuiranja cene na špekulanta kupovinom ili prodajom fjučers ugovora na organizovanom tržištu kao što je Londonska berza, Njujorška berza, i dr. Ovo je posebno značajna tehnika imajući u vidu osiguravajuće kompanije u ulozi institucionalnih investitora. Na primer, neka portfolio menadžer osiguravajućeg društva raspolaže sa dugoročnim državnim obveznicama sa fiksnom kamatnom stopom. Ukoliko kamatne stope porastu na tržištu, vrednost obveznica u portfoliju osigurava-

jućeg društva će opasti. Da bi se zaštitio od takvog rizika, portfolio menadžer može da proda fjučerse koje se odnose na obveznice.

- inkorporacija poslovne firme – inkorporacija odnosno pretvaranje preduzeća u akcionarsko društvo je takođe primer prenosa rizika. Ukoliko se vrednost firme podeli na akcije, vlasnici akcija odgovaraju samo do visine svojih udela a teret obaveza preko vrednosti same imovine faktički snose kreditori.

**Transfer rizika u osiguranje** – Osiguranje predstavlja najpraktičniji i najstariji (postoje tragovi osiguranja još kod starih Kineza, zatim u Hamurabijevom zakoniku iz 1950 godine pre nove ere) metod upravljanja rizikom, njegovim prenosom sa osiguravanike (pojedica ili preduzeća) na osiguravajuću kompaniju. Osnovni cilj osiguranja je da se rizik minimizira i da se obezbedi zaštita od rizika na toj osnovi a putem zajednice ugroženih pojedinaca.

Značaj osiguranja je ogroman na šta jasno ukazuju podaci da je u 2004. godini stradalo širom sveta, neuključujući cunami od 26. decembra, 21.000 ljudi a od imovinskih osiguravača traživano je 52 milijarde dolara prema istraživanju Swiss Re.<sup>12</sup> Pojedinač, putem osiguranja može obezbediti zaštitu svoje imovine, svog i života članova svoje porodice, može

---

<sup>12</sup> "Reinsurance", *Incisive Media Invest*, London, February 2005., p. 5

osigurati sopstvenu starost ili pokriće za dodatne troškove lečenja. Takođe, vlasnici imovine koji su osigurani mogu biti spokojni zato što znaju da će njihov eventualni gubitak koji se može javiti usled požara, krađe, poplave, i drugih opasnosti biti nadoknađen. Putem osiguranja posmatranog sa aspekta pojedinca zaštićena su i treća lica odnosno lica koja mogu bez svoje krivice pretrpeti štetu na sopstvenoj ličnosti ili imovini prilikom prevoza u javnom saobraćaju ili prilikom vršenja opasnih zanimanja.<sup>13</sup>

Posmatrano sa aspekta celokupnog društva, osiguranje ima takođe ogroman značaj. Tako se mogu posmatrati razlike između zemalja sa visokom penetracijom osiguranja i onih sa niskim (u SAD je osiguravajuće pokriće za neživotna osiguranja u 2003. godini iznosilo 1.980\$ po stanovniku što je za blizu 250 puta više nego u Indoneziji i skoro za više od 280 puta nego u Šri Lanki<sup>14</sup>). Trenutno se u Floridi troši više od 10 milijardi funti novca koji potiče iz osiguranja, što čini 10% društvenog bruto proizvoda države Florida, na obnovu razrušenih domova i prekinutog poslovanja koje su izazvala četiri uragana 2004. godine.

Osiguranje ne može sprečiti nastanak štetnih događaja. Pomoću njega se može ostvariti posredna ekonomska zaštita koja upravo i predstavlja razlog postojanja osiguranja.

Ključne karakteristike osiguranja su:

- Udruživanje odnosno podela rizika - Udruživanje rizika znači da se gubici nekolicine proširuju na čitavu grupu, tako da u tom procesu prosečan gubitak predstavlja zamenu za stvarni gubitak. Takođe udruživanje rizika znači grupisanje velikog broja izloženih jedinica tako da se zakon velikih brojeva može primeniti.
- Isplata slučajnih gubitaka - Slučajni gubitak je onaj koji je nepredviđen i neočekivan i koji se pojavljuje kao rezultat slučajnosti drugim rečima, gubitak mora biti slučajan.
- Transfer rizika - Transfer rizika znači da se čist rizik transferiše od osiguranika ka osiguravaču, koji je uobičajeno u jačoj finansijskoj poziciji da plati gubitak neko osiguranik.
- Obeštećenje - Obeštećenje označava da je osiguranik približno vraćen u njegovu ili njenu finansijsku poziciju koju je imao pre nastupanja štetnog događaja.

Posmatrano sa aspekta kompanija, osiguranje ima svoja ograničenja koja mogu biti sumirana u tri vrste rizika: nesigurnost isplate (neusklađenost u stvarnoj izloženosti riziku i osiguravajućem pokriću i nepotpuna kompenzacija nastale štete), 2. kašnjenje isplata (rizik dodatnih šteta koji se javlja kao rezultat zakasnelih isplata šteta od strane osiguravača) i 3. rizik osiguravača (rizik osiguravačevog neizvršenja

---

<sup>13</sup> Kočović J., Šuleji? P.[2002]: *Osiguranje*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 33

<sup>14</sup> " Reinsurance", *Incisive Media Invest*, London, February 2005., str. 5

## FINANSIJE

Vrsta rizika	Učestalost rizika	Jačina rizika	Odgovarajuća metoda postupanja sa rizikom
1	niska	niska	zadržavanje
2	visoka	niska	prevencija i redukcija rizika
3	niska	visoka	osiguranje
4	visoka	visoka	izbegavanje

novčanih obaveza).<sup>15</sup> Posmatrano sa aspekta pojedinca zaštita od rizika se ostvaruje oslanjanjem na osiguranje gde se ono javlja kao glavni metod postupanja sa rizikom.

U odlučivanju o odgovarajućem metodu ili metodima za postupanje sa rizikom, može se koristiti matrica koja različite izloženosti riziku klasifikuje prema učestalosti (frekvenciji) i jačini rizika<sup>16</sup>:

### 3. PORTFOLIO RIZIKA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

Osiguravajuća društva preuzimaju brojne vrste rizika, koji zadovoljavaju zahteve osigurljivosti, od osiguranika u razmenu za određeni iznos premije. Vrste rizika sa kojima se suočavaju osiguravajuća društva mogle bi se predstaviti na sledeći način:

Vrste rizika osiguravajućih društava																															
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Ključni rizici</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Osiguranje</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">imovinski rizici</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Rizici životnih osiguranja</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Finansijsko tržište</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Tržište akcija (cene akcija)</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Kamatne stope</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Devizni kursevi</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Kreditni raspon (kupovna vs prodajna)</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Tržište nekretnina (cene nekretnina)</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Kreditni rizik</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Migracija dugova</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Neizmirenje dugova</td></tr> </table>	Ključni rizici		Osiguranje	imovinski rizici	Rizici životnih osiguranja		Finansijsko tržište	Tržište akcija (cene akcija)	Kamatne stope	Devizni kursevi	Kreditni raspon (kupovna vs prodajna)	Tržište nekretnina (cene nekretnina)		Kreditni rizik	Migracija dugova	Neizmirenje dugova	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Operacioni rizici</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Ljudi</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Procesi</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Sistemi</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Spoljni uticaji</td></tr> </table>	Operacioni rizici	Ljudi		Procesi		Sistemi		Spoljni uticaji	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Ostali rizici</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Finansiranje i likvidnost</td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;"> </td></tr> <tr><td style="background-color: #e0e0e0;">Reputacija</td></tr> </table>	Ostali rizici		Finansiranje i likvidnost		Reputacija
Ključni rizici																															
Osiguranje																															
imovinski rizici																															
Rizici životnih osiguranja																															
Finansijsko tržište																															
Tržište akcija (cene akcija)																															
Kamatne stope																															
Devizni kursevi																															
Kreditni raspon (kupovna vs prodajna)																															
Tržište nekretnina (cene nekretnina)																															
Kreditni rizik																															
Migracija dugova																															
Neizmirenje dugova																															
Operacioni rizici																															
Ljudi																															
Procesi																															
Sistemi																															
Spoljni uticaji																															
Ostali rizici																															
Finansiranje i likvidnost																															
Reputacija																															

<sup>15</sup> "Operational Risk", *Incisive Media Investments Ltd.*, London, December 2004, p. 30

<sup>16</sup> George E. Rejda, [2005]: *Risk Management And insurance*, Pearson Education, Inc., p.53

Ključni rizici osiguravajućih društava su rizik iz osiguranja, rizik finansijskog tržišta i kreditni rizik. Rizik osiguranja predstavlja rizik od nastanka finansijskog gubitka kao rezultata ostvarenja neželjenog događaja nad osiguranom imovinom ili licima. Rizik finansijskog tržišta predstavlja rizik da imovina i obaveze osiguravajućeg društva budu pod negativnim uticajem promena na finansijskom tržištu kao što su promene cena akcija, promene kamatnih stopa, deviznih kurseva, kreditnog raspona ili cena nekretnina. Kreditni rizik jeste rizik nastanka finansijskog gubitka usled negativnih promena u sposobnosti izmirivanja dugova (kreditnoj sposobnosti) partnera ili trećih lica. Operacioni rizici i ostali rizici javljaju se kao posledica preduzimanja poslovanja. Operacioni rizik je rizik nastanka direktnog ili indirektnog gubitka zahvaljujući neadekvatnim internim procesima, ljudima, sistemima, spoljašnjim događajima ili kao rezultat neusaglašenosti sa regulatornim zahtevima što može da rezultira potpunim ili privremenim prekidom rada.

## **5. PROCES UPRAVLJANJA RIZIKOM U OSIGURAVAJUĆIM DRUŠTVIMA**

Upravljanje rizikom povećava verovatnoću uspeha i smanjuje i verovatnoću neuspeha i nezvesnost ostvarenja organizacionih ciljeva u celini. Najkraće, menadžment rizikom predstavlja *koordinisane aktivnosti*

*upravljanja i kontrolisanja organizacije u pogledu rizika.*<sup>17</sup> Zato se upravljanje rizikom ne svodi samo na njihovo osiguranje, odnosno prenos na osiguravajuće društvo kao što je ukazano u delu o postupanju sa rizikom. Ovde će, međutim, biti više reči o tome kako osiguravajuća društva primenjuju upravljanje rizikom.

Rizici sa kojima se suočavaju osiguravajuća društva u svom poslovanju su brojni a mogu biti uslovljeni kako internim tako i eksternim faktorima. Određene vrste rizika mogu imati i interne i eksterne pokretače tako da pokrivaju obe oblasti kao što grafik pokazuje:

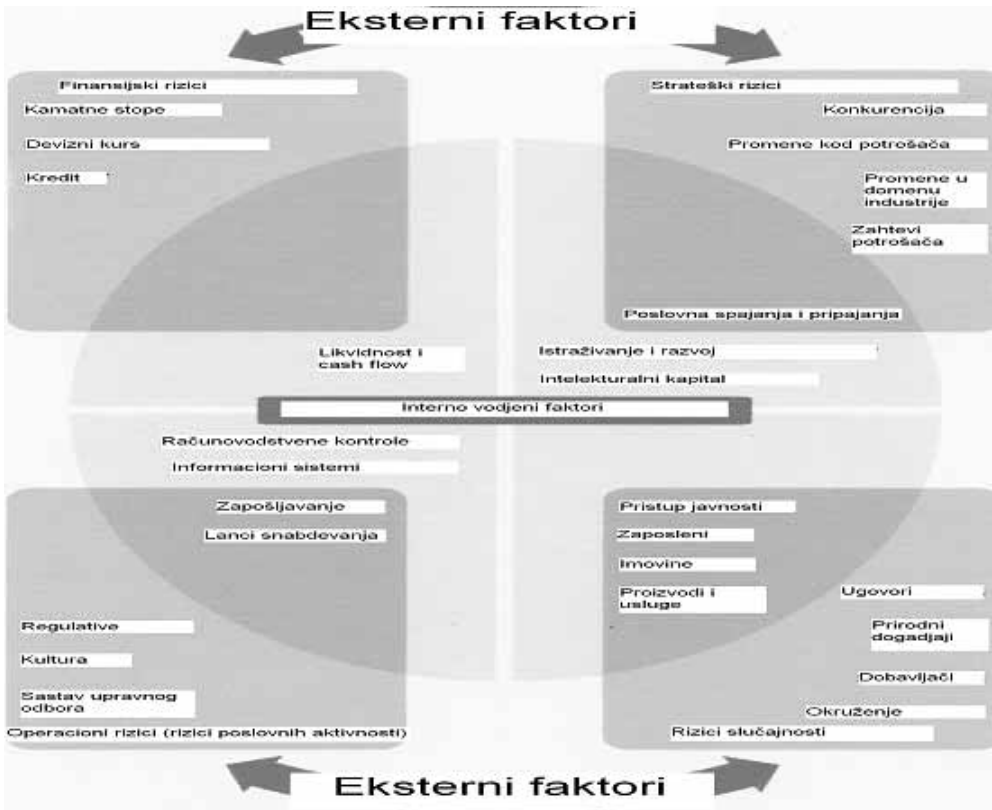
Potrebno je obezbediti kontrolisano preuzimanje rizika a to zahteva kvalitetno upravljanje rizikom koje je sveobuhvatno u smislu procesa upravljanja rizikom u pogledu identifikacije, vrednovanja i kontrolisanja izloženosti riziku i za šta odgovornost imaju najviši nivoi menadžmenta. Ukupni limiti preuzimanja rizika, kao i limiti za pojedine grupe rizika u ukupnom portfolio, rizika “apetit” za rizikom kao i tolerancija na rizik, treba da budu jasno definisani kako bi se obezbedio maksimalni prinos za akcionare. Poslovne jedinice treba da budu odgovorne za rizike koje one preuzimaju (na primer životno osiguranje treba da bude odgovorno za rizike preuzete po osnovu životnih osiguranja) a svi procesi treba da budu institu-

---

<sup>17</sup> PD ISO/IEC Guide 73:2002 “Risk management”, Vocabulary. *Guidelines for use in standards*



# FINANSIJE



Izvor: A Risk Management Standard; AIRMIC, ALARM, IRM: 2002, str. 3

cionalizovani tako da se omogući širenje znanja o upravljanju rizikom kroz celo osiguravajuće društvo. Osim toga, potrebno je obezbediti adekvatan i efikasan sistem internih kontrola kako bi se svi rizici kontrolisali na prihvatljivom nivou.

Merenje rizika je fundamentalno za industriju osiguranja, od određivanja cena za pojedinačne ugovore preko menadžmenta osiguravajućih i reosiguravajućih kompanija, do celokupne regulacije osiguravajuće industrije.

Brojni su primeri propadanja osiguravajućih društava usled neadekvatnog upravljanja rizikom. Neki su se

pojavi kao rezultat opadajućih kamatnih stopa, neki kao gubici na pasmane u loše hartije od vrednosti kao što su tzv. junk obveznice, neki kao rezultat pogrešnog određivanja premije osiguranja ili pak velikih prirodnih katastrofa ili terorističkih napada. Kao karakterističan primer neadekvatnog priznavanja rizika u osiguravajućim kompanijama koristi se primer uragana Endrju (Andrew) iz 1992. godine kada je 11 osiguravajućih kompanija doživelo bankrotstvo upravo zbog nepostojanja standardnih procesa za katastrofalne rizike. Nakon toga za takve događaje formiran je Florida

Hurricane Catastrophe Fund, državno sponzorisan reosiguravajući fond u koji su osiguravajuće kompanije dužne da ulažu a koji zauzvrat nudi reosiguranje po relativno jeftinijim stopama nego privatni reosiguravači.<sup>18</sup> Sličan je primer sa rizikom od terorizma, gde se obezbeđuje podrška države osiguravačima u slučaju terorističkih napada a što je regulisano dekretom o riziku od terorizma odnosno Terrorism Risk Insurance Actom koji je usvojen 2002. sa istekom u decembru 2005. godine. dvadesetdrugog Decembra. 2005. godine usvojena je nova verzija koja predstavlja produžetak prve sa rokom važenja do kraja 2007.<sup>19</sup> godine ali sa oštrijim uslovima u pogledu učešća osiguravača. Osnovna namena ovog dekreta je da se u prelaznom periodu (od 2002 do 2005) obezbedi stabilizacija industrije osiguranja, da se ponovo pristupi određivanju cena za tu vrstu osiguranja i da se izgradi kapacitet za prihvatanje takvih rizika u budućnosti uz istovremeno očuvanje državne regulative iz oblasti osiguranja i zaštite potrošača.

Osiguravajuće kompanije se suočavaju sa dve osnovne vrste rizika (iako su prisutni svi rizici kao u napred navedenom grafu): rizik osiguranja koji proizilazi po osnovu osnovnog posla osiguravajućih kompanija i investicioni rizik koji proizilazi iz investicionog portfolia osiguravajućih kompanija koje se kao investitori javljaju na finan-

sijskom tržištu. Ova podela ne može uvek biti striktna, posebno kod dugoročnih osiguranja kao što je osiguranje života gde se kao rizici sa kojima se suočavaju osiguravajuća društva javljaju: rizik imovine, rizik određivanja premije, rizik usklađivanja imovine i obaveza i nepredvidivi rizik. Ovo se javlja zato što takvi ugovori o osiguranju zahtevaju formiranje posebnih rezervi, čija adekvatnost zavisi istovremeno i od zarade po osnovu investiranja i od ostvarenja ili neostvarenja osigurane opasnosti. Nije moguće eliminisati investicioni rizik zato što je proračun vremena osiguravajućeg *cash flow*-a neizvestan. Zbog svega navedenog, upravljanje finansijskim rizikom postaje značajno za osiguravajuća društva a to podrazumeva identifikaciju, analizu i tretman sledećih finansijskih rizika: rizik promene cena, rizik promene kamatnih stopa i rizik promene deviznog kursa. Jedna od inovacija u upravljanju rizikom kod osiguravajućih kompanija (ali i u drugim industrijama) jeste primena tzv. *enterprise risk management*. Reč je o sveobuhvatnom programu upravljanja rizikom koji obuhvata čiste rizike, spekulativne rizike, strateške rizike i rizike poslovnih aktivnosti.

Kad je reč o osiguravajućem riziku odnosno riziku koji proizilazi iz poslova pružanja osiguravajuće zaštite osiguranicima, postoje brojni rizici koje osiguravajuće kompanije uzimaju u svoje pokriće. Da bi bile dobro diverzifikovane, osiguravajuće kompanije:

- izgrađuju dovoljno velik i homogen portfolio rizika,

---

<sup>18</sup> "Risk", *Incisive Financial Publishing Ltd.*, London, Oktober 2004, p.15

<sup>19</sup> <http://solutions.marsh.com/TRiA>

- osiguravaju više linija odnosno vrsta rizika,
- primenjuju kontrole akumulativnosti kako bi se izbegla preterana izloženost rizičnim faktorima koji utiču na više polisa,
- kupuju reosiguravajuće pokriće,
- primenjuju alternativno upravljanje (prenos) rizikom.

Kad je reč o investicionom riziku, koji potiče od osetljivosti kamatne stope sadašnje vrednosti obaveza i aktivnosti trgovanja na finansijskom tržištu, treba imati u vidu da se imovinska strana bilansa osiguravajućih kompanija uglavnom sastoji od finansijske imovine u formi državnih ili korporativnih obveznica, hipoteka i akcija, koja je predmet tržišnog i rizika likvidnosti. Tržišni rizik uključuje neočekivane promene u cenama akcija ili kamatnim stopama ili promenama deviznog kursa. On čini glavnu opasnost za imovinsku stranu bilansa stanja osiguravajućih kompanija. Potencijalni investicioni gubitak usled tržišnog rizika se uobičajeno procenjuje na osnovu "vrednost pri riziku" (*value at risk*) pristupu.<sup>20</sup> Postoje različiti načini koje osiguravajuća društva koriste u zaštiti od investicionog rizika kao što su opcioni ugovori, *forwardi*, *fjučers* ugovori, *svopovi* kamatnih stopa, itd.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> *From risk to capital, An insurance perspective*; Swiss Reinsurance Company, Zurich, 1999, p. 15

Kod nas su te mogućnosti ograničene zbog nerazvijenosti finansijskog tržišta.

Najvažniji metod upravljanja operacionim rizikom je sistem samostalne procene rizika što obezbeđuje pregled rizika uključenih u organizaciju i onih eksterne prirode. Mora biti uspostavljena kultura personalne odgovornosti, otvorenosti i učenja kao sastavni deo upravljanja operacionim rizikom. U okviru upravljanja operacionim rizikom bitne su i sledeće funkcije: kontrolisanje usaglašenosti sa relevantnim regulatornim zahtevima, zaštita kritičnih delova IT<sup>22</sup> sistema i aplikacija i upravljanje rizikom od prekida rada odnosno kontinuitetom poslovnih aktivnosti.

Viši nivoi menadžmenta osiguravajućih društava su često suočeni sa velikim brojem izveštaja o pojedinačnim izloženostima pojedinim vrstama rizika kao i sa kompleksnim rezimeima individualnih rizika koji su

---

<sup>21</sup> Opcije na akcije se koriste radi zaštite od nepovoljnog kretanja cena akcija. Ako je na primer dnevni kurs 160, a stelažna premija 8%, stelaža će iznositi 164/156, to znači da će kupac stelaže određene akcije preuzeti uz kurs 164 ili isporučiti uz kurs 156 (kupac će radije preuzeti kada je kurs između 160 i 164, a isporučiti kada je kurs između 156 i 160). Prodavac stelaže u svakom slučaju zarađuje svoju unapred primljenu premiju (kao cenu opcije), a određenu premiju zarađuje i onda ako kurs na dan izvršenja ne izađe iz okvira 156-164 (inače bi prodavac mogao pretrpeti gubitak koji ni stelažna premija ne bi mogla pokriti). U ovom poslu nema odustajanja.

<sup>22</sup> Informaciona tehnologija

## FINANSIJE

prethodno objašnjeni. Rizici nisu dimenzionirani na sličan način i sprovođenje analize njihove međuzavisnosti i ukupnog uticaja na osiguravajuće društvo je ograničeno ukoliko postoji autonomija u upravljanju pojedinim rizicima. Kao rešenje javlja se centralizacija upravljanja ukupnim rizikom kako bi se došlo do najboljeg rešenja, odnosno koristi za osiguravajuće društvo kao celinu u okviru komiteta za upravljanje rizikom koji je rukovođen višim menadžerom za rizik. U upravljanju ukupnim rizikom osiguravajućeg društva postoje dva pristupa. Prvi pristup: rizik se meri u terminima varijabilnosti ishoda. Gde je moguće, procenjuje se distribucija frekvencija neto prinosa iz istorijskih podataka i

standardna devijacija ovih distribucija. Kapital se alocira na aktivnosti kao funkcija rizika odnosno mere varijabilnosti. Potrebno je da rizične pozicije “donesu” očekivanu stopu prinosa na alocirani kapital što će društvu da kompenzira povećani rizik. Putem izražavanja rizika u vidu distribucije gubitaka i alociranja kapitala prema varijabilnosti pojedinih aktivnosti dolazi se do toga da su rizici vrednovani na isti način. Drugi pristup je sličan prvom ali više se bazira na gotovinskom toku nego na alociranju kapitala. Ponovo se utvrđuje distribucija frekvencija neto prinosa za bilo koju vrstu rizika na osnovu istorijskih podataka. Proces upravljanja rizikom sastoji se iz nekoliko koraka:



Izvor: A Risk Management Standard; AIRMIC, ALARM, IRM: 2002, str.4

Nakon što se odrede strateški ciljevi organizacije, pristupa se određivanju rizika. Određivanje rizika se definiše kao sveukupni proces analize i evaluacije rizika.<sup>23</sup> Analiza rizika, kao što pokazuje grafikon, se sastoji iz tri koraka: identifikacije, opisivanja i procene rizika. Identifikacijom rizika nastoji se identifikovati izloženost organizacije neizvesnosti. Opis rizika ima za cilj da prikaže identifikovane rizike u strukturiranom formatu, upotrebljavajući na primer tabelu gde bi kao elementi bili: naziv rizika, obim rizika, priroda rizika, stakeholderi i njihova očekivanja, kvantifikacija rizika, tolerancija prema riziku, postupak sa rizikom i kontrolni mehanizmi, potencijalne mogućnosti unapređenja aktivnosti u pravcu smanjenja rizika, razvoj strategije i politike. Procenjivanje rizika može biti kvantitativno, polukvantitativno i kvalitativno u smislu verovatnoće nastanka i mogućih posledica. Verovatnoća nastanka štetnog događaja može biti takođe visoka, srednja i niska ali to zahteva različito određenje posebno za opasnosti i posebno za mogućnosti. Nakon analize rizika potrebno je uporediti procenjene rizika prema kriterijumima rizika koje je ustanovila organizacija. Kriterijumi rizika mogu uključivati povezane troškove i koristi, pravne zahteve, socio-ekonomske i faktore okruženja, zabrinutost stejkholdera, itd. Evaluacija rizika se stoga koristi kako bi se donele odluke

o značajnosti rizika za organizaciju i da li svaki rizik pojedinačno treba da bude prihvaćen i tretiran. Izveštavanje o riziku može biti interno i eksterno. Interno izveštavanje je usmereno na davanje informacija upravnom odboru, poslovnim jedinicama i pojedincima a eksterno na izveštavanje svih stejkholdera o politikama upravljanja rizikom i efektivnosti u ostvarivanju zacrtanih ciljeva. Efektivno upravljanje rizikom zahteva adekvatnu strukturu izveštavanja i razmatranja kako bi se osigurao da će rizici biti adekvatno identifikovani i procenjeni. Monitoring treba da se odredi da li su mere rezultirale onim što je bilo nameravano, da li su usvojene procedure i da li su skupljene informacije za preduzimanje procenjivanja bile adekvatne i da li je unapređeno znanje pomoglo da se dođe do boljih odluka i da se identifikuje koje su lekcije mogle biti naučene za buduće procene i menadžment rizicima.

Osiguravajuća društva upravljaju osnovnim rizikom osiguranja na dva načina: 1. **kompensacija odstupanja u prostoru** (prenos rizika), što se ostvaruje kroz povećavanje broja osiguranika ili kroz saosiguranje i reosiguranje (u zemlji i inostranstvu) kao i putem alternativnih prenosa rizika i 2. **kompensacija odstupanja u vremenu** tako što se od viška naplaćenih premija u poređenju sa isplaćenim iznosima po osnovu naknade iz osiguranja u pojedinim goinama formiraju **rezerve** za pokrivanje negativnih odstupanja većih šteta od manjih uplata.

---

<sup>23</sup> PD ISO/IEC Guide 73:2002 "Risk management", Vocabulary, *Guidelines for use in standards*

## 5. REZERVE OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

Da bi osiguravajuće društvo moglo da odgovori svojim obavezama, mora da poseduje određene rezerve. Ove rezerve predstavljaju osnovu za investicione poduhvate osiguravajućih društava na finansijskom tržištu. Investiranje mora biti usklađeno sa ročnošću i visinom formiranih rezervi. Investicije (nalaze se u aktivni) predstavljaju protivtežu (nalaze se u pasivi) u bilansu stanja.

Visina rezervi, način njihovog formiranja i način njihovog korišćenja tj. investiranja regulisani su zakonski. Veličina potrebnih rezervi kod osiguravajućih društava zavisi od težine rizika koji se moraju izravnati, odnosno raspodeliti u prostoru i naročito vremenu.

Novim Zakonom o osiguranju usvojenom maja 2004. godine ("Službeni glasnik RS", br. 55/2004) kao i Pravilnikom o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru za društva za osiguranje ("Službeni glasnik RS", br. 55/2004) ukidaju se rezerve sigurnosti i rezervisanja za masovne i katastrofalne štete koje su do sada takođe bili sastavni deo tehničkih rezervi osiguravajućih društava. Prema novom *Zakonu o osiguranju*<sup>24</sup> rezerve osiguravajućih društava čine:

### 1. tehničke rezerve:

- a) za društva koja obavljaju jednu ili više vrsta životnih osiguranja:

- 1) prenosne premije,
  - 2) rezervisane štete,
  - 3) rezerva za učešće u dobiti i
  - 4) matematička rezerva.
- b) za društva koja obavljaju poslove jedne ili više vrsta neživotnih osiguranja:
    - 1) prenosne premije,
    - 2) rezervisane štete,
    - 3) rezerve za izravnanje rizika.
  2. **garantna rezerva**, a nju čine:
    - a) osnovni kapital,
    - b) rezerve iz dobiti i rezerve utvrđene aktima društva,
    - c) neraspoređena dobit iz ranijih godina, do 50%,
    - d) deo neraspoređene dobiti tekuće godine, do 50%, pod uslovom da utvrđeni iznos ne prelazi prosečnu vrednost neto dobiti ostvarene u poslednje tri godine i da ne prelazi 25% od garantne rezerve,
    - e) revalorizacione rezerve.

**Rezerva prenosnih premija** predstavlja zbir delova premija osiguranja koje ugovarači osiguranja plaćaju unapred za ugovoreno razdoblje trajanja osiguranja a koji se prenosi u sledeći obračunski period.

Rezerva prenosnih premija se iskazuje na posebnom računu na strani pasive bilansa stanja. Ona se izračunava po metodi pojedinačnog izračunavanja za svaki ugovor o osiguranju s tačnim vremenskim razgraničenjem. Kod ugovora o osiguranju kod kojih se visina osiguravajućeg pokrića ne menja u toku trajanja osiguranja, obračun

<sup>24</sup> *Zakon o osiguranju*, "Službeni glasnik RS", br. 55/2004, Beograd 2004.

prenosne premije se vrši prema sledećem obrascu:

$$PP = \frac{P \times d}{D}$$

pri čemu je:

PP = prenosna premija pojedinačnog osiguranja

P = ukupna premija pojedinačnog osiguranja,

d = broj dana trajanja osiguranja posle isteka obračunskog perioda,

D = ukupan broj dana trajanja pojedinačnog osiguranja.

Kod ugovora o osiguranju kod kojih se visina osiguravajućeg pokrća menja u toku trajanja osiguranja primenjuje se isti metod kao i kod onih kod kojih se visina osiguravajućeg pokrća ne menja u toku trajanja osiguranja uz promenu visine pokrća u toku trajanja osiguranja. Kod ugovora o osiguranju kod kojih se može pretpostaviti da se visina osiguravajućeg pokrća linearno menja u toku trajanja osiguranja obračunavanje prenosne premije vrši se prema sledećem obrascu:

$$PP = P \times \frac{d}{D^2} \times \frac{2O_k \times D - d \times (O_k - O_p)}{O_k + O_p}$$

pri čemu je:

PP = prenosna premija pojedinačnog osiguranja,

P = ukupna premija pojedinačnog osiguranja,

d = broj dana trajanja osiguranja posle isteka obračunskog perioda,

D = ukupan broj dana trajanja pojedinačnog osiguranja,

$O_p$  = visina osiguravajućeg pokrća (rizika) na početku trajanja osiguranja,

$O_k$  = visina osiguravajućeg pokrća (rizika) na kraju trajanja osiguranja.

Za životna osiguranja za koja se obračunava matematička rezerva, prenosna premija je sastavni deo matematičke rezerve. Prenosna premija u samoprdržaju društva za osiguranje obračunava se tako što se zbir prenosne premije osiguranja sopstvenog portfelja i prenosne premije primljenih saosiguranja umanjuje za zbir prenosne premije prenete u saosiguranje i reosiguranje. Za reosiguravajuća društva prenosna premija u samoprdržaju izračunava se kao razlika prenosne premije po aktivnom poslu reosiguranja i prenosne premije po pasivnom poslu reosiguranja.

**Rezervisane štete** su oblik tehničkih rezervi koji predstavlja zbir procenjenih iznosa nastalih prijavljenih a nerešenih šteta do kraja tekućeg obračunskog perioda i nastalih neprijavljenih šteta do kraja tekućeg obračunskog perioda. Pri utvrđivanju visine štete uzimaju se u obzir obaveze društva utvrđene zakonom kao i sudska praksa. Rezervisane štete se detaljnije uređuju Odlukom o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervisanih šteta («Službeni glasnik RS» br. 19/2005).

Za nastale štete koje do kraja tekućeg obračunskog perioda nisu prijavljene, društvo vrši obračun rezervacije na osnovu podataka o rešenim i rezervisanim (nastalim prijavljenim a nerešenim) štetama, ne uključujući

rentne štete, na osnovu sledećeg obrasca<sup>25</sup>:

$$R_t^{iBNR} = a_t \times (S_t + R_t)$$

pri čemu je:

$R_t^{iBNR}$  = iznos nastalih neprijavljenih šteta u vrsti osiguranja,

$a_t$  = koeficijent za obračun nastalih neprijavljenih šteta u vrsti osiguranja,

$S_t$  = iznos rešenih šteta (osim rentnih šteta) u samoprizržaju u vrsti osiguranja u tekućoj godini,

$R_t$  = iznos rezervisanih šteta (osim rentnih šteta) u samoprizržaju za nastale prijavljene a nerešene štete u vrsti osiguranja na dan obračuna.

Koeficijent  $a_t$  se na dan 31. decembra izračunava kao aritmetička sredina koeficijenata  $k_i$  (za tekuću godinu  $i=t$ , za dve godine koje prethode tekućoj godini  $i=t-1$  i  $i=t-2$ ). Ukoliko društvo posluje samo jednu godinu onda se koristi koeficijent  $a_t=0.05$ . Koeficijent  $k_i$  za svaku od poslednje tri, odnosno dve godine dobija se kao količnik zbira iznosa šteta rešenih u toku godine i rezervisanih (nastalih prijavljenih a nerešenih) šteta na dan 31. decembra, koje su nastale u prethodnom periodu a prvi put prijavljene u godini za koju se utvrđuje ovaj koeficijent, i zbira iznosa šteta rešenih u toku godine i rezervisanih (nastalih prijavljenih a nerešenih) šteta na dan 31. decembra u godini za koju se utvrđuje

taj koeficijent. Kada je koeficijent  $a_t$  manji od 0.05 tada se koristi koeficijent  $\bar{a}_t=0.05$ .

Za obračun ukupno rezervisanih šteta po vrstama osiguranja, ukupni iznosi rezervisanih nastalih prijavljenih a nerešenih šteta i nastalih neprijavljenih šteta koriguju se koeficijentom rezervacije troškova u vezi sa rešavanjem i isplatom štete a koji se utvrđuje na dan 31. decembar tekuće godine po vrstama osiguranja na osnovu sledećeg obrasca:

$$r_t = 1 + \frac{T_t}{S_{Ut}}$$

pri čemu je:

$r_t$  = koeficijent rezervacije troškova u vezi sa rešavanjem i isplatom štete,

$T_t$  = troškovi nastali u vezi sa rešavanjem i isplatom štete u tekućoj godini,

$S_{Ut}$  = ukupan iznos rešenih šteta, odnosno naknade osiguranja u tekućoj godini (uključujući i rentne štete).

Rezervisane štete u samoprizržaju društva koje obavlja poslove osiguranja izračunavaju se tako što se zbir rezervisanih šteta sopstvenog portfelja osiguranja i rezervisanih šteta primljenih saosiguranja umanji za zbir rezervisanih šteta prenetih u saosiguranje i reosiguranje. Rezervisane štete u samoprizržaju društva koje obavlja poslove reosiguranja izračunavaju se kao razlika rezervisanih šteta po aktivnom poslu reosiguranja i rezervisanih šteta po pasivnom poslu reosiguranja.

**Rezerva za učešće u dobiti i matematička rezerva** bliže uređuju

<sup>25</sup> Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervisanih šteta («Službeni glasnik RS» br. 19/2005)



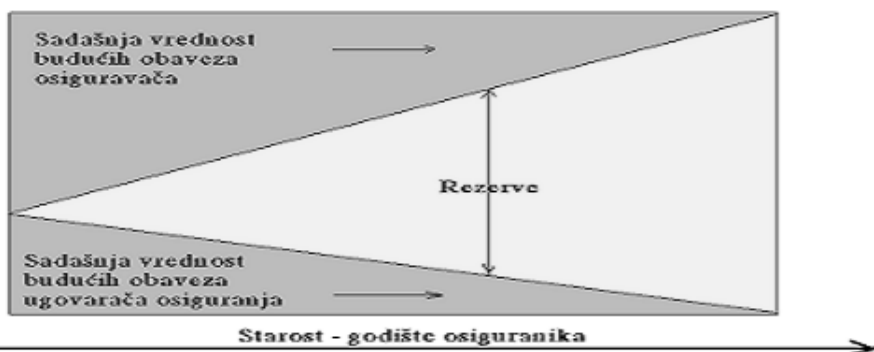
Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja matematičke rezerve i rezerve za učešće u dobiti («Službeni glasnik RS» br. 19/2005). Društvo za osiguranje matematičku rezervu obrazuje i obračunava za izmirivanje budućih obaveza po osnovu dugoročnih ugovora o životnom osiguranju, i to posebno:

- za osiguranje života,
- za rentno osiguranje,
- za dobrovoljno penzijsko osiguranje,
- za druge vrste životnih osiguranja.

Matematička rezerva predstavlja najvažniju stavku u pasivi odnosno najvažniju stavku obaveza osiguravajućeg društva životnog osiguranja. Matematička rezerva zajedno sa prenosnim premijama i rezervom za učešće u dobiti treba da omogući osiguravača da isplati osigurane sume po polisama u budućnosti ukoliko se ostvarenje rizika poklopi sa aktuarskim pretpostavkama koje su korišćene u izračunavanju ove rezerve. Matematička rezerva se može definisati kao razlika između sadašnje vrednosti

budućih koristi osiguranika i sadašnje vrednosti budućih neto premija. Neto premija svakog ugovora o osiguranju jednaka je sadašnjoj vrednosti budućih koristi osiguranika. Na početku trajanja osiguranja, neto premija pojedinačnog ugovora o osiguranju je takođe jednaka sadašnjoj vrednosti budućih neto premija. Sadašnja vrednost budućih koristi osiguranika će rasti vremenom, s obzirom da se verovatnoća smrti osiguranika povećava, dok će sadašnja vrednost budućih neto premija opadati, zato što ostaje manji broj premija da se plati. Razlika između ove dve predstavlja matematičku rezervu a njeno kretanje tokom vremena može se predstaviti na sledeći način:

Ako osiguranici prihvate da učestvuju u riziku deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi, osiguravajuće društvo je dužno da, na dan utvrđivanja dobiti, uz matematičku rezervu obrazuje i rezervu za učešće u dobiti. Ova sredstva, sredstva matematičke rezerve i rezerve za učešće u dobiti, moraju biti dovoljna da u svakom momentu obezbede ispunjavanje svih obaveza iz ugovora o osigu-



ranju. Matematička rezerva i rezerva za učešće u dobiti obračunavaju se posebno za svaki ugovor o osiguranju – poslednjeg dana tekućeg obračunskog perioda (31. decembra, 31. marta, 30. juna i 30. septembra kao i na dan prenosa portfelja osiguranja). Matematička rezerva se po pravilu obračunava prospektivnom neto metodom ili bruto (Ziellmer) metodom – kao *razlika sadašnje vrednosti budućih obaveza osiguravača utvrđenih ugovorom o osiguranju i sadašnje vrednosti budućih obaveza ugovarača osiguranja*<sup>26</sup>.

Matematička rezerva u samopridržaju društva koje obavlja poslove osiguranja izračunava se tako što se zbir matematičke rezerve sopstvenog portfelja osiguranja i matematičke rezerve po osnovu primljenih saosiguranja umanji za zbir matematičke rezerve prenete u saosiguranje i reosiguranje dok se matematička rezerva u samopridržaju društva koje obavlja poslove reosiguranja izračunava kao razlika matematičke rezerve po aktivnom poslu reosiguranja i matematičke rezerve po pasivnom poslu reosiguranja.

Za obračun rezerve učešća u dobiti koristi se matematička rezerva korigovana za iznos pretplate i zaostatka. Rezerva za učešće u dobiti kod osiguranja kod kojih osiguranik snosi rizik ulaganja obračunava se srazmerno broju jedinica dodeljenih ugovoru o

osiguranju i odgovarajućoj vrednosti tih jedinica. Kod životnih osiguranja kod kojih ugovarač osiguranja snosi rizik ulaganja i deponovanja sredstava tehničkih rezervi, rezerva za učešće u dobiti direktno je vezana za rizik ulaganja.

**Rezerve za izravnanje rizika** obrazuju se na teret rashoda društva za osiguranje, posebno za svaku vrstu neživotnih osiguranja i koriste se za vremensko izravnavanje toka šteta u pojedinim vrstama osiguranja. Ove rezerve se obrazuju na osnovu standardnog odstupanja godišnjih merodavnih tehničkih rezultata od prosečnog merodavnog tehničkog rezultata u posmatranom periodu – za svaku vrstu neživotnih osiguranja kojima se društvo za osiguranje bavi u posmatranom periodu. Društvo za osiguranje dužno je da obrazuje rezerve za izravnanje rizika ako je standardno odstupanje najmanje 0.05 ili je godišnji merodavni tehnički rezultat u tom periodu za tu vrstu osiguranja najmanje jedanput bio veći od 1.<sup>27</sup> Takođe, ukoliko nije ispunjen ni jedan od ova dva uslova tada društvo za osiguranje smanjuje ove rezerve za po jednu petinu na kraju svake godine u narednih pet godina, uključujući i godinu u kojoj je utvrđeno da nije ispunjen nijedan uslov. Prosečan merodavni tehnički rezultat i standardno odstupanje izračunavaju se primenom sledeće statističke formule za aritmetičku sredinu, odnosno standardno odstupanje:

---

<sup>26</sup> Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja matematičke rezerve i rezerve za učešće u dobiti («Službeni glasnik RS» br. 19/2005)

---

<sup>27</sup> Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervi za izravnanje rizika («Službeni glasnik RS» br. 13/2005)

$$\bar{x}_j = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_{ij}, \text{ odnosno } S_{(x_{ij})j} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_{ij} - \bar{x}_j)^2}$$

*pri čemu je:*

$j$  – vrsta osiguranja ( $j=1,2,3,\dots,19$ )

$n$  – posmatrani period ( $i=1,2,3,\dots,n$ )

$\bar{X}_j$  – prosečan merodavni tehnički rezultat u vrsti osiguranja  $j$  u posmatranom periodu,

$S_{(x_{ij})j}$  – standardno odstupanje zasnovano na uzorku,

$x_{ij}$  – godišnji merodavni tehnički rezultat u vrsti osiguranja  $j$  u godini  $i$

Odlukom o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja kojom se bliže uređuju rezerve za izravnjanje rizika («Službeni glasnik RS» br. 013/05) određena je gornja granica obaveze obrazovanja rezervi za izravnjanje rizika po pojedinim vrstama neživotnih osiguranja<sup>28</sup>. Takođe je određeno

<sup>28</sup> «Gornja granica obaveze obrazovanja rezervi za izravnjanje rizika na dan 31. decembra (godišnji obračun) jeste:

- 1) kod osiguranja kredita, osiguranja jemstva i osiguranja finansijskih gubitaka, kao i kod ostalih osiguranja imovine – proizvod trostrukog standardnog odstupanja i odgovarajuće godišnje tehničke premije u samopridržaju ostvarene u tekućoj godini,
- 2) kod osiguranja imovine od požara i drugih opasnosti, osiguranja šinskih vozila, osiguranja plovnih objekata, osiguranja vazduhoplova, osiguranja robe u prevozu, osiguranja od opšte odgovornosti i osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe vazduhoplova – proizvod dvostrukog standardnog odstupanja i odgovarajuće godišnje tehničke premije u samopridržaju ostvarene u tekućoj godini,

da društva za osiguranje moraju podizati svoje rezerve kako bi dostigla određenu gornju granicu ali isto tako društva za osiguranje su obavezna da smanje rezerve za izravnjanje rizika ako je godišnji merodavni tehnički rezultat u tekućoj godini veći od prosečnog merodavnog tehničkog rezultata u posmatranom periodu. Ovo smanjenje izračunava se tako što se razlika između godišnjeg merodavnog tehničkog rezultata u posmatranom periodu pomnoži sa godišnjom merodavnom tehničkom premijom u samopridržaju ostvarenoj u tekućoj godini za datu vrstu osiguranja.

**Garantna rezerva** predstavlja rezervu koju moraju posedovati svi osiguravači. Ona se formira radi obezbeđenja trajnog izvršavanja (tekućih i budućih) obaveza društva za osiguranje.

- 3) kod osiguranja motornih vozila i osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila – proizvod jednog i po standardnog odstupanja i odgovarajuće godišnje tehničke premije u samopridržaju ostvarene u tekućoj godini,
- 4) kod osiguranja od posledica nezgode, dobrovoljnog zdravstvenog osiguranja, osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe plovnih objekata, osiguranja troškova pravne zaštite, osiguranja pomoći na putovanju i kod drugih vrsta neživotnih osiguranja – proizvod jednog standardnog odstupanja i odgovarajuće godišnje tehničke premije u samopridržaju ostvarene u tekućoj godini.

Revalorizacione rezerve i rezerve iz dobiti i rezerve utvrđene aktima društva ne mogu činiti više od 20% garantne rezerve. Garantna rezerva se umanjuje za otkupljene sopstvene akcije, gubitak iz ranijih godina i gubitak iz tekuće godine. Ukupan iznos garantne rezerve ne može biti manji od iznosa propisanog za visinu novčanog dela osnovnog kapitala u Zakonu o osiguranju ("Službeni glasnik RS", br. 55/2004). Garantna rezerva društva za osiguranje uvek mora biti veća od izračunate margine solventnosti (koja odgovara ukupnoj aktivni umanjenoj za nematerijalna ulaganja, aktivna vremenska razgraničenja, gubitak, obaveze.

Na nivou Evropske unije predviđen je tačan iznos garantne rezerve. Naime, Direktivom 2002/83/EC<sup>29</sup> predviđeno je da garantna rezerva ne može biti manji od 3 miliona eura dok je Direktivom 2002/13/EC<sup>30</sup> za osiguravajuća društva neživotnih osiguranja dozvoljena i mogućnost da garantna rezerva minimalno iznosi 2 miliona eura. Pri tome, jedna trećina zahtevane margine solventnosti konstituiše garantnu rezervu odnosno garantna rezerva mora predstavljati jednu trećinu tražene margine solventnosti.

<sup>29</sup> Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002, *Official Journal of the European Communities* L 345/22, 19.12.2002, Article 29

<sup>30</sup> Directive 2002/13/EC of The European Parliament and of the Council of 5 March 2002, Article 1

## 6. PRENOS RIZIKA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

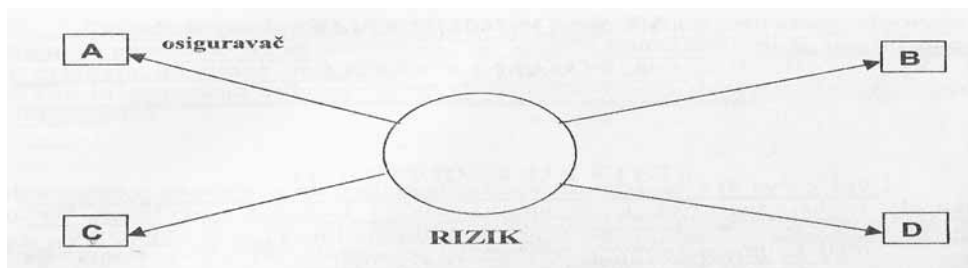
Upravljanje rizikom u osiguravajućim kompanijama pomaže menadžmentu da odredi da li će, koje i u kom obimu rizike zadržati u svom portfelju u potpunosti ili delimično a koje će preneti. U tom smislu osiguravajuće kompanije moraju ispuniti sledeće zahteve kako bi mogle da efikasno "proizvede" osiguravajuće pokriće:<sup>31</sup>

1. udruživanje dovoljno nezavisnih i balansiranih rizika u portfoliju, smanjujući na taj način nestabilnost ukupnih zahteva na upravljivi nivo,
2. investiranje premija u finansijsku imovinu kako bi se generisao gotovinski tok neophodan da se isplate budući očekivani zahtevi i
3. držanje kapitala za pokriće rizika kako bi se apsorbovala negativna odstupanja od očekivanog kretanja događaja koja se mogu pojaviti uprkos naporima udruživanja rizika.

**Saosiguranje** je oblik podele rizika koji podrazumeva učešće dva ili više osiguravača u sklapanju jednog ugovora o osiguranju, tako da svaki osiguravač učestvuje u pokriću nastalog osiguranog slučaja srazmerno preuzetom delu iz ugovora o osiguranju. Saosiguranje se najbolje može prikazati na sledeći način:<sup>32</sup>

<sup>31</sup> "Risk", *Incisive Financial Publishing Ltd.*, London, March 2003, p.29

<sup>32</sup> Marović, B. [2004]: *Osiguranje i upravljanje rizikom*, Subotica, Birografika a.d., p. 291



**Reosiguranje** je oblik prenosa rizika od strane osiguravajuće kompanije na reosiguravajuću kompaniju. Reosiguranje predstavlja prenos dela ili celog rizika izvorno primljenog u osiguravajuće pokriće od strane osiguravanih sa jednog osiguravača na drugog osiguravača. Reosiguranje je u stvari osiguranje osiguranja.

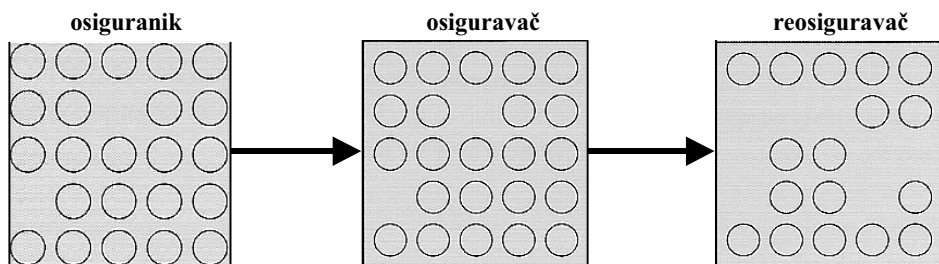
Najvažniji razlozi za reosiguranje su:

- povećava kapacitet osiguravajuće kompanije za prihvatanje novih rizika u osiguravajuće pokriće (osiguranje velikih rizika kao što je na primer rafinerija nafte bez reosiguranja faktički bi bilo nemoguće),
- stabilizuje profite jer omogućava osiguravajućim kompanijama da izbegnu godišnje fluktuacije finansijskih rezultata pokrivajući sve štete iznad veličine samopridržaja osiguravača,
- smanjuje rezerve prenosnih premija što je posebno značajno za male i nove osiguravajuće kompanije jer njihova sposobnost da zaključuju nove ugovore o osiguranju je limitirana zahtevima u pogledu rezerve prenosnih premija. Rezerve prenosnih odnosno nezarađenih premija spadaju u

obaveze, pasivu bilansa stanja osiguravajućih kompanija i predstavljaju nezarađeni deo ukupne premije na svim neizmirenim polisima u vreme procenjivanja. One reflektuju činjenicu da se premije plaćaju unapred a da period zaštite nije još završen. Tek nakon isteka perioda osiguravajuće zaštite premije su potpuno zarađene.

- obezbeđuje zaštitu od katastrofalnih šteta. Na primer, u slučaju terorističkog napada u Njujorku 11. septembra 2001. godine, reosiguravajuće kompanije su isplatile više od 20 milijardi dolara što je predstavljalo najmanje polovinu ukupnih osiguranih šteta. Rezultat je bio znatno povećanje premija od strane reosiguravača i stezanje tržišta reosiguranja. To je dalje rezultiralo potrebom uvođenja Terrorism Risk Insurance Act of 2002 – akta kojim je obezbeđena državna podrška osiguravajućim kompanijama u slučaju budućeg terorističkog napada.

Postoje dve osnovne vrste reosiguranja: fakultativno i ugovorno. Fakultativno reosiguranje je opcional-



no, primenjuje se metod od slučaja do slučaja kada cedirajuća kompanija primi aplikaciju za osiguranje koje prevazilazi veličinu samoprdržaja. Ugovorno reosiguranje podrazumeva da je primarni osiguravač ugovorio da cedira rizik reosiguravaču, i da se reosiguravač obavezao da prihvati posao. Kad je reč o vrstama reosiguranja, posmatrano sa stanovišta prostorne distribucije rizika može se govoriti o: reosiguranju u zemlji i reosiguranju u inostranstvu.

Prva disperzija rizika se vrši na nivou zemlje. Reosiguravajuće organizacije na nivou nacionalne privrede, u tom smislu, vrše međusobnu razmenu, po mogućnosti srodnih rizika, pa se tek nakon toga pristupa "izvozu" preostalog dela rizika u inostranstvo. U zavisnosti od toga da li je jedne reosiguravajuća organizacija primila ili predala rizik u reosiguranje razlikujemo: Aktivna reosiguranja i pasivna reosiguranja. Preuzimanje rizika u reosiguranje od strane reosiguravača u uobičajenoj terminologiji naziva se aktivno reosiguranje, a slučajevi kada reosiguravač predaje deo rizika drugim reosiguravačima u retrocesiju nazivaju se pasivnim poslovima reosiguranja.

Šematski se reosiguranje može prikazati na sledeći način:

Osiguravajuće i reosiguravajuće kompanije u nastojanju da bolje upravljaju rizicima u svom portfelju kao alternativu prenosu rizika u reosiguravajuće pokriće koriste prenos rizika na tržište kapitala, u agregatnom ili indeksiranom obliku, što im omogućava da bitno uvećaju rezerve za plaćanje katastrofalnih šteta. Jedan od razloga koji pokreće takve trendove jeste i tumačenje da davanje rizika u reosiguravajuće pokriće u suštini predstavlja samo razmenu rizika, osiguranog rizika koji osiguravajuća kompanija prenosi na reosiguravača i kreditnog rizika (čija je veličina uslovljena finansijskom snagom reosiguravajuće kompanije) koji osiguravajuća kompanija na sebe preuzima.<sup>33</sup>

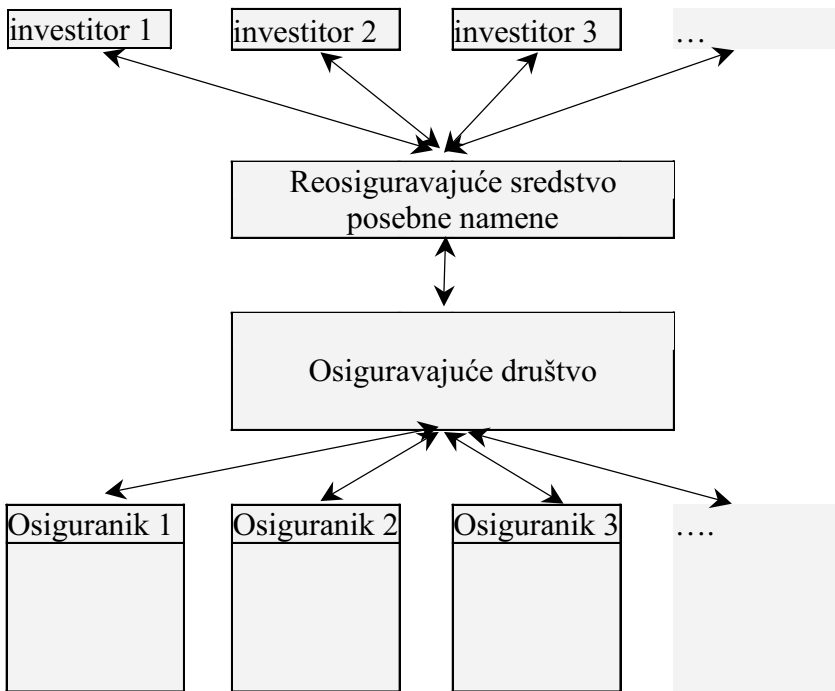
Jedan od trendova u okviru svetske industrije osiguranja su i spajanja i pripajanja osiguravajućih kompanija sa bankama, ali ne samo to. Banke prenose kreditni rizik na osiguravajuće kompanije, a kompanije životnog osiguranja koriste tržište kapitala i banke

<sup>33</sup> "Global Reinsurance", *Newsquest Financial Media Ltd*, London, February 2005, p. 12

radi obezbeđenja od velikih tržišnih rizika koji se javljaju u njihovim portfeljima štednih “proizvoda”.<sup>34</sup>

Sekjuritizacija rizika predstavlja prenos osiguranog rizika na tržište kapitala putem kreiranja finansijskih instrumenata kao što su obveznice za katastrofalne štete (cat bonds), fjučers ugovori, forward ugovori, opcioni ugovori, svopovi i drugi finansijski instrumenti. Na taj način imobilisani rizik dobija likvidnu formu. Pojmom sekjuritizacije se obuhvataju sve transakcije prenosa rizika izuzev klasičnih poslova reosiguranja. Osnovni razlozi za sekjuritizaciju su

velike katastrofalne štete jer tržište kapitala daleko lakše može da apsorbuje ove katastrofalne štete, događanja na tržištu kapitala (potraga za većom zaradom i razvoj novih segmenata i instrumenata) kao i restrukturiranje industrije osiguranja, ograničena dostupnost ili ponuda skupe reosiguravajuće zaštite, nepostojanje korelacije između katastrofa i finansijskog tržišta kao i uvećan diverzifikacioni potencijal. Osnovne koristi od sekjuritizacije za osiguravajuća društva su uvećana likvidnost, tržišna valorizacija, niži troškovi i unapređen kreditni rejting kao i izbegavanje kreditnog rizika



---

<sup>34</sup> Financial Stability Review: *Risk Transfer Between Banks, Insurance Companies and Capital Markets: An Overview*, Bank of England, December 2001, p. 137

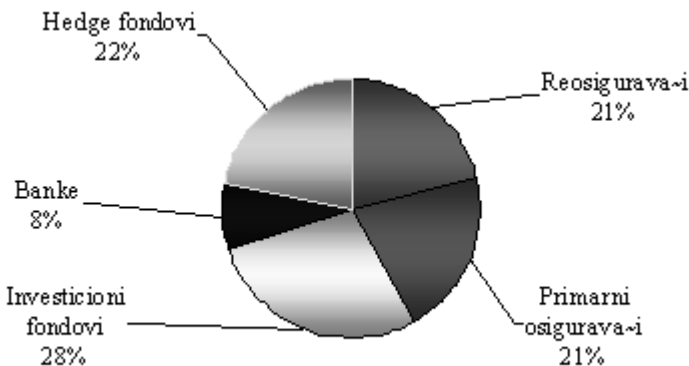
karakterističnog kod ugovora o reosiguranju. Ove hartije od vrednosti se zovu rizikom odnosno osiguranjem povezane hartije od vrednosti koje transferišu osigurane rizike na tržište kapitala. Učešće sekjuritizacije kao oblika prenosa rizika od strane osiguravajućih kompanija je u stalnom porastu od uvođenja ovog oblika prenosa rizika 1996. godine. Od tada je ovih hartija od vrednosti u iznosu izdato preko 11 milijardi dolara.<sup>35</sup> Za sada se godišnje emisije po osnovu sekjuritizacije iznose oko 1 milijardu dolara a predviđanja su<sup>36</sup> da će do 2010. godine taj iznos na godišnjem nivou biti oko 10 milijardi dolara.

Sekjuritizacija rizika može se predstaviti grafički na sledeći način:

Obveznice za katastrofalne štete predstavljaju najzastupljeniji primer sekjuritizacije osiguranih rizika. Sa aspekta finansijskog tržišta suština ovih obveznica je kao i drugih obveznica, da je reč o dužničkim hartijama od vred-

nosti kojima se njihov izdavalac obavezuje da plaća određeni iznos kamate a po dospeću da isplati glavnicu. Tipičan period dospeća ovih obveznica kada su se pojavile bio je 12 meseci što je bilo uslovljeno tipičnim rokovima trajanja ugovora o reosiguranju. U 2003. godini gotovo da nije bila nijedna izdata sa rokom od 12 meseci a velik je broj bio onih čije je dospeće duže od 3 godine. Tipičan kreditni rejting ovih obveznica je BB ali su se pojavile i one sa rejtingom B i A+. Ključni igrači u ovoj oblasti (u 2003. godini) bili su Swiss Re Capital Markets, Goldman Sachs, BNP Paribas, Aon i Marsh. Ove obveznice posmatraju se i kao sintetički ugovori o reosiguranju pri čemu ne poseduju gotovo nikakav kreditni rizik.

Reč je o korporativnim obveznicama koje omogućavaju njihovom izdavacu da izbegne ili odloži plaćanja u slučaju ostvarenja osiguranog slučaja. Reosiguravač preko fonda kojeg sam



<sup>35</sup> Global Reinsurance, Newsquest Financial Media Ltd, London, February 2005, p. 15

<sup>36</sup> Swiss Re, Sigma No.3/2001, *Capital market innovation in the insurance industry*



osniva (tzv. *Special purpose reinsurance vehicle* – reosiguravajuće sredstvo za posebne namene) ulazi u ugovor sa osiguravajućom kompanijom koja želi da prenese osigurani rizik. Ovaj fond prodaje institucionalnim investitorima na tržištu kapitala obveznice za katastrofalne štete. Fond zadržava premije skupljene od osiguravača, novac prikupljen od prodaje obveznica i taj ukupan sakupljen iznos investira u državne obveznice ili neku drugu visoko kvalitetnu finansijsku imovinu. Ukoliko se štetni događaj ne desi kupci obveznica za katastrofalne štete dobijaju uloženi iznos uvećan za visoku kamatu ali ako se štetni događaj desi, kupci ovih obveznica mogu izgubiti ne samo kamatu već celokupan iznos uloženi u ove obveznice.

Posmatrano sa aspekta investitora, ove obveznice, kao i druge hartije od vrednosti koje predstavljaju sekjuritizaciju rizika osiguranja osiguravajućih i reosiguravajućih društava, predstavljaju efikasan način diverzifikacije postojeće alokacije investicija, obebeđujući relativno visoke očekivane prinose. Korelacija godišnjih procentualnih promena S&P 500 indeksa sa katastrofalnim gubicima u periodu 1949.-1996. godine je bila blizu nuli ( $r=-0.05$ ,  $t=-0.33$ ).<sup>37</sup>

Troškovi emitovanja ovih obveznica za osiguravajuća društva su visoki prinosi ovih obveznica, uspostavljanje reosiguravajućeg sredstva posebne namene (SPV), naknade investicionim

bankama i pravne naknade. Ove obveznice su interesantne za institucionalne investitore zbog toga što donose relativno visoke kamatne stope i pomažu institucionalnim investitorima da diverzifikuju investicioni portfolio zbog činjenice da se prirodne katastrofe retko dešavaju i ostvarivanje rizika na osnovu kojih se izdaju ove obveznice nije zavisno od promena ne efektivnim berzama niti od drugih ekonomskih faktora.

Drugi način za transfer katastrofalnog rizika jeste putem *svop*<sup>38</sup> transakcije, u kojoj se serija fiksnih, unapred definisanih isplata razmenjuje za seriju promenljivih isplata čija vrednost zavisi od nastupanja osiguranog događaja. Transakcija može da bude strukturirana kao svop ili opcija, ali je gotovinski tok identičan. Osiguravajuće ili reosiguravajuće društvo može da uđe u aranžman direktno ili putem finansijskog posrednika. Ovi svopovi (tzv. katastrofalni svopovi) imaju određene prednosti u odnosu na obveznice za katastrofalne štete zato što su jednostavniji za primenu i uključuju manje fiksnih troškova (nije potrebno ni vezivanje kapitala za sredstvo posebne namene) ali sadrže kreditni rizik.

Garancije za industrijski (imajući tu u vidu industriju osiguranja) gubitak

---

<sup>37</sup><http://www.financewise.com/public/edit/riskm/insure/ins-securit.htm>

<sup>38</sup> *Svop* je u osnovi neki oblik razmene. Klasični svop se sastoji u tome da dve strane zamenjuju svoje obaveze plaćanja kamata na isti nominalni iznos kapitala. Uobičajena je zamena fiksne kamatne stope za varijabilnu, pri čemu se iznos kapitala ne zamenjuje.

(*Industry Loss Warranties*) liči na swap kojim se sekjuritizuje katastrofalni rizik ali je kao instrument strukturiran kao reosiguravajuća transakcija. Mehanizam transfera rizika aktivira se samo ako gubici osiguravajuće industrije i stvarni gubici izazvani od kupca instrumenta prevazilaze prethodno definisane pragove. Međutim, kod ovih instrumenata javlja se uvećani rizik kod onih kompanija čija je izloženost nekom katastrofalnom događaju veća od proseka za industriju osiguranja.

Instrumenti uslovnog kapitala (*contingent capital*) obezbeđuju kupcu (osiguravajućem ili reosiguravajućem društvu) pravo na izdavanje i prodaju hartija od vrednosti sa fiksnom cenom na fiksni period vremena ukoliko se prethodno definisani gubitak desi odnosno ukoliko događaj izazove štetu koja prevazilazi prethodno definisan prag. Ovi instrumenti mogu da budu akcije, obveznice ili neki hibridni instrumenti. Na taj način se osiguravajuće društvo obezbeđuje da će u slučaju nastanka određenog katastrofalnog događaja koji po svom iznosu prelazi unapred definisanu veličinu štete imati dovoljno finansijskih sredstava da nadoknadi nastale štete osiguranicima pod povoljnijim uslovima nego da ta sredstva prikuplja kada su štete već nastale. Ovaj uslovni kapital može biti obezbeđen, na primer, putem *standby* kreditnog aranžmana koji predstavlja ugovor kojim se banka ili neka druga finansijska organizacija obavezuje da obezbedi zajam osiguravaču/reosiguravaču u slučaju nastanka nesrećnog događaja, ili putem prodajne (*put*)

opcije<sup>39</sup> za akcije u slučaju katastrofe (*catastrophe equity put option*) je instrument koji za određeni iznos provizije obezbeđuje osiguravajućem društvu pravo da po unapred definisanoj ceni a u slučaju nastanka katastrofalne štete prodaje svoje akcije kupcu koji je unapred definisan opcionim ugovorom. Ovi instrumenti zajedno sa obveznicama za katastrofalne štete su trenutno najrasprostranjeniji.

Kao instrumenti za sekjuritizaciju značajni su i *weather derivatives* - vremenski derivati (i opcije i fjučersi). Derivati su finansijski ugovori čija se vrednost izvodi iz vrednosti drugih instrumenata obuhvaćenih ugovorom (napr. devize, obveznice, akcije ili robe ili ugovor o osiguranju) ili iz indeksa vrednosti tih instrumenata. Vremenske derivate osiguravajuća i reosiguravajuća društva kao i sve kompanije čiji prinosi mogu biti izloženi negativnom uticaju vremenskih promena. Njima se trguje na Čikaškoj merkantilnoj berzi (Chicago Mercantile Exchange) od 2001. godine, Helsinškoj berzi (Helsinki Exchange) od 2002. godine i Međunarodnoj berzi finansijskih fjučersa u Londonu (London International Financial Futures Exchange) od 2001. godine. Vremenske opcije obezbeđuju isplatu ukoliko se specifična vremenska okolnost desi (na

---

<sup>39</sup> Put ili prodajna opcija jeste opcija ali ne i obaveza da se određena količina hartija od vrednosti ili fjučers ugovora obuhvaćenih opcijom proda po unapred utvrđenoj ceni i to u roku određenog perioda i sa određenim terminom.

primer, temperatura viša ili niža od normalne).

Vezano za tržište kapitala i alternativni prenos rizika (*alternative risk transfer* – poznat i po skraćenici ART) značajni su i tzv. hedž fondovi (*hedge funds*). Hedž fondovi su udružena privatna investiciona sredstva u plasmane visokog rizika i visokog prinosa, kojima rukovode profesionalni menadžeri. Ovi fondovi počinju da ulaze na reosiguravajuće tržište i svojim ulaskom revolucionišu industriju reosiguranja.<sup>40</sup> Procenjena veličina investiranog kapitala na tržištu osiguranja od strane ovih fondova se procenjuje na oko 2 milijarde dolara u 2004. godini. Ovi fondovi su privučeni industrijom osiguranja, pre svega, zbog toga što im ona nudi mogućnost da investicije ovih fondova ne budu povezane sa finansijskim tržištima. Fondovi teže za profitnom provizijom od 4% ili 5% ispod Libora, što u poređenju sa investitorima u reosiguranje koji zahtevaju prinos od 10% ovim fondovima omogućava da budu znatno konkurentniji. S jedne strane, evoluirali su kupci reosiguravajućeg pokrića tako da oni idu za konkurentnijim cenama, važnost dugoročne saradnje postaje manje značajna, kreditni kvalitet reosiguravača je znatno opao zahvaljujući gubicima po osnovu reosiguravajućeg posla, negativnog razvoja rezervi i loših rezultata po osnovu investicionih aktivnosti a s druge strane, hedž fondovi nude znatno niže cene uz

mogućnost zalaganja pozicija sa kreditnim pismima. Smatra se da će ovi fondovi biti posebno aktivni gde su finansijski modeli jednostavni i gde su cene jasno definisane.

### ZAKLJUČAK

Upravljanje rizikom, kao pojam i praksa, nastao je tokom šezdesetih godina dvadesetog veka. Naročito se razvija poslednjih godina i njemu se, zbog značaja koji ima, pridaje ogromna pažnja u osiguravajućim društvima razvijenih zemalja. Upravljanje rizikom povećava verovatnoću uspeha i smanjuje verovatnoću neuspeha poslovanja modernih osiguravajućih društava. Zbog toga upravljanje rizikom dolazi u prvi plan interesovanja u industriji osiguranja. Problemi sa kojima se suočavaju domaća osiguravajuća društva u pogledu upravljanja rizikom dosta su slični problemima sa kojima se suočavaju strana osiguravajuća društva. Iskustva koja imaju strana osiguravajuća društva u upravljanju rizikom treba da se koriste u pronalaženju mogućnosti za boljim upravljanjem rizikom od strane domaćih osiguravajućih društava. To je posebno bitno imajući u vidu činjenicu da domaća osiguravajuća društva koriste tradicionalne pristupe upravljanja rizikom kao što je na primer reosiguranje dok je u razvijenim zemljama razvijena čitava paleta alternativnih načina upravljanja rizikom.

---

<sup>40</sup> "Hedge Funds Review", *Incisive Media Group*, London, March 2005, p.5

**LITERATURA**

1. *A Risk Management Standard*; AIR-MIC, ALARM, IRM: 2002
2. Directive 2002/13/EC of The European Parliament and of the Council of 5 March 2002, *Official Journal of the European Communities* L 77/19, 20. 03. 2002.
3. Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002, *Official Journal of the European Communities* L 345/22, 19.12.2002.
4. Doherty, Nail A.[2000]: *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Managing Corporate Risk*, New York: McGraw-Hill
5. EM-DAT: The OFDA/CRED International Disaster Database, [www.em-dat.net](http://www.em-dat.net) - Université catholique de Louvain - Brussels – Belgium
6. Financial Markets Trends No. 82, *Finance and Investment*, OECD, June 2002
7. Financial Stability Review: *Risk Transfer Between Banks, Insurance Companies and Capital Markets: An Overview*, Bank of England, December 2001
8. *From risk to capital, An insurance perspective*; Swiss Reinsurance Company, Zurich, 1999
9. George E. Rejda, [2005]: *Risk Management And Insurance*, Pearson Education, Inc.
10. Global Reinsurance, *Newsquest Financial Media* Ltd, London, April 2004.
11. Global Reinsurance, *Newsquest Financial Media* Ltd, London, February 2005.
12. *Hedge Funds Review*, Incisive Media Group, London, March 2005.
13. <http://solutions.marsh.com/TRiA>
14. <http://www.artemis.bm/index.htm> - The Alternative Risk Transfer Portal
15. <http://www.financewise.com/public/e>
16. *Insurance and risk capital: Swiss Re's value proposition*, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 1996.
17. Kočović J., Šulejić P. [2002]: *Osiguranje*, Beograd: Ekonomski fakultet
18. Marović B. i Žarković N. [2002]: *Leksikon osiguranja*, Novi Sad: DDOR Novi Sad, AD
19. Marović, B. [2004]: *Osiguranje i upravljanje rizikom*, Subotica, Birografika a.d.
20. Melnikov, A.[2004]: *Risk Analysis in Finance and Insurance*, Boca Raton, Florida, USA: CRC Press LLC
21. *Odluka o bližim kriterijumima i načinu izračunavanja prenosnih premija* («Službeni glasnik RS» br. 19/2005)
22. *Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja matematičke rezerve i rezerve za učešće u dobiti* («Službeni glasnik RS» br. 19/2005)
23. *Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervi za izravnjanje rizika* («Službeni glasnik RS» br. 13/2005)
24. *Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervisanih šteta* («Službeni glasnik RS» br. 19/2005)
25. OECD: *Emerging Risks in the 21<sup>st</sup> Century*, Paris, 2003
26. Operational Risk, *Incisive Media Investments* Ltd., London, December 2004.
27. PD ISO/IEC Guide 73:2002 Risk management. Vocabulary. Guidelines for use in standards
28. Reinsurance, *Incisive Media Invest*, London, February 2005.
29. Risk, *Incisive Financial Publishing* Ltd., London, March 2003.
30. Risk, *Incisive Financial Publishing* Ltd., London, Oktober 2004.
31. *Zakon o osiguranju*, «Službeni glasnik RS», br. 55/2004, Beograd 2004. god.

Rad primljen: 11. VII 2006.

UDK:005,821;626/.628

JEL: H23

Stručni članak

# OCENA POTROŠAČKOG VIŠKA KAO MERA DRUŠTVENOG TROŠKA UŠTEDE VODE

## *CONSUMER SURPLUS AS A MEASURE OF SOCIAL COST FOR WATER RESOURCES*

Milan JANKOVIĆ

Zavod za urbanizam i komunalnu delatnost Srbije,  
Beograd

Nataša STOJANOVIĆ, Beograd

### Rezime

Rad daje prikaz modela za evaluaciju projekata komunalne infrastrukture. Model, odnosno metodološki obrazac, može da se bez većih korekcija i prilagođavanja podjednako dobro primeni na neke vrste resursa (voda, gas, električna energija, dakle, kod svih vrsta mrežnih-cevastih infrastruktura). U cilju pojednostavljenja objašnjavanja prikaza, kao primer smo izabrali hipotetički vodoprivredni objekt (npr. izvorište-vodozahvat-sa svim kaptažnim instalacijama), a empirijska analiza u cilju demonstriranja korišćenja modela i njegovih performansi – biće urađena sveopštim (pretpostavljenim) podacima. Model funkcioniše u dva potpuno nezavisna koraka, što konkretno znači da se odvojeno može koristiti bilo koji od njih, zavisno od potreba i ciljeva analize koja se vrši.

**Ključne reči:** EVALUACIJA, CEVASTA MREŽNA INFRASTRUKTURA, DRUŠTVENI TROŠAK UŠTEDE, DISKONTOVANA SADAŠNJA VREDNOST, ALOKACIJA RESURSA, INTERES PROIZVOĐAČA I POTROŠAČA, EKONOMSKA OPRAVDANOST.

### *Summary*

*The paper presents a model for evaluating Municipal Infrastructure Projects. This model (methodology) is equally applicable to a range of resources (such as water, gas, electricity, and different kinds of pipe infrastructure) without major corrections. In order to simplify the presentation a hypothetical watersupply project (including a new well with related installations) was chosen. To fully demonstrate the usage of the model, the empirical analysis was conducted on the basis of assumed data on water demand. The model operates through two separate evaluation steps which can be used separately depending on the needs and aims of the analysis.*

**Key words:** PROJECT EVALUATION, PIPE INFRASTRUCTURE, SOCIAL COST OF (REDUCED) CONSUMPTION, DISCOUNTED PRESENT VALUE, RESOURCE ALLOCATION, PRODUCER AND CONSUMER SURPLUS, ECONOMIC PROFITABILITY or ECONOMIC RATE OF RETURN.

### UVOD

Za svakog praktičara-projektanta važno je da razradi primer evaluacije projekata jednog hipotetičkog komunalno-infrastrukturnog objekta, tako da je to na neki način uzor (paradigma), koji koristi projektantu u daljem radu. Odlučili smo se za vodovod bunar, odnosno vodozahvat sa svim kapacitarnim instalacijama, iz sektora vodoprivrede, koji je:

- a) u tehnološkom pogledu složen
- b) dovoljno intenzivan s obzirom na investiciona ulaganja,
- v) procesno-detajlno izučen, i
- g) koji ima osnovnu ulogu u vodosnabdevanju grada i naselja uopšte.

Na temelju tih kriterijuma izabrali smo primer evaluacije i projektovanja rezultata izgradnje vodovod bunara, odnosno ocene ekonomske opravdanosti kapitalnih ulaganja u novi vodoprivredni objekt.

### 1. PRISTUP IZRADI METODOLOGIJE OCENE PROJEKATA

Metodologija ocene projekata usko je vezana za izbor odgovarajućih kriterijuma. Naime, izbor pokazatelja (kriterijuma) koji se odnose na investicione odluke vrlo je osetljiv posao, jer uspešnost investiranja, pored ostalog, u značajnoj meri zavisi upravo od pravilno i znalački izabranih pokazatelja.

Izbor pokazatelja (kriterijuma) investicionih odluka treba da je usaglašen sa:

- zahtevima preglednosti,
- zahtevima komparacije, i
- ažurnosti

Dakako, ove zahteve nije moguće realizovati u praksi ako se ne razradi i odgovarajuća metodologija sakupljanja, obrade i prezentacije ekonomskih komercijalno-tržišnih, tehničkih, tehnoloških i drugih informacija.

Izbor poazatelja (kriterijuma) odlučivanja treba da na pregledan način

omogućiti uvid u sve relevantne podatke i rezultate proračuna opravdanosti investicionih ulaganja.

Takođe je potrebno razraditi takav model investicionih ulaganja koji odgovarajućim izborom pokazatelja (kriterijuma) omogućuje komparativnu analizu.

I na kraju, ažurnost se odnosi na brzo i pravovremeno izračunavanje rezultata i dostavu tih rezultata onim stručnim službama koje su zadužene za interpretaciju rezultata.

Proračun primarnih informacija u međurezultate i rezultate ukazuje na potencijalnu uspešnost investiranja, a brzina samog proračuna nije isključivo rezultat primenjenog računskog postupka, nego od toga da li su podaci koji se obrađuju homogeni, uporedivi i vremenski identični. U slučaju raznolikih i vremenski neidentičnih podataka potrebno je predvideti odgovarajuće korekcije.

### 1.1. Ocena efikasnosti investicionih ulaganja

Za ekonomsku evaluaciju projekata komunalne infrastrukture koristi se metodologija Svetske banke<sup>(1)</sup>, odnosno statička (konvencionalna) i dinamička ocena efikasnosti investicionih ulaganja.

#### 1.1.1. Statički pokazatelji efikasnosti

Statički (konvencionalni) pokazatelji u suštini se ne razlikuju od pokazatelja

uspešnosti poslovanja preduzeća; zapravo se radi o pokazateljima rentabilnosti poslovanja.

Od statičkih pokazatelja najznačajniji su<sup>(2)</sup> :

- period povraćaja,
- prosečni period povraćaja, i
- recipročni period povraćaja investicionih sredstava.

Utvrđivanje perioda (roka) povraćaja je jednostavno i upućuje investitora na razmišljanje o što bržem povraćaju investicija, minimizirajući na taj način poslovne rizike. Budući da se posmatra kraći vremenski period, očito je da je neizvesnost poduhvata manja.

#### 1.1.2. Dinamički pokazatelji efikasnosti

Pored klasičnih (statičkih) pokazatelja efikasnosti, takođe se koriste i dinamički pokazatelji odnosno ocena uspešnosti:

- neto sadašnja vrednost projekata,
- indeks rentabilnosti,
- interna kamatna stopa rentabilnosti (*interval rate of return*), i
- diskontonovani period povraćanja.

Korišćenjem dinamičke ocene (pokazatelja) koji uvažavaju faktor „vreme“, utvrđuje se da li je dati projekat ekonomski opravdan. Drugim

rečima, „metode ocene projekata: metoda diskontonovanih novčanih tokova, tj. neto sadašnje vrednosti“(3) treba da omoguće utvrđivanja sadašnje vrednosti projekta, internu kamatnu stopu, i druge operativno-finansijske pokazatelje, na osnovu kojih je vidljivo da li je opravdano realizovati odgovarajući projekat.

Kod primene pokazatelja „neto sadašnje vrednosti” koristi se apsolutna veličina, dok se kod interne stope rentabilnosti i drugih pokazatelja koriste odnosi veličina.

U praktičnim smo proračunima ovog rada dali prednost maksimiziranju apsolutnih veličina, premda se zbog donošenja što objektivnije odluke takođe ne zanemaruju i odnosi veličina.

Proračun neto sadašnje vrednosti ovog rada temelji se na primeni sledećeg obrasca:

(1)

$$NSV = \frac{Npr.1}{(1+d)} + \frac{Npr.2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{Npr.n}{(1+d)^n} - SC$$

gde je:

**NSV** - neto sadašnja vrednost

**Npr. n** - neti priliv iz ekonomskog toka u n-toj godini

**n** - rok trajanja projekta iskazan u godinama

**d** - diskontna stopa

**SC** - sadašnja vrednost ulaganja

Takođe je neophodno izvesti detaljne analize osetljivosti investi-

cionih rezultata preko „statičke i dinamičke analize osetljivosti“, na osnovu čega se može dobiti kvantitativan uvid o riziku investicija u projektu.

## **2. OPIS I KARAKTERISTIKE MODELA ZA EVALUACIJU PROJEKTA (4)**

U uslovima nedostataka finansijskih sredstava za neto investicije, odnosno nove objekte, izgradnja objekata vodnih resursa zavisice pre svega, od odnosa troškova redukcije u potrošnji prema troškovima povećanja ponude. Drugim rečima, problem se svodi na pitanje izbora između dveju alternativa: (1) pristupiti izgradnji novog objekta i na taj način prići praćenju dinamike potrošnje vode koju uslovljava industrijalizacija, urbanizacija ili privođenju novih površina zemljišta poljoprivrednoj proizvodnji, ili (2) merama ekonomske politike stimulisati štednju i na taj način zadržati potrošnju vode na sadašnjem nivou. Kako se ocena opravdanosti investiranja vrši s pozicije društvenog planera koji po definiciji istovremeno uvažava interese proizvođača vode (isporučioća) i interese potrošača (korisnika), teorijski problem se svodi na upoređivanje društvenog troška uštede, što nije ništa drugo nego gubitak u potrošačevom višku, diskontovanom na sadašnju vrednost, s troškovima izgradnje objekta<sup>(5)</sup>. Stoga, ako je gubitak u potrošačevom višku veći od procenjenih troškova izgradnje objekta, onda očigledno postoji



društveno-ekonomska opravdanost izgradnje takvog objekta.

### **2.1. Statička ocena**

Isporučena voda prema vrsti potrošača, po pravilu se može svrstati u tri široke kategorije: industrijska, poljoprivredna i potrošnja stanovništva. Pretpostavka sa kojom se ulazi u model je da će hipotetički vodoprivredni objekt (izvorište-vodozahvat) snabdevati područja grada koja imaju deset opština u kojima potrošnja vode prema kategorijama korisnika varira zavisno od strukture. Razlikujemo, dakle, opštine sa pretežnim udelom industrije, ili pretežnim udelom rezidencijalnih četvrti, ili pak opštine na periferiji sa pretežnim udelom poljoprivrede u svojoj strukturi. Pretpostavićemo takođe da će naše hipotetičko (izvorište-vodozahvat) biti kapaciteta 27 miliona litara vode dnevno, a predviđeni troškovi izgradnje iznose oko 400 miliona novčanih jedinica. U slučaju da se izvorište-vodozahvat ne gradi, merama štednje smanjiće se potrošnja svake kategorije korisnika, srazmerno njihovom dosadašnjem nivou potrošnje. Baza podataka sa kojom u ovom primeru operišemo sastoji se od opservacija o prosečnoj dnevnoj potrošnji za tri različite kategorije korisnika (broj kategorija korisnika u modelu ne predstavlja nikakvo ograničenje). Dalje, korišćeni su podaci o cenama za koje je u konkretnom slučaju pretpostavljeno

da variraju zavisno od kategorije korisnika kao i zavisno od opštine u kojoj se voda troši, a ne variraju od meseca do meseca u toku godine. Model naravno dopušta sve ostale varijacije u cenama. Bez gubitaka valjanosti jedna od mogućnosti svakako može biti ona koja dozvoljava varijaciju cena po mesecima unutar godine dana uz identične cene po svim opštinama. Isto je tako, dopuštena totalna varijacija cena tj. takva gde cene variraju i u vremenu i po opštinama i po kategorijama korisnika. U konkretnom slučaju, cena je izražena u hipotetičkim novčanim jedinicama na hiljadu litara vode ( $m^3$ /vode). Ukupan broj opservacija iznosi u konkretnom primeru 120 (10 opština puta 12 meseci). Model polazi od ocene funkcije potražnje za vodom za svaku od tretiranih kategorija korisnika. Ekonometrijska metoda koja se ovde koristi je obična metoda najmanjih kvadrata.<sup>(6)</sup>

#### **2.1.1. Industrija i rudarstvo**

U modernoj ekonomskoj literaturi se prilikom specifikacije funkcije potražnje industrije i rudarstva za vodom, polazi od dve pretpostavke. Po jednoj smo pretpostavili da industrija i rudarstvo iskazuju konstantnu cenovnu elastičnost<sup>(7)</sup> potražnje za vodom, i po drugoj da ne postoje značajna kolebanja u potrošnji vode zavisno od godišnjeg doba. Obe navedene pret-

postavke izgledaju sasvim realne, pa je zbog toga upotrebljena funkcija potražnje koja generiše konstantnu cenovnu elastičnost bez korektivne sezonske varijable

$$(2) Q = a P^{-y}$$

Linearizujući jednačinu (2) i promenivši simbole model poprima sledeći oblik<sup>(8)</sup>:

$$(3) \ln \text{IND} = \ln a_0 + a_1 \ln \text{INDP} + e$$

gde  $\ln \text{IND}$  predstavlja prirodni logaritam industrijske potrošnje u milionima litara dnevno uprosечно po pojedinim mesecima u svakoj od pojedinih gradskih opština;  $\ln(\text{INDP})$  je prirodni logaritam cene vode za industrijsku potrošnju na relevantnoj opštini u hipotetičkim novčanim jedinicama na hiljadu litara vode; a "e" predstavlja stohastičku grešku ocene<sup>(9)</sup>. Adekvatno teoriji, očekivani predznak koeficijenta uz eksplanatornu varijablu je negativan, a očekivani predznak odsečka na apcisi je pozitivan. Regresijskom analizom dobijeni su sledeći rezultati:

Iz dobijenih rezultata se može uočiti da su svi koeficijenti visokosignifikantni i da imaju očekivani predznak. Imajući u vidu da je analiza rađena sa hipotetičkim podacima, vrednost koeficijenta determinacije kao odnosa između objašnjene i ukupne varijacije korigovanog sa brojem stupnjeva slobode, razumno je visoka. Veličina koeficijenta elastičnosti 0.6 izuzetno je prihvatljiva<sup>(10)</sup>. Industrijska potražnja za vodom je dakle cenovno neelastična<sup>(11)</sup>.

### 2.1.2. Poljoprivreda

Logičnom se čini pretpostavka da će poljoprivreda koristiti vodu za navodnjavanje samo tokom pet letnjih meseci (maj – septembar). Korišćeni podaci o potrošenim količinama vode za sve ostale mesece su nula. Stoga je analiza izvršena samo sa podacima za one mesece u kojima potrošnja vode u poljoprivredi postoji, što je uticalo na redukciju broja opservacija sa 120 na 50. Budući da je potrošnja vode u poljoprivredi značajno zavisna od količine padavina, to je bio razlog što smo u naš model uključili i dodatnu eksplanatornu<sup>(12)</sup> varijablu:

varijabla	koeficijent	standardna greška	t- vrednost
konstanta	3,81	0,068	56,159
$\ln \text{INDP}$	-0,6	0,054	-10,916

**N=120**

**Korigovani  $R^2 = 0.4982$**

**F(1.118) =119.161**

**Koeficijent varijacije = 16.39**

$$(4) \ln \text{AGRI} = \ln a_0 + a_1 \ln \text{AGRIP} + a_2 \ln \text{RAIN} + e$$

gde objašnjenje simbola odgovara onom prethodnom

$\ln \text{AGRI}$  je prirodni logaritam količine vode potrošene u poljoprivredi,  $\ln \text{AGRIP}$  prirodni logaritam cene,  $\ln \text{RAIN}$  je prirodni logaritam mesečne količine padavina a “e” je stohastički termin<sup>(13)</sup>. Očekivani predznak parametra  $a_2$  je negativan budući da više kiše znači ujedno i manje navodnjavanja pa i manju potrošnju vode za poljoprivredne namene.

**Dobijeni su sledeći rezultati:**

varijabla	koeficijent	standardna greška	t- vrednost
konstanta	4,55	0,254	18,32
$\ln \text{AGRIP}$	-0,95	0,194	-4,897
$\ln \text{RAIN}$	-1,23	0,136	-9,057

**N = 50**

**Kor.  $R^2 = 0,6798$**

**F ( 2,47) = 53, 008**

**SV = 22, 34**

Kao i kod prethodnog slučaja, svi su parametri signifikantni i imaju korektan predznak. Cenovna elastičnost<sup>(14)</sup> je neznatno ispod jedinice, dok je elastičnost potražnje<sup>(15)</sup> s obzirom na količinu padavina iznad jedinice što znači da je poljoprivredna potražnja za vodom elastična s obzirom na količinu padavina, što je takođe korektan rezultat.

### 2.1.3. Stanovništvo

Za rešavanje ocene funkcije potražnje stanovništva za vodom obe već korišćene pretpostavke su u ovom primeru napuštene. Objasnjenje za takav korak leži u značajnim varijacijama potražnje kroz različita godišnja doba, i to kako ukupne potražnje tako verovatno i cenovne elastičnosti. Iz tog razloga je napuštena pretpostavka o konstantnoj cenovnoj elastičnosti, a uvedena je takozvana *dummy* varijabla<sup>(16)</sup> kako bi se izvršila korekcija odsečka i nagiba potražnje funkcije u letnjim mesecima kada se količina potrošene vode značajno razlikuje od

ostalih meseci u godini. Uvažavajući sve navedeno funkcija potražnje stanovništva za vodom izgleda ovako:

$$(5) \text{RES} = a_0 + a_1 \text{RESP} + a_2 \text{gRESP} + a_3 \text{gRAIN} + a_4 \text{g} + e$$

gde RES predstavlja potrošnju vode stanovništva, RESP cenu, RAIN količinu padavina, a “g” je *dummy* var-

---

## FINANSIJE

---

ijabla definisana kao  $g = 1$  za maj, jun, jul, avgust, septembar, a  $g = 0$  za sve ostale mesece u godini. Iz specijalne funkcije <sup>(17)</sup> je uočljivo da je *dummy* varijabla ulazi u funkciju dva puta kao multiplikativna varijabla (korekcija nagiba), a jednom kao aditivna varijabla (korekcija odsečka - konstante). Regresijskom analizom dobijeni su sledeći rezultati:

varijabla	koeficijent	standardna greška	t vrednost
konstanta	131,41	16,38	8,023
gRESP	-7,4	4,97	-1,49
gRAIN	-21,36	5,03	-4,242
g	109,69	29,87	3,672
RESP	-8,67	3,207	-2,703

**N = 120**

**Kor.  $R^2 = 0,2511$**

**F ( 4, 115 ) = 10, 975**

**SV = 57, 05**

Komparirajući sa ranije dve ocenjene funkcije, rezultati dobijeni ocenom ove funkcije su sa statističkog stanovišta nešto slabiji. Korigovani koeficijent determinacije je relativno nizak, iako su svi parametri osim jednog (gRESP) visokosignifikantni. Svi ocenjeni koeficijenti, međutim, imaju korektan predznak.

### 2.2. Ocena koristi

Višak koji se javlja kod potrošača definiše se kao novčana mera ukupne korisnosti ostvarene potrošnjom pojedinog dobra ne računajući količinu

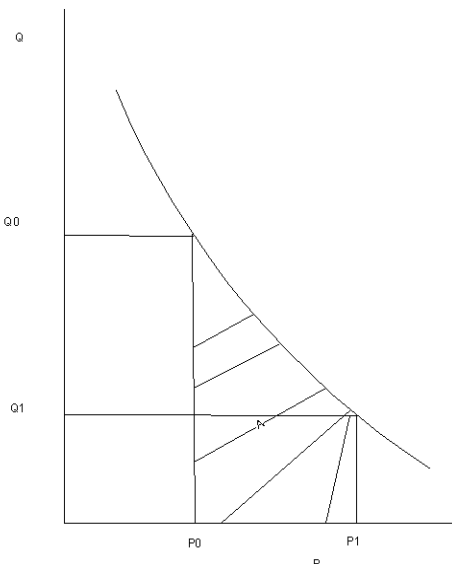
novca potrošenu na kupovinu tog dobra.<sup>(18)</sup> On se najčešće definiše kao površina ispod krive potražnje i iznad cenovne linije. Prilikom proračuna potrošačevog viška posebnu pažnju treba obratiti na jedinice mere u kojima će on biti izražen. U konkretnom slučaju jedinice mere se mogu jednostavno izračunati korišćenjem sledećeg izraza:

milioni litara/dan \* novčane jedinice/hiljade litara = hiljade novčanih jedinica /dan (kada su cene stalne onda je najbolje da se ova relacija izrazi milioni litara/dan \* dinari/hiljade litara = hiljade dinara/dan). Budući da su količine izražene u milionima litara dnevno, a cene su u tzv. novčanim jedinicama za hiljadu litara, nakon množenja rezultat će biti izražen u hiljadama novčanih jedinica na dan. Na taj način, rezultat dobijen integrisanjem funkcije potražnje u odgovarajućem intervalu, biće gubitak u potrošačevom višku izražen u hiljadama novčanih jedinica po danu. Ako bismo hteli da izračunamo godišnji gubitak u

potrošačevom višku, rezultat dobijen integracijom treba da se pomnoži sa 365 u slučaju industrijske i potrošnje stanovništva, a sa 153 (samo 5 meseci) u slučaju poljoprivredne potrošnje.

U svakom posebnom slučaju (industrija i rudarstvo, poljoprivreda, stanovništvo) gubitak u potrošačevom višku (društveni trošak štednje) se može izračunati kao razlika između potrošačevog viška dobijenog potrošnjom količine  $Q_0$  (dakle bez ušteda) koja odgovara prosečnoj ceni  $P_0$ , i potrošačevog viška dobijenog potrošnjom količine  $Q_1$  koja se dobije uvođenjem mere štednje (19). Količini  $Q_1$  odgovara svakako i nova cena  $P_1$ .

Kao što je jasno vidljivo iz sledećeg grafa, gubitak u potrošačevom višku je zasenčena površina ispod krive potražnje omeđena sa dva cenovna pravca  $P_0$  i  $P_1$ .



### 2.2.1 Industrija i rudarstvo

Antilogaritmujući obe strane jednačine (3), te koristeći dobijene ocene parametara, dobija se:

$$(6) \quad IND = 45,04 \cdot INDP^{-0,6}$$

Numerička vrednost gubitaka u potrošačevom višku dobiće se rešavanjem sledećih integrala :

$$(7)$$

$$\int_{P_0}^{P_1} 45,04 \cdot INDP^{-0,6} d(INDP) = 45,04 \cdot (INDP^{-0,6+1}) / (-0,6+1)$$

Prosečna cena vode za industrijsko korišćenje u našem hipotetičkom primeru je bila  $P_0 = 3$  n.j. za hiljadu litara. Ako se vrednost  $P_0 = 3$  uvrsti u jednačinu (6) dobije se količina  $Q_0 = 23,42$  miliona litara dnevno. Uzimajući u obzir mere štednje industrija će morati smanjiti potrošnju za 7,63 miliona litara dnevno. Smanjena količina iznosi  $Q_1 = 15,78$  a odgovarajuća cena (dobijena ponovnim ubacivanjem količine  $Q_1$  u jednačinu (6) iznosi  $P_1 = 5,82$  n.j. za 1.000 litara. Korišćenjem navedenih podataka rešenje izraza (7) daje sledeću numeričku vrednost gubitaka u potrošačevom višku (A) :

$$A1 = 53,363 \text{ n.j. dnevno, ili}$$

$$A1 = 19,477,451 \text{ n.j. godišnje}$$

### 2.2.2. Poljoprivreda

Antilogaritmujući i integrišući s obzirom na cenu izraza (4) dobija se sledeći rezultat:

(8)

$$A2 = a_0 \text{ RAIN}^{a2} * (\text{AGRIP}_1^{a1+1} - \text{AGRIP}^{a1+1}) / (a1 +/- 1)$$

Prosečna cena vode za poljoprivredno korišćenje iznosila je  $P_0 = 3$  n.j. za hiljadu litara, odgovarajuća količina bila je  $Q_0 = 9,1$  miliona litara dnevno (dobijena ubacivanjem cene u jednačinu (4), a obavezno smanjenje potrošnje iznosi 1,43 miliona litara dnevno tako da nova količina iznosi  $Q_1 = 7,66$  miliona litara s odgovarajućom cenom od  $P_1 = 3,59$  novčanih jedinica za hiljadu litara. Prosečna količina padavina upotrebljena u ovoj kalkulaciji iznosila je 3,13 cm. Rešenje jednačine (8) dobije se vrednost gubitka u potrošačevom, višku za poljoprivredu:

$$A2 = 4,938 \text{ n.j. dnevno, ili}$$

$$A2 = 755, 514 \text{ n.j. godišnje.}$$

### 2.2.3. Stanovništvo

Za vrednost *dummy* varijable  $g=0$ , integrisanjem jednačine (5) s obzirom na cenu dobije se:

(9)

$$A3_0 = a_0 (\text{RESP}_1 - \text{RESP}_0) + a_1 [\text{RESP}_1^2 - \text{RESP}_0^2] 0.5$$

Koristeći vrednost ocenjenih parametara, kao i raspoložive podatke o prosečnoj ceni vode koju troši stanovništvo  $P_0 = 4,7$  n.j. za hiljadu

litara, odgovarajućoj količini  $Q_0 = 90,67$  miliona litara dnevno, smanjenju-redukciji u potrošnji u iznosu od 17,94 miliona litara dnevno, kao i odgovarajućoj ceni  $P_1 = 6,8$  n.j. za hiljadu litara, dobije se sledeći rezultat:

$$A3_0 = 169,046 \text{ n.j. dnevno.}$$

Za vrednost *dummy* varijable  $g = 1$  (letnji meseci), integrisanjem jednačine (4) s obzirom na cenu dobije se sledeći rezultat :

(10)

$$A3_1 = (a_0 + a_3 \text{ g RAIN} + a_4 \text{ g}) (\text{RESP}_1 - \text{RESP}_0) + a_1 a_2 \text{ g} [\text{RESP}_1^2 - \text{RESP}_0^2] 0.5$$

Koristeći dobijene ocene parametara te izračunate ili poznate vrednosti za  $P_0 = 4,7$  n.j.  $Q_0 = 98,7$  miliona litara,

$P_1 = 5,8$  n.j.  $Q_1 = 80,8$  miliona litara, te o prosečnoj količini padavina  $\text{RAIN} = 3,13$  dobije se sledeći rezultat:

$$A3_1 = 100.147 \text{ n.j. dnevno.}$$

Ponderisani prosek između gubitka u potrošačevom višku za vreme letnjih meseci i gubitka u potrošačevom višku za vreme ostalih meseci daće ukupni gubitak u potrošačevom višku za kategoriju korisnika: stanovništvo:

$$A3 = 5/12(A3_1) + 7/12(A3_0)$$

$$A3 = 140.338 \text{ n.j. dnevno, ili}$$

$A3 = 51.223.275$  novčanih jedinica godišnje.

Pažljivim praćenjem čitavog postupka kalkulacije vidljivo je da ukupna količina smanjene-reducirane potrošnje

vode po svim kategorijama korisnika (industrija i rudarstvo = 7,63 miliona litara + poljoprivreda = 1,43 milion litara + stanovništvo = 17,94 miliona litara dnevno) upravo odgovara planiranom instaliranom kapacitetu izvorišta-vodozahvata od 27 miliona litara dnevno.

### ZAKLJUČAK

Ako saberemo gubitak u potrošačevom višku za sve tri kategorije potrošnje vode dobićemo:

$A = A_1 + A_2 + A_3 = 71.456.240$  novčanih jedinica godišnje.

Dakle, u slučaju da se izvorište-vodozahvat ne izgradi nego se umesto moraju uvesti mere štednje odnosno restrikcije-redukcije u potrošnji, godišnji gubitak u potrošačevom višku će iznositi 71,5 miliona n.j. Međutim, važno je znati da izvorište-vodozahvat kao vodoprivredni objekat daje trajne efekte koji se protežu u vremenskom razdoblju koje nadmašuje godinu dana. Stoga je u takvoj situaciji odnosno fazi potrebno izračunati iznos svih budućih gubitaka pa ih svesti na sadašnju vrednost kako bi upoređenje sa planiranom vrednošću investicije bilo moguće.

Iz formule za zbir beskonačnog geometrijskog niza izračunaćemo sadašnju vrednost <sup>(20)</sup> trajnog gubitka u potrošačevom višku:

$$SV = A/r$$

Gde r predstavlja realnu kamatnu stopu. Kako sadašnja vrednost reaguje na različite kamatne stope, to ćemo u

nastavku proračunati nekoliko različitih varijanti:

za  $r = 7\%$   $SV = 1.020.803.400$  novčanih jedinica

za  $r = 8\%$   $SV = 893.203.000$  n.j.

za  $r = 9\%$   $SV = 793.958.220$  n.j.

za  $r = 10\%$   $SV = 714.562.400$  n.j.

Iz celokupne sprovedene analize očigledno se nameće zaključak da je planirani vodoprivredni objekat (izvorište-vodozahvat, sa svim kaptažnim instalacijama) sa ekonomskog i uopšte društvenog stanovišta opravdano graditi. Sadašnja vrednost trajnog gubitka u potrošačevom višku značajno nadmašuje predviđena sredstva za izgradnju kapitalnog vodoprivrednog objekta koji iznose 400 miliona n.j., i to u širokom rasponu realnih kamatnih stopa<sup>(21)</sup>. Menadžment, odnosno planer će u takvom investicionom zahvatu dati zeleno svetlo.

### LITERATURA

1. Priručnik za primenu Zajedničke metodologije za ocenjivanje društvene i ekonomske opravdanosti investicija i efikasnosti investiranja u SFRJ -1 Metodološki vodič za izradu investicijske studije-programa, udruženje banaka Jugoslavije, 1989.
2. Paunović, B.; Zipovski, D.; *Poslovni plan*, Centar za izdavačku delatnost

- Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd 2005, str. 272
3. Brnjas, Z.: *Kako pripremiti biznis plan?* Privredni pregled Beograd, 2002.
  4. Varijan, H. R.: *Mikroekonomija, moderan pristup*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, 2003.
  5. Jarić, D., Andraš, Š.: „Mikroekonomija analiza“; *Savremeni mikroekonomski modeli*, Evro, Novi Sad - Subotica, Beograd, 2002, str. 308.
  6. Petrović, P.: *Uvod u ekonometriju*, Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet, Beograd, 1982.
  7. Vujković, T. : *Ekonometrijske metode i tehnike*, Informator, Zagreb, 1976, str. 53 i dalje.
  8. Krčevinac S., Čupić M. : *Ekonometrijske metode*, Univerzitet u Beogradu, Privredno-finansijski vodič, Beograd, 1980.
  9. Žužul, J.: *Kibernetika u funkciji stambeno-komunalnog standarda*, Zrinski, Čakovec, 1985, str. 138 i dalje.
  10. Baban, L.J.: *Ekonomija tržišta*, Školska knjiga, Zagreb, 1989, str. 313.
  11. *Priručnik za vrednovanje industrijskih projekata*, UNIDO, Organizacija UN za industrijski razvoj, Beograd, 1988.
  - 12, 13. Jovičić, M., Kovačić, Z.: *Zbirka zadataka iz teorijske i primenjene ekonometrije*, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd, 1984.
  - 14, 15. Dorotić, I., Munitlak, D., Vuksanović, M.: *Matematika za ekonomiste & kroz primere*, Savremena administracija, Beograd, 1989.
  16. Martić, L.J.: *Kvantitativne metode za finansijske i računovodstvene analize*, Informator, Zagreb, 1980.
  17. Šuklev, B.: “Ekonomsko predviđanje“, *Ekonomika*, Beograd, 1985.
  18. *Ekonomska enciklopedija*, I tom, Savremena administracija Beograd 1984., str. 625.
  19. Begović, B. : *Ekonomija urbanističkog planiranja*, CES MESON, Beograd, 1995.
  20. Novaković, V.: *Izgradnja*, Beograd, 2003. , str. 162-180.
  21. Klemenčič, T.: *Komunalno gospodarstvo*, Časopisni zavod uradni list SR Slovenije, Ljubljana, 1980; Stojković, M.: *Statistički testovi u marketing odlučivanju*, DGP Proleter Bečej, Novi Sad 1991.



Rad primljen: 24. III 2006

UDK: 336, 761(497.6)

JEL: G 14

Stručni članak

## PROCEDURE I NAČINI TRGOVANJA NA berzama u Bosni i Hercegovini

### *BOSNIA AND HERZEGOVINA STOCK EXCHANGES PROCEDURES AND METHODS OF TRADING*

**Mr Nermina POBRIĆ**  
Ekonomski fakultet, Brčko

#### **Rezime**

Identifikacija postojećeg stanja u pogledu razvijenosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini pokazuje da tržište obveznica nije razvijeno. U ovom članku autor ukazuje na aktivnosti u procesu izgradnje tržišta obveznica u Bosni i Hercegovini i daje konkretne preporuke relevantnim institucijama u Bosni i Hercegovini čiji je zadatak briga o izgradnji tržišta obveznica na tom području.

**Ključne reči:** OBVEZNICA, INVESTIRANJE U OBVEZNICE, IZGRADNJA TRŽIŠTA OBVEZNICA

#### *Summary*

*Identification of existing state about capital market development in Bosnia and Herzegovina shows that bond market do not developed. In this article the author indicates on activities in process of bond market construction in Bosnia and Herzegovina and gets definite recommendations to the relevant institutions in Bosnia and Herzegovina which task is to concern with bond market construction in that region.*

**Key words:** BOND, INVESTING IN BONDS, BOND MARKET CONSTRUCTION

## **1. TRŽIŠTE KAPITALA U BOSNI I HERCEGOVINI**

Na području Bosne i Hercegovine egzistiraju dva organizovana tržišta kapitala i to Sarajevska berza (SASE – Sarajevo Stock Exchange) i Banjalučka berza (BLSE – Banja Luka Stock Exchange).

Sarajevska berza vrednosnih papira osnovana je 13. 09. 2001. godine kao akcionarsko društvo od strane sledećih osam brokerskih kuća:

„BIFIM“ d.d. Bihać  
„FIMA Int.“ d.o.o. Sarajevo  
„VGT-BROKER“ d.d. Visoko  
„CENTRAL BROKER HAUSE & GROUP“ d.d. Sarajevo  
„BS-BROKER“ d.d. Sarajevo  
„BOND INVEST“ d.o.o. Mostar  
„eBROKERS“ d.o.o. Sarajevo  
„CREDOS“ d.o.o. Sarajevo

Profesionalni posrednici koji su osnovali berzu imaju status akcionarskih osnivača i u svom predstavljanju, uz firmu, imaju pravo koristiti pridev „Osnivač Sarajevske berze“.

Zvanično trgovanje na SASE je počelo 12. 04. 2002. godine kada je održana prva aukcija u iznosu od 3.099,00 KM. Tržište Sarajevske berze je organizovano tako da obuhvata tri segmenta:

- zvanična kotacija
- kotacija fondova (kao subsegment oficijelne kotacije)
- slobodno tržište.

Zvanična kotacija je segment tržišta gde se trguje našim „blue-chips“, tj. najkvalitetnijim domaćim

preduzećima. U berzansku kotaciju mogu biti primljeni vrednosni papiri koji, s obzirom na svoje osobine i poslovanje njihovog emitenta, ispunjavaju sledeće opšte uslove:

- da se njima može organizovano trgovati
- da su u celini uplaćeni
- da su neograničeno prenosivi
- da ispunjavaju uslove za uvrštavanje u kotaciju definisane Pravilima za uvrštavanje u kotaciju<sup>1</sup>

Dakle, da bi jedno društvo bilo primljeno u kotaciju, mora ispunjavati, pored opštih uslova, i sledeće kriterijume:

- godine poslovanja: 3
- realnost i objektivnost računovodstvenih izveštaja: revidirani računovodstveni izveštaji za poslednje 3 godine poslovanja
- veličina kapitala (ukupni kapital po zadnjem bilansu stanja: osnovni kapital, uplaćeni višak, rezerve, prenesena čista dobit ili gubitak prethodnih godina, revalorizacijska popravka kapitala, nepodeljena čista dobit ili gubitak poslovne godine): 4.000.000 KM
- veličina klase akcija: min. 2.000.000 KM (knjigovodstvena vrednost pri prvom listingu; tržišna ukoliko se akcijama već trgovalo na drugom segmentu)
- najmanje 25% klase akcija u javnoj emisiji

---

<sup>1</sup> Navedeno prema *Pravilima Sarajevske berze-burze vrijednosnih papira.*

- klasa akcija mora imati najmanje 150 vlasnika.<sup>2</sup>

Kriterijumi za uvrštenje obveznica u berzansku kotaciju su:

- godine poslovanja: 3
- realnost i objektivnost računovodstvenih izveštaja: revidirani računovodstveni izveštaji za poslednje 3 godine poslovanja
- nominalna vrednost prodate serije obveznica iznosi 3.000.000,00 KM<sup>3</sup>

Za uvrštenje obveznica Federacije Bosne i Hercegovine na berzansku kotaciju ne postoje posebni uslovi i ograničenja. O uvrštavanju emitenta na kotaciju odlučuje Odbor za prijem vrednosnih papira u kotaciju. Nakon što je emitent uvršten na kotaciju, on berzu i javnost redovno mora obavestavati o svim događajima koji utiču na njegovo poslovanje. Takođe je obavezan berzi dostavljati polugodišnje i godišnje finansijske izveštaje. Njegovo poslovanje treba da bude što transparentnije kako bi potencijalni investitor mogao proceniti da li ulaganje u ovog emitenta obećava povećani povrat uložених sredstava. Ozbiljan investitor sigurno neće investirati u društvo čije je poslovanje za njega „black box“.

Šta društvo koje je na kotaciji ima od te kotacije? Šta je motivacija

društvu da javno prikazuje svoje poslovne rezultate kada se te informacije kod nas obično čuvaju kao „vojna tajna“? Kotiranje na berzi nije samo prestiž nego uključuje i mnoge druge pogodnosti za emitenta. Ukoliko je poslovanje emitenta transparentno i uspešno, ukoliko investitori imaju poverenje u menadžment tog društva, emitent može kroz emisiju novih akcija finansirati svoje projekte. Ovaj način pribavljanja svežeg kapitala na Zapadu se mnogo intenzivnije koristi iako je razlika između troškova kapitala kod emisije akcija i uzimanja kredita kod komercijalnih banaka tamo mnogo manja nego kod nas. Kada se pogledaju kamatne stope kod naših banaka, postavlja se pitanje zašto se akcionarska društva kod nas ne finansiraju na ovaj način? Prvi korak za ovo je svakako prijem u kotaciju na berzi. Daljna pogodnost za emitenta koji je listiran na kotaciji je i smanjena mogućnost manipulacija cenom akcija. Naime, ukoliko je vrednosni papir na kotaciji, nije moguće sklapanje poslova po cenama koje odstupaju više od 10% u odnosu na zadnju zaključnu cenu.

Kotacija fondova je segment zvanične kotacije koji je rezervisan za Investicione fondove (za sada samo privatizacioni investicioni fondovi). Uvrštenje akcija IF-ova i PIF-ova vrši se na sličan način kao i kod redovnih emitenata, samo što je uvrštenje ovih emitenata propisano zakonom i Propisima Komisije za vrednosne papire. Ostale odredbe, kao na primer obaveza objave informacija o poslo-

---

<sup>2</sup> Navedeno prema *Pravilima za uvrštenje u berzansku kotaciju* definisanih od strane Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine.

<sup>3</sup> Isto.

vanju, ograničenje kurseva itd. važe analogno i za PIF-ove. 31. 12. 2003. godine je uvršteno u kotaciju 11 privatizacionih investicionih fondova, a trgovina u kotaciji za ove fondove je započela 24.01.2004. godine.

Slobodno tržište je segment tržišta Sarajevske berze na kojem su uslovi prijema najblaži. Da bi se papirom počelo trgovati na slobodnom tržištu, dovoljno je da brokerska kuća ili emitent sam postavi zahtev za uvrštenje. Ukoliko emitent podnese zahtev za uvrštenje, mora berzi dostavljati finansijske izveštaje o svom poslovanju.

Na Sarajevskoj berzi se trenutno koriste dva načina trgovine:

- aukcijski
- MFTS-kontinuirani

Svaki od ovih načina ima svoje karakteristike i prikladan je samo za određene vrednosne papire.

Sve donedavno sva trgovina na Sarajevskoj berzi se odvijala putem periodičnih aukcija. Osnovna odlika ove vrste trgovine je da se sve transakcije obavljaju samo u jednom trenutku, tzv. fixingu. Drugim rečima, kupovni i prodajni nalozi se, i pored mogućeg podudaranja uslova ponude i potražnje, ne sklapaju u transakcije sve do momenta aukcije.

Aukcijski način trgovine se shodno relevantnoj ekonomskoj literaturi preporučuje za vrednosne papire koji nisu dovoljno likvidni. Na početku rada Sarajevske berze, svi papiri koji su bili uvršteni na slobodno tržište odlikovali

su se slabom likvidnošću. Kod aukcijskog načina trgovine, sakupljanjem naloga u elektronsku knjigu naloga vrši se koncentracija likvidnosti, što umnogome deluje pozitivno kako na promet, tako i na kurs niskolikvidnih akcija. Aukcijska trgovina se odvija na sledeći način:

09:00—11:3x: Period u kojem je dozvoljen unos, editovanje i brisanje naloga. Nalozi se i pored mogućeg slaganja cena i količina ne sklapaju.

11:3x ( $x=0\dots300$  sec): Berzanski trgovinski sistem (BTS) na osnovu postavljenih parametara uz pomoć random-procedure određuje momenat kada će se desiti fixing, tj. sklapanje naloga u transakcije. To znači da se trgovina obavlja u onom deliću sekunde kada BTS poveže sve naloge koje je moguće povezati.

11:3x—13:30: Period tzv. order-book-cleaninga. U ovom periodu ne mogu se unositi novi nalozi u BTS, nego samo prihvatati nalozi koji su ostali neizvršeni nakon fixinga, i to isključivo po ceni aukcije.

Iz gore navedenog sledi da svaki simbol u jednom danu može imati samo jedan kurs — aukcijski kurs. Aukcijski kurs se formira na sledeći način: BTS sve naloge za jedan simbol unese u njegovu knjigu naloga. Elektronska knjiga naloga se može shvatiti kao neka vrsta tabele u koju se na levoj strani unose kupovni, a na desnoj strani prodajni nalozi. Osnovni kriterijum za rangiranje kupovnih i prodajnih naloga je cena:

– kupovna strana: nalog sa najvišom cenom zauzima prvi rang kod kupovnih naloga

– prodajna strana: nalog sa najnižom cenom zauzima prvi rang kod prodajnih naloga.

Kada dođe do momenta fixinga, BTS analizira knjigu naloga za svaki simbol i određuje njegovu cenu za taj dan. Cena će biti ona po kojoj će promet akcijama tog simbola biti maksimalan.

MFTS je akronim od Multi-Fixing-Trading-Schedule i označava vrstu kontinuirane trgovine. Kod kontinuirane trgovine transakcije se sklapaju čim se nalozi poklope u pogledu cene i količine. Ovde ne postoji samo jedan fixing kada se obavljaju transakcije, nego se taj proces dešava kontinuirano. Kontinuirana trgovina pogodna je samo za one akcije koje poseduju određeni nivo likvidnosti, tj. učestalosti i intenziteta trgovanja. Sarajevska berza je uvela kontinuirano trgovanje 06.04.2004. godine za izabranih 34 simbola. Nakon prve revizije, broj simbola kojima se trguje po MFTS-u popeo se na ukupno 61 simbol. Vremenski raspored MFTS-a je sledeći:

09:00 — 10:0x: Pre-Open faza, tj. period kada je moguće unositi, editovati i brisati naloga

10:0x: Inicijalna aukcija na kojoj se formira tzv. pre-open price, tj. cena otvaranja. Cena otvaranja predstavlja važan pokazatelj stanja na tržištu za dati dan i dati simbol.

10:0x— 13:30: Otvoreno tržište za sklapanje transakcija. Poslovi se sklapaju čim se dva ili više naloga poklope u pogledu cene i količine.

Prema logici stvari, simbol kojim se trguje kontinuirano može u jednom danu imati više različitih cena po kojima se njime trguje. Iz tog razloga se u kursnoj listi izračunava ponderisani prosečni kurs datog vrednosnog papira, pri čemu se kao ponder koristi broj trgovanih akcija.

Uprava berze je na sednici održanoj 31. 10. 2005. godine donela odluku o utvrđivanju kriterijuma za trgovanje po MFTS-u i reviziji simbola prema kojoj se od 07. 11. 2005. godine svi simboli kojima se trguje na slobodnom tržištu Sarajevske berze prebacuju na kontinuirano trgovanje – MFTS. Ovom odlukom je, takođe, određeno da se u januaru 2006. godine izvrši nova (treća) revizija MFTS-a. Kriterijum na osnovu kojeg bi se u januaru trebala izvršiti revizija je kumulativni koeficijent pojedinačnog simbola. Kumulativni koeficijent (*KK*) je ponderisani prosek sledeća četiri faktora likvidnosti:

*P1* – promet sa simbolom u posmatranom periodu (*KM*) podeljen sa brojem mogućih dana trgovanja u periodu

*P2* – broj transakcija sa simbolom podeljen sa brojem mogućih dana trgovanja u periodu

*P3* – broj trgovanih akcija simbola podeljen sa brojem ukupno emitovanih VP datog emitenta

$P4$  – broj dana kada se simbolom trgovalo podeljen sa brojem mogućih dana trgovanja u periodu

Ponder za faktor  $P1$  do  $P4$  je 0,25, tako da se  $KK$  simbola ( $i$ ) izračunava na sledeći način:

$$KK(i) = 0,25 \cdot P1(i) + 0,25 \cdot P2(i) + 0,25 \cdot P3(i) + 0,25 \cdot P4(i)$$

Svi simboli čija je vrednost kumulativnog koeficijenta na dan revizije veća od kumulativnog koeficijenta prosečnog (virtuelnog) simbola, ostaju na MFTS-načinu trgovine. Simboli čiji je  $KK$  manji od  $KK$  prosečnog simbola, prebacuju se na aukcijsku trgovinu. Obračunski period (posmatrani period) za određivanje parametara je od 01. 01. – 31. 12. 2005. godine. Svaki novi simbol koji se uvrštava na tržište Sarajevske berze se inicijalno prebacuje na MFTS, a revizijom simbola kojima se trguje po MFTS-u koja će se, prema ovoj odluci, vršiti kvartalno, pri čemu će obračunski period za izračunavanje faktora likvidnosti i prosečne akcije biti prethodni kvartal, će se određivati sistem trgovanja za svaki pojedinačni simbol.<sup>4</sup>

Nakon zatvaranja tržišta, shodno pravilima berze, brokeri imaju pravo da do 14:00 sati traže izmenu sklopljene transakcije, na primer, ukoliko

ustanove da su uneli pogrešan broj klijentskog računa ili slično. Poništenje sklopljenih transakcija moguće je samo u roku od sat vremena nakon sklapanja transakcije i to samo u slučajevima kada je do transakcije došlo zbog greške. Ukoliko je transakcija sklopljena između dve različite brokerske kuće, za poništenje transakcije potrebna je saglasnost druge strane. Nakon isteka roka za eventualno poništenje transakcija, berza šalje registru vrednosnih papira (RVP) preliminarni izveštaj o transakcijama. RVP proverava da li je moguće sprovesti sve transakcije i berzi dostavlja potvrdu o transakcijama. Nakon toga se na berzi trgovački dan proglašava zvaničnim, tj. od tog momenta više nema izmena u sklopljenim transakcijama.

Na Sarajevskoj berzi se trguje po principu T+3, što znači da se sve obaveze proistekle iz transakcija moraju tri (3) dana nakon trgovine izvršiti. To podrazumeva prenos novčanih sredstava klijenata – kupaca na račune brokerskih kuća koje predstavljaju prodavce i uporedni prenos vrednosnih papira sa jednog registarskog računa na drugi (od prodavca prema kupcu).

Sarajevska berza je 28. 04. 2003. godine prezentovala prvi berzanski indeks u Bosni i Hercegovini pod nazivom Bosnian Investment Funds Index – BIFX (čitaj *bifeks*). Ovaj indeks prati kretanje kurseva privatizacionih investicionih fondova listiranih na Sarajevskoj berzi. Radi se o ponderisanom indeksu, pri čemu se kao ponder koristi tržišna kapitalizacija

---

<sup>4</sup> Navedeno prema *Odluci o utvrđivanju kriterijuma za trgovanje po MFTS-u i reviziji simbola* koju je donela Uprava berze 31. 10. 2005. godine.

vrednosnog papira, u ovom slučaju akcija fondova. Kao početne vrednosti (base values) korišćeni su kursevi akcija dana 28. 05. 2002. godine, tj. prvog dana kada su postojali utvrđeni kursevi za sve PIF-ove. Formula prema kojoj se vrednost BIFX-a izračunava je sledeća:

$$BIFX = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t} \cdot Q_{i,R}}{\sum_{i=1}^n P_{i,0} \cdot Q_{i,R}} \cdot 1.000 \cdot C_t$$

pri čemu je

- aktuelni kurs PIF-a
- broj vrednosnih papira PIF-a u vreme revizije
- prvobitni kurs PIF-a
- „chain“ ili korektivni faktor

**Tabela 1.1: Struktura BIFX-a u skladu sa navedenim kriterijumima**

Naziv emitenta	Učešće u BIFX-u
BIG D.D. SARAJEVO	25,6301%
MI-GROUP D.D. SARAJEVO	11,5584%
PROF-PLUS D.D. SARAJEVO	10,3986%
NAPRIJED DD SARAJEVO	10,2338%
EUROFOND-1 D.D. TUZLA	7,7521%
BOSFIN D.D. SARAJEVO	7,7386%
CROBIH FOND D.D. MOSTAR	6,4143%
BONUS D.D. SARAJEVO	6,1500%
HERBOS FOND D.D. MOSTAR	5,8676%
FORTUNA FOND D.D. BIHAĆ	4,7043%
PREVENT- INVEST D.D.	3,5522%

Izvor: www.sase.ba

**Tabela 1.2: Podaci o prometu na Sarajevskoj berzi u 2002, 2003. i 2004. godini**

Godina	Ukupan promet (u mil. KM)	Broj prometovanih akcija (u mil.)	Broj izvršenih transakcija
2002.	41,5	11	20.538
2003.	118,5	25,5	37.166
2004.	201	38	91.799

Izvor: www.sase.ba

Ugovor o osnivanju Banjalučke berze je potpisan 09. 05. 2001. godine od strane osam banaka i jednog preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrednosti, a Komisija za hartije od vrednosti Republike Srpske je 09. 08. 2001. godine izdala dozvolu za rad Banjalučke berze kada je ova institucija zvanično počela sa radom. Prva trgovina na Banjalučkoj berzi u kojoj je učestvovalo 6 brokerskih kuća koje su trgovale sa 20 uvrštenih hartija od vrednosti je održana 14.03.2002. godine.

Tržište na Banjalučkoj berzi se sastoji od:

- berzanske kotacije i
- slobodnog berzanskog tržišta

Berzanska kotacija je prestižni deo tržišta gde je za ulazak, kao i na Sarajevskoj berzi, pored opštih uslova, neophodno ispuniti i specifične kriterijume vezane za veličinu kapitala, disperziju vlasništva, performanse poslovanja i objektivnost finansijskog izveštavanja. Opšti uslovi za uvrštavanje hartija od vrednosti na organizovano tržište u Republici Srpskoj su:

- da se njima može organizovano trgovati
- da su u celini uplaćene
- da su neograničeno prenosive
- da su emitovane u nematerijalizovanom obliku<sup>5</sup>

Specifični kriterijumi koje moraju ispunjavati hartije od vrednosti da bi bile uvrštene u berzansku kotaciju su:

- godine poslovanja: 3
- realnost i objektivnost računovodstvenih izveštaja: revidirani računovodstveni izveštaji
- veličina kapitala: 5.000.000 KM
- minimalna veličina emisije akcija: 1.000.000 KM
- postotak klase akcija u javnosti: najmanje 15%
- broj imalaca klase akcija: najmanje 50<sup>6</sup>

Kriterijumi za uvrštavanje obveznica u berzansku kotaciju Banjalučke berze su:

- godine poslovanja: 3
- realnost i objektivnost računovodstvenih izveštaja: revidirani računovodstveni izveštaji
- ukupna nominalna vrednost serije obveznica: 1.000.000 KM<sup>7</sup>

Obveznice čiji je emitent Republika Srpska se uvrštavaju u berzansku kotaciju bez obzira na to da li ispunjavaju navedene kriterijume.

---

<sup>5</sup> Navedeno prema *Pravilima Banjalučke berze hartija od vrijednosti*.

<sup>6</sup> Navedeno prema *Pravilima za uvrštavanje u berzansku kotaciju* definisanim od strane Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske.

<sup>7</sup> Isto.

Na trećoj sednici Komisije za kotaciju Banjalučke berze koja je održana 23. 09. 2003. godine akcije Rafinerije ulja a.d. Modriča su uvrštene u berzansku kotaciju Banjalučke berze. Rafinerija ulja Modriča je prvo preduzeće u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini čije su akcije uvrštene u berzansku kotaciju. Na četvrtoj sednici Komisije za kotaciju Banjalučke berze koja je održana 14. 10. 2003. godine akcije LHB Banke su uvrštene u berzansku kotaciju Banjalučke berze, tako je LHB Banka postala prva banka u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini čije su akcije uvrštene u berzansku kotaciju. Akcije Telekoma Srpske a.d. Banja Luka su 11. 05. 2004. godine uvrštene u berzansku kotaciju.

Kotacija privatizacionih investicionih fondova, kao segment berzanske kotacije, ima uvrštenih 13 PIF-ova. Na prvoj sednici Komisije za kotaciju Banjalučke berze koja je održana 24. 01. 2003. godine je 10 PIF-ova primljeno u berzansku kotaciju, a ostala 3 PIF-a su primljena u berzansku kotaciju 24. 02. 2003. godine kada je održana druga sednica Komisije za kotaciju Banjalučke berze.

Na slobodnom berzanskom tržištu Banjalučke berze se nalaze hartije od vrednosti koje ispunjavaju opšte uslove za uvrštavanje. Uvrštavanje na slobodno berzansko tržište vrši se na zahtev emitenta, pojedinog imaooca hartije od vrednosti ili po službenoj dužnosti. Akcije iz postupka privatizacije i javno emitovane hartije uvrštavaju se po službenoj dužnosti na osnovu izveštaja



Centralnog registra. Broj registrovanih hartija od vrednosti na ovom tržišnom segmentu iznosio je 370 krajem 2002. godine, dok je krajem marta 2005. godine broj preduzeća čije su akcije uvrštene na slobodno berzansko tržište iznosio 715. Nakon konstituisanja svih akcionarskih društava koja su prošla vaučersku privatizaciju, na slobodnom berzanskom tržištu će se pojaviti oko 830 hartija od vrednosti.

Na Banjalučkoj berzi se trenutno koriste dve metode trgovanja:

- aukcijska metoda
- kontinuirana metoda

Aukcijskom metodom sa preovlađujućom cenom trguje se akcijama koje se nalaze na slobodnom berzanskom tržištu. Aukcijska metoda trgovanja je podeljena u tri faze:

1. faza pre otvaranja tržišta, kada brokeri mogu unositi, menjati, zadržavati, oslobađati i opozivati vlastite naloge
2. otvaranje tržišta, kada se izračunava preovlađujuća cena i automatski zaključuju poslovi
3. otvoreno tržište, kada je dozvoljen unos samo „naloga sa rasponom i odstranjenjem neizvršene količine“, i to kupovnih naloga, ako je nakon otvaranja tržišta preostala određena količina prodajnih naloga koji se mogu realizovati po preovlađujućoj ceni, odnosno prodajnih naloga, ako je nakon otvaranja tržišta preostala određena količina kupovnih naloga koji se

mogu realizovati po preovlađujućoj ceni.

Preovlađujuća cena se formira na osnovu sledećih kriterijuma:

- količinski najveći obim prometa
- minimalni ostatak
- ako ostatak postoji na strani ponude, uzima se najviša cena, a ako je na strani tražnje, uzima se najniža cena
- cena koja je bliža jedinstvenom kursu
- prosečna cena između dve selektovane cene po prethodnim kriterijumima.

Dnevno fluktuiranje cena je ograničeno na +/-20%. Kada je formirana preovlađujuća cena, poslovi se sklapaju prema sledećim prioritetima:

- cena
- starija vremenska oznaka

Vremenski raspored trgovanja aukcijskom metodom:

- u periodu od 08:30 do 10:30 dozvoljen je unos, promena, zadržavanje, oslobađanje i povlačenje prodajnih i kupovnih naloga u BST
- u periodu od 10:30 do 11:00 + „random time“ (nasumično izabran broj od 0 do 180 sec) dozvoljeno je menjati, zadržavati, oslobađati i povlačiti postojeće prodajne naloge i unositi, menjati, zadržavati, oslobađati i povlačiti kupovne naloge u BST
- u 11:00 + „random time“ otvaranje tržišta

- u periodu od 11:00 + „random time“ do 13:00 dozvoljen je unos „naloga sa rasponom i odstranjenjem neizvršene količine“ u BST

Članovi berze mogu zaključivati poslove izvan organizovanog tržišta ako su ispunjeni sledeći uslovi:

- vrednost posla iznosi najmanje 200.000 KM
- predmet transakcije je blok hartija od vrednosti
- član berze zaključuje takav posao za svoj račun i za račun jednog klijenta ili račun dva klijenta

Kontinuirana metoda se koristi za trgovanje akcijama uvrštenim na berzansku kotaciju. To su akcije: Rafinerije ulja a.d. Modriča, Telekoma Srpske a.d. Banja Luka, LHB Banke a.d. Banja Luka i akcije 13 privatizacionih investicionih fondova. Kontinuirana metoda trgovanja je podeljena u tri faze:

1. faza pre otvaranja tržišta, kada brokeri mogu unositi, menjati, zadržavati, oslobađati i opozivati vlastite naloge
2. otvaranje tržišta, kada se izračunava ravnotežni kurs i automatski zaključuju poslovi po ravnotežnom kursu
3. otvoreno tržište, u vreme kada je otvoreno tržište za trgovanje berzanski sistem trgovanja (BST) automatski zaključuje poslove uparivanjem aktivnih naloga.

Ravnotežni kurs (cena) je kurs kod

koga se postiže količinski najveći obim prometa određenom hartijom od vrednosti pri otvaranju tržišta. Pri izračunavanju ravnotežnog kursa ne uzimaju se u obzir nalozi s posebnim uslovima izvršenja. Ako se najveći obim prometa može postići kod više različitih kurseva, ravnotežni kurs je onaj koji je najbliži zadnjem službenom jedinstvenom kursu te hartije od vrednosti.

Na otvorenom tržištu, ako je uneti kurs kupovine viši, odnosno uneti kurs prodaje niži od najboljeg suprotnog kursa, BST automatski zaključuje poslove po kursu najpovoljnijeg suprotnog naloga koji se već nalazi na tržištu. Redosled naloga BST određuje tako da pri izvršavanju aktivnih kupovnih naloga prednost imaju aktivni nalozi sa višom cenom, odnosno pri izvršavanju aktivnih prodajnih naloga prednost imaju aktivni prodajni nalozi sa nižom cenom. Ako je u okviru iste cene više aktivnih naloga, redosled se određuje tako da prednost imaju nalozi koji su ranije uneti u BST.

U jednom danu trgovanja sa jednom hartijom od vrednosti može se trgovati po više različitih cena u okviru cenovnog ograničenja. Trenutno, cena u jednom danu trgovanja (za akcije na berzanskoj kotaciji) ne može odstupati za više od +/-10% u odnosu na prosečnu cenu prethodnog dana trgovanja. Berza objavljuje na kraju dana maksimalnu i minimalnu cenu po kojoj se tog dana trgovalo sa HOV, prosečnu cenu i procentualnu promenu prosečne cene u odnosu na prosečnu cenu prethodnog dana trgovanja.

Vremenski raspored kontinuiranog trgovanja:

08:30 -11:30 +, random time 180 sec“: Tržište pre otvaranja (preopen)

11:30 + „random time 180 sec“ - 13:00: Otvoreno tržište (open)

13:00: Zatvoreno tržište (close)

Obračun i poravnanje po izvršenim transakcijama na berzi vrši Centralni registar hartija od vrednosti. Pravni okvir za rad Centralnog registra hartija od vrednosti uspostavljen je Zakonom o Centralnom registru hartija od vrednosti koji je usvojen 1998. Zakon o Centralnom registru hartija od vrednosti ima karakter osnivačkog akta kojim je definisano da se Centralni registar osniva kao akcionarsko društvo, a istovremeno definiše osnivanje, pravni status, organe i delatnost Centralnog registra hartija od vrednosti. Centralni registar je jedinstvena baza podataka o svim hartijama od vrednosti koje se nalaze u prometu na tržištu hartija od vrednosti, a naročito podataka koji se odnose na registraciju vlasništva i promene vlasništva na hartijama od vrednosti.

Transakcije zaključene na berzi se poravnavaju na T+3. Svi članovi berze dužni su da uplate u garantni fond kod Centralnog registra iznos od 20.000 KM koji se koristi za izvršenje obaveza u slučaju da neki od članova ne uplati obavezu iz saldiranja. Pravilima Centralnog registra predviđena je uplata i likvidne rezerve na T+1 u slučaju da je obaveza nekog od članova berze veća od njegovog doprinosa garantnom fondu.

Banjalučka berza je, za razliku od Sarajevske berze, konstituisala dva berzanska indeksa: Berzanski indeks Republike Srpske – BIRS i indeks Investicionih fondova Republike Srpske – FIRS.

U BIRS indeks mogu biti uvrštene akcije od 5 do 15 emitenata u skladu sa kriterijumima za uvrštenje akcija u BIRS indeks. Broj akcija koje ulaze u sastav BIRS indeksa zavisi od broja emitenata na berzanskoj kotaciji i ispunjenja uslova emitenata koji prvobitno nisu bili uvršteni u sastav BIRS indeksa. U sastav indeksa mogu da ulaze akcije preduzeća, banaka i osiguravajućih kompanija koje ispunjavaju opšte uslove i kriterijume za uključivanje akcija u BIRS indeks. Akcije privatizacionih investicionih fondova (PIF-ova) ne ulaze u sastav indeksa. Maksimalno učešće pojedinog emitenta u indeksu na dan formiranja i revizije je ograničeno na 20%.

Da bi akcije emitenta bile uvrštene u indeks, moraju da ispune sledeće opšte uslove:

- akcije moraju biti uvrštene na berzansko tržište najkraće 6 meseci
- tržišna kapitalizacija akcija mora biti veća od prosečne tržišne kapitalizacije na Banjalučkoj berzi, koja približno iznosi 3.700.000 KM
- akcionar sa najvećim brojem akcija (i sa njim povezana lica) ne može da poseduje više od 90% od ukupnog broja akcija.

## FINANSIJE

Akcije koje su uvrštene na berzansku kotaciju Banjalučke berze imaju prioritet pri ulasku akcija u sastav BIRS indeksa i ne moraju ispunjavati navedene opšte uslove da bi bile uvrštene u sastav

indeksa. Po ispunjenju opštih uslova za uvrštavanje, akcije moraju ispuniti kriterijume za uvrštavanje akcija u sastav BIRS indeksa koji su predstavljeni u tabeli 5.3:

**Tabela 1.3: Specijalni kriterijumi za uvrštavanje akcija u sastav BIRS indeksa**

	Kriterijum	Učešće	Formula
M1	Tržišna kapitalizacija na dan formiranja, odnosno revizije indeksa.	55%	$M1_i = S_i p_i$ ; gde je: $i = 1, \dots, n$ ; $n$ = broj emitenata čijim se akcijama trgovalo u posmatranom periodu; $S_i$ = broj akcija emitenta $i$ na zadnji dan posmatranog perioda; $p_i$ = tržišna cena akcija emitenta $i$ na zadnji dan posmatranog perioda;
M2	Koeficijent likvidnosti prema vrednosti prometa - prosečan dnevni promet akcija.	15%	$M2_i = V_i / D_i$ ; gde je: $i = 1, \dots, n$ ; $n$ = broj emitenata čijim se akcijama trgovalo u posmatranom periodu; $V_i$ = vrednost prometa akcijama emitenta $i$ u posmatranom periodu (ne uključujući blok poslove); $D_i$ = broj mogućih dana trgovanja sa akcijama emitenta $i$ u posmatranom periodu;
M3	Koeficijent likvidnosti prema broju sklopljenih poslova - prosečan broj sklopljenih poslova.	15%	$M3_i = T_i / D_i$ ; gde je: $i = 1, \dots, n$ ; $n$ = broj emitenata čijim se akcijama trgovalo u posmatranom periodu; $T_i$ = broj sklopljenih poslova emitenta $i$ u posmatranom periodu (ne uključujući blok poslove); $D_i$ = broj mogućih dana trgovanja sa akcijama emitenta $i$ u posmatranom periodu;
M4	Koeficijent prometa – broj prometovanih akcija u odnosu na ukupan broj akcija emitenta	15%	$M4_i = N_i / S_i$ gde je: $i = 1, \dots, n$ ; $n$ = broj emitenata čijim se akcijama trgovalo u posmatranom periodu; $N_i$ = broj akcija emitenta $i$ sa kojim se trgovalo u posmatranom periodu (ne uključujući blok poslove); $S_i$ = broj akcija emitenta $i$ na zadnji dan posmatranog perioda;

Izvor: [www.blberza.com](http://www.blberza.com)

Na osnovu svakog od zadatih kriterijuma sve akcije sa kojima se trgovalo u posmatranom periodu se rangiraju od 1 do  $n$ . Rang akcija je veći ukoliko je veća vrednost kriterijuma. Najviši rang je 1. Ukoliko je vrednost kriterijuma dve ili više akcija jednaka, veću vrednost ranga imaju akcije sa višim prvim kriterijumom (tržišnom kapitalizacijom), a ako je jednaka tržišna kapitalizacija, viši rang imaju akcije sa većim obimom prometa. Prosečan rang se računa prema sledećoj formuli:

$$AM_i = M1_i \cdot 0,55 + M2_i \cdot 0,15 + M3_i \cdot 0,15 + M4_i \cdot 0,15$$

gde je:

$M1, \dots, M4$  - rang pri kriterijumima 1,2,3,4

$i = 1, \dots, n$

$n$  - broj emitenata čijim se akcijama trgovalo u posmatranom periodu

Konačan rang akcija se dobija tako što se akcije poređaju po osnovu vrednosti prosečnog ranga, prema gore navedenoj formuli. Akcije se poređaju od 1 na više i na osnovu tog redosleda se biraju akcije koje ulaze u sastav indeksa BIRS, s tim što se izuzimaju akcije koje ne ispunjavaju opšte uslove da budu uvrštene u indeks. Za akcije uvrštene na berzansku kotaciju ne uzima se u obzir vrednost prosečnog ranga već one po automatizmu ulaze u sastav BIRS indeksa. BIRS se izračunava po formuli:

$$BIRS = \frac{\sum_{i=1}^n p_{i,t} \cdot q_{i,R}}{\sum_{i=1}^n p_{i,0} \cdot q_{i,R}} \cdot 1.000 \cdot C_T$$

gde je:

$i = 1, \dots, n$

$n$  - broj emitenata uvrštenih u BIRS indeks (11)

$t$  - dan trgovanja

$R$  - dan formiranja ili revizije indeksa

$T$  - trenutak pre početka kalkulacije indeksa po novom sastavu

- trenutna cena akcije emitenta  $i$  na dan  $t$

$p_{i,0}$  - bazna cena akcije emitenta  $i$  (cena na dan formiranja indeksa)

- prilagođeni broj akcija emitenta  $i$ ; pri računanju tržišne kapitalizacije uzima se prilagođeni broj akcija zbog prilagođavanja učešća akcija u sastavu BIRS-a
- korekcionni faktor za osiguranje kontinuiteta indeksa

Od 01. 05. 2004. godine u sastav BIRS indeksa uvrštene su akcije 11 emitenata.<sup>8</sup>

U FIRS indeks mogu biti uvrštene akcije investicionih fondova u skladu sa uslovima za uvrštenje akcija u FIRS indeks. Broj investicionih fondova čije akcije ulaze u sastav FIRS indeksa zavisi od broja investicionih fondova čije

<sup>8</sup> O BIRS indeksu detaljnije videti: *Metodologija za formiranje, računanje i reviziju Berzanskog Indeksa Republike Srpske.*

## FINANSIJE

su akcije uvrštene na berzansku kotaciju i ispunjenja uslova za uvrštenje akcija u FIRS indeks.

Uslovi za uvrštenje akcija u sastav FIRS indeksa su sledeći:

- da su akcije investicionog fonda uvrštene na berzansku kotaciju najkraće 6 meseci
- da postoji tržišna cena akcija investicionog fonda najmanje mesec dana pre uvrštenja akcija fonda u FIRS indeks

FIRS se izračunava po formuli:

gde je:

$$FIRS = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t} \cdot Q_{i,R}}{\sum_{i=1}^n P_{i,0} \cdot Q_{i,R}} \cdot 1.000 \cdot C_T$$

$i=1, \dots, n$

$n$  - broj investicionih fondova čije su akcije uvrštene u FIRS indeks

$t$  - dan trgovanja

$R$  - dan formiranja ili revizije indeksa

$T$  - trenutak pre početka kalkulacije indeksa po novom sastavu

- trenutna cena akcije investicionog fonda  $i$  na dan  $t$
- bazna cena akcije investicionog fonda  $i$  (cena na dan formiranja indeksa)
- broj akcija investicionog fonda  $i$
- korekcionni faktor za osiguranje kontinuiteta indeksa

Od 01. 08. 2004. godine u sastav FIRS indeksa uvrštene su akcije 13 privatizacionih investicionih fondova.<sup>9</sup>

**Tabela 1.4: Sastav FIRS i BIRS indeksa u skladu sa navedenim kriterijumima**

Redni broj	FIRS			BIRS	
	Oznaka	Akcije	Učešće	Akcije	Učešće
1	BLBP-R-A	BLB PROFIT	6,27%	TLKM-R-A	20,000%
2	BLKP-R-A	BALKAN INVESTMENT	3,20%	RFUM-R-A	20,000%
3	BRSP-R-A	BORS INVEST FOND	3,88%	BLPV-R-A	20,000%
4	EINP-R-A	EUROINVESTMENT FOND	2,72%	VBBB-R-A	8,526%
5	EKVP-R-A	AKTIVA INVEST FOND	3,30%	NOVB-R-A	7,948%
6	INVP-R-A	INVEST NOVA FOND	10,65%	HPAL-R-A	6,892%
7	JHKP-R-A	JAHORINA KONSEKO INVEST	4,10%	TRPD-R-A	6,457%
8	KRIP-R-A	KRISTAL INVEST	12,17%	BOKS-R-A	3,911%
9	PLRP-R-A	POLARA INVEST FOND	5,71%	TRZN-R-A	2,279%
10	PRVP-R-A	PRIVREDNIK	2,61%	ALPR-R-A	1,995%
11	VBIP-R-A	VB FOND	5,12%	VLPB-R-A	1,991%
12	VIBP-R-A	VIB FOND	6,07%		
13	ZPTP-R-A	ZEPTER FOND	34,21%		
	Ukupno		100,00%	Ukupno	100,000%

Izvor: Metodologija za formiranje, računanje i reviziju Indeksa investicionih fondova Republike Srpske i Metodologija za formiranje, računanje i reviziju Berzanskog indeksa Republike Srpske.

<sup>9</sup> O FIRS indeksu detaljnije videti: *Metodologija za formiranje, računanje i reviziju Indeksa investicionih fondova Republike Srpske.*

**Tabela 1.5: Podaci o prometu na Banjalučkoj berzi u 2002, 2003. i 2004. godini**

Godina	Promet (u KM)	Tržišna kapitalizacija (u KM)	Broj transakcija
2002.	6.374.860	Nema podatka	8.342
2003.	72.528.704	871.580.009	20.240
2004.	100.806.620	1.601.032.372	86.374

Izvor: www.blberza.com

## **2. AKTIVNOSTI U PROCESU AFIRMACIJE TRŽIŠTA OBVEZNICA U BIH**

Na osnovu dosadašnjih izlaganja u ovom delu rada možemo videti da se na Sarajevskoj i Banjalučkoj berzi gotovo isključivo trguje akcijama. Da bi tržište kapitala u Bosni i Hercegovini bilo upotpunjeno, neophodno je izgraditi i afirmisati onaj segment tržišta na kojem će trgovina obveznicama dominirati.

Koristi od razvijenog tržišta obveznica su brojne. Tako, razvijeno tržište državnih obveznica omogućava promet instrumentima državnog duga, kreiranje benchmark tržišne krive prinosa i podržavanje razvoja infrastrukture tržišta kapitala, dok razvijeno tržište nedržavnih obveznica doprinosi stvaranju uravnotežene domaće finansijske arhitekture i proširivanju spektra investicionih mogućnosti.

Bosna i Hercegovina je 1995. godine izašla iz rata osiromašena, opustošena, pravno, politički i ekonomski uništena. U ratnim i neposredno poratnim godinama u BiH se uglavnom živelo od strane pomoći, donacija i kredita. Kako vreme odmiče, ovi izvori sredstava lagano presušuju jer se pažnja svetske javnosti premešta na

nova krizna i problematična područja u svetu. Stoga, krajnje je vreme da BiH stane na svoje noge preduzimanjem aktivnosti u pravcu izgradnje povoljnog ambijenta za domaće i strane ulagače. Izgradnja tržišta obveznica je, svakako, korak napred u ostvarivanju tog cilja.

Jedina aktivnost u procesu afirmacije tržišta obveznica koju je BiH okončala je stvaranje monetarne stabilnosti. Temelj monetarne stabilnosti i monetarnog jedinstva u BiH je postavljen Opštim okvirnim sporazumom za mir u Bosni i Hercegovini koji je parafiran 21. novembra 1995. godine u Dejtonu (SAD), a potpisan 14. decembra 1995. godine u Parizu. Ovaj sporazum je osnova za uspostavljanje Centralne banke Bosne i Hercegovine. Naime, „aneksom IV ovog sporazuma potvrđeni su Ustavni aranžmani Bosne i Hercegovine, kojim je definisano da je Centralna banka jedina ovlašćena institucija za izdavanje valute i monetarnu politiku na celom području Bosne i Hercegovine“<sup>10</sup>. Centralna banka je utemeljena u skladu sa Zakonom o Centralnoj banci kojeg je Parlament Bosne i Hercegovine usvojio 20. juna 1997. godine i počela je sa radom 11.

<sup>10</sup> Dušanić, J.B. [2002]. str. 199.

avgusta 1997. godine. Nakon početka rada Centralne banke Bosne i Hercegovine, Narodna banka Republike Srpske i Narodna banka Bosne i Hercegovine prestale su da rade kao centralne banke. Tako je monetarni sistem u BiH, koji je do tada bio podeljen, integrisan.

Zakonom o Centralnoj banci utvrđeno je da ona izdaje domaću valutu (konvertibilnu marku – KM) po principu currency boarda, tj. po fiksnom kursu od 1 KM za 1 DEM. KM može slobodno da se zameni za DEM u odnosu 1:1. Centralna banka može pustiti u opticaj KM samo ukoliko postoji 100% pokriće u konvertibilnim deviznim rezervama. Svaka novčanica KM se izdaje u dve verzije, odnosno oba entiteta (RS i FBiH) imaju svoju verziju novčanice. Međutim, obe verzije novčanica su ravnopravne kao zakonsko sredstvo plaćanja i koriste se na celoj teritoriji BiH. Zajednička obeležja dveju verzija novčanica su dizajn, boja, apoeni novčanica i njihova konvertibilnost. Jedina razlika je u liku na prednjoj strani novčanice i slikama na poleđini.

Stvaranjem jedinstvene valute većine zemalja članica Evropske unije, evra, KM je povezana sa evro-m preko nemačke marke, jedne od glavnih valuta koje čine evro.

Mogućnost izdavanja valute isključivo uz 100% pokriće konvertibilnim deviznim rezervama znači apsolutno odsustvo inflatornog finansiranja budžetskog deficita i regulisanja deviznog kursa i privrednih kretanja

ekspanzivnom monetarnom politikom. Stoga, stopa inflacije u BiH je neznatna. Ambijent sa minimalnim inflatornim rizikom stimulatивно deluje na potencijalne investitore i izgradnju tržišta obveznica u BiH.

Aktivnosti koje u predstojećem periodu treba preduzeti u procesu izgradnje tržišta obveznica u BiH su:

- razvijanje tržišnog ambijenta
- povećanje efikasnosti tržišta novca
- stvaranje političke stabilnosti
- stimulisanje štednje
- reforma poreskog sistema
- reforma sistema penzijskog osiguranja
- izgradnja jedinstvenog pravnosistemskeg okvira
- uspešno okončanje vlasničke transformacije
- izgradnja organizovanog tržišta obveznica (berze)
- uvažavanje osnovnih etičkih principa u finansijskom poslovanju

Efikasnost tržišta kapitala, pa samim tim i tržišta obveznica, „zavisi od razvijenosti tržišnog ambijenta uopšte i otvorenosti tržišta (tržišta roba, tržišta rada, deviznog tržišta, novčanog tržišta), jer tržište kapitala uspešno može da ostvaruje svoje funkcije samo u jednom opšte razvijenom i otvorenom tržišnom ambijentu.“<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Mikerevic, D. [1997]. str. 78.



Efikasno tržište novca omogućava lakše pribavljanje potrebnih likvidnih sredstava za finansiranje tekućih potreba, tako da imaoći kapitala isti mogu dugoročno da ulože. U protivnom, ako se potrebna likvidna sredstva ne mogu obezbediti na tržištu novca, imaoći kapitala će biti prinuđeni da koriste kapital za tekuće potrebe i da tako održavaju likvidnost.

Investitori su veoma osetljivi na političku neizvesnost. U zemljama sa izraženom unutrašnjom nestabilnošću, pograničnim problemima sa susednim državama, kao i u zemljama involviranim u ratne sukobe ne postoje ni elementarni uslovi za uspešno uspostavljanje tržišta obveznica i za investiranje u dugoročne dužničke hartije od vrednosti. Ako tržište i postoji, trgovačke aktivnosti i cene hartija od vrednosti su vrlo često u stalnom opadanju, što neretko prouzrokuje berzanske krahove. „Politički lomovi skoro uvek utiču i na ekonomske aktivnosti jer kompanije odlažu planirane investicije i tako smanjuju svoje razvojne mogućnosti. Nasuprot tome, brzi ekonomski razvoj uspostavlja i učvršćuje poverenje između investitora i preduzetnika i stvara nova tržišta, dajući kompanijama snažne podsticaje za širenje svojih poslova.“<sup>12</sup> Naravno, ovim kompanijama je potreban dodatni kapital za finansiranje novih poslova i one taj kapital mogu, između ostalog, pribaviti na tržištu obveznica i tako

doprineti njegovom intenzivnijem poslovanju i razvoju.

Osnovni faktor izgradnje tržišta obveznica u BiH je kapital koji može biti generisan isključivo stimulisanjem štednje. Domaća štednja u BiH je zbog spleta poznatih okolnosti jako niska (1,6% GDP-a). Generalno, ona predstavlja osnovu domaćih investicija koje su, zasigurno, najbolja stavka potrošnje u okviru GDP-a jedne zemlje, pa tako i BiH, zbog multiplikativnih efekata na porast proizvodnje i zaposlenosti. Iako je domaća štednja jedva pozitivna, značajan deo te štednje i građani i privredni subjekti drže u rudimentarno-konzervativnom obliku („slamarica“) ili je plasiran u strane banke, osiguravajuća društva, investicione fondove i druge finansijske institucije, tako da sa aspekta kapitala i funkcionisanja tržišta kapitala, pa samim tim i tržišta obveznica, ima sekundarni značaj i važnost. Da štednja ne bi imala sekundarni značaj za tržište obveznica u BiH, neophodno je preduzeti aktivnosti kojima će se ona „izvući na svetlost dana“ i poprimiti primarni značaj. Jedan način preusmeravanja štednje na domaće finansijsko tržište je razvijanjem instrumenata štednje, pre svega, hartija od vrednosti. Razvijena finansijska tržišta svakodnevno rade na inoviranju ponude finansijskih instrumenata. Preporuka za BiH bi mogla biti preuzimanje gotovih rešenja od razvijenih finansijskih tržišta u pogledu finansijskih instrumenata sa ciljem uštede vremena i ubrzavanja procesa izgradnje tržišta obveznica. Drugi način

---

<sup>12</sup> Ekonomski fakultet Podgorica i Direkcija za privatizaciju i razvoj Republike Srpske, [1998]. str. 104.

preusmeravanja štednje na domaće finansijsko tržište, koji nije suprotan prvom, već je sa njim komplementaran, podrazumeva vraćanje izgubljenog poverenja stanovništva u domaći bankarski sistem. Opštepoznati problem stare devizne štednje, distribucija štednje u skladu sa neekonomskim principima, loše upravljanje bankama, dominantan uticaj države na poslovanje banaka su samo neki uzroci gubitka poverenja stanovništva u domaći bankarski sistem. Činjenica je da će duhovi prošlosti još dugo ometati proces izgradnje poverenja stanovništva u domaći bankarski sistem, ali reforma celokupnog bankarskog sistema BiH bi trebalo da da očekivane rezultate.

Reforma bankarskog sistema u BiH je započela neznatno po okončanju ratnih sukoba uspostavljanjem Centralne banke BiH i jedinstvenog monetarnog sistema kao i prenošenjem funkcije platnog prometa na poslovne banke. Sledeći korak u stvaranju jedinstvenog bankarskog sistema je formiranje Agencije za bankarstvo i Agencije za osiguranje depozita na državnom nivou i ukidanje entitetskih agencija sa ciljem integrisanja funkcije regulacije i nadzora nad bankama na državnom nivou. Deljenje države na entitete je impliciralo podvajanje pravnog sistema. Tako, svaki entitet je različito pravno regulisao poslovanje banaka. Formiranje jedinstvenog pravnog okvira za bankarski sistem u BiH će ukloniti međuentitetsku konkurenciju na području bankarske industrije i podići kvalitet bankarskog poslovanja na viši

nivo. Pravni propisi moraju precizno, jasno i potpuno da definišu prava, obaveze i odgovornosti regulatornih institucija, upravljačke strukture, zaposlenih i klijenata banaka kako bi odgovornost za svaku nepravilnost bila identifikovana i otklonjena.

Bosna i Hercegovina, kao i druge tranzicijske zemlje, mora izvršiti potpunu vlasničku transformaciju i restrukturiranje banaka jer samo finansijski zdrava banka može da zadrži stare i privuče nove deponente, tj. vlasnike viškova likvidnih sredstava. Praksa u zemljama sa razvijenim finansijskim sistemom je da se restrukturiranje banaka vrši prodajom ili preuzimanjem problematične banke od strane zdrave banke. Ovakav način restrukturiranja banaka nosi sa sobom najmanje nepovoljnih posledica po stabilnost bankarskog sistema. S obzirom na to da BiH ima mnogo više problematičnih banaka nego zdravih i da je evidentna hronična finansijska oskudica, država će morati da da puni doprinos i da ponese ogromni teret u procesu restrukturiranja banaka. Kreditna sposobnost banaka je dosta ojačana do sada izvršenom privatizacijom banaka i dolaskom stranih banaka u BiH, ali je potrebno i dalje raditi na razvijanju njihove kreditne sposobnosti.

U razvijenim finansijskim sistemima je odavno izvršen proces deregulacije, internacionalizacije i sekjuritizacije u okviru finansijskog sektora. Restrukturiranjem banaka treba kreirati takve banke (finansijske supermarkete) koje će se baviti ne samo depozitnim i

štedno-kreditnim poslovima nego i poslovima posredovanja, investicionog bankarstva, finansijskog konsaltinga, elektronskog bankarstva i sl., banke čije će poslovanje biti internacionalizovano i koje će uzeti značajno učešće na domaćem i na međunarodnom finansijskom tržištu i kao investitor i kao emitent hartija od vrednosti. Takve banke će izazovima konkurencije moći da odgovore jedino angažovanjem profesionalnog osoblja i uvažavanjem ekonomskih i finansijskih principa poslovanja.

„Oskudica kapitala uslovlila je nje-govu dostupnost samo državi i državnim „miljenicima“, dok je za ostale učesnike, bez obzira na kvalitet projekta, on nedostupan. Jednostavnije rečeno, taj kapital se i ne pojavljuje na tržištu, pa se tako ne može govoriti o bilo kakvoj transparentnosti tržišta.“<sup>13</sup> Ovakva situacija je do sada bila moguća. Međutim, kada konkurencija na bankarskom tržištu uzme maha, banke koje imaju kvalitetnu, nediskriminatornu, finansijski zasnovanu i u praksi oživotvorenu kreditnu politiku će opstati; u suprotnom, u vrtlogu konkurencije će, zasigurno, pasti na dno i nestati.

„Sadašnje stanje se odlikuje mekim budžetskim ograničenjem gde deponenti slobodno raspolažu svojim depozitima i u uslovima nelikvidnosti banaka, gde se samo povećava „minusni saldo“. Ovakvo stanje kratkoročno olakšava situaciju, ali dugoročno će

imati teške posledice jer ne motiviše menadžment u bankama, a ni u preduzećima na racionalno i efikasno poslovanje, što nas još više udaljava od transformacije i ozdravljenja banaka i preduzeća.“<sup>14</sup> Stoga, finansijski sistem treba da se odlikuje tvrdim, a ne mekim budžetskim ograničenjem. Naime, mora se obezbediti takav odnos gde će deponent banke u slučaju nelikvidnosti banke i sam postati nelikvidan, što će ga sprečiti da raspolaže depozitom, a to će pojačati konkurenciju među bankama.

Donošenje i primena odluka o minimalnim standardima aktivnosti banaka na sprečavanju pranja novca i finansijskog terorizma sa ciljem očuvanja systemske sigurnosti bankarskog sektora predstavlja novinu i izazov za institucije supervizije u BiH. Sprečavanje kriminalnih radnji u BiH bankarstvu je moguće kroz sistem zaštite organa supervizije kako bi mogli efikasnije delovati u okvirima svojih ovlašćenja i visoko vrednovanje njihovog rada.

Država se na tržištu obveznica javlja u ulozi investitora, korisnika kapitala, regulatora i kontrolora i revizora. Ocena dosadašnje uloge države kao investitora nije zadovoljavajuća iz dva razloga. Prvo, kao investitor, država je ulagala u firme koje nisu imale perspektivu vođena željom da stvori ravnomerni razvoj i socijalni mir, a ne tržišnom logikom o optimalnoj alokaciji kapitala. Na taj način je kvalitetne i tržišno

---

<sup>13</sup> Baltić, S.M. [1998]. str. 22-23.

<sup>14</sup> Mikerević, D. str. 100.

konkurentne projekte ostavljala bez finansijske podrške i dovodila ih u neravnopravan položaj u odnosu na projekte ostalih državi „dragih“ učesnika na tržištu kapitala. Davanjem isključivo ekonomske konotacije investicionoj politici, a rešavanjem socijalnih problema kvalitetnim socijalnim programima, država može otkloniti grešku koju je do sada činila. Drugo, paralelni poreski sistemi i visok stepen evazije poreza su konstantno smanjivali finansijski potencijal države. Glavni razlog visokog stepena evazije poreza u BiH je veliko učešće sive ekonomije koje prema procenama iznosi 40-60% zvaničnog GDP-a. Rešenje ovog problema je reforma poreskog sistema u BiH. Značajan korak u tom pravcu je već učinjen uvođenjem PDV-a početkom 2006. godine. Osnovna obeležja novouvedenog sistema oporezivanja potrošnje su:

- „ubiranje poreza se vrši u svakoj oporezovanoj fazi prometa
- teret poreza na promet snosi krajnji korisnik oporezovanog proizvoda i usluge
- poreski obveznik je različit od poreskog platioca
- porezom na dodatu vrednost je oporezovana svaka faza prometnog ciklusa, ali se oporezuje samo dodata vrednost u svakoj prometnoj fazi
- tehnika plaćanja je tako postavljena da je potrebno da se porez iskaže na računu da bi se koristila odbitna stavka

- ugrađuje se mehanizam lančane kontrole da li je prethodnik zaista platio dužni iznos poreza
- prodavac i kupac robe i korisnik usluge su zainteresovani da PDV bude tačno obračunat
- na ovaj način se umanjuje i otežava mogućnost poreske evazije<sup>15</sup>

Pre uvođenja PDV-a, u bosansko-hercegovačkoj političkoj i stručnoj javnosti je bilo dosta sporenja o tome da li uvesti ili ne sistem PDV-a. Glavni argumenti za prelazak na PDV su bili:

- teže se zakonski i nezakonski izbegava
- niži su troškovi ubiranja poreza
- više odgovara složenoj strukturi državne zajednice kakva je BiH i razvoju fiskalnog federalizma
- podstiče uspostavljanje jedinstvenog ekonomskog prostora i primenu mera makroekonomske politike
- eliminiše dvostruko oporezivanje
- uspostavlja pravilniji oblik raspodele dohotka
- uspostavlja efikasniji sistem poreske uprave
- podstiče razvoj računovodstvene prakse

Finansijski udar na ionako nizak životni standard koji je učinjen uvođenjem PDV-a je cena budućeg napretka i prosperiteta i mogućnosti

---

<sup>15</sup> Kešetović, I. [2004]. str. 92-93.

ulaska u Evropsku uniju koju građani BiH moraju platiti.

Jedinstvena stopa PDV-a u BiH iznosi 17%. BiH je odlučila da uvede jedinstvenu stopu jer uvođenje više stopa komplikuje i poskupljuje poresku administraciju, dovodi do mogućnosti poreske evazije, iskrivljuje sklonost potrošnji i smanjuje poreske prihode.

Sledeći izazov za BiH u okviru reforme poreskog sistema je uvođenje poreza na sintetički dohodak. Uvođenjem sintetičkog poreza na dohodak dobili bi se početni elementi za razvoj novog poreskog oblika koji je prihvaćen u svim savremenim ekonomijama. Uvođenje sintetičkog poreza na dohodak je limitirano socio-ekonomskom strukturom u BiH. Naime, prag siromaštva koji je neprelazan za preko 30% stanovništva, koji ne mogu obezbediti egzistencijalni minimum, objektivno predstavlja limit razvoja poreza na dohodak.

„Sistem penzijskog osiguranja u Bosni i Hercegovini već duži niz godina suočen je sa konstantnim problemom nedostatka finansijskih sredstava za isplatu tekućih penzija. Jedan od ključnih razloga postojanja ovog jaza je u naplati doprinosa (zbog visokog učešća sive ekonomije), izraženom trendu rasta broja penzionera i nepovoljnom odnosu broja zaposlenih i broja penzionera.“<sup>16</sup>

Sistem penzijskog osiguranja u BiH je sistem međugeneracijske solidarnosti, tzv. PAYG (pay as you go) sis-

tem, koji se temelji na principu isplate tekućih penzija iz doprinosa trenutnih zaposlenika, tj. na principu distribucije. Ovaj sistem je nastao u toku XIX veka, u vreme prosperiteta i pune zaposlenosti, kada je pokazivao veliku finansijsku izdašnost. Međutim, postojeći sistem penzijskog osiguranja u izmenjenom BiH okruženju (sve zemlje u BiH okruženju su izvršile ili su u fazi izvršenja reforme sistema penzijskog osiguranja) postaje neodrživ pa se javlja potreba za njegovom reformom. Ključni kriterijum u kreiranju novog penzijskog sistema je njegova fiskalna održivost na dugi rok. Dugoročnu fiskalnu održivost penzijskog sistema u BiH je moguće postići baziranjem sistema penzijskog osiguranja na principu kapitalizacije. Penzioni fondovi zasnovani na principu kapitalizacije mobilisu uštede zaposlenih u toku njihovog radnog perioda i investiraju mobilisane uštede na finansijskom tržištu sa ciljem obezbeđivanja stabilnog finansiranja njihovih budućih penzija iz ostvarenog prinosa od investiranja. Takvi penzioni fondovi vrše ne samo funkciju osiguranja nego i funkciju štednje doprinoseći ekonomskom razvoju zemlje i razvoju tržišta kapitala i tržišta obveznica kao njegovog integralnog dela.

Strategija razvoja BiH koja se odnosi na period do 2007. godine ne obuhvata reformu penzionog sistema, tako da bi aktivnosti na ovom području mogle početi nakon 2007. godine. Očekivani negativni efekti reforme penzionog sistema u BiH su izrazito

---

<sup>16</sup> Kešetović, I. [2004]. str. 51.

visoki tranzicijski troškovi i socijalne napetosti, a očekivani pozitivni efekti ove reforme su: porast štednje i ulaganja, smanjenje sive ekonomije i evazije poreza, povećanje potražnje za svim oblicima finansijskih instrumenata, razvoj tržišta kapitala i finansijska stabilnost države. Temeljne pretpostavke za uspešno sprovođenje reforme penzionog sistema u BiH su postojanje ekonomske i političke stabilnosti, postojanje snažne političke volje za sprovođenje reforme, uspostavljanje zakonske regulative tako da ne ostane prostora za špekulacije i pridobijanje poverenja javnosti.

Ratni sukobi na prostoru BiH su proizveli poremećeni sistem vrednosti i pad nivoa morala. Ovakav ambijent destimulativno deluje na odricanje od tekuće potrošnje u korist buduće, tj. na štednju, investicije i razvoj tržišta obveznica u BiH. Svaki investitor želi da bude zaštićen od bilo kakvih prevara, manipulacija, zloupotreba, špekulacija. Jasno, precizna i potpuna pravna regulativa koja nije samo mrtvo slovo na papiru već se u potpunosti sprovodi u praksi obezbeđuje adekvatni nivo zaštite investitora. Za razvoj tržišta obveznica u BiH su relevantni pravni propisi kojima se reguliše poslovanje preduzeća, banaka i drugih finansijskih institucija, emisija, plasman i trgovina hartijama od vrednosti, objavljivanje poslovnih informacija, kontrola interne trgovine, sastavljanje i revizija finansijsko-računovodstvenih izveštaja. BiH mora u što kraćem roku okončati započeti proces usvajanja i

usaglašavanja krovnih zakonskih rešenja sa principima i standardima Evropske unije kao i usvajanje i usaglašavanje zakonskih rešenja entiteta, kantona i distrikta Brčko sa krovnim zakonskim rešenjima sa ciljem stvaranja jedinstvenog pravnog prostora kao pretpostavke ekonomskog razvoja zemlje i razvoja tržišta kapitala.

Vlasnička transformacija nema direktan uticaj na afirmaciju tržišta obveznica u BiH budući da emisiju i plasman obveznica, kao i investiranje u obveznice, mogu vršiti svi subjekti nezavisno od njihove vlasničke strukture. Međutim, činjenica da samo privredni sistem koji je zasnovan na privatnoj svojini i slobodi preduzetništva može da obezbedi ekonomski razvoj, a ekonomski razvoj može da obezbedi afirmaciju tržišta obveznica u BiH, implicira zaključak da uspešno okončanje vlasničke transformacije indirektno utiče na afirmaciju tržišta obveznica u BiH. Koncept promene vlasničkih odnosa u SFRJ, a važio je i za BiH, je definisan 1989. godine kada su postavljeni temelji vlasničke transformacije na ovom prostoru. Rat od 1992-1995. godine je usporio ovaj proces, ali je nakon 1995. godine ponovo intenziviran. Svrha ovih promena je napuštanje ekonomski neefikasnog prenesenog institucionalnog poretka koji bi, i da nije bio rat, pokazao značajno zaostajanje u odnosu na razvijene tržišne sisteme. Saznanje da je privatna svojina oduvek bila okosnica i osnovna determinanta tih razvijenih privreda, tj. potvrđena

veza između privatne svojine i ekonomske efikasnosti čini pokretačku snagu vlasničke transformacije u BiH.

Jedno od pitanja koje se nameće kao nezaobilazno jeste brzina sprovođenja procesa vlasničke transformacije. Mogućnost spontanog i neopravdanog preliivanja društvenog kapitala u privatni i na toj osnovi neosnovano bogaćenje pojedinaca, između ostalih faktora, nametalo je potrebu ubrzane privatizacije, ističući i potrebu njene pravednosti.

Privatizacija preduzeća, banaka i osiguravajućih društava, budućih relevantnih učesnika na tržištu obveznica, u BiH se uz nadzor i koordinaciju Visokog predstavnika i uz dosta poteškoća ipak odvija uobičajenom dinamikom. Aktivno učešće u procesu privatizacije u BiH imaju privatizacioni investicioni fondovi čija je uloga prikupljanje vaučera od imalaca i plasman u akcije subjekata koji se privatizuju. Po okončanju procesa privatizacije, privatizacioni investicioni fondovi će biti transformisani u investicione fondove, tako da će tek tada u BiH biti institucionalizovani svi relevantni učesnici na tržištu obveznica iz reda institucionalnih investitora.

Generalno, za funkcionisanje tržišta obveznica relevantno je prisustvo investitora (vlasnika kapitala), preduzetnika (korisnika kapitala), finansijskih posrednika (banaka, penzionih fondova, investicionih fondova, osiguravajućih kompanija, berze i dr.) i države kao regulatora i kontrolora, ali i kao investitora i korisnika kapitala.

Stvaranjem povoljnog ambijenta vlasnici viškova kapitala će, kao racionalni investitori, biti motivisani i zainteresovani za oplodnju svog kapitala, tj. za ostvarivanje prinosa od investiranja. Dakle, na prostoru BiH ima mnogo preduzetnika koji u svom vlasništvu imaju preduzetničke ideje i nedostatak kapitala za realizaciju tih poslovnih ideja i poduhvata. Preduzetnici već sada imaju aktivno učešće na tržištu kapitala. Uloga države kao investitora, videli smo, će biti izražena nakon završetka reforme poreskog sistema i jačanja njene finansijske snage. Državni budžet iz godine u godinu beleži deficit. Razvijene zemlje sveta problem budžetskog deficita rešavaju emisijom instrumenata duga. Opštepoznati problem stare devizne štednje je uzdrmao poverenje stanovništva ne samo u domaći bankarski sistem već i u državu kao garanta svih vrsta uloga. Stoga, vraćanjem poverenja stanovništva u državu i njene institucije, BiH bi problem budžetskog deficita mogla rešavati uzimanjem aktivnog učešća na domaćem tržištu obveznica. Reforma bankarskog sistema, penzionog sistema i sistema osiguranja kao i okončanje vlasničke transformacije će proizvesti moderne i preduzetnički orijentisane finansijske posrednike (banke, penzione fondove, osiguravajuće kompanije i investicione fondove) koji će biti sposobni da mobilišu kapital iz suficitarnih sektora i distribuiraju ga deficitarnim sektorima dajući, na taj način, puni doprinos afirmaciji tržišta obveznica u BiH.

Generalno, berza je organizovani prostor na kome se prema strogim pravilima trguje hartijama od vrednosti. Berza se od ostalih finansijskih posrednika razlikuje po tome što u promet ne unosi nikakve svoje hartije od vrednosti niti, pak, ona sama kupuje i/ili prodaje hartije od vrednosti. Iz ranijih izlaganja znamo da u BiH postoje dve berze (Sarajevska i Banjalučka) na kojima je promet akcijama dominantan. Prema tome, potrebno je preduzeti aktivnosti na oživljavanju segmenta berze za trgovinu obveznicama, a kasnije možda i osamostaljivanju tog segmenta, tj. stvaranju berze obveznica u BiH. BiH će savremenu i razvijenu berzu obveznica imati tek kada okonča sve do sada navedene aktivnosti u procesu izgradnje tržišta obveznica na ovom prostoru. Razvijenost berze obveznica se meri ne samo ostvarenim prometom nego i razvijenošću ponude tržišnog materijala. Nema potrebe da BiH osmišljava nove vrste i oblike obveznica. Bilo bi efektivnije da raspoloživo vreme, tehničke kapacitete i ljudski i finansijski potencijal usmeri na rešavanje do sada nagomilanih problema i tako ubrza proces afirmacije tržišta obveznica na ovom prostoru.

Poslednja, ali nipošto manje važna, aktivnost u procesu izgradnje tržišta obveznica u BiH se odnosi na uvažavanje etičkih principa u finansijskom poslovanju. Korupcija, kriminal, mito i drugi oblici neetičkih radnji su bosanskohercegovačka svakodnevica. U BiH je nužno preduzeti opsežne

aktivnosti na edukaciji učesnika u finansijskom poslovanju o suštini i obavezi uvažavanja etičkih principa kao i na uspostavljanju stroge kaznene politike prema onima koji ih ne uvažavaju kako bi bosanskohercegovačko tržište bilo sigurno i atraktivno odredište kapitalu domaćih i stranih investitora.

„Od ogromnog broja ovih principa, kao osnovni i najvažniji smatraju se: princip međusobnog poverenja, princip obostrane koristi i interesa, princip dobrih namera, princip poslovnog kompromisa i tolerancije, princip etičke sanacije poslovnog promašaja, princip demonopolizacije svog položaja i princip konfliktnosti sopstvenih interesa.“<sup>17</sup>

„Princip međusobnog poverenja poslovnih partnera počiva na njihovoj ravnopravnosti, pri čemu se polazi od uslova koji su obostrano korisni, isplativi i prihvatljivi.“<sup>18</sup> Trgovanje hartijama od vrednosti se temelji na međusobnom poverenju učesnika u trgovini jer podrazumeva zaključivanje poslova često izuzetno velike vrednosti putem telefona ili putem Interneta. Zato, za ovakav oblik trgovanja se kaže da je poslovno uspešan ukoliko među učesnicima postoji visok stepen međusobnog poverenja.

Princip obostrane koristi i interesa je, u stvari, samo nadgradnja prethodnog principa. On se izražava,

---

<sup>17</sup> Ristić, Ž. [2000]. str. 32-33.

<sup>18</sup> Vunjak, N. M. Kovačević, Lj.D. [2002]. str. 373.



pre svega, u činjenici da nijedan od partnera ne sme imati osećaj prevarenog ili izigranog partnera. Naime, kupac se ne sme osećati opljačkanim, a prodavac prevarenim.

Princip dobrih namera podrazumeva da jedan učesnik na finansijskom tržištu nastupi prema drugom učesniku dobronamerno. Dakle, on ne sme imati nameru da svog partnera prevvari, izigra, pokrade, ošteti ili postupi na bilo koji drugi nemoralan način na koji ne bi želeo ni da se prema njemu postupa. Ovaj princip je veoma važan za funkcionisanje finansijskog tržišta jer se na njemu trguje materijalom koji kupac ne može da doživi svim svojim čulima pa sud o tome šta kupuje mora biti zasnovan i zavisn od principa dobrih namera prodavca i obrnuto.

Na finansijskom tržištu, kupac je zainteresovan da određeni tržišni materijal kupi što jeftinije, a prodavac da proda što skuplje. Uspešno usaglašavanje suprotnih interesa kupca i prodavca je moguće samo uz uvažavanje principa poslovnog kompromisa i poslovne tolerancije.

Princip etičke sanacije poslovnog promašaja podrazumeva spremnost partnera u poslu da učinjenu grešku ili poslovni promašaj prihvati kao rezultat svog rada i svojih umnih i poslovnih mogućnosti. Priznanje učinjene greške je korak napred u izgradnji dobrih poslovnih odnosa zasnovanih na prethodno razmatranim etičkim principima.

Svi učesnici na finansijskom tržištu moraju imati ravnopravan

položaj. Dominacija jednog ili malog broja učesnika proizvodi nelojalnu konkurenciju na finansijskom tržištu i trgovanje uz nevažavanje osnovnih etičkih principa. Stoga, prisustvo principa demonopolizacije svog položaja na finansijskom tržištu je uslov slobodne konkurencije i prosperiteta istog.

Princip konfliktnosti sopstvenih interesa podrazumeva nemogućnost spajanja zajedničkih sa ličnim interesima uz istovremeno korišćenje istih etičkih normi i vrednosti. Pošto lični interesi jednog partnera ugrožavaju zajedničke interese dvaju partnera, etički principi daju zeleno svetlo zajedničkim interesima partnera.

Kao što smo videli, BiH je učinila početne korake ka sprovođenju većine aktivnosti u procesu izgradnje tržišta obveznica. U narednom periodu, pred njom (BiH) stoji zadatak da započete aktivnosti uspešno okonča i neophodne nezapočete aktivnosti što pre započne i u što kraćem roku okonča kako bi za objektivno potrebno vreme imala razvijeno tržište obveznica.

### ZAKLJUČAK

Na postojećem tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini – Banjalučka i Sarajevska berza – dominira trgovina akcijama, dok trgovina obveznicama nije razvijena. Dakle, neophodno je učiniti opsežne aktivnosti na afirmaciji tržišta obveznica na ovom prostoru. Bosna i Hercegovina je učinila početne korake ka sprovođenju većine

aktivnosti u procesu izgradnje tržišta obveznica. U narednom periodu, pred njom (Bosnom i Hercegovinom) stoji zadatak da započete aktivnosti uspešno okonča i neophodne nezapočete aktivnosti što pre započne i u što kraćem roku okonča kako bi za objektivno potrebno vreme imala razvijeno tržište obveznica.

### LITERATURA

1. Baltić, S. M. [1998]. *Emisija i plasman hartija od vrijednosti*, Ekonomski fakultet, Podgorica
2. Choudhry, M. [2005]. *The Fixed Income Securities and Derivatives Handbook: Analysis and Valuation*, Bloomberg Press, Princeton
3. Dušanić, J. B. [2002]. *Novac, kredit i banke*, Consseco institut, Beograd-Srpsko Sarajevo
4. Fabozzi, J. F. [2005]. *The Handbook of Fixed Income Securities*, McGraw Hill, New York
5. Grupa autora, [1998]. *Koncepcijske osnove uspostavljanja i izgradnje tržišta kapitala u Republici Srpskoj*, Ekonomski fakultet Podgorica i Direkcija za privatizaciju i razvoj Republike Srpske, Podgorica-Bijeljina
6. Kešetović, I. [2004]. *Reforme finansijskog sistema*, Privredna štampa d.d., Sarajevo
7. Livingston, M. [2005]. *Bonds and Bond Derivatives*, Blackwell, UK
8. Mikerević, D. [1997]. *Upravljanje finansijama preduzeća u tranziciji*, Ekonomski fakultet, Banja Luka
9. Park, D. Park, Y.C. [2004]. *Toward Developing Bond Markets in East Asia*, Asian Economic Papers, maj 2004. p. 183-209.
10. Ristić, Ž. [2000]. *Novo evropsko berzansko pravo*, Centar za unapređenje pravnih studija, Beograd
11. Strumeyer, G. [2005]. *Investing in Fixed Income Securities: Understanding the Bond Market*, John Wiley & Sons Inc, New Jersey
12. Vunjak, N. M. Kovačević, Lj.D. [2002]. *Poslovno bankarstvo*. Proleter, Bečej i Milen, Subotica
13. [www.blberza.com](http://www.blberza.com)
14. [www.sase.ba](http://www.sase.ba)

**SVETSKI OECD FORUM O OPOREZIVANJU  
– 11-GODIŠNJI MEĐUNARODNI PORESKI SASTANAK O  
PORESKIM UGOVORIMA<sup>1</sup>  
Pariz, 28 – 29. septembar 2006.**

*OECD GLOBAL FORUM ON TAXATION – 11th ANNUAL INTERNATIONAL TAXATION MEETING ON TAX TREATIES<sup>2</sup>  
Paris, 28 to 29 September, 2006*

**Mr Dejan DABETIĆ  
Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd**

Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) organizovala je u Parizu, 28. i 29. septembra 2006. godine, redovan, jedanaesti, godišnji međunarodni sastanak o ugovorima o izbegavanju međunarodnog dvostrukog oporezivanja («OECD Global Forum on Taxation - 11<sup>th</sup> Annual International Taxation Meeting on Tax Treaties) na kome su, po preporuci Sekretarijata OECD-a, učestvovali šefovi pregovaračkih timova za ugovore o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, kako iz zemalja članica OECD-a, tako i iz zemalja nečlanica.

Pre globalnog foruma, 27. septembra 2006. godine, takođe u OECD-u, održan je preliminarni sastanak predstavnika OECD-a i eksperata iz zemalja nečlanica.

Na ovim sastancima, po zvaničnoj evidenciji Sekretarijata OECD-a, pored zvaničnika iz OECD-a, prisustvovali su

i eksperti (263) iz 92 zemlje, Komisije Evropske unije, kao i samostalni naučni radnici iz Velike Britanije i Holandije.

Na oba skupa, Republiku Srbiju je predstavljao mr Dejan Dabetić, viši savetnik, rukovodilac Grupe za uporedno poresko pravo, poreski postupak i poresku administraciju i izbegavanje dvostrukog oporezivanja u Sektoru za fiskalni sistem u Ministarstvu finansija.

Glavni cilj sastanka bio je omogućavanje sticanja praktičnih iskustava u pregovaranju pri radu na ugovorima o izbegavanju međunarodnog dvostrukog oporezivanja, kao i razumevanje nekih od problema koji se tom prilikom najčešće pojavljuju.

Posebno se ukazuje, da je jedna od glavnih tema o kojoj se raspravljalo na ovogodišnjem sastanku bila praktična i korektna primena svih odredaba Modela ugovora OECD, što podrazumeva koordiniranu međunarodnu saradnju u borbi protiv zloupotrebe ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, odnosno borbu protiv

---

<sup>1</sup> Ugovorima o izbegavanju dvostrukog oporezivanja

<sup>2</sup> Double Tax Conventions

međunarodne utaje poreza. Po mišljenju organizatora, navedeno pitanje je od izuzetne važnosti za zauzimanje jedinstvenih stavova na međunarodnom planu kada je u pitanju oporezivanja poslovnih transakcija u inostranstvu.

Organizator je, pored plenarnih sednica, predvideo i četiri tematske panel diskusije koje su se odnosile na slučajeve iz prakse - pripremljene od strane Sekretarijata OECD. U skladu sa iskustvom sa ranijih sličnih susreta, svoje stavove su pojedinačno izlagali predstavnici zemalja koje su za to pokazale interesovanje.

Detaljno su razmatrana sledeća pitanja:

- najnoviji stavovi OECD-a po pitanju razmene obaveštenja (međunarodno-pravnoj pomoći) u poreskoj materiji (plenarna sednica);
- postupak zajedničkog dogovaranja između država ugovornica, u situaciji kada poreski obveznik smatra da jedna ili druga država ugovornica korektno ne tumači ili ne primenjuje ugovor (plenarna sednica);
- najnoviji stavovi OECD-a u vezi sa definicijom stvarnog vlasnika dividendi, kamata ili autorskih naknada, kao uslova za oporezivanje beneficiranom stopom poreza po odbitku (plenarna sednica);
- zloupotreba ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja (panel diskusija);

- odnos između ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja i domaćeg zakonodavstva u situaciji kada poreski obveznik primenom odredaba ugovora može da izvrši utaju poreza (panel diskusija);
- preplitanje dividendi i kapitalnog dobitka, kao moguća varijanta za utaju poreza – *dividend stripping and capital gains avoidance* (panel diskusija);
- primena (u dobroj meri) ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja (panel diskusija).

Završna plenarna sednica imala je za temu razmatranje određenih presuda posebnih sudova nadležnih za sporove iz poreske materije (materije izbegavanja međunarodnog dvostrukog oporezivanja) koji postoje u mnogim zemljama (ali ne i u Republici Srbiji) i koje imaju neposredan uticaj na primenu međunarodnih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja (iskustva Kanade, Nemačke i Novog Zelanda).

U kratkom obraćanju učesnicima, uoči i tokom plenarnog zasedanja, predstavnik Republike Srbije je zahvalio organizatorima na pozivu za učešće, uz nadu da će se obostrana saradnja nastaviti i ubuduće, odnosno da će predstavnici Republike Srbije, i dalje, biti u mogućnosti da kontinuirano prate rad na planu izbegavanja međunarodnog dvostrukog oporezivanja, što će posebno biti korisno prilikom pregovora sa drugim zemljama.

Na panel diskusiji o Preplitanju dividendi i kapitalnog dobitka, kao mogućnosti za utaju poreza, Sekretarijat OECD je predstavniku Republike Srbije, dodelio ulogu izvestioca-medijatora na unapred zadatu temu, što predstavlja priznanje za Republiku Srbiju<sup>3</sup>, s obzirom da Republika Srbija nije član OECD-a, a nije ni u svojstvu posmatrača u toj organizaciji.

### **DIVIDEND STRIPPING AND CAPITAL GAINS AVOIDANCE**

Article 13 of the OECD Model Tax Convention allocates taxing rights in respect of capital gains between the Contracting States. Paragraph 5 of Article 13 gives the exclusive right to tax capital gains in respect of property not covered by the preceding paragraphs to the Contracting State of which the alienator is resident. Shares owned by non-residents normally fall under paragraph 5 of Article 13 (unless they are shares deriving their value primarily from immovable property, which are covered by paragraph 4). Because such capital gains are taxed exclusively in the country of residence, a number of tax planning schemes have been devised to take advantage of this exemption. For example, taxpayers may temporarily change their residence to a treaty state that does not tax capital gains.

---

<sup>3</sup> Nakon opštih informacija o skupu, u nastavku se daje prikaz izlaganja mr Dabetića (uključujući i teme za diskusiju, unapred zadate od strane OECD-a).

Countries have responded to some of these strategies by including anti-abuse provisions in their domestic law and/or tax treaties. Some countries have relied solely on the application of specific and general domestic anti-avoidance provisions. The relationship of these rules with treaty provisions, which should prevail over domestic law, raises a number of issues, which will also be examined in this session.

### **1. Case Study 1: Dividend stripping under the protection of a tax treaty<sup>4</sup>**

Dividend stripping as a tax avoidance scheme that works to distribute a company's profits to its shareholders as a capital gain, instead of a dividend, the purpose generally being that capital gains are (or may be) subject to less tax. As a basic example, consider a company called ProfCo wishing to distribute \$X, with the help of a stripper called StripperCo:

- Step 1. StripperCo buys ProfCo shares from their present owners for \$X+Y.
- Step 2. ProfCo pays a dividend of \$X to StripperCo.
- Step 3. StripperCo sells its ProfCo shares back to the owners for \$Y.

The net effect for the owners is a \$X capital gain in lieu of a dividend in

---

<sup>4</sup> See herebelow the presentation on the proposed case studies by Mr Dejan DABETIĆ, L.L.M. (Republic of Serbia)

that amount. The net effect for StripperCo is nothing, the dividend it receives is income, and its loss on the share trading is a deduction. StripperCo might need to be in the business of share trading to get such a deduction (i.e. treating shares as inventory instead of capital assets).

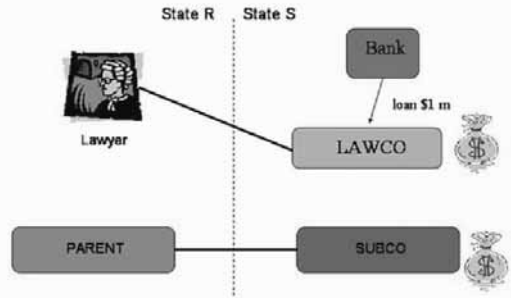
Most countries have legislated against dividend stripping schemes, often with general rules to cover the different variations of the scheme. The following variation involves the use of a tax treaty and raises questions concerning the interaction between a treaty benefit and domestic anti-avoidance legislation.

**1.1 The Facts**

PARENT, a company resident of State R, has a wholly owned subsidiary, SUBCO, which is a resident of State S. SUBCO’s only asset is \$1 million in its bank account following the sale of its investments. PARENT wants to liquidate SUBCO and access the \$1 million cash. However, under the domestic law of State S, this would be treated as SUBCO paying PARENT a dividend that would be taxed by State S in accordance with the State S – State R tax treaty at a rate of 5 percent.

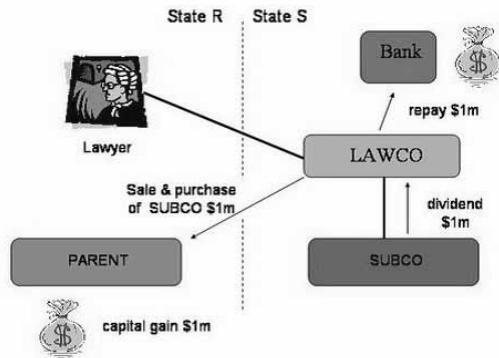
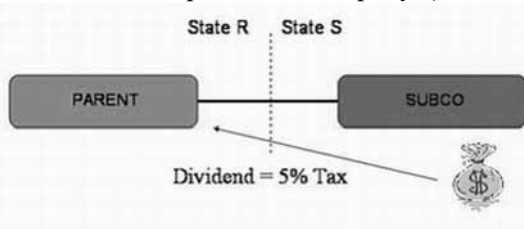
A scheme is devised under which PARENT’s lawyer, a resident of State R, incorporates a company (LAWCO)

in State S. LAWCO borrows \$1 million from a Bank in State S. LAWCO uses the \$1 million to purchase the shares of SUBCO from PARENT.



The sale of the shares provides PARENT with a capital gain, which is exempt from tax in State S under the terms of Article 13(5) of the tax treaty between State S and State R (“Gains from the alienation of any property, other than that referred to in paragraphs 1, 2, 3 and 4, shall be taxable only in the Contracting State of which the alienator is a resident”).

SUBCO pays a dividend of \$1 million to LAWCO which is exempt from tax under the State S inter-corporation dividend exemption. LAWCO repays the \$1 million bank loan with the \$1



million dividend that it received from SUBCO. SUBCO and LAWCO are now shell companies without assets and the cash formerly held by SUBCO has been passed to PARENT as proceeds from the sale of SUBCO to LAWCO.

### ***1.2 Relevant Tax Law***

For the purposes of this case study, the tax treaty between States R and S follows the OECD Model Tax Convention. The provision in State S's domestic law authorising tax treaties states that tax treaties shall have effect, "notwithstanding the other provisions of the Income Tax Act". The Income Tax Act also contains a general anti-avoidance provision that renders dividend stripping arrangements void.

### ***1.3 Issues for Discussion***

PARENT argues that the provisions of the tax treaty overrule domestic law, therefore State S must accept the capital gain exemption provided under the treaty.

### **Q & A session lead by Mr Dejan Dabetic**

#### **Do you agree with PARENT's argumentation?**

I do not agree with PARENT's argumentation that, in concrete case, the provisions of the tax treaty overrule domestic law, and therefore State S must accept the capital gain exemption provided under the treaty. By presenting my position, there is still a dilemma of mine, which is: How can we be sure

that there is intention of a tax payer to abuse the provision of the treaty? Is it a simple fact, that he won't be taxed in a source country (in case the tax authorities of that country agree with his interpretation) or is there more precise criteria?). With connection to that, my question would be the following: For the purpose of determining the intention of a tax payer to abuse the provisions of the conventions, do we have to refer only to the international practice (which is different), or to the OECD Commentary of the Model Tax Convention, or to something else (arbitration, domestic legislation ...)? That is because the intention is something intangible. As a response, I think the key would be the application of domestic anti-dividend stripping rules. These rules may be based on intension, for example, that the object or purpose of the arrangement was to avoid tax.<sup>5</sup>

Further on, which authority will be in charge to determine the intention of a tax payer to abuse the provision of the treaty - authority from Article 3 or some other authority?). I would say it is the country challenging the

---

<sup>5</sup> The Law on Tax Administration and Tax Procedure of the Republic of Serbia, in its Article 9. stipulates follows: «Taxing facts are established according to their economic nature. If a legal transaction is hidden by a simulated legal transaction, a desimulated legal transaction shall be a tax base for levying a tax. When income is generated, or property is acquired, in a way which is in collision with regulations, the Tax Administration shall levy a tax obligation in conformity with the law stipulating the respective type of tax.»

arrangement - State S. I would defend my previous position by referring to paragraphs 9.2 to 9.5 (especially to paragraphs 9.4 and 9.5) of the Commentary on Article 1 of the OECD Model Tax Convention. At the same time, I would be more satisfied to see the inclusion of specific provisions aimed at preventing particular forms of tax avoidance, in the DTC between State R and State S.

Finally, I would also like to underline that, in general, I do agree that the provisions of the tax treaty should prevail domestic legislation.

**Are there circumstances that would matter to your conclusion? For example, what if SUBCO had been a publicly traded company with ongoing business operations in which PARENT held a portfolio investment?**

In case SUBCO had been a publicly traded company with ongoing business operations in which PARENT held a portfolio investment, my reply might be different. According to my opinion, PARENT (for example: with the holding of less than 10% of the total shares in SUBCO) might be in position to get just 100 USD as a dividend, for instance. At the same time, PARENT (for whatever reason) might be sure that it can get more than 100 USD of capital gains, if it decides to sell its (less than 10%) shares in SUBCO (before distribution of dividend). It must be admitted such kind of situation might happen in practice. At the same time, if Subco were a public com-

pany, it would be harder to say that the shareholders are working collectively to avoid tax.

**What if there was some time delay between LAWCO's purchase of the SUBCO stock and SUBCO's payment of the dividend?**

In case there was some time delay between LAWCO's purchase of the SUBCO stock and SUBCO's payment of dividend - Generally speaking, in case of long delay, I might change my opinion. The real question (problem) is, how long delay must be involved? Depending on the situation on the (stock) market, people's tax planning can not be ignored.

**Assuming the State S – State R tax treaty has an article comparable to Article 23 of the OECD Model Tax Convention which would require State R either to exempt, or to give a credit for the State S tax imposed upon, items of income that State S may tax “in accordance with the provisions” of the treaty, would State R have to give double taxation relief to PARENT if State S taxed PARENT on its gain?**

It is understood that residence country must agree with my (as source country) interpretation of the cases (in order to come to an end with the mutual agreement procedure) - if it is not the case - both countries have to continue discussion on the topics. In case the residence country agrees with my interpretation (which means that State S will have right to tax the respective



income as dividend and not as capital gains - with the rate provided in a treaty) it is understood that State R has to give double taxation relief (credit) to PARENT.

Finally, in case that State R does not agree that State S taxes the respective income as dividend, and State S does this, there is still possibility for State R to give tax relief (credit) to PARENT, but this time under the provisions of domestic legislation, which is actually the case in my country (the idea is that country must do its best (with or without a treaty) in order to avoid double taxation of its residents.

## **2. Case Study 2. Holding companies and Article 13**

### ***2.1 The Facts***

FUND, an investment fund established under the laws of State R, has established INVESTOR, a holding company, in State C. INVESTOR is a passive investor; it acquires shares in targeted industries identified by FUND and generally holds them for a number of years. State C is satisfied that INVESTOR is a resident of State C for the purposes of its tax treaties.

Revenue officials of State S argue that capital gains made by INVESTOR from the sale of shares are not covered by the capital gains exemption of Article 13(5) of the State S – State C tax treaty. While accepting that INVESTOR is a resident of State C and

the legal owner of the shares, they consider that INVESTOR is a conduit for the investments and that FUND is really the economic and in-substance owner of the shares.

### ***2.2 Relevant Tax Law***

For the purposes of this case study, the tax treaty between States C and S follows the OECD Model Tax Convention. There is no treaty between States R and S. Under State S domestic tax law, there is a substance over form rule which requires the “beneficial owner” to be taxed rather than the legal owner of the income.

### ***2.3 Issues for Discussion***

INVESTOR has sought your advice on the claims made by the revenue officials of State S:

**Does the alienator of property need to be the beneficial owner to obtain the benefits of Article 13?**

The term „beneficial owner“ has been expressly reserved for the specific items of income (e.g. in Articles 10, 11, and 12). For the recipients of other types of income, the most important fact is that they are residents of one or both of the Contracting States. Therefore, the alienator needs to be the true owner, not an agent, not a part of a sham. In determining whether the person is the true owner of the shares the criteria normally used to determine beneficial ownership may be useful, but the person does not have to be the

„beneficial owner“ as such. For example a trustee of a discretionary trust may be the legal owner and meet the tests of Article 13, but it could be argued that he is not the beneficial owner.

If it can be shown that the true owner is someone else then we would treat that person as being the owner for the purpose of applying the tax treaty; however, in making that determination I do not think we can apply the “beneficial ownership” concept. We would have to rely on other legal avenues to show who the true owner is. It is important to say that, in general, I like very much a “substance over form rule“ which requires the „beneficial owner“ to be taxed rather than the legal owner of the income.

**Would it be appropriate for State S to insist that INVESTOR must be the beneficial owner of the shares to obtain the benefits of Article 13 as a result of the application of its domestic substance over form rule?**

I think we need to look at the treaty and see whether it requires the person to be the beneficial owner. If application of a domestic anti-avoidance rule was dependent on beneficial ownership (looking to see in substance who the beneficial owner is), that may hamper the revenue’s attempts to apply it to Article 13 because Article 13 does not refer to beneficial ownership.

**What are the significant factors for determining whether INVESTOR is the beneficial owner of the shares?**

I think we all know these<sup>6,7</sup>.

<sup>6</sup> The Indonesian Directorate General on Taxation (DGT) July 7, 2005, issued guidance to its tax offices regarding its interpretation of the phrase «beneficial owner», as commonly used in the dividend, interest and royalties provisions of some income tax treaties. In general, when income is not received by the beneficial owner, the phrase is used to limit the application of the tax treaty. Circular letter No. SE-04/PJ.34/2005 stipulates that:

- «The beneficial owner is the rightful owner of the dividend, interest, or royalty income, with full right to directly enjoy the benefits of the income. The beneficial owner may be an individual or a corporate taxpayer;

- A «special purpose vehicle», including a conduit company, paper box company, and a passthrough company, will not qualify as a bona fide beneficial owner; and

- Parties other than the beneficial owner who receive dividend, interest, or royalty payments from Indonesian source are subject to a 20 per cent withholding tax, which must be withheld by the payer under article 26 of the Indonesian Income Tax Law.» - Source: OECD – Centre for Tax Policy and Administration, «10<sup>th</sup> Annual International Tax Meeting on Tax Treaties & Transfer Pricing» (Paris, 22 – 23 September, 2005) - Closing Plenary Session – «Recent International Tax Development», p. 38.

<sup>7</sup> According to the Russian Ministry’s of Finance private ruling: «The recipients of income are deemed to be beneficial owners and persons eligible to tax treaty benefits (provided that they present supporting documentation). This may mean that the depository cannot rely on treaty relief application.» - Source: OECD – Centre for Tax Policy and Administration, «10

**Does it matter whether INVESTOR distributes the proceeds of the sale to FUND or reinvests them?**

That would be helpful if investor could show it was trading on its own account, e.g. making investment decisions.

**What if State S has treated INVESTOR as the beneficial owner of dividends paid by the State S company while the shares were held?**

If State S treated Investor as being the beneficial owner in respect of the dividends it earns from State S, surely it would follow that it should also be regarded (for the purposes of Article 13) as being the owner of the shares when they are sold later.

**What if INVESTOR has employees who are actively monitoring the State S markets and making decisions and/or recommendations on which stocks within the targeted industries to buy and when to buy or sell those stocks?**

That would be helpful for establishing that Investor is the beneficial owner or true owner.

**Is the tax treatment of INVESTOR by State C (other than being liable for tax) a material factor in determining whether it is entitled to claim benefits under Article 13?**

If State C is taxing Investor it might be useful as a means of demonstrating that the structure is not simply a treaty shopping scheme, however, I am not sure how much weight we could give to this.

**Assuming State C will tax INVESTOR on the gain, does it matter whether State C would grant INVESTOR double taxation relief for any tax imposed by State S?**

The case study states that State C treats Investor as a resident. If State C did not give relief for State S tax I would want to know why, because it could suggest that State S does not accept Investor is the owner of the income (dividends of capital; gain), even though it recognises Investor as its resident.

### **3. Case Study 3. Change of residence and Article 13**

#### ***3.1 The Facts***

Robert, an individual resident of State R, holds a large portfolio of shares in State R companies on which he expects to make large capital gains when he sells them. He decides to move to State S, which does not tax capital gains. Two years later, when he is confident that his treaty residence in State S is well established, he sells the shares and makes the anticipated capital gain. One year after selling the portfolio of shares he returns to live in State R.

#### ***3.2 Relevant Tax Law***

For the purposes of this case study, the tax treaty between States R and S follows the OECD Model Tax Convention.

#### ***3.3 Issues for Discussion***

State R has seen a number of cases similar to Robert's and wants to close

down the strategy, which it regards as an abuse. Because State R has an established network of tax treaties it would be difficult to modify them all.

**What remedies are available to State R under domestic law?**

State R does not have to grant the benefits of a DTC with State S, where arrangements that constitute an abuse of the provision of the DTC have been entered into. A main purpose for entering into certain transaction or arrangements (e.g: changing of residence by Robert from State R to State S) was to secure a more favourable tax position, and obtaining that more favourable treatment in these circumstances would be contrary to the object and purpose of the relevant provisions. This would mean that, notwithstanding the provisions of the State R - State S DTCs, State R is allowed to apply the anti-abuse provisions of domestic legislation (I would say that it is fine, but not all countries have such anti-abuse provisions in domestic law, and for many countries their general anti-abuse provision would only apply if they could show that the main purpose of the change of residence was to avoid tax, which may be difficult to prove).

**Some states deem a sale of shares made within a certain period after changing tax residence to have been made immediately prior to the change of residence. Others tax capital gains made after a change of residence if the taxpayer returns and resumes residence within a certain**

**number of years by deeming the alienation to have taken place while the person was a resident. Are such deeming rules effective, taking into account the provisions of tax treaties?**

Following the above mentioned idea, I might conclude that such deeming rules are effective. However, in the absence of inclusion in the DTC between State R and State S of specific provision aimed at preventing this particular form of avoidance, theoretically the other Contracting State (State S) may disagree with my conclusion. Therefore, in order to facilitate possible problem in the application of DTCs (as I already mentioned it with regards to two previous case studies) I would be more satisfied to see a specific provision aimed at preventing tax avoidance in the DTC concluded by my country.

*Example: DTC Serbia – Canada (still pending - the reason for disagreement concerns insertion of a new paragraph 5 of Article 26 in a Convention):*

*Article 13.*

*Par. 6. The provisions of paragraph 5 shall not affect the right of a Contracting State to levy, according to its law, a tax on gains from the alienation of any property (other than property to which paragraph 7 applies) derived by an individual who is a resident of the other Contracting State and has been a resident of the first-mentioned State at any time during the six years immediately preceding the alienation of the property.*

*Example: DTC Serbia – the Netherlands (still pending - the reason of disagreement is not Article 13):*

*5/6. Notwithstanding the provisions of paragraph 4/5, a Contracting State may, in accordance with its own laws, including the interpretation of the term „alienation“, levy tax on gains derived by an individual who is a resident of the other Contracting State from the alienation of shares in or debt-claims on a company whose capital is divided into shares and, which, under the laws of the first-mentioned Contracting States, is a resident of that States, and from the alienation of part of the rights attached to the said shares or debt-claims, if that individual - either alone or with his or her spouse - or one of their relations by blood or marriage in the direct line directly or indirectly holds at least 5 per cent of the issued capital of a particular class of shares in that company. This provision shall apply only if the individual who derives the gains has been a resident of the first-mentioned State in the course of the last ten years preceding the year in which the gains are derived and provided that, at the time he became a resident of the other State, the above-mentioned conditions regarding share ownership in the said company were satisfied.*

*In cases where, under the domestic laws of the first-mentioned State, an assessment has been issued to the individual in respect of the alienation of the aforesaid shares deemed to have taken place at the time of his emigration from*

*the first-mentioned State, the above shall apply only insofar as part of the assessment is still outstanding.*

**Are there particular technical or policy issues that such capital gain recapture rules need to take account of? For example, should all of the gain be attributed to the State from which the person migrates?**

The answer to this question depends on treaty policy or on the internal legislation of the Contracting States (Should they only tax a part of the gain relating to the period when the person was a resident of your state? Should they only tax realised gains? Generally speaking, I would defend (but not strongly-depending on the amount of time for which person changed the residence spent in State S) the sharing right of taxation principle, which means that all of the gain should not be attributed to the State from which the person migrates. In case the above mentioned amount of time is not too long (nobody knows what it means in practice) I might agree that all of the gain should be attributed to the State from which the person migrates.

*e.g. Serbia – Canada DTC:  
Article 13.*

*Par. 7. Where an individual ceases to be a resident of a Contracting State and by reason thereof is treated under the laws of that State as having alienated property before ceasing to be a resident of that State and is taxed in that State accordingly and, at any time thereafter, becomes a resident of the*

*other Contracting State, the other Contracting State may tax gains in respect of the property only to the extent that such gains had not accrued while the individual was a resident of the first-mentioned State. However, this provision shall not apply to property, any gain from which that other State could have taxed in accordance with this Article, other than this paragraph, if the individual had realized the gain before becoming a resident of the other State.*

**How much does the amount of time for which the taxpayer is resident in State S before or after the sale of shares matter to the ability of State R to tax the gain? For example, what if either period is 3 years? 5 years? 10 years? Does it matter how long he was resident in State R before migrating to State S?**

As we can see from the above mentioned Serbia – Canada DTC, the maximum amount of time has to be 6 years. If the amount of time is over 6 years (e.g. 10), State R should not be allowed to tax gain. The amount of time tax payer was a resident in State R before migrating to state S is relevant too (the more concerned amount of time is longer the more State R might have right to claim taxing rights). (I would say, that it is neither right nor wrong answer here, it's an opportunity to discuss the thresholds that countries adopt. I think the longer that emigrating taxpayer is away from his former state before realising the gain, the less right that the former state of residence

has to tax. For example, if he left State R today and did not realise the gain until 11 years in the future I would say State R has little right from a policy perspective to tax the gain, and then State R should not tax any of the gain accrued since departing State R.

**Is it relevant whether State R can establish that the taxpayer's change of residence was principally intended to obtain the benefit of the State R – State S treaty's exemption for gains, or whether the taxpayer can establish that his change of residence was not principally intended for that purpose?**

It would be more clear and easy for State R to justify its ability to tax gain, if it can establish that the tax payer's change of residence was principally intended to obtain the benefit of the State R State S treaty exemption. On the contrary, the same argumentation will be useful for the tax payer in his effort to establish that his change of residence was not principally intended for that purpose.

However, and bearing in mind the possible difficulties in establishing somebody's bad intention, I might conclude that, in general, it is assumed or understood that the above mentioned bad intention already exists.

**Is the tax treatment of Robert by State S (other than being liable for tax) a material factor in determining whether he is entitled to claim benefits under Article 13? For example, assuming State S will tax him on the gain, does it matter whether State S**

**would grant him double taxation relief for any tax imposed by State R?**

If the gain is taxed to a similar extent in Sate S, it would be difficult for State R to argue that the change of residence was tax motivated. Contracting States have to agree on the mutual understanding of the DTC provisions. If it is so, the respective tax payer is entitled to claim benefits under Article 13. In case two Contracting

States disagree in their opinion regarding the taxing right and each of them is taxing taxpayer's gain, there is still a possibility for Sate S to grant to its resident a double taxation relief for any tax imposed by State R, but this time under the provisions of domestic legislation (which is actually the case in my country). The idea is that country must do its best (with or without a treaty) to avoid possible double taxation of its residents.

**Prof. dr Sofija ADŽIĆ**

**„PRIVREDNI SISTEM  
I EKONOMSKA POLITIKA“  
Ekonomski fakultet, Subotica, 2006.**

Uprkos brojnim ekonomskim i političkim promenama, u Srbiji nije u potpunosti uspostavljen privredni sistem tržišne ekonomije. Poslednjih dvadeset godina, Srbija je prošla trnovit put, počev od samoupravnog socijalizma, preko privredno sistemskih praznina, oličen u kombinaciji socijalističkih elemenata u nestajanju i tržišnih u nastajanju, da bi na početku novog milenijuma ušla u istinski proces tranzicije koji još uvek traje. Prelazak na tržišnu ekonomiju znači niz prilagođavanja i reformi unutar privrednog sistema i prateće ekonomske politike. Izazovi se odnose na potrebu bržeg restrukturiranja ekonomije i privatizacije, povećanje efikasnosti javnog sektora, uvođenje korporativnog upravljanja, veću delotvornost i konkurentnost na inostranim tržištima. Knjiga prof. dr Sofije Adžić predstavlja doprinos raspravi na ovu temu i čini celinu u kojoj je sa različitih aspekata obuhvaćena problematika privrednog sistema i ekonomske politike Srbije.

Knjiga je podeljena na sedam većih celina a u okviru svake od njih sadržan je određen broj poglavlja koja metodološki vode čitaoca kroz štivo. Nakon svakog poglavlja data je studija

slučaja koja, kroz empirijske nalaze, objašnjava prethodno izloženu teorijsku građu ali i otvara brojna pitanja za diskusiju. Uz knjigu se dobija i prateći CD koji sadrži rezime metodoloških jedinica, uključujući i pregled ključnih pojmova.

U prvom delu izložen je teorijsko-metodološki pristup izučavanju problematike privrednog sistema i ekonomske politike kao primenjene makroekonomske discipline. Autor svoje razmatranje temelji na metodologiji, koja je manje-više ustaljena. Vrednost pristupa se očituje u naporu da se na jednom mestu, sažeto i jasno, da prikaz vodećih stavova u ekonomskoj nauci po ovim pitanjima.

U drugom delu razmatraju se teorijski i praktični aspekti konstituisanja institucija privrednog sistema i operacionalizacije sadržaja ciljeva i akcija ekonomske politike, kao i problem modeliranja i određivanja njihove uspešnosti u realnom privrednom životu. Materija je ponovo primarno teorijskog karaktera. Međutim fokus je oštriji. Ulazi se u dileme na području različitih pravaca u vođenju ekonomske politike. Autor ne pokazuje, subjektivne, preferencije ka nekom



od pristupa što nas upućuje na to da je svaka doktrina produkt različitog vremena i okolnosti. Izbor se sužava kroz tematizovanje empirijskih nalaza datih u studijama slučajeva. Ukratko, drugi deo sadrži intelektualnu kombinatoriku metodološkog štiva i empirijskih nalaza.

U trećem delu detaljno su obrađeni ljudski, materijalni i institucionalni potencijali Srbije i njihove ekonomske i razvojne performanse prema kriterijumima potrebnim za konstituisanje savremene tržišne privrede i uključanja u evropske integracione procese. Evidentno je da su ciljevi jasni ali treba ukazati na moguća rešenja. Otuda, autor ulazi u razmatranje faktori privrednog razvoja u Srbiji. Pored uobičajenog, za čitaoca očekivanog, pregleda faktora, sadržanih u posebnim poglavljima pod nazivima ljudski, materijalni i institucionalni faktora razvoja, autor daje i vrlo privlačnu SWOT analizu rečenog.

Četvrti deo se bavi teorijskim i praktičnim aspektima izrade i primene makroekonomskih pokazatelja i raspodele društvenog proizvoda i nacionalnog dohotka, kao i kontroverzi koje ih prate. Raspodela je područje oko koga se lome koplja jer ekonomski, socijalni i politički izvori stabilnosti i nestabilnosti svoje korene vuku upravo tu, od raspodele. Rezultat eksperimenta sa socijalističkim načinom proizvodnje i raspodele je saznanje da na postojećem nivou razvoja nauke i tehnologije ne postoji bolji način alokacije ekonomskih resursa od

tržišne ekonomije. Svaka paradigma ima svoju metrologiju. Kod nas, iako je statistika prešla na sistem nacionalnih računa, ekonomska teorija još nije sasvim. Zato, autor daje uporedni prikaz i jednog i drugog. Vrednost ovakvog pristupa se opaža u primeni prikazanih metoda na konkretnim primerima, odnosno našoj ekonomskoj stvarnosti. Student, zasigurno, može da razume značenje ovih brojeva u svakodnevnom životu.

U petom delu obrađeni su osnovni podsystemi privrednog sistema Srbije i ekonomske politike na način koji je pogodan za njihovu operacionalizaciju. Prikazana je struktura i morfologija tržišta rada, kapitala i sistem cena, naravno kao dela tržišta roba. Ugao posmatranja je Srbija. Reč je o pokušaju procene kako aktuelne promene u tržišnoj strukturi utiču na stvaranje makroekonomske i socijalne (ne)ravnoteže na osnovu kriterijuma generisanja privrednog razvoja i povećanja životnog standarda. Autor nudi moguće pravce za traženje odgovora pri čemu ih fundira empirijskim nalazima datim u studijama slučajeva. Utisak koji se nameće čitaocu je duboka svest autora o problemu koji je izložen.

U šestom delu Udžbenika izvršeno je povezivanje saznanja iz drugog, trećeg i četvrtog dela u cilju objašnjenja opštih društveno-ekonomskih uslova koji obezbeđuju privredni razvoj u dugom vremenskom periodu. Prezentirane su karakteristične teorijske interpretacije privrednog razvoja i

fundamentalni empirijski aspekti koji utiču na dinamiku i strukturu privrednog razvoja, sa naglaskom na analizu njihove operacionalizacije u malim i nerazvijenim državama lociranim na periferiji globalnih centara ekonomske, političke i vojne moći. Potom, autor ulazi u analizu razvojne, tehnološke i obrazovne politike u funkciji obnavljanja razvojne propulzije u Srbiji. Autor smatra da postoje uslovi za sustizanje, prvo sebe samih, u izrazu proizvodnje iz predtranzicionog perioda a potom, na primerima uspešnih ekonomija u tranziciji, i razvijenih tržišnih ekonomija.

U sedmom delu obrađeni su počeci, funkcionisanje, troškovi i koristi evropske ekonomske integracije. Potom, vrši se analiza uticaja evropskih integracionih procesa na privredni sistem Srbije. Autor izbegava zamke isključivo afirmativnog pristupa ovoj temi. Ekonomska logika nameće potrebu rangiranja troškova i koristi. Nalazi u pojedinim novim državama članicama pokazuju visoke troškove uvođenja skupog *aquis*a koji guši ekonomske slobode. Pozicija s aspekta troškova i koristi zavisi od faze u procesu reformi. Za zemlje na početku reformi, evropski put nema alternativu. Srbiji je potrebna tržišna ekonomija, demokratski politički sistem i vladavina prava što su ujedno i uslovi precizirani u kopenhagenskim kriterijumima. U skladu s tim, autor daje viđenje strategije uključivanja Srbije u evropske integracione procese.

U celini, tekst je zanimljiv i lako se čita iako sadrži razmatranja o dubljim strukturnim izazovima u funkcionisanju privrednog sistema i vođenju ekonomske politike u Srbiji. Autor vrlo uspešno istražuje i objašnjava probleme, ali i daje predloge za moguća poboljšanja. Posebno bi trebalo pohvaliti napor autora da iznese preporuke za poboljšanje stanja i odredi smer potrebnih promena.

Knjiga prof. dr Sofije Adžić, bez sumnje predstavlja sveobuhvatno i vrlo uspešno delo sa područja primenjene makroekonomije. U tekstu su kompleksno i na zavidnom naučnom nivou obrađeni mnogi programski sadržaji, sistematizovani logičkim redosledom, korišćeni su najvažniji izvori savremene svetske literature na ovom području i zato smatramo da je u potpunosti ostvaren optimalan odnos između teorijskih i praktičnih aspekata problema. Autor uspešno tumači stanje i probleme privrede Srbije u širokom kontekstu počev od institucionalnih rešenja do pitanja u vezi sa podsticanjem preduzetništva. Prof. dr Sofija Adžić iznosi brojne teorijske osvrte i empirijske nalaze, pažljivo analizira njihove prednosti i nedostatke. Ovo delo je svojom jasnoćom i savremenim izlaganjem problematike, sigurno ravnopravno sa svetskim izdanjima na ovom području. Zanimljivosti i kvalitetu dela, doprinosi i raznovrsnost i širina pristupa temama koje se razmatraju. Iz priloženog sledi, da je autor ovom knjigom ostvario štivo koje će biti od velike koristi za upoznavanje složene

problematike aktuelnog stanja i očekivanih pravaca razvoja privrede Srbije. Uz to, bitno je naglasiti da autor ne nameće svoje viđenje kao jedino moguće već ostavlja prostor i za drugačije stavove.

Knjiga „Privredni sistem i ekonomska politika“ može poslužiti širokom krugu čitalaca da steknu temeljna znanja iz funkcionisanja privrednog sistema i načina vođenja ekonomske politike u Srbiji. Pre svega, to su studenti na dodiplomskim i postdiplomskim studijama ali i stručnjaci iz prakse, kojim autor pruža celovit uvid u osnovne kategorije i probleme u funkcionisanju privrednog sistema. Knjiga je rezultat autorovih

višegodišnjih istraživanja i zapravo nastavak naučnog rada na ovom polju započet još 1996. godine, kada je i objavljena prva knjiga pod istim naslovom u izdanju Ekonomskog fakulteta u Subotici. Deset godina upotrebe prethodnog udžbenika, pažljivo praćenje i teorijsko inkorporiranje promena ekonomskog ambijenta u kojem živimo u novom udžbeniku, su značajni preduslovi vrednosti i kvaliteta knjige „Privredni sistem i ekonomska politika“ koju su recenzirali prof. dr Stevan Devetaković sa Ekonomskog fakulteta u Beogradu i prof. dr Ilija Rosić sa Ekonomskog fakulteta u Kragujevcu.

**Novica SUPIĆ**

**Sebastijan NOUKS, Ijan MEJDŽOR, Alan GRINVUD,  
Dominik ALEN, Mark GUDMAN**

**„UPRAVLJANJE PROJEKTIMA: KAKO ZAVRŠITI  
POSAO NA VREME I U SKLADU SA BUDŽETOM”  
Clio, Beograd, 2005.**

*Preveo s engleskog: Jovan Jovanović*

„Organizacija može da opstane i da se razvija ukoliko se uspešno suočava sa promenama. Da bi opstala mora da pronađe odgovor na promenljivo tržišno okruženje a da bi se razvijala treba da inicira promene kako proaktivno, tako i reaktivno. To je osnovna teza kojom se bave autori u knjizi „Upravljanje projektima: kako završiti posao na vreme i u skladu sa budžetom”. (Nokes, Major, Greenwood, Allen, and Goodman: *The definitive guide to project management, The fast-track to getting the job done on time and on budget*, Prentice Hall and Financial Times, London, 2003.)

Projekti su sredstvo za uvođenje promena, bez obzira na to da li su velike ili male. Njima se završavaju poslovi koji nisu deo svakodnevnih aktivnosti i zamenjuju stare neefikasne metode onima koje su bolje prilagođene savremenim tržišnim uslovima. Dakle, projekti su ključni za budućnost jedne organizacije. Imperativ je odrediti, odabrati i na najefikasniji način ostvariti prave projekte.

Najvažniji deo ovog procesa su menadžeri projekta. Organizacija zavisi od njih u svim fazama projekta – od određivanja šta će njime biti urađeno, preko odabira i ostvarivanja projekata koji će da donesu najveće koristi do garantovanja da će stečena iskustva da budu prihvaćena. Od menadžera projekta zavisi da li će promena da postane korisno oružje.

Cilj ove knjige je da se menadžerima projekata pomogne da dostignu visoke standarde u svemu što rade. Ona ne može da zameni iskustvo ili zdrav razum, ali pruža korisne savete zasnovane na uspešnoj praksi, vežba pamćenje, smanjuje vreme utrošeno na traženje uputstava i pomaže da se izbegnu uobičajeni problemi. Studija nije usmerena na teorijske principe, već na praktičnu stranu realizacije projekata.

Autori monografije su eminentni stručnjaci u oblasti finansija i projektnog menadžmenta. Sebastijan Nouks, je diplomirao filozofiju i magistrirao finansije na Londonskom univerzitetu. Predsedavajući je britanske konsul-

tantske firme u oblasti upravljanja projektima *Project Value Associates Ltd.* Ijan Mejdžor, je diplomirao ekonomiju na Univerzitetu Bristol. U okviru upravljanja projektima, specijalizovao se za vođenje programa, sponzorisanje i upravljanje rizicima. Alan Grinvud, je iskusni menadžer i diplomirani psiholog, a magistrirao je biznis administraciju na Londonskoj školi ekonomije. Mark Gudman, je diplomirao na Oksfordskoj politehnici, a magistrirao biznis administraciju na Kranfildu.

Knjigu čine četiri glavna dela. Već iz same strukture dela, jasno je da je namera autora da s puno pažnje, stručno i analitički, predstave čitaocima originalnu sistematizaciju glavnog pravca razvoja praktičnih metoda za najefikasniju realizaciju projekta i pitanja koja se u ovoj oblasti pokreću, držeći se okvira koje postavlja praksa. U prvom delu, opisuje se uloga projekata u organizacijama i daje se obrazac procesa upravljanja, kao i faze uobičajenih projekata: poslovnih principa, principa upravljanja i kontrole i principa ljudskih resursa koji pomažu u poslovanju. Drugi deo – proces upravljanja projektima – osvetljava uloge na projektu, organizovanje projekta i tima, svakodnevno delovanje i administraciju, proces planiranja nadgledanje i kontrolu, upravljanje opsegom i rizicima. Treći deo opisuje faze životnog ciklusa projekata: definisanje, dizajniranje, izradu i testiranje, primenu i ocenu. Četvrti deo daje sadržaj svakog od faze projekata.

Knjiga sadrži rečnik pojmova, indeks, kao i dodatke. U prvom dodatku opisana je metoda kritičnog niza (*critical chain*)<sup>1</sup> i opravdana je njena primena u realizaciji projekata. Ovo je jedina metoda koja se opisuje u knjizi, jer se, kako autori navode, ispostavilo da su: „Projekti koji su bili zasnovani na ovoj metodi mnogo češće davali očekivane rezultate na vreme i u skladu s budžetom nego oni kojima se upravljalo na neki drugi način.”

Pregled iskustava u primeni metode kritičnog niza, izložen u studiji, predstavlja – novu originalnu ideju autora, jer se, prema njihovim rečima: »Metoda kritičnog niza veoma razlikuje od metode planiranja i kontrole projekata koji su donedavno

---

<sup>1</sup> **Kritični niz** (*Critical chain*) – niz aktivnosti koje određuju minimalno trajanje projekta pošto su primenjena realna resursna ograničenja. Podrazumeva aktivnosti kritičnog puta, kao i aktivnosti koje su s aktivnostima kritičnog puta u sukobu oko resursa. Ovaj naziv se upotrebljava i za metodologiju planiranja i upravljanja koja je u osnovi velikog dela onoga što je opisano u ovoj knjizi. (Sebastijan Nouks, Ijan Mejdžor, Alan Grinvud, Dominik Alen i Mark Gudman: »Upravljanje projektima: kako završiti posao na vreme i u skladu sa budžetom«, Beograd, Clio, 2005, str. 267)

**Kritični put** (*Critical path*) - Najduži niz međuzavisnih aktivnosti sadržanih u planu - određuje najkraće moguće trajanje projekta u odsustvu resursnih ograničenja. Naziv, isto tako, objašnjava pristup planiranju i upravljanju projektima koji je usredsređen na aktivnosti kritičnog puta - imajte u vidu da se ta metodologija kritičnog niza znatno razlikuje. (Isto)

predavani na kursovima iz upravljanja projektima, pa stoga mogu da budu novina i za iskusne projektne menadžere«. Ostali dodaci su: sredstva za planiranje i ocenu napredovanja projekta i upravljanje velikim i složenim projektima.

Stručan, razumljiv i lako čitljiv jezik, primenjena terminologija, grafički prikazi i tabele doprinose boljem razumevanju problematike projektne menadžmenta.

Autori razgraničavaju procese »upravljanja projektima« i »upravljanja drugim aktivnostima«: »Čak i iskusni najniži menadžeri odeljenja moraju da nauče nove veštine da bi bili uspešni u upravljanju projektima. Uobičajeni procesi vođenja preduzeća ili beskonačno traju ili dostižu završnu tačku, ali se posle toga ponavljaju u istom obliku. U oba slučaja to znači da su proces dobro shvatili svi oni koji su uključeni, pa je rizik nizak. Projekti nisu takvi: imaju završnu tačku posle koje prestaju da postoje, a članovi tima odlaze na druga zaduženja. Tako je svaki projekat u izvesnoj meri jedinstven, a tim bi trebalo da reši nepoznate probleme. Znači, projekti obično nose sa sobom određenu neizvesnost: kako će cilj da bude ostvaren, a na početku čak može da postoji i neizvesnost oko toga da li je taj cilj uopšte moguće postići. Otuda, rizik projekta je mnogo veći nego u uobičajenim procesima.« Iskustvo pokazuje, kako dalje napominju autori, da se tim rizicima može upravljati primenom standardnog skupa tehnika – alata pomoću kojeg se

planira i procenjuje budžet, tzv. projektnim menadžmentom. Rizik je samo jedan od činilaca koji iziskuje neprestanu eksplicitnu pažnju tokom trajanja projekta, znatno veću od one koja je potrebna prilikom upravljanja stabilnim procesom.

»Procesi upravljanja projektom«, prema autorima studije, uključuju sledeće:

- *integraciju organizacije* – predstavlja koordinaciju različitih elemenata nekog projekta i olakšana je standardizacijom metoda projektne organizacije;
- *organizaciju područja i sadržaja* – nije orijentisana samo na postizanje rezultata u skladu sa prethodno postavljenim ciljevima projekata, već i na moguće pomake od tih ciljeva koji su se iskristalisali u toku projekta kao i sprovođenje pretpostavljenih novih planova;
- *organizaciju vremena* – osvrće se na vremenski aspekt svih uključenih grupa ciljeva, a pri tom projektni plan služi kao sredstvo komunikacije;
- *upravljanje kvalitetom* – specifično za upravljanje projektima obuhvata standardizaciju procesa, dokumentaciju radova i rezultata kao i pripadajuće upravne mere;
- *upravljanje resursima* – podrazumeva efektivni raspored resursa prema osobinama raspoloživih kapaciteta na projektne zadatke, ali i razvoj tima;

- *organizacija komunikacije* – oduzima 50% rada na projektu i zaokružuje sve uključene i pogođene jednim projektom u jednu grupu;
- *upravljanje rizikom* – specifično za upravljanje projektima sadrži analizu rizika, preventivne mere i mere u slučaju krize;
- *eksternu organizaciju* – odnosi se na integraciju i zajednički rad partnera i dobavljača.

Velika važnost upravljanja složenim mehanizmom budžeta nalaže angažovanje većih timova i stalno nadgledanje menadžera. Stoga je neophodan potpuno posvećen projektni menadžer, a za najveće projekte ovog tipa potrebno je više u potpunosti angažovanih menadžera projekata – jedan za svaki podprojekat i jedan za usklađivanje njihovog rada. Bazične sposobnosti koje je potrebno posedovati da bi realizacija projekta bila uspešna su sledeće: sposobnost za proizvodnju, sposobnost da se odgovori (da se reaguje na promene), sposobnost predviđanja, sposobnost kreiranja, sposobnost učenja i sposobnost trajanja.

Ključnu stvar uspešne realizacije projekata, smatraju autori, predstavlja brzo i efikasno odgovaranje (prilagođavanje) na neočekivane zahteve tržišta, ali izvedeno tako da se balansiraju konfliktni interesi sve manje pomirljivih strana. Osnova za donošenje odluka jeste informacija.

Nije bitno dobiti samo pravu informaciju, već i blagovremeno delovati menjajući ponašanje na osnovu dobijene informacije. Potrebno je, takođe, razviti veoma važnu, ali nimalo jednostavnu, veštinu odbacivanja nepotrebnih (beskorisnih) informacija. Ukoliko se radi o projektima, koji se protežu kroz više godina, moguće je pratiti postotak dovršenosti projekta, te kako se on reflektira na budžet u pojedinoj finansijskoj godini.

Potrebna je kumulativan efekat velikog broja prilagođavanja da bi se promenile osnove makar jednog poslovnog procesa, a za to je potrebno više godina. „Promene na tržištu mere se pre nedeljama nego godinama, pa firme ne mogu sebi da priušte postepeno prilagođavanje. Ipak, da bi se promene ubrzale, neophodni su angažovanje i resursi koji nadilaze postojeće. Projekti obezbeđuju strukturu zahvaljujući kojoj ljudi mogu brže da menjaju preduzeće nego što bi to bilo moguće kumulativnim procesom prilagođavanja. Značaj projekta će da raste s ubrzavanjem promena na tržištu i skraćivanjem životnog ciklusa proizvoda.«

Svest da projekat kojim upravljate dobro napreduje je dobar osećaj. Taj trenutak kada znate da će se završiti na vreme, da će izbeći probleme i kašnjenja koja su mogla da ga izbace iz koloseka, i da su se ljudi i resursi spojili sigurno i bez problema, je trenutak u

kome treba uživati. Srećom, taj trenutak je lako dostižan ako ste ovladali sredstvima i tehnikama odličnog upravljanja projektom. Razvijena na osnovu svakodnevnog iskustva stvarnih projekt menadžera koji se suočavaju sa pravim organizacionim i logističkim izazovima, ova knjiga je osmišljena da Vas najkraćim putem vodi kroz upravljanje projektima svih oblika i veličina velikom brzinom i tačnošću.

“Definitivni vodič za upravljanje projektima” pokazaće Vam, korak po korak, kako da sprovedete prave projekte na pravi način u pravo vreme, dok istovremeno održavate i životnu ravnotežu. Koristeći i principe tradicionalnog upravljanja projektima i principe upravljanja projektima putem kritičnog lanca, autori Vam pomažu da savladate suštinu dobrog upravljanja projektom i da onda istražite situacije u kojima se susreću dobri projekti i dobri poslovi (kompanije). Kako da upravljate rizikom i politikom; kako da demonstrirate vrednost koju je doneo neki projekat; kao da komunicirate od dna ka vrhu i vrha ka dnu u projektom timu; kako da date energiju projektima; kako da preobrazite projekte koji ne funkcionišu; i kako da uočite probleme koji će se verovatno javiti u projektima. Osim što pokriva sva konceptualna sredstva potrebna za upravljanje projektom, ova knjiga obraća i posebnu pažnju na lakšu stranu cele stvari – onu stranu upravljanja projektom koja se tiče

upravljanja ljudima. U knjizi ćete naći ključna pitanja, vođenje korak po korak i spiskove akcija koji će Vam pomoći kod svake faze dobrovođenog projekta:

- Pre nego što počnete
- Planiranje
- Preliminarno definisanje
- Potpuno definisanje
- Projektovanje
- Izgradnja i provera
- Implementacija

Upravo ovaj naglasak monografije – na višeznačnoj analizi praktične strane realizacije projekata, a ne na teorijskim principima upravljanja projektima je novina u domaćim izvorima iz ove oblasti. Time se: prvo, popunjava praznina koja postoji na domaćem tržištu iz oblasti projektnog menadžmenta, jer ne postoji delo o upravljanju projektima koje je u celini koncipirano da posluži prevashodno praktičnoj primeni; drugo, proširuje krug korisnika, jer rezultati istraživanja izneti u studiji mogu da obogate saznanja naučnicima i nastavnicima, mladim istraživačima i studentima i da posluže svima koji su zainteresovani za istraživanja iz ove oblasti i koji su posredno ili neposredno uključeni u proces upravljanja projektima.

Ovo obimno, složeno, savremeno i po mnogo čemu originalno delo, koje ima edukativni i informativni karakter, trajno je obogatilo naučnu, stručnu i poslovnu literaturu iz ove oblasti.



---

## FINANSIJE

Prezentirana sadržina u monografiji u vidu originalno sistematizovanih smernica za razrešenje dilema koje se u ovoj oblasti pokreću će biti pouzdan vodič pun ideja i instrukcija kako za neposrednu primenu operativcima i ekspertima koji se bave upravljanjem projektima, naručito budžetom, čije upravljanje zahteva promišljeno, plansko, efikasno i celishodno delo-

vanje, tako i za za širu čitalačku publiku i sve one koji mogu da implementiraju određena znanja. Usvajanje predloženih načina upravljanja projektima, ostvariće se demastifikacija problematike iz ove oblasti na našim prostorima i dobiće se dobar okvir i oslonac za razvoj finansijskog sistema Srbije.

**Mr Biljana VITKOVIĆ**

**Bogoljub MILOSAVLJEVIĆ**

**„SISTEM LOKALNE SAMOUPRAVE U SRBIJI“**

**Stalna konferencija gradova i opština**

**Beograd, 2005.**

Stalna konferencija gradova i opština, kao krovna asocijacija lokalnih zajednica Srbije, poslednjih godina ima sve značajniju izdavačku ulogu u oblasti, kod nas neistražene, lokalne samouprave. Značaj ovog poduhvata proizilazi iz mladosti ove četvrte grane vlasti u Srbiji (od 1992. godine) i izrazite heterogenosti samog sistema čijeg naučnog i stručnog izučavanja se klone mnogi istraživači.

Do sada se u nas kristalisalo nekoliko istraživačkih grupa koje se bave lokalnom samoupravom iz ugla svojih profesionalnih opredeljenja. To su beogradske grupe okupljene oko Fakulteta političkih nauka (odnosno PALGO centra), Pravnog fakulteta i Centra za liberalno-demokratske studije, Udruženja urbanista Srbije i individualnih napora pojedinaca sa Ekonomskog i Arhitektonskog fakulteta u Beogradu ali i izolovanih slučajeva pojedinaca po opštinama i udruženjima građana u «unutrašnjosti» Srbije koji svoju profesionalnu orijentaciju pokušavaju da obogate naučnim prilazom (Dejan Đorđević, Dragan Dobrašinović, i autor ovog prikaza). Autor ove knjige, odnosno priručnika, Bogoljub Milosavljević pripada grupi sa Fakulteta političkih nauka u Beogradu.

Tema ove knjige, iako je verovatno nametnuta zahtevom naručioca, prema našem dosadašnjem iskustvu, može se smatrati dobrim izborom. Tek jednodecenijski ponovni život lokalne samouprave u nas, proizveo je potrebu svakodnevnne upotrebe ovog pojma u javnom govoru koji je, sa svoje strane, proizveo problem uzajamnog sporazumevanja.<sup>1</sup> Tako se mešaju pojmovi lokalne **zajednice**, **sistema** lokalne samouprave i pojedinačnih **jedinica** lokalne samouprave, što u svakodnevnom životu lokalne samouprave nema bezazlene posledice.

Generički posmatrano radi se o različitim nivoima posmatranja iste pojave. Pojam lokalne **zajednice** je temeljna sociološka kategorija i njome se više decenija bavila sociologija i politikologija. Ne manjkaju istraživanja ove pojave u nas (od Vojina Milića iz 1957. godine,<sup>2</sup> pa do danas), bez obzira što je to izučavanje više decenija bilo opterećeno ideološkim razumevanjem komune kao posebnog političkog obli-

<sup>1</sup> "Definiši svoje pojmove da bi mogao da razgovaraš sa mnom". (Volter).

<sup>2</sup> Milić Vojin, "Sociološko proučavanje lokalnih društvenih zajednica", Jugoslovenski časopis za filozofiju i sociologiju, br. 1, Beograd, 1957.

ka lokalne zajednice. Ustavno opredeljenje za lokalnom samoupravom kao posebnim institucionalnim oblikom života lokalne zajednice zahteva normativnu regulaciju tog metafizičkog pojma. Izgradnjom **systema** lokalne samouprave bave se politikolozi i pravnici oblikujući metafizički izgled pojma u konkretnu normativnu regulaciju. Tek **jedinice** lokalne samouprave postaju opipljivi institucionalni nosioci lokalnog javnog života, kao konkretna opština, okrug, srez, županija, distrikt ili region, odnosno konkretni pravni subjekt sa jasnim pravima i obavezama. Pored pomenutih nauka njima će se baviti: teorija regionalnog razvoja, prostorna ekonomija, sociologija sela i naselja, urbana sociologija, urbana ekonomika, teorija lokalnih javnih finansija, ekonomija lokalnog javnog sektora, socijalna psihologija; ali najviše urbanisti i političari. Nemušti jezik naših lokalnih političara, sa urođenom sklonošću za izbegavanje odgovornosti, trudi se da mimoide svaku konkretizaciju i profano koristiti floskulu «mi u lokalnoj samoupravi» izbegavajući da pomene i konkretnu zajednicu i konkretnu jedinicu lokalne samouprave. Zato je ovaj intelektualni napor Bogoljuba Milosavljevića (ne i njegov jedini do sada) veliki doprinos razvejavanju lingvističkih i političkih magli.

Svim ovim pomenutim problemima autor se bavio u okviru prva tri poglavlja knjige, koji su obuhvatili: osnovne i srodne pojmove lokalne

samouprave, tipove i standarde evropske lokalne samouprave i evoluciju naše lokalne samouprave. Manje ili više zainteresovan čitalac naći će popis svih pojmova koji opisuju istraživanu apstraktnu pojavu lokalne samouprave i uveriti se da je ona i te kako konkretna i životna pojava. Jeste sa mnogo dilema i sa velikom heterogenošću pojava koje zahvata (kakav je i stvarni lokalni život), ali u interpretaciji autora sve to izgleda mnogo jednostavnije i razumljivije. Nije se ustezao da iznese i svoje lične stavove oko nekih dilema ali u ograničenom i odgovornom obimu. Čitaocu to neće smetati – naprotiv. Odmeren i precizan stil izlaganja karakteristika su čitave knjige.

Izbor da se bavi **systemom** lokalne samouprave je posledica autorove profesionalne orijentacije. I on je tu svoju sklonost na pravi način izložio u sledećih 7 poglavlja knjige u kojima se taj sistem razlaže na sastavne činioce. I to na dva načina: a) kao naučno tumačenje mogućnosti našeg sistema lokalne samouprave, i b) kao konkretna primena postojećeg Zakona o lokalnoj samoupravi (i drugih pratećih zakona) u lokalnom životu Srbije. Time su zadovoljene potrebe čitaoca da upoznaju samu suštinu i smisao sistema lokalne samouprave, ali i konkretan način funkcionisanja celokupnog sistema u nas. Dovoljno informacija i za istraživače i za praktičare. Čak bi se moglo reći da celokupan način izlaganja zadovoljava jedan princip koji je vrlo redak u našoj naučnoj literaturi a to je primenjeni prin-

cip «**znati kako**»<sup>3</sup> koji omogućuje vrlo laku primenu izloženih elemenata našeg sistema lokalne samouprave. Može se reći da omogućuje posebne **veštine** upravljanja i modeliranja u stvarnom životu naših opština. Prema ličnom iskustvu autora ovog prikaza, posebno se preporučuje ne samo profesionalcima u našim opštinama već i onim istraživačima koji neoprezno iz svojih naučnih visina pokušavaju da modeliraju stvarni lokalni život Srbije (ustavopiscima i zakonopiscima posebno).

Dakle, centralni deo izlaganja u knjizi obuhvatio je ova poglavlja:

- Pravni položaj jedinica lokalne samouprave (od 61-77. str.);
- Poslovi i normativna funkcija jedinica lokalne samouprave (77-91. str.);
- Struktura organa i službi jedinica lokalne samouprave (91-113. str.);
- Neposredno odlučivanje i mesna samouprava (113-121. str.);
- Finansiranje i imovina lokalne samouprave (121-141. str.);
- Odnosi lokalne samouprave i centralnih organa (141-150. str.); i
- Saradnja i udruživanje jedinica lokalne samouprave (150-160. str.).

Svako poglavlje je snabdeveno pravnim izvorima i preporučenom liter-

aturom, a na kraju knjige se daje kompletan popis ovih izvora. Posebno olakšanje raznovrsnoj upotrebi ove knjige omogućuju **prilozi** koji, pored Evropske povelje o lokalnoj samoupravi i našeg Zakona o lokalnoj samoupravi u izvornom tekstu, nude i: Rečnik pravnih i političkih pojmova (od 209-241. str.) i Indeks pojmova (247-251. str.).

Sama tehnika pisanja je izuzetno formatirana što odgovara duhu materije koja se obrađuje i jasnoj misli autora i njegove profesionalne preciznosti. Svih 160 strana teksta podeljeno je u glava-ma, tačkama i podtačkama i skoro sve podtačke su date kratko u jednom pasusu. Na početku svakog poglavlja je kratko objašnjenje izlaganja, na početku svake tačke je sadržaj podtačaka koji jasno najavljuje tekst. Za one koji se prvi put sreću sa knjigom, jasnu i kompletnu strukturu izlaganja daje sam sadržaj (na 7 strana). On daje brzu mogućnost izbora tema prema sklonosti čitaoca.

Uz još jednu podršku izdavačkoj delatnosti Stalne konferencije gradova i opština, koja je skromno ovu knjigu na sopstvenom sajtu ([www.skgo.org.yu](http://www.skgo.org.yu)) nazvala priručnikom, preporučujem sa zadovoljstvom užoj ali i široj čitalačkoj publici u Srbiji knjigu Bogoljuba Milosavljevića «Sistem lokalne samouprave u Srbiji».

**Mr Jovica CVETKOVIĆ**

---

<sup>3</sup> U tehničkim naukama poznat kao "know how".

Prof. dr Dragan MIKEREVIĆ

”STRATEŠKI FINANSIJSKI MENADŽMENT”

Ekonomski fakultet  
Banja Luka, 2005.

U bogatoj produkciji ekonomske literature, posebno u zemljama u tranziciji, nedavno se pojavila interesantna studija sa temom *Strateški finansijski menadžment*, autora prof. dr Dragana Mikerevića, sa Ekonomskog fakulteta u Banjaluci. Knjiga je rezultat autorovih praktičnih i teorijskih znanja i korišćenja najnovije inostrane literature.

Finansijski menadžment ima osnovnu funkciju da upravlja finansijama preduzeća. Upravljanje je složen proces koji čine aktivnosti vezane za planiranje, organizovanje i kontrolu rada. Finansijski menadžment je usko povezan sa finansijskim knjigovodstvom, knjigovodstvom troškova, poreskim sistemom, zakonodavnim aktivnostima.

Knjiga dr Mikerevića predstavlja cjelovitu studiju koja na sistematičan i pouzdan način tretira problematiku finansijskog menadžmenta.

Knjiga je strukturirana po sledećim cjelinama:

1. Finansijski sistem preduzeća, njegovo okruženje i strateski finansijski menadžment
2. Cijena i vremenska vrijednost novca
3. Rizik i prinos

4. Finansijska tržišta i njihova efikasnost
5. Strategija preduzeća
6. Donošenje odluka o investiranju
7. Donošenje odluka o finansiranju
8. Donošenje odluka o dividendama
9. Restrukturiranje i konkurentska sposobnost preduzeća.

Autor tretira preduzeće kao finansijski sistem čiji “krvotok” čine novčani i robni tokovi. U vezi s tim je i donošenje odluka o investiranju, finansiranju i dividendi. Finansijska funkcija preduzeća, odnosno cilj politike preduzeća tretira se kao aktivnost usmerna na ostvarivanje osnovnih ciljeva razvoja. Iz toga se izvodi i uloga finansijske funkcije koja menadžerima omogućava da efikasno upravljaju.

Kao osnovne klasifikacije menadžmenta navode se:

- strateski
- operativni
- rizik menadžment.

Finansijska funkcija se realizuje kroz finansijsko planiranje, procjenu investicionih projekata, odluke o finansiranju, operacije na tržištu kapitala i finansijsku kontrolu. Savremeni uslovi poslovanja nameću potrebu da svaki finansijski menadžer treba da poznaje

osnovne funkcije menadžmenta i to:

- finansijsko planiranje
- finansijsku organizaciju
- izbor finansijskih kadrova
- finansijsko rukovođenje
- finansijsku kontrolu.

Finansijski menadžment kao operativna funkcija sa ostalim funkcijama pokrerće raspoložive resurse. To postaje izuzetno značajna poslovna funkcija čiji je konačni cilj proces kreiranja finansijskih uslova za efikasno postizanje odabranih finansijskih ciljeva.

Finansijski menadžment funkcioniše na načelima ili principima finansijske politike, a posebno treba istaći sledeća načela:

- finansijske stabilnosti
- rentabilnosti
- likvidnosti
- finansiranja u skladu sa rizikom
- finansijske elastičnosti
- nezavisnosti
- optimalnog aktivizacionog dejstva slike finansiranja.

U ovom dijelu obrađuju se i pitanja poslovnog okruženja gdje se elaboriraju pitanja privrednog i finansijskog sistema, poreskog sistema i mjera poreske politike, poreza na dodatnu vrijednost i njegov uticaj na finansijski položaj preduzeća i ostale faktore poslovnog okruženja. Obrađuju se i pitanja oblika organizacije poslovanja uz njihovo navođenje i saopštavanje osnovnih karakteristika funkcionisanja.

Drugi dio studije tretira pitanja cijene i vremenske vrijednosti novca gde autor kroz niz praktičnih primjera definiše osnove ovog složenog pitanja, što pored ostalog, ovoj studiji i daje kvalitet u razmatranju ovih pitanja. Razmatranja autora o cijeni novca su značajna sa aspekta učesnika na tržištu hartija od vrijednosti koje u poslednje vrijeme bilježi rast u zemljama tranzicije, odnosno u toku sprovođenja programa privatizacije.

Rizik i prinos su predmet obrade u trećem dijelu studije. Uz definiciju pojma rizika, navode se i vrste:

- poslovni rizik
- finansijski rizik
- ukupni rizik.

U tržišno orijentisanim zemljama, finansijski menadžer treba da sa svakom odlukom definiše i izmjeri rizik uz poštovanje osnovnih metoda i kriterijuma koji uključuju i mjeru rizika.

Nakon definisanja načina izračunavanja prinosa pojedinačnog sredstva, autor definiše izračunavanje očekivanog prinosa portfolija kao skupa sredstava, sa navođenjem određenih primjera koji mogu poslužiti boljem razumijevanju tretiranih pitanja. Nakon analiziranja vrsta rizika elaborira se *SARM - Capital Assesment Pricing Model* -model za vrednovanje uloženog kapitala. Model omogućava da se utvrdi da li postoji pozitivna veza između očekivane stope prinosa hartija od vrijednosti i njene *bete* koja se uzima kao odgovarajuća

mjera rizika, odnosno da je stopa prinosa jednaka stopi prinosa uvećanoj za riziko premiju.

Četvrti dio studije obrađuje pitanja finansijskog tržišta i njihove efikasnosti. Autor pod finansijskim tržištem podrazumjeva tržišta novca na kojima se trguje kratkoročnim i dugoročnim hartijama od vrijednosti. Efikasnost tržišta akcija se posmatra kao ključ optimalne alokacije raspoloživih fondova. U nastavku se daje elaboracija značaja finansijskih tržišta, strukture, načina određivanja cijena hartija od vrijednosti. Takođe se posebno obrađuje i pitanje tržišta kapitala u SAD.

Drugi dio ovog poglavlja je fokusiran na efikasnost tržišta kapitala, definisanje analogije razumjevanja problema i razmatraju se razlozi postojanja tržišta. Na kraju se obrađuju pitanja sistema trgovine hartijama od vrijednosti kao mehanizma pomoću koga se kupci i prodavci hartija od vrijednosti susretnu i postižu dogovor o cijenama kao pretpostvka za obavljanje transakcija.

Peti dio studije odnosi se na pitanja strategije preduzeća gde se osim definisanja pojmova strategije i odlučivanja obrađuju i faktori odlučivanja. Finansijsko odlučivanje se tretira kao proces kojim se realizuju finansijski ciljevi. Navode se nivoi odlučivanja sa sadržajima i to: dispozitivni, operativni i strateški.

Polazeći od nosilaca odlučivanja razlikuju se: upravljačko ili vlasničko, menadžersko i izvršno odlučivanje.

Ističe se međusobna povezanost menadžmenta i odlučivanja, iako odlučivanje ne pripada ni jednoj od osnovnih funkcija menadžmenta, uz naglašavanje činjenice da odlučivanje dominira i da se prožima kroz cjelokupni proces.

Ističući različite podjele faktora odlučivanja od strane brojnih autora, Mikerević se opredjeljuje za polazište da faktori menadžerskog odlučivanja čine suštinu i navodi najvažnije: okolnosti, način, sredstva, informacije i vrijeme, lična sposobnost menadžera i komunikacije sa saradnicima, hijerarhija odlučivanja, tehnologije i procedure odlučivanja, primjena savremenih matematičkih metoda odlučivanja i subjektivni faktor odlučivanja. Autor naglašava da odlučivanje kao izbor između više alternativa neminovno potencira značaj ciljeva prije dogovaranja strategije. U skladu s tim zaključuje da se strateski finansijski menadžment može shvatiti i kao područje sveobuhvatne strategije preduzeća koja se uklapa u opis i sadržaj poslova finansijskog menadžera.

Značajno područje iz ove problematike je i pitanje sukoba interesa, kroz elaboraciju pitanja ovlašćenja i odgovornosti direktora i vanbilansno finansiranje. U ovom dijelu se obrađuje i pitanje korporativnog upravljanja kao veoma interesantne oblasti strateškog finansijskog menadžmenta. Autor nakon definisanja osnovnog sadržaja korporativnog upravljanja daje komparativnu analizu tradicionalne prakse Velike Britanije i drugih zemalja.

(Njemačka, Japan i dr). U formulisanju strategije preduzeća, polazi se od poslovnog planiranja, izrade i analiziranja u cilju uspješne realizacije. Osnovna podjela planova je na: strateske, taktičke i operativne.

U nastavku ovog dijela obrađuje se strategija širenja i održavanja tržišta. Interesantna je elaboracija u vezi faktora koje treba uzeti u razmatranje u donošenju odluka vezanih za interni-organski i akvizicija-eksterni rast. U tom cilju ističe se značaj pitanja vremena, troškova pokretanja, sinergije, strukture relativnih troškova i rizika, relativnih odnosa tržišne vrijednosti akcija i zarada, kao i vrednovanja imovine. Poslednji dio ove glave obrađuje pitanja međunarodnog poslovanja, sa komparativnim posmatranjem i navođenjem prednosti i nedostatke izvoza i drugih oblika saradnje, od uspostavljanja zastupništava, preko zajedničkih ulaganja do sporazuma o davanju licenci.

Donošenje odluka o investiranju je predmet i sadržaj šestog dijela studije. Nakon opšte elaboracije o investicijama i oblicima ulaganja, obrađuju se pitanja kapitalnog budžetiranja. Ističe se da investicije imaju veći uticaj na budućnost poslovnih kompanija od bilo kojih drugih poslovnih odluka. Poslije definisanja pojma kapitalnog budžetiranja definišu se faze tog procesa, sa navođenjem konkretnih primejra vezanih za izračunavanje neto sadašnje vrijednosti i interne stope prinosa.

U ovom dijelu se tretiraju i pitanja investicionih projekata sa aspekta

osetljivosti, kao i analize scenarija i izjednačavanja i simulacije modela –Monte Karlo. Pozitivna neto sadašnja vrijednost može rezultirati samo ukoliko firme imaju određene komparativne prednosti. Cilj zdravog menadžmenta je da osigura da menadžeri donose optimalne investicione odluke koje će biti u najboljem interesu akcionara.

Sadašnja vrijednost se definiše kao gotovinski tok stvoren investicijom, neto sadašnja vrijednost predstavlja efektivnu neto korist od investicije nakon odbijanja troškova, a oportunitetni trošak predstavljaju stepen povrata na investicijama uporedivih rizika.

Poslednji dio ove glave se odnosi na pitanja odluka o međunarodnom investiranju. Uz naglašavanje koristi međunarodne diverzifikacije, obrađuju se pitanja međunarodne cijene kapitala primjenom odgovarajuće diskontne stope za procjenjivanje budućih investicionih mogućnosti. Sugerise se primjena međunarodnog *SARM*.

Kapitalno budžetiranje se u zaključnim razmatranjima definiše kao proces evaluacije novčanih tokova investicionih mogućnosti i donošenja odluka o tome koji investicioni projekat treba prihvatiti ili odbiti. Proces kapitalnog budžetiranja pretpostavlja procjenjivanje i evaluiranje.

U sedmom delu studije tretira se donošenje odluka o finansiranju. Naglašava se da se odluke o finansiranju mogu donositi odvojeno od investicionih, iako postoje sličnosti i razlike



između njih. Finansijsko planiranje se posmatra kao značajan proces koji se odnosi na složene projekcije budućih događaja. Internu stopu rasta kompanija može ostvariti bez eksternog finansiranja. Maksimalna održiva stopa rasta predstavlja stopu rasta koju kompanija može održati i da održi konstantan finansijski *leverage* i da ne angažuje dodatna sopstvena sredstva.

Upravljanje novcem i kapitalom pretpostavlja pridržavanje određenih principa i pravila. Menadžment obrtnog kapitala podrazumjeva sve aspekte administriranja obrtnih sredstava i obaveza. Upravljanje novcem se vrši efikasnim korišćenjem sofisticiranih sistema upravljanja, praćenja svog novca, utuživih hartija od vrijednosti i za održavanje potrebne likvidnosti uz minimalne troškove. Navode se veoma interesantni primjeri i modeli upravljanja novcem kao što su *Baumolov*.

Posebnu pažnju zavređuje dio ovog segmenta koji se odnosi na Teorije strukture kapitala.

U okviru determinanti za donošenje odluka o odnosu duga i sopstvenog kapitala definiše se *Leverage* uz razlikovanje finansijskog i poslovnog. Za menadžere je veoma značajno da izaberu kombinaciju dugova, sopstvenih sredstava i preferencijalnih akcija koje se koriste u finansiranju kompanije. Optimalna kombinacija obezbjeđuje najnižu ponderisanu prosječnu cijenu kapitala nakon oporezivanja. To će rezultirati maksimiranjem vrijednosti kompanije.

Važnost strukture kapitala leži u činjenici da je ona rezultat načina finansiranja.

U odgovoru na pitanje uticaja strukture kapitala na vrijednost kompanije, autor navodi sedam različitih gledišta: savršeno tržište, oporezivanje korporacija, pojedinačni porezi, posrednički troškovi, troškovi bankrota, *pecking order*, (redosled finansiranja) i gledišta nesavršenog tržišta kapitala.

Finansijska struktura kao vlasnička struktura je predmet posljednjeg dijela ove glave. Finansijska moć u suštini predstavlja moć isplate fiksnih finansijskih obaveza iz dobitka. Menadžeri treba da teže optimalnoj strukturi kapitala. Rezultati će zavisiti i od podrške uprave koju daje menadžerima. Kada uprava preduzeća shvati značaj ovih pitanja, rezultati će biti bolji.

Politika dividendi, odnosno donošenje odluka je predmet i sadržaj osmog dijela studije. Politika dividendi preduzeća, banaka i osiguravajućih društava je složeno pitanje koje predstavlja politiku firme za isplatu dijela zarade akcionarima.

Značaj dividendi je i na reakciji prosječne cijene akcija na promjene u dividendama.

U devetom dijelu studije obrađuje se pitanje restrukturiranja i konkurentne sposobnosti preduzeća. Polazi se od činjenice da je konkurentna sposobnost rezultat brižljivo vođene dugoročne politike preduzeća koja definiše konkretne mjere i aktivnosti na kratki i dugi rok. Autor naglašava da se konkurentna sposobnost preduzeća izvodi iz restrukturiranja.

Odgovor na krizna stanja mora biti temeljit, realan i brz. Od uspjeha procesa temeljne mikroekonomske transformacije zavisi i politika stabilizacije prilika u zemlji.

Prevazilaženje kriznog stanja u preduzeću pretpostavlja uspostavljanje nove ciljne funkcije koja se sastoji u ostvarivanju dobitka na duži rok. Ukazuje se na razliku između defanzivnog tj. restrukturiranja sa ciljem smanjivanja troškova, kao i strateškog koje se zasniva na smislenoj strategiji poslovanja koja odgovara potrebi temeljite preraspodjele sredstava u preduzeću. Ono pretpostavlja uvođenje novih linija, novih procesa, novih tehnologija i investicija.

Značajna je i interesantna, za naše prilike, elaboracija o modelima restrukturiranja. Polazeći od naših uslova autor se opredijelio za sledeće modele:

- promjena pravne forme preduzeća koja podrazumijeva prelazak iz jednog oblika u drugi, ali bez promjene vlasničke strukture i transformaciju sa promjenom vlasničke strukture.

Drugi oblik je fuzija. Pretpostavka fuzije je odgovarajuća elaboracija koja treba da ponudi odgovore na problematiku finansijske analize i procjene cilja, kao i definiše strategiju i taktiku pregovaranja. U ovom dijelu se analizira i pitanje kupovine kontrolnog paketa akcija od strane menadžmenta kao i šeme rekonstrukcije kapitala.

Ove transakcije se dijele na:

- šeme sa kompanijama bez finansijskih problema,

- šeme sa kompanijama s finansijskim problemima

Polazeći od problema sa kojima se suočavaju preduzeća u zemljama tranzicije, autor daje sledeće korisne preporuke:

- eliminisanje uzroka gubitaka
- povećanje obima proizvodnje i prodaje
- poboljšanje asortimana proizvodnje - paritet nabavnih i prodajnih cijena
- restrukturiranje aktive

Sigurno na kraju treba podsjetiti na definiciju sposobnog menadžera koju daje autor.

“Sposoban menadžer je onaj menadžer koji stručno poznaje područje kojim upravlja, poznaje filozofiju i proces upravljanja, ali uz to mora da bude i inventivan, i kreativan, i hrabar da na sebe preuzme rizik poslovanja. No, da bi menadžer do maksimuma razvio i pokazao svoje menadžerske sposobnosti, mora da bude motivisan”

Prof. dr Dragan Mikerević se pisanjem udžbenika *Strateški finansijski menadžment* prihvatio teškog i odgovornog posla da na jednom mjestu obradi obimnu, stručnu i složenu problematiku, što je i uspeo. Studija predstavlja korisno štivo kako za ljude iz konkretne prakse koji se bave ovim pitanjima u preduzećima, bankama i finansijskim organizacijama, tako i ostalima, posebno studentima koji izučavaju ovu disciplinu.

Omer MARKIŠIĆ

---

## 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**