



2023.

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

- **Goran Nikolić**
NACIONALNI IDENTITET KAO FAKTOR EKONOMSKOG RAZVOJA - POZITIVNE IMPLIKACIJE ZA SRBIJU?
- **Stefan Vržina**
STRUKTURA BRUTO ZARADE U REPUBLICI SRBIJI: PORESKO-FINANSIJSKI ASPEKT
- **Maja Milojević Kolarević**
PDV TRETMAN STATUSNIH PROMENA PRIVREDNIH DRUŠTAVA U REPUBLICI SRBIJI
- **Bogdan Vujović**
REGULATIVA DIGITALNE IMOVINE U SRBIJI - PROPUŠTENA PRILIKA ZA RAZVOJ TRŽIŠTA ILI NEISKORIŠĆENI POTENCIJAL
- **Lidija Madžar, Borjana Mirjanić, Dušica Karić**
PROCENA SISTEMSKOG RIZIKA ULAGANJA U AKCIJE IZ INDEKSA BELEX15 PRIMENOM BETA KOEFICIJENTA I PRILAGOĐENOG BLOOMBERGOVOG BETA KOEFICIJENTA



REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA
BEOGRADSKA BANKARSKA
AKADEMIJA

Godina LXXVIII • Broj 1-6/2023 • Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

Izdavači:

Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša 20, www.mfin.gov.rs
Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd,
Zmaj Jovina 12, www.bba.edu.rs

Za izdavače:

Siniša Mali, ministar finansija Republike Srbije
Hasan Hanić, predsednik Beogradske bankarske akademije

Glavni urednik:

Prof. dr Dejan Erić

Zamenik glavnog urednika:

Ana Pančić

Redakcioni odbor:

Almir Alihodžić, Ekonomski fakultet, Zenica (Bosna i Hercegovina)
Mihail Arandarenko, Ekonomski fakultet, Beograd
Petar Đukić, Tehnološko-metalurški fakultet, Beograd
Veroljub Dugalić, Ekonomski fakultet, Kragujevac
Nikola Fabris, Ekonomski fakultet, Beograd
Gordana Ilić Popov, Pravni fakultet, Beograd
Tatjana Jovanić, Pravni fakultet, Beograd
Nebojša Jovanović, Pravni fakultet, Beograd
Željko Jović, Ekonomski fakultet, Beograd
Radislav Jovović, Univerzitet Mediteran, Podgorica (Crna Gora)
Jelena Kočović, Ekonomski fakultet, Beograd
Emira Kozarević, Ekonomski fakultet, Tuzla (Bosna i Hercegovina)
Ivana Ljutić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Srđan Marinković, Ekonomski fakultet, Niš
Dobrosav Milovanović, Pravni fakultet, Beograd
Marija Pantelić, Ekonomski fakultet, Beograd
Saša Popović, Ekonomski fakultet, Podgorica (Crna Gora)
Antonio Duarte Portugal, Ekonomski fakultet, Koimba (Portugal)
Mirjana Radović, Privredna akademija, Novi Sad
Srđan Redžepagić, Univerzitet Azurne obale, Nica (Francuska)
Miroslav Todorović, Ekonomski fakultet, Beograd
Darko Vuković, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Aleksandar Zdravković, Institut ekonomskih nauka, Beograd
Branko Živanović, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Urednici:

Duško Bodroža, Institut ekonomskih nauka, Beograd
Milica Bugarčić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Mališa Đukić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Zoran Grubišić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Hasan Hanić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Sekretar redakcije:

Ivana Ljutić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Redakcija:

Beogradska bankarska akademija, Zmaj Jovina 12, 11000 Beograd,
casopisfinansije@bba.edu.rs, tel: 011/2621 730, 065/2621 730

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.*

*Počev od 2023. godine, izdavači časopisa su Ministarstvo finansija Republike Srbije i Beogradska
bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd.*

Časopis izlazi jednom godišnje.

©2023 by Ministarstvo finansija Republike Srbije i Beogradska bankarska akademija.
Sva prava zadržana.

FINANSIJE

Časopis za teoriju i praksu finansija

78 godina, br. 1–6/2023

Beograd

SADRŽAJ

Goran NIKOLIĆ

NACIONALNI IDENTITET KAO FAKTOR EKONOMSKOG RAZVOJA -
POZITIVNE IMPLIKACIJE ZA SRBIJU?

str. 1 - 24

Stefan VRŽINA

STRUKTURA BRUTO ZARADE U REPUBLICI SRBIJI: PORESKO-FINANSIJSKI
ASPEKT

str. 25 - 44

Maja MILOJEVIĆ KOLAREVIĆ

PDV TRETMAN STATUSNIH PROMENA PRIVREDNIH DRUŠTAVA U
REPUBLICI SRBIJI

str. 45 - 74

Bogdan VUJOVIĆ

REGULATIVA DIGITALNE IMOVINE U SRBIJI - PROPUŠTENA PRILIKA ZA
RAZVOJ TRŽIŠTA ILI NEISKORIŠĆENI POTENCIJAL

str. 75 - 95

Lidija MADŽAR, Borjana MIRJANIĆ, Dušica KARIĆ

PROCENA SISTEMSKOG RIZIKA ULAGANJA U AKCIJE IZ INDEKSA BELEX15
PRIMENOM BETA KOEFICIJENTA I PRILAGOĐENOG BLOOMBERGOVOG
BETA KOEFICIJENTA

str. 96 - 115

PRIKAZI

Kvin Slobodijan: GLOBALISTI: KRAJ DOBA CARSTVA I RAĐANJE
NEOLIBERALIZMA

Biljana Vitković

str. 116 - 124

FINANCE

Journal for the theory and practice of finance

78 years, No 1–6/2023

Belgrade

CONTENTS

Goran NIKOLIĆ

NATIONAL IDENTITY AS A FACTOR OF ECONOMIC DEVELOPMENT -
POSITIVE IMPLICATIONS FOR SERBIA?

pp. 1 - 24

Stefan VRŽINA

THE STRUCTURE OF GROSS SALARY IN THE REPUBLIC OF SERBIA:
FINANCIAL-TAX ASPECT

pp. 25 - 44

Maja MILOJEVIĆ KOLAREVIĆ

COMPLIANCE WITH THE VALUE ADDED TAX REGULATION: THE CASE OF
THE REPUBLIC OF SERBIA

pp. 45 - 74

Bogdan VUJOVIĆ

REGULATION OF DIGITAL ASSETS IN SERBIA - MISSED OPPORTUNITY
FOR MARKET DEVELOPMENT OR UNUSED POTENTIAL

pp. 75 - 95

Lidija MADŽAR, Borjana MIRJANIĆ, Dušica KARIĆ

ASSESSMENT OF THE SYSTEMATIC RISK OF INVESTMENT IN THE
BELEX15 SHARES USING THE BETA COEFFICIENT AND THE ADJUSTED
BLOOMBERG BETA COEFFICIENT

pp. 96 - 115

REVIEWS

Quinn Slobodian: GLOBALISTS: THE END OF EMPIRE AND THE BIRTH OF
NEOLIBERALISM

Biljana Vitković

str. 116 - 124

NACIONALNI IDENTITET KAO FAKTOR EKONOMSKOG RAZVOJA - POZITIVNE IMPLIKACIJE ZA SRBIJU?¹

NATIONAL IDENTITY AS A FACTOR OF ECONOMIC DEVELOPMENT - POSITIVE IMPLICATIONS FOR SERBIA?

Goran NIKOLIĆ
Institut za evropske studije
Beograd
goranvnikolic@gmail.com

Sažetak

U tekstu se pokazuje da je inkluzivnost koju nudi osećaj nacionalnog identiteta presudna za održavanje uspešnog modernog političkog poretka i ekonomskog razvoja. Zahvaljujući snažnijem poverenju među građanima koju stvara osećaj zajedničkog identiteta olakšano je upravljanje zemljom i stvaraju se uslovi za povećanu fizičku bezbednost. Osećaj pripadnosti zajedničkom kolektivitetu je ključan za poverenje stanovništva u državnu administraciju čime se legitimiše intervencionizam, pored ostalog redistributivni programi u domenima socijalne i zdravstvene zaštite.

Analizom referentnih studija mogu se izvesti sledeći zaključci referentni za Srbiju: a) Srbija je posmatrajući njen etno-konfesionalni i jezički mozaik (po dostupnim podacima sa poslednjeg popisa) komparativno posmatrano homogena država; b) relativno male, kulturno homogene, zemlje sa snažnim nacionalnim identitetom imaju institucionalne prednosti koje mogu da poboljšaju njihove dugoročne socio-ekonomske performanse; c) države poput Srbije mogu koordinirati politiku na načine koji im pomažu da uspešno odgovore na spoljne i unutrašnje izazove izgradnjom institucionalnih kapaciteta koji će omogućiti usaglašene državne politike, ekonomsku redistribuciju i održiv privredni razvoj.

Ključne reči: nacionalni identitet, ekonomski razvoj, Srbija, homogenost, poverenje, redistribucija.

¹ Rad je napisan u okviru Programa istraživanja Instituta za evropske studije za 2023. koji podržava Ministarstvo nauke, tehnološkog razvoja i inovacija.

Abstract

The text shows that inclusiveness offered by a sense of national identity is crucial for maintaining a successful modern political order and economic development. Due to stronger trust among citizens created by a sense of common identity, the management of the country is facilitated and the conditions for increased physical security are created. The feeling of belonging to a common collectivity is crucial for the trust of the population in the state administration, which legitimizes interventionism, among other things, redistributive programs in the domains of social and health care.

By analyzing the reference studies, the following conclusions can be drawn regarding Serbia: a) Serbia is a comparatively homogenous country, considering its ethno-confessional and linguistic structure (according to the available data from the last census); b) relatively small, culturally homogeneous countries with a strong national identity, have institutional advantages that can improve their long-term socio-economic performance; c) countries like Serbia can coordinate policies in ways that help them successfully respond to external and internal challenges by building institutional capacities that will enable coordinated governmental policies, economic redistribution, and sustainable economic development.

Keywords: *national identity, economic development, Serbia, homogeneity, trust, redistribution.*

JEL: O10.

UVODNA RAZMATRANJA

Od početka 20. veka, a posebno nakon Drugog svetskog rata, politika naprednih zapadnoevropskih demokratija bila je u velikoj meri strukturirana sukobom između rada i vlasnika kapitala i poprimila je oblik izbora između većeg oslanjanja na tržišta i dublje državne intervencije (u kontekstu evropske ekonomske i političke integracije). Politički život tokom većeg dela dvadesetog veka bio je organizovan duž levo-desnog spektra definisanog ekonomskim pitanjima - levica je želela veću jednakost, desnica veće slobode.² Od druge decenije ovog veka takav spektar sve više ustupa mesto onom koji je definisan identitetom. Levica se manje usredsređuje na široku ekonomsku jednakost, a više na promociju interesa širokog spektra grupa za koje se smatra da su marginalizovane - imigranata, žena, crnaca, LGBT zajednice, izbeglica. Desnica se u međuvremenu redefiniše kao skup patriota koji žele da sačuvaju tradicionalni nacionalni identitet, identitet koji je često izričito povezan sa rasom, etničkom pripadnošću ili religijom. Ovaj proces počinje od druge decenije 21. veka sa globalizacijom koja je doprinela ukupnom rastu ali

je ostavila značajan broj ljudi bez benefita od tog rasta.

Naime, uprkos važnosti materijalnog interesa, ljudi su motivisani i drugim stvarima koje bolje objašnjavaju različite događaje u sadašnjosti i koje, generalno posmatrano, uzrokuju nezadovoljstvo. Politički lideri, uvidevši to, mobilišu sledbenike oko percepcije da je dostojanstvo grupe omalovaženo, a ova ogorčenost rađa zahteve za javnim priznanjem dostojanstva te grupacije.³ Tako kineski predsednik potencira sto godina poniženja Kine od strane Zapada, a ruski predsednik govori o tome kako su Evropa i SAD iskoristile rusku slabost tokom 1990-ih da bi NATO dovele do svojih granica. Međutim, ovo nije slučaj samo u nezapadnim zemljama. Ogorčenje zbog percipiranog gubitka dostojanstva moćna je snaga i u demokratskim zemljama; na to ukazuju Bregzit, pobeda Donalda Trampa 2016. godine, kao i konflikt u Ukrajini koji ima simboličku važnost za obe involvirane nacije. Kako pokazuje Campbell (2019), sve su to slučajevi u kojima grupa, bilo velika sila poput Rusije ili Kine ili skup građana u demokratiji, veruje da ima identitet koji ne dobija adekvatno

² Duga tradicija datira barem od Marksovog posmatranja političke borbe kao odraza ekonomskih sukoba - borbe oko redistribucije.

³ Zahtev grupe koja percipira sebe kao poniženu i koja traži vraćanje dostojanstva ima mnogo veću emocionalnu težinu od ljudi koji jednostavno teže svojoj ekonomskoj prednosti.

priznanje - bilo od spoljnog sveta, u slučaju nacije, ili od strane drugih članova istog društva.⁴

DEFINISANJE NACIONALNOG IDENTITETA I NACIONALIZMA

Nacionalizam je skup političkih uverenja koji tvrdi da nacija - skup pojedinaca sa karakteristikama koje ih (navodno) razlikuju od drugih grupa - treba da ima svoju državu. Ideja da ljudi treba da formiraju različite zajednice zasnovane na zajedničkom jeziku, kulturi, etničkoj pripadnosti i narativu, i da takve grupe treba da budu u stanju da upravljaju sobom, oblikovala je istoriju proteklih pola milenijuma, a verovatno i mnogo duže, uzimajući u obzir predmoderne identitete. Naime, pored bazične grupe kojoj pripadamo, a to je porodica, s protekom vremena rod, pleme, selo, region, grupa plemena bivaju zamenjeni državom odnosno nacijom u novijem značenju te reči. Naime, ljudi su, pre svega, socijalna stvorenja i njihov rastući individualizam je novija pojava, povezana sa rastom blagostanja i bezbednosti, a nikako njihova determinišuća karakteristika.⁵ Budući da od samog rođenja

zavisimo od onih oko nas, evoluirali smo da budemo veoma osetljivi na razlike između onih koji pridaju grupi ili ne. Brza identifikacija prijatelja i neprijatelja bila je presudna za preživljavanje, te je kognitivno bilo lakše osloniti se na jednostavne pokazatelje („on govori moj jezik”, „on izgleda drugačije od moje grupe”) nego procenjivati druge karakteristike nekog „stranca”. Dakle, mi imamo snažnu sklonost da se jače identifikujemo sa onima za koje smatramo da su „poput nas”. Do sada je „nacija” bila najveća kulturna grupa sa ovom vrstom trajne privlačnosti za svoje članove i moć nacionalizma počiva delom na njegovom simbiotskom odnosu sa državom. U relativno kratkom periodu (počevši od Engleske 14. veka) ceo svet je podeljen na nacionalne države, a čak i u postkolonijalnim državama svedoci smo stvaranja nacija koje sve više liče na evropske (Walt, 2019).

Nacionalizam ima svoje loše strane i dugo je bio posmatran kao opasna atavistička vezanost koja će postepeno izumirati u društvima sa dobro osmišljenim demokratskim institucijama. Kritičari nacionalizma potenciraju da nacionalni narativi ohrabruju dvostruke standarde, racionalizujući ono loše što je učinila sopstvena strana. Dodatno, većina nacionalnih mitova uključuje suptilne tvrdnje o superiornosti, te nije čudo što progresivna levica napada samu ideju nacionalnog identiteta kao rasističkog i netolerantnog.

Pored toga, „globalne kosmopolite” tvrde da su sami

⁴ Iako ti identiteti često mogu biti različiti, odnosno formirani na osnovu nacije, religije, etničke pripadnosti, seksualne orijentacije ili pola.

⁵ Individualizam zauzima poslednju poziciju u grupnoj lojalnosti, a priča o „društvenom ugovoru” je deluzija. Ljudi su u stvari društvene životinje - oni se rađaju i socijalizovani su u određenim grupama.

koncepti nacionalnog identiteta i državne suverenosti prevaziđeni i da ih treba zameniti širim transnacionalnim identitetima i institucijama. Ipak, međunarodni poredak je izgrađen oko nacionalnih država i niko nije uspeo da smisli dobar metod za održavanje međunarodnih tela demokratskom odgovornošću. Funkcionisanje demokratskih institucija zavisi od zajedničkih normi i perspektiva i, na kraju, od zajedničke kulture - sve one mogu postojati samo na nivou nacionalne. Umesto toga, efikasna međunarodna saradnja izgrađena je oko saradnje između postojećih država.

Problem za progresivnu levicu predstavlja i suštinski neuspeh evropskih integracija, odnosno slabost Evropske unije (EU) u poređenju sa državama članicama koja, u očima većine Evropljana, nikada nije postigla stvarni legitimitet (Lieven, 2020). Naučna rasprava o objašnjavajućim faktorima javnog mnjenja prema EU prešla je sa ekonomskih i utilitarnih „tvrdih” faktora na identitet (afektivne), odnosno „meke” faktore. Studija Klingeren-a i kolega (2013), oslanjajući se na podatke Eurobarometer-a, istražuje eksplanatornu moć ova dva faktora za 12 dugogodišnjih država članica EU 1994. i 2005. godine. Multifaktorska analiza je pokazala da faktori zasnovani na identitetu imaju značajnu ulogu u

objašnjavanju evroskepticizma u obe godine, ali i da je eksplanatorna moć tvrdih faktora vrlo stabilna tokom vremena. Suprotno očekivanjima, faktori identiteta ne igraju veću ulogu 2005. godine u odnosu na 1994. godinu, već su igrali važnu, iako zapostavljenu, ulogu u objašnjavanju evroskepticizma.

Dakle, čini se da je ideja da je nacionalizam samo opasan - pojednostavljena. Naravno, naučnici i javni delatnici mogu i dalje posmatrati nacionalizam kao nazadni, nerazvijeni refleks, i vlade mogu nastaviti da propuštaju da razvijaju politike koje iskorištavaju njegov potencijal. Međutim, to će prouzrokovati velike troškove, omogućavajući oportunističkim liderima i demagozima da kontrolišu budućnost nacionalizma. Ako odgovorni kreatori politike u svojim rukama imaju nešto što dokazano podstiče ekonomski razvoj, smanjuje nivo korupcije i kreira veću odanosti vladavini zakona, to treba pametno koristiti. Stalno potenciranje relativno retkih slučajeva koji dokazuju da je nacionalizam štetan znači mešanje izuzetka sa pravilom jer većinski nacionalizmi ne promovišu agresivni ekspanzionizam ili zlostavljanje manjina. Naime, države obitavaju u svetu u kojem je rat skup, granice su uglavnom rešene i odnosi između zemalja su obično vezani za neki moralni kodeks. Kao rezultat toga, nacionalizam danas često navodi građane da usredsređuju

svoje snage na poboljšanje svojih zemalja (Casas, 2008).

Na ruku kosmopolita ne idu i novija istraživanja koja, suprotno uvreženom narativu da novac nema boju, sugerišu da nacionalne institucije i prepoznatljive ideološke tradicije određuju korporativne odluke. Amor-Esteban i kolege (2016) su analizirali period od 2004–2014. godine (korišćen je panel uzorak sastavljen od 6.600 observacija od strane 600 velikih međunarodnih, berzanski listiranih kompanija), testirajući značaj nacionalnog identiteta u održivom poslovanju kompanija. U studiji je jasno pokazana važnost domicilne države pri donošenju poslovnih odluka što potvrđuje da zemlja porekla „svojim” kompanijama nudi razne olakšice, tako da one, u zavisnosti od različitih pritisaka i očekivanja, brinu o tome šta je važno za njihovu zemlju. Tako su, na primer, korporacije koje dolaze iz nordijskih države blagostanja lideri u održivom poslovanju, ističući se dobrim tretmanom svojih zaposlenih i interesnih grupa. Kompanije čija se zemlja porekla nalazi u južnoj Evropi daju prioritet ekološkim problemima, dok firme čije je sedište u severnoameričkim zemljama daju prednost etičkim pitanjima.

Svaka ljudska ideologija, pa i nacionalizam, ima i negativnu stranu (ideologije posmatramo u širem „Hararijevskom” smislu;

nacionalizam je, bez premca, najvažnija od njih - daleko moćnija od kapitalizma ili religije). Religija može imati oblik inkvizicije ili islamske države.⁶ Socijalizam može postati staljinizam ili maoizam. Liberalizam može postati pokriće za elitistički egoizam, eksploataciju i kleptokratiju, dok konzervativizam može biti pokriće za namerno neznanje. Međutim, ove slabosti ne poništavaju dobre strane ovih ideologija, tj. njihovu sposobnost da deluju za opšte dobro (Lieven, 2020).

PITANJE IDENTITETA U EKONOMIJI

Identitet je tema od centralne važnosti za društvene nauke i, iako to nije tradicionalno područje interesovanja ekonomista, teorijska literatura na tu temu postoji od kraja 1990-ih. Dominantni pogled na identitet primenjen u ekonomiji potiče od Akerlofa i Krantona (2000) kod kojih je on definisan kao čovekovo osećanje sopstva koje delimično proizlazi iz socijalnih

⁶ Hrišćanstvo i danas čini važan element nacionalnih identiteta Poljske i Litvanije, te Bugarske, Srbije i Grčke, budući da je učešće pravoslavne ili katoličke crkve u nacionalnooslobodilačkim pokretima tih zemalja ojačalo veze stanovništva sa njihovim crkvama. Međutim, odnos između religije i nacionalnosti je složen: univerzalistička tvrdnja o sistemima verskih uverenja sudara se sa ograničenim dometom nacionalnih identiteta, a integrativna ideologija nacionalizma kosi sa stvarnošću pluralnosti sistema verovanja (Best, 2009).

kategorija kojima pripada. Socijalne kategorije nastaju na osnovu karakteristika kao što su pol, etnička pripadnost, jezik ili nacionalnost i svaka od njih je povezana sa različitim normama ponašanja.⁷ Oblikujući na osnovu njih nagrade povezane sa različitim akcijama, identitet je uključen u širok spektar ekonomskog i socijalnog ponašanja pojedinaca i grupa.

Nacionalni identitet je posebno važan aspekt identiteta jer svojim uticajem na međugrupno ponašanje utiče na funkcionisanje društava u celini. Ovo je, posebno, slučaj kada je zemlja etnički raznolika ili ima veliku imigrantsku populaciju. U takvim državama pojedinci mogu zadržati manjinski etnički ili nacionalni identitet (bilo isključivo ili sa delimičnim usvajanjem identiteta većine) što može predstavljati potencijalni izvor ekonomske neefikasnosti.

Kako je poslednjih godina, posebno s početkom novog stoleća, nacionalizam oživeo širom sveta, mnogi naučnici sada tvrde da je politika identiteta postala glavni koncept koji objašnjava mnogo toga što se dešava u savremenim društvima i na globalnom nivou (Lankoande, 2019). I zaista, države, tj. nacije su determinišuće u određivanju našeg bitisanja što je posledica sposobnosti država - nacija

da vode ekonomske politike koje dugoročno mogu da vode do velikih razlika u nivou blagostanja država i pojedinaca u njima. Kako potencira jedan od najvećih teoretičara međunarodnih odnosa Džon Miršajmer (Mearsheimer, 2021), snaga nacionalizma dobrim delom počiva na njegovom simbiotskom odnosu sa državom. S obzirom na konkurentske pritiske svojstvene svetu bez centralne vlasti, države koriste snažne podsticaje kako bi uticale na nacionalno jedinstvo unutar svojih granica, tako da građani budu lojalni i spremniji da se žrtvuju za državu kada to bude bilo potrebno. Promovisanje nacionalizma - a posebno zajedničkog jezika - takođe je pomoglo u stvaranju ujedinjenijih nacionalnih ekonomija i produktivnijeg stanovništva.

Uticaj identiteta i normi na ekonomsko pozicioniranje

Socijalno-ekonomske razlike i norme potiču od osnovne ljudske želje za poštovanjem, od roditelja koji žele uspeh svoje dece podstičući ih da slede njihove želje, od onih koji žele da kontrolišu i dominiraju nad drugima radi ekonomske dobiti (te, konačno, od ljudi koji se bune, podižući revolucije i/ili ulične proteste). Društveni kontekst ukazuje na oblik koji će norme imati; npr. u Egiptu se mladi ljudi obraćaju islamu da bi postigli (samo)poštovanje umesto bavljenja sportom, budući da

⁷ Poštovanje ovih normi je korisno za pojedinca, dok odstupanje može stvoriti problem za pojedinca i za druge.

je religiozna predanost lako dostupna alternativa ekonomskom uspehu i nju prenosi porodica, a promovišu je politički interesi (Kranton, 2016).

Uloga identiteta i, s njim povezanih, normi se javlja na mnogim nivoima odlučivanja. Pojedinci, porodice, škole, vlade i društveni pokreti oblikuju norme i diferencijaciju između ljudi sa snažnim posledicama na ekonomske ishode. U modelu ekonomije identiteta, ljudi na kratak rok biraju svoje postupke, kao što je radni napor, uzimajući u obzir date norme i socijalne kategorije, kao i svoj identitet i identitet drugih, recimo, u školi ili u firmi. Dugoročno, akcije ljudi, u više različitih svojstava, nesvesno ili svesno, utiču na norme i kategorije koje su endogene. Istoričari, antropolozi i sociolozi proučavaju istorijske izvore i društvene i državne zajednice kako bi otkrili strukture i odnose moći koji definišu društvenu diferencijaciju, odnosno kategorije. Empirijska i teorijska istraživanja u ekonomiji pokazala su kako ljudi stvaraju i osporavaju socijalne kategorije i norme: radi ekonomske dobiti, političke moći ili radi reprodukcije porodičnih vrednosti. Norme i socijalne kategorije su izvedene iz osnovnih individualnih želja za samoostvarenjem i uvažavanjem.

Jasno je da društveni pokreti transformišu kategorije i norme, kao i da ih porodice kreiraju (roditelji

žele da njihova deca dele njihovu ideologiju ili „kulturu” iako se to možda kosi sa ekonomskim uspehom potomaka). Na primer, dve studije o imenima koja se daju deci - izrazito afroamerička imena u SAD i izrazito muslimanska imena u Francuskoj - ukazuju na želje roditelja da svojoj deci daju identitet uprkos mogućim negativnim ekonomskim posledicama (Fryer & Levitt, 2004). Takođe je jasno da vrednosti roditelja oblikuju odgajanje dece.⁸

Ljudi stvaraju socijalne razlike da bi služile svojim svrhama, poput političke ili ekonomske dominacije. „Stratifikacija ekonomije” ukazuje na svrsishodno stvaranje predrasuda sa implikacijama na nejednakost. Slično tome, političari i drugi promovišu podele kao racionalnu konkurentnu strategiju (Glaeser, 2005). S druge strane, norme za preraspodelu mogu biti ravnoteža u državi u kojoj se ljudi identifikuju i doživljavaju kao slični (Shayo, 2009). Politički režimi uspešno koriste škole (glavno poprište društvene reprodukcije) za stvaranje i zadržavanje socijalnog identiteta. Kako pokazuje Alesina (2013), istorijski obrasci podele rada, koji potiču od tehnologije ili diskriminacije, postaju prirodni i sa trajnim efektima.⁹

⁸ Npr. američki kongresmeni koji imaju ćerke verovatnije će glasati liberalno, posebno o politikama koje se tiču reprodukcije.

⁹ Na primer, ljudi u čijim zajednicama je plug bio pretežno poljoprivredno oruđe i

Ljudi brinu o tome „ko su”, ali im nedostaje samospoznaja; zbog toga oni zaključuju o svojim identitetima odabirom akcija koje služe kao signal njima i drugima. Model Akerlofa (2016) objašnjava različite fenomene kada ljudi razvijaju različite identitete sa povezanim vrednostima, tako da im njihovi postupci daju traženo samopoštovanje i vršnjačko poštovanje (nagon za samokonzistentnošću može navesti ljude da prilagode norme kako bi ih bolje uskladili sa svojim aktivnostima). Budući da ljudi prirodno žude za priznanjem, savremeni osećaj identiteta brzo se razvija u politiku identiteta, u kojoj pojedinci zahtevaju javno priznanje svoje vrednosti.¹⁰ Politika identiteta tako obuhvata veliki deo političkih borbi savremenog sveta, od demokratskih revolucija do novih društvenih

dalje imaju niže stope učešća žena na tržištu rada, kao i stavove koji favorizuju rodnu nejednakost.

¹⁰ Iako su se pojedinci tokom ljudske istorije nalazili u suprotnosti sa svojim društvima, tek u moderno doba zavladao je gledište da je autentično unutrašnje „ja”, kao osnova ljudskog dostojanstva, suštinski dragoceno, a spoljno društvo često nepravedno u oceni prvog. Stoga, nije unutrašnje „ja” ono što mora biti usmereno prema pravilima društva, već samo društvo treba da se promeni. U mnogim slučajevima dostojanstvo se dodeljuje na osnovu nečijeg članstva u većoj grupi zajedničkog sećanja i iskustva. Ovo je posebno bitno jer unutrašnji osećaj dostojanstva traži priznanje budući da samopoštovanje proizlazi iz poštovanja koje pokazuje drugi.

pokreta, od nacionalizma i islamizma do političkih rasprava u savremenim američkim univerzitetskim kampusima.¹¹

Nacionalni identitet kao faktor kohezije i ekonomskog rasta

Stvaranje i jačanje nacionalnog identiteta bio je presudan faktor za bogatstvo modernih država Zapada. Isto tako, i ekonomski uspešne države istočne Azije: Kina, Japan i Koreja imale su visoko razvijene nacionalne identitete mnogo pre nego što su počele da se modernizuju (to je jedan od razloga zbog kojih su ekonomije ove tri države mogle da rastu na tako spektakularan način). Kako pokazuje Lankoande (2019), nema prosperitetnih društava u slabim ili neuspelim državama što je često povezano sa nedostatkom kohezivnog faktora u vidu zajedničkog identiteta.

S druge strane, slab nacionalni identitet glavni je problem na Bliskom Istoku gde su se Jemen i Libija raspali u propale države, a Irak, Sirija, Somalija, Liban i Avganistan pate od unutrašnjih pobuna i haosa.¹² Problemi vezani

¹¹ Hegel je tvrdio da je borba za priznanje krajnji pokretač ljudske istorije.

¹² Na primer, etno-jezičke, verske i plemenske podele bile su u različito vreme povezane sa suparničkim međunarodnim i regionalnim pokroviteljima, time pogoršavajući ionako žestoko elitno nejedinstvo koje je karakteristika avganistanske politike (Lane, 2011).

za slab osećaj nacionalnog identiteta muče i čitavu podsaharsku Afriku (Etiopija, Kenija i Nigerija su etnički i verski podeljene; stabilnost se često održava samo zahvaljujući tome što su različite etničke grupe naizmenično na vlasti, a rezultat je slab ekonomski razvoj i visoki nivo siromaštva). Istraživanja ukazuju na to da se skoro dve trećine građanskih ratova poslednjih decenija vodilo na etničkoj i sektaškoj liniji identiteta u zemljama poput Obale Slonovače, Libije, Malija, Južnog Sudana, Sirije, Jemena itd, gde se propast centralne države odvijala istovremeno sa suprostavljenim etničko-plemenskim identitetima. Nakon neuspeha „Vašingtonskog konsenzusa” i izgradnje države bez nacije, stvaranje države (tj. kombinovani proces izgradnje države i izgradnje nacije) trebalo bi da se odvija kroz proces „standardizacije identiteta”. Ovo je posebno bitno u regionima poput Sahela i zapadne Afrike gde potraga za stabilnošću ostaje neostvariv zadatak, osim ako vladajuće elite ne uspeju zameniti (etnički) pluralizam identiteta sveobuhvatnim i kohezivnim nacionalnim identitetima.

Različitost - rasna, etnička, religijska, polna, po seksualnoj orijentaciji - često može stimulisati inovacije, kreativnost i preduzetništvo. Povezano s tim, ljudi se često opiru homogenizaciji u veće kulture, posebno ako u njima

nisu rođeni, što je posledica njihovog traganja za identitetom, njihove želje da se njihovo specifično „ja” prepozna i slavi, a ne potiskuje. Međutim, diverzifikovanost često košta. Etnička raznolikost dovela je do sloma Austrougarske, od kada je nacionalni identitet dobio lošu konotaciju bivajući povezivan sa isključivim, etnički utemeljenim osećajem pripadnosti. Etno-nacionalizam je na neki način doveo do progona ljudi koji nisu bili deo „poželjne” grupe, kao i do međunarodnih agresija počinjenih u ime sunarodnika koji žive u drugim zemljama. Ovi problemi, međutim, nisu proizašli iz same ideje nacionalnog identiteta, već iz tvrdnji o tom identitetu u obliku koji je bio uzak, etnički zasnovan, netolerantan, agresivan i duboko neliberalan (Fukuyama, 2018).

Ipak, nacionalni identiteti mogu se graditi oko liberalnih i demokratskih političkih vrednosti i oko zajedničkih iskustava koja pružaju vezivno tkivo omogućavajući različitim zajednicama da napreduju. Kanada i Indija primeri su zemalja koje su pokušale da neguju nacionalni identitet u skladu s tim. Takav inkluzivni osećaj nacionalnog identiteta ostaje veoma važan za održavanje uspešnog modernog političkog poretka.

Nacionalni identitet je važan za kvalitet vlasti. U sistemski korumpiranim društvima, političari

i birokrate preusmeravaju javne resurse ka sopstvenoj etničkoj grupi, regionu, plemenu, porodici ili političkoj stranci - ili u svoje lične džepove. Snažni nacionalni identiteti u pomenutim državama istočne Azije stvorili su elite koje su bile intenzivno usredsređene na ekonomski razvoj svojih zemalja. Za razliku od ovih primera identifikacije sa državom u celini, mnoge identitetske grupe zasnovane na etničkoj ili verskoj pripadnosti više vole da trguju međusobno i ako imaju pristup državnoj vlasti, koriste je kako bi koristili samo svojoj grupi. Iako ovo može biti od pomoći zajednici imigranata kada prvi put dođu u neku zemlju, njihov budući prosperitet će kritično zavisiti od njihove sposobnosti da se asimiliraju u širu kulturu. Ekonomije napreduju kada građani imaju pristup najširem mogućem tržištu na kojem se transakcije mogu obaviti bez obzira na identitet kupaca i prodavaca.

Nacionalni identitet promoviše široko poverenje koje deluje kao vezivno tkivo koje olakšava ekonomsku razmenu i političku participaciju. Poverenje se zasniva na onome što se naziva društvenim kapitalom - to jest, sposobnošću za saradnju sa drugim ljudima na osnovu neformalnih normi i zajedničkih vrednosti. Dok identitetske grupe promovišu poverenje među svojim članovima, socijalni kapital često ostaje ograničen na usku grupu, budući da

snažni partikularni identiteti često smanjuju poverenje između članova grupe i autsajdera (Fukuyama, 2018).

S tim u vezi, veoma važno identitesko pitanje poslednjih godina odnosi se na imigraciju čiji su snažni tokovi prema industrijalizovanim zemljama doveli u pitanje tradicionalne koncepte državljanstva. U Nemačkoj je, na primer, imigracija vidno promenila etničku strukturu fudbalske reprezentacije, kao jedne od retkih nacionalnih posleratnih ikona (Meier & Leinwather, 2013).

Uticaj etničke heterogenosti na ekonomski rast

Veliki problem u kreiranju nacionalnog identiteta može da predstavlja nedostak zajedničkog narativa koji je uslovljen etničkom, religijskom ili rasnom heterogenošću. S tim u vezi, postavlja se pitanje da li etnički homogene države imaju veću šansu za brži ekonomski rast. Odgovor je, po svemu sudeći, pozitivan, a glavni empirijski dokazi potiču iz brojnih studija koje se odnose na etnički najheterogoniji kontinent Afriku i koji su indikativni za nacionalno-religijski veoma diverzifikovan evropski region Balkan.

Izražena etno-lingvistička heterogenost koja karakteriše oko četiri petine afričkih država (izuzeci su npr. Tunis, Bocvana ili Somalija, kojoj ni taj faktor nije bio dovoljan da se faktički ne raspadne na tri

celine), u većini referentnih studija (videti: Cederman, Weidmann & Gleditsch, 2011; Easterly and Levine, 1997) se navodi kao vrlo važan negativan činilac privrednog rasta (i posledične političke nestabilnosti povezane sa ekonomskih performansama). Stanovništvo najvećeg broja afričkih država čine mnogobrojne etničke grupe što je legat evropskog kolonijalizma koji je pred kraj 19. veka kreirao nacionalne granice u skladu sa kolonizatorskim interesima ne razmatrajući etničku rasprostranjenost. Ovo je stvorilo uslove za neefikasnu državnu upravu jer svaka etnička grupa pokušava da privuče što više javnih resursa (npr. lokaciju puteva, železnice, industrijskih postrojenja itd. u „svom prostoru”) i to stvara stalnu pretnju opstanku mnogih od ovih država. Sudan je indikativan primer jer se južni deo zemlje otepio 2011. godine. U novonastaloj državi relativno većinski narod Dinke, koji čini tek trećinu populacije, skoro pet godina vodi rat za prevlast. Veliki broj izuzetno nerazvijenih afričkih zemalja nalazi se među državama sa najvećom etničkom diverzifikovanošću u svetu (posebno izražena nacionalna diverzifikacija je kod Konga, Ugande, Etiopije, Tanzanije, Kameruna, Nigerije, Kenije). Neka istraživanjima govore da bi Nigerija imala duplo veći ekonomski rast kada bi njena etnička heterogenost bila na

svetskom proseku. Niko, naravno, ne spori da su glavni uzroci slabog razvoja afričkih zemalja zakasnela industrijalizacija, nizak nivo obrazovanja, loša infrastruktura, ali pomenuta istraživanja ukazuju da bi svi ti faktori imali manje nepovoljan efekat da nije i etno-lingvističke i religijske heterogenosti.

Mnoge studije se odnose na Keniju u kojoj pet najbrojnih etničkih grupa čini tek nešto preko dve trećine populacije. Pošto svaka od tih grupa dominira u određenom regionu zemlje, rezultat je snažno polarizovana politička scena gde na predsedničkim izborima svaki kandidat dobija ogromnu većinu glasova u svom regionu i minimalan broj u drugim područjima (inače, narod Luo, odakle potiče otac bivšeg predsednika SAD Baraka Obame, je drugi po brojnosti). Objašnjavajući razloge za negativan doprinos etničke diverzifikovanosti privrednom rastu, naučnici potenciraju da pojedinci pokazuju veći altruizam prema (etničkim) sunarodnicima, te da je prisutno etnički bazirano favorizovanje, odnosno antipatija prema drugima (Vigdor, 2002). Međutim, studija među-etničke pristrasnosti (Berge at all, 2016) i etničkih preferencija u Najrobiju, glavnom gradu Kenije, gde su korišćeni laboratorijski eksperimenti da bi se izolovao uticaj etniciteta od drugih kontekstualnih faktora, je pokazala da nema dokaza među-etničke pristrasnosti (i tek

nekoliko dokaza minimalnih nivoa među-etničke pristrasnosti). Ovo važi za sve demografske podgrupe, uključujući pol, etničke grupe i obrazovanje. Ti nalazi su potpuno suprotni široko prihvaćenom mehanizmu etničke preferencije što rezultat čini iznenađujućim, a naročito posle etničkog nasilja nakon spornih izbora 2007. godine, sa hiljadama mrtvih i stotinama hiljada raseljenih. Osim toga, u afričkim urbanim sredinama, kao što je Najrobi, postoji povećana sklonost etničkim antagonizmima zbog kombinacije socijalne heterogenosti i povećane konkurencije za radna mesta i resurse (Nosek et al, 2007).

Hjort (2014) je ukazao na direktan negativan uticaj etničke raznolikosti na produktivnost na mikro nivou. Koristeći dnevne podatke za dve godine za 924 radnika u fabrici za pakovanje cveća (Kenija), pomenuti autor je identifikovao negativan efekat etničke raznolikosti na profitabilnost. On je analizirao učinak radničkih timova na farmi cveća i pokazao da je produktivnost manja kada su timovi etnički heterogeni. Hjort smatra da je to dobrim delom zbog diskriminacije članova tima u korist onih koji pripadaju istoj etničkoj grupi. On pokazuje da je ovaj efekat uvećan nakon spornih izbora 2007. godine. Pored toga, male firme imaju manju šansu za ekonomsku štetu zbog distorzivne

etničke diskriminacije, delom zato što su zaposleni preporučeni putem društvenih odnosno etničkih mreža. Shodno tome, manja potreba za radnicima smanjuje šansu za izraženi multietnički sastav radne snage. Hjort, takođe, pokazuje da promene u detaljima ugovora (npr. zarade grupe zasnovane na učincima radnih timova) umanjuju negativne efekte etničke diverzifikovanosti što ukazuje na to da su institucionalni faktori od presudnog značaja.

Miguel i Gugerty (2005), na primer, pokazuju da sve etničke grupe u zapadnoj Keniji imaju jake preferencije ka finansiranju lokalnih škola, ali da različite lokalne zajednice imaju daleko lošije rezultate u dobrovoljnom prikupljanju sredstava zbog nemogućnosti da se mobilišu. U svakom slučaju, naperi da se ublaže etničke podele samo sankcionisanjem neprihvatljivih, javno iznetih stavova i (posledičnih) akata prema drugoj etničkoj grupi, nisu dovoljni. Sugerise se da su drugi faktori, pre svega tehnologije koje olakšavaju kooperaciju i razumevanje normi među etničkim grupama veoma važni. Institucionalne i političke reforme koje olakšavaju protok informacija između etničkih grupa i ograničavaju sposobnost elita da mobilišu stanovništvo duž etničkih linija mogu se pokazati efikasnijim u ublažavanju politizacije etničkih, pa i društvenih, podela.

Kako ublažiti (ekonomske) posledice etničke heterogenosti

Pri tretiranju etničke homogenosti kao determinante ukupnog razvoja treba naglasiti da postoje značajne razlike između afričkih država i pojedinih zemalja (jugoistočne) Evrope. Pre svega, u Evropi stepen heterogenosti je mnogo manji, čak i u zemljama sa najheterogenijom etničkom strukturom. S druge strane, čini se da je kod ovih zemalja, kao i kod nekih drugih zemalja bivšeg SSSR-a posle njegovog raspada, etnička heterogenost, odnosno njen negativan uticaj na privredni razvoj, posebno dolazila do izražaja usled njene „institucionalne potvrđenosti” kroz razne oblike autonomnih ili federalnih statusa (npr. autonomija Karalpakstana u Uzbekistanu, Abhazije, Osetije i Adjarije u Gruziji, Kosova i Metohije u Srbiji) što je otežavalo kreiranje konzistentne i efikasne ekonomske i razvojne politike i dovodilo do određene rigidnosti u kretanju faktora proizvodnje između teritorijalnih jedinica.

Nedovoljna integrisanost delova teritorije i stanovništva, odnosno društva (usled snažnih etničkih antagonizama) stvara uslove za permanentan konflikt (npr. oko javnih dobara, pored ostalog) i samim tim manje efikasnu alokaciju resursa. S druge strane, činjenica je i da većinska grupa bez jasno

definisanih mehanizama zaštite manjinske zajednice (kroz decentralizaciju, autonomizaciju, federalizaciju itd.) može da crpi ekonomske prednosti zbog majorizacije kod donošenja političkih i privrednih odluka, same lokacije prestonice koja je najčešće u etničkoj sredini većinske grupe (postoje i izuzeci. kao npr. u Zimbabveu), dominantnog statusa kulturnih vrednosti većinskog naroda koje imaju uticaj i na biznis itd. Treba imati u vidu da institucionalni aranžmani koji podrazumevaju značajan stepen decentralizacije, odnosno autonomije, mogu biti faktor relaksacije političkih animoziteta i stvaranja uslova za mirno rešavanje konflikata. Pozitivna privredna iskustva etnički heterogenih i institucionalno složenih zemalja (federacije), kao što su Belgija, Švajcarska i Kanada, pokazuju da je jedinstvena ekonomska odnosno finansijska, razvojna, regionalna i socijalna politika moguća i da izražena etnička heterogenost ne mora nužno biti negativni faktor privrednog razvoja ako postoje održive demokratske institucije. S druge strane, pokušaj bogate Katalonije da na referendumu izglasa nezavisnost, te težnja škotske vladajuće partije da raspiše drugi referendum, uprkos tome što je trenutno Škotska neto primalac po osnovu finansijskih redistribucija iz Londona, ukazuje da emotivni faktori mogu nadvladati ekonomske.

Indikativno je da formalizacija (kroz federalizaciju) etničke raznolikosti u Etiopiji nije sprečila ogromne nesporazume već je povećala kompeticiju između etničkih grupa za zemlju, prirodne resurse, administrativne granice, sredstva državnog budžeta, inostranu pomoć u hrani. Pokušaj federalne jedinice koju naseljavaju Tigrinje da se otepi doveo je do rata koji je 2022. godine završen kompromisom koji je sprečio secesiju, ali slične težnje imaju i drugi narodi, posebno najbrojniji od njih, Oromo, koji čini trećinu populacije zemlje.

Problem u odnosima većinskog naroda (Bumiputere, koji ispovedaju islam) sa druga dva (Kinezima i Indijcima) u privredno relativno uspešnoj Maleziji je, dobrim delom, ekonomski uslovljen. Indikativni su i nalazi subnacionalne regresije za Maleziju koja pokazuje da se uticaj religiozne (samim tim i etničke) pripadnosti na privredni rast nije pokazao kao značajan iako država ekonomski podstiče vodeću etničku (i religioznu) grupu na uštrb Kineza i Indijaca (mahom Tamila).

E t n o - l i n g v i s t i č k a diverzifikovanost može dovesti i do građanskog rata koji uništava privredu više nego ratni konflikt sa spoljnim neprijateljem. Studija Coliera i Hoeflera iz 1997. godine ukazuje da je verovatnost građanskog rata najveća kod zemalja sa nekoliko velikih i konkurentskih etničkih grupa (što se potvrđuje u slučaju bivše Jugoslavije), dok je

znatno manja kod vrlo heterogenih i etnički homogenih zemalja, uz to naglašavajući da je najznačajniji faktor građanskog rata siromaštvo.

U istraživanju Molnar-Szakacs (2007), koje je bazirano na tzv. neurološkom mrežama, utvrđuju se značajne barijere u među-kulturološkom razumevanju. Naime, ispitanici-glumci iz SAD su reagovali različito na iste gestove svojih kolega zemljaka i gestove glumaca iz Nikaragve. Studija ukazuje da kultura ima značajan uticaj na naš cerebralni sistem i način ponašanja, odnosno socijalni inženjering.

Indikativni su zaključci Putmana (2000) koji pokazuje da što više ljudi različitog porekla živi u jednoj zajednici, utoliko je niži nivo poverenja. Pored toga, i povezivanje kapitala je znatno slabije u etnički heterogenim društvenim zajednicama.

Na kraju, veoma je važno imati spoznaju o problemima povezanim sa etničkom heterogenošću i donositi odluke koje mogu ublažavati negativne posledica te heterogenosti. Dakle, ako je država nacionalno heterogena, to je stvarnost koja se mora prihvatiti i po cenu lošijih ekonomskih rezultata usled sporijeg donošenja odluka, veće brojnosti administracije zbog više nivoa vlasti, mogućeg dupliranja kapaciteta zbog složene strukture države. Insistiranje na funkcionalnoj državi po svaku cenu, kada zbog složene etničko-verske strukture

to nije u skladu sa standardima ljudskih i kolektivnih prava po međunarodnim konvencijama, svakako je loš pristup. Dakle, sa tačke gledišta kreatora ekonomske politike poželjan scenario je država u kojoj prosta većina donosi odluke, ali to je potencijalno vrlo opasan princip, koji nikako ne bi smeo da prevlada nad principom suverenosti naroda. Ovaj princip može da važi za etničko-religijski homogene države. Takve države (većina zemalja Evrope, Južne i Severne Amerike, veći deo Azije, te skoro sve arapske zemlje) imaju barem jedan ozbiljan problem manje u funkcionisanju. Naime, mogućnost da bez tzv. „nacionalnih „ključeva” ili, što je mnogo gore, bez prevlasti jedne grupe nad drugima, država uspešno funkcioniše (bez institucionalnih blokada ili prava veta) svakako olakšava i vođenje ekonomske politike, samim tim i biranje privrednih prioriteta bez uzimanja u obzir lokalnih, odnosno partikularnih interesa. U tom smislu, indikativan je primer Belgije koja se poslednjih pola veka fazno decentralizuje u nameri političkih elita, pre svega frankofonih, da očuvaju celovitost zemlje i po cenu prenošenja sve većih nadležnosti na Flandriju (i posledično Valoniju i briselski reon).

DA LI JE SRBIJA ETNIČKI HOMOGENA DRŽAVA?

Gledajući nivo etničke, jezičke ili religijske heterogenosti

Srbije, popis iz 2011. godine ukazuje da naša zemlja, barem teritorija na kojoj je sproveden popis, spada u red homogenih po svim ovim kriterijumima. Naime, teritorija koju Beograd, faktički, kontroliše (dakle, bez Kosmeta) je po svetskim i evropskim merilima etnički kompaktna jer većinska grupa čini 83% stanovništva (Republički zavod za statistiku, 2015). Posmatrano jezički, koji je bitan faktor integrisanosti jednog društva i veoma važan za olakšanu ekonomsku komunikaciju, maternji jezik skoro 90% populacije zemlje (bez Kosmeta) je srpski ili lingvistički isti jezik (koji druge nacije, kao Hrvati ili Bošnjaci, drugačiju zovu). Kada je u pitanju religijska heterogenost, treba reći da je kod Srbije interesantno to što su regioni sa izraženo heterogenim konfesionalnim sastavom uglavnom među najbogatijim ili najsiromašnijim delovima zemlje, ali to, pre svega, treba pripisati istorijskom legatu.¹³

Ovo je potpuno suprotno u odnosu na zemlju kojoj je Srbija ranije pripadala, Jugoslaviju, koja je bila vrlo heterogena. Pitanje koje se prirodno nameće je da li su unutrašnji (građanski) oružani sukobi sa kojima se ta zemlja suočila dva puta,

¹³ Iskustva Srba sa religiozno nehomogenom državom potiču već od uspešnog srpsko-turskog rata 1877-78. godine kada je relativno malobrojna muslimanska populacija ušla u sastav države.

1941-1945. godine i 1991-1999. godine, posledica i njene etničke (i religijske) heterogenosti. Budući da su, praktično, svi oružani sukobi bili borba oko prava na državotvornost na određenoj teritoriji, posebno u ratovima 1990-ih, odgovor bi mogao biti potvrđan. Naime, narodi Jugoslavije su bili u strahu da neka druga nacija ne bude „titular zemlje” na kojoj žive, a imajući u vidu užasno iskustvo Drugog svetskog rata, te komunističkog terora od 1944. godine, koji je imao i etnička obeležja, ti strahovi nisu bili neopravdani. Dvosmislenost ustavnih formulacija oko prava naroda ili republika na samoopredeljenje, koje su komunistima olakšavali vladanje, bili su okidač za beskrajne rasprave oko toga čije je pravo „starije”. Ustav SFRJ je istovremeno podrazumevao državotvornost Srba na teritoriji cele države (isto je bilo upisano i u ustave BiH i Hrvatske), a taj isti ustav je priznavao i republike kao faktičke države.

Uostalom, već sa ujedinjenjem Jugoslovena počeli su sukobi etničkih elita oko delegiranja nadležnosti. U Kraljevini SHS (Jugoslaviji) imali smo stalne sukobe njenih političkih i ekonomskih elita oko alokacije javnih resursa (npr. lociranje državnih investicija, usmeravanje depozita državnih banaka, izbor ponuđača kod javnih nabavki itd). To je bio slučaj, ali u prikrivenijoj formi, i u socijalističkoj Jugoslaviji. U Kraljevini Jugoslaviji

jedinstveno tržište je, u odsustvu mera regionalne politike, davalo prednost severozapadnim delovima zemlje, ali je srpska elita koristila politički dominantnu poziciju da utiče na kreiranje ekonomske politike koja je više uvažavala privredne interese, pre svega, reona Beograda.

Napisani su brojni radovi o regionalnoj politici i stopama rasta pojedinih republika i pokrajina (pa čak i naroda, po većinskim opštinama) u periodu 1945-1990. godine, ali nijedna nepristrasna studija ne ukazuje da je bilo koja od tri najrazvijenije republike ostvarila znatnije ekonomsko preimućstvo. Svakako da je izražena etnička heterogenost, odnosno federalno-konfederalna struktura zemlje bila negativan faktor razvoja što se može, posredno, zaključiti na osnovu malog udela međurepubličkih investicija u SFRJ, često loše koordinacije industrijskih, odnosno razvojnih politika, dupliranja kapaciteta (najgori je primer sedam čeličana, od kojih danas jedva dve rade), nezadovoljavajućeg dejstva „ekonomije obima” zbog delimične isparcelisanosti tržišta itd. Pored ovoga, treba imati na umu da je među-republička razmena kod svih republika bila veća od eksterne i znatno iznad potencijalne razmene koju pokazuje gravitacioni model, ali i da je razmena između federalnih jedinica SFRJ bila manja od razmene kod sovjetskih republika i znatno ispod razmene npr. zapadno-

nemačkih federalnih jedinica. U svakom slučaju, zbog republičkih partikularizama i njihove rastuće spremnosti (i sposobnosti) da preuzmu sve veći broj državnih prerogativa, SFR Jugoslavija je u sve većoj meri postajala složen i praktički neupravljiv objekat čija se efikasnost sistematski smanjivala. Republike (i pokrajine) najpre su lišile Jugoslaviju potrebnih upravljačkih nadležnosti i mehanizama, a potom su neminovnu rezultirajuću neefikasnost tako osakaćenog organizma koristile kao argument za njeno dalje institucionalno ogoljavanje, za njeno potiskivanje na same margine makroekonomske regulative i usmeravanja sveukupnog razvoja. Privredni sistem koji je izrastao iz jednog skupa ideološko-političkih opredeljenja i predstavljao njihovu ekonomsku operacionalizaciju, bio je duboko neracionalan i u dugoročnoj perspektivi neodrživ (Madžar, 1994).

Poredeći SFRJ sa današnjom EU nameću se brojne sličnosti, mada ne i epilog. Naime, fiskalna politika na nivou SFRJ bila je veoma rudimentarna, istina ne tako malog značaja kao u EU. S druge strane, monetarna politika je obilato korišćena kao instrument ekonomskog upravljanja i redistribucije tokom većeg dela postojanja zemlje. Posledica („mekog“) budžetskog finansiranja neuspešnih preduzeća, kao i finansiranja ogromne vojne

mašinerije, bila je visoka inflacija, te hiperinflacija. Ono što se desilo nakon dolaska Dragija (Mario Draghi) na čelo Evropske centralne banke bilo je da je, uprkos protivljenju Nemačke, upravo monetarna politika postala faktor koji je sprečio dužnički kolaps Italije i Španije čije su realne kamate na javni dug dostigle neodrživih 6%. Kako ideje evro-optimista o jačanju EU, tj. fiskalnoj uniji teško da mogu pobediti otpor „severnog bloka“ vođenog Nemačkom, čini se da će monetarna politika sve više postajati integrativni element EU i to putem snažne redistribucije (tako je bilo i u SFRJ). Posledica štampanja novca u vidu ubrzanja cena se već oseća poslednje dve godine sa inflacijom blizu dvocifrenog nivou, ali to nije ni blizu hiperinflacije koja je pogodila SFRJ 1980-ih.

Interesantne su i studije o nacionalnim distancama u SFRJ rađene krajem osamdesetih. Naime, one su ubedljivo bile najveće prema Albancima, od strane praktično svih ‘državotvornih’ naroda (mada u nešto manjoj meri od strane Muslimana prema Albancima), te hrišćanskih jugoslovenskih naroda, posebno Slovenaca, prema današnjim Bošnjacima.

Kada je u pitanju jedna od država nastalih raspadom SFRJ, Bosna i Hercegovina (BiH), uticaj etničke heterogenosti na privredni razvoj se posredno može posmatrati kroz daleko manji broj i obim ekonomskih transakcija između

preduzeća čiji su vlasnici pripadnici različitih naroda u odnosu na prosek zemlje. Pored toga, Republika Srpska (RS) i bosanski Hrvati imaju veoma izraženu ekonomsku saradnju sa maticama (tzv. etnička trgovina). Tako, na primer, u Federaciju BiH ide tek oko polovine izvoza Srbije u BiH, iako ona ima skoro duplo više stanovnika od Republike Srpske; sličan slučaj je i sa entitetskom strukturom uvoza Srbije iz BiH. Kako to primećuju i strani analitičari, osnovni ekonomski indikatori BiH pokazuju slabost ekonomije te zemlje i pored obilne međunarodne pomoći, što je rezultat i složene strukture zemlje (Tihi, 2004). Indikativna je i raspodela fiskalnih prihoda. Na primer, samo 8% svih konsolidovanih budžetskih prihoda RS ide ka centralnoj vlasti u Sarajevu za finansiranje zajedničkih nadležnosti (sve ostalo je na nivou lokalnih samouprava i manjeg entiteta). Istina, jedinstvena valuta, indirektno oporezivanje i carinska politika povećavaju integrisanost tržišta i zemlje, ali je nivo postignutog jedinstva, komparativno posmatrano, vrlo mali.

PERSPEKTIVE NACIONALNIH IDENTITETA

Građanski nacionalizmi su neophodni i za praktične reforme i za širu nacionalnu otpornost jer nijedan pokret velikih društvenih promena nije uspeo bez ubedljivih simbola i

afektivnosti. U zapadnim društvima, promene koje će biti potrebne da se izdrže efekti pandemija poput kovid-19, te da se smanji opasnost od klimatskih promena, dugoročno ne mogu ostvariti ideološke stranke sa malom podrškom birača, već će biti potrebna dovoljno snažna podrška bazirana na tzv. opštoj nacionalnoj svrhi (koju jedino može ponuditi građanski nacionalizam ili patriotizam). To je bio slučaj kod New Deal-a u SAD 1930-ih, te država blagostanja u Evropi. Potreban je novi konsenzus koji će deliti sve glavne političke stranke.¹⁴ Prema negativnom scenariju društva bi, a kraju, mogla da prihvate autoritarnost i to ne zbog pozitivne kulturne identifikacije sa autoritarnošću, već zato što se čini da je to jedini način da se okonča politička paraliza i kreira efektivna državna vlast.

Kako navodi Fukujama (Fukuyama, 2018), sama liberalna demokratija, koja je faktički implicitni ugovor između građana i njihove vlade po kojem se oni odriču određenih prava kako bi omogućili vladi da zaštiti druga osnovnija i važnija prava, je posledica formiranog nacionalnog identiteta (faktički nema demokratije izvan „nacionalnih” država). Nacionalni

¹⁴ Kao što su republikanske administracije od 1950-ih do 1970-ih nastavile politiku New Deal-a, a konzervativne i demohrišćanske stranke u Evropi nastavile su i proširile socijalnu državu.

identitet je izgrađen oko legitimiteta ovog ugovora; ako građani ne veruju da su deo iste politike, sistem neće funkcionisati. Demokratije ne proizvode automatski sporazum (nužne su pluralističke kolekcije različitih interesa, mišljenja i vrednosti koje se moraju mirno pomiriti), ali one podrazumevaju razmatranja i rasprave koje se mogu voditi samo ako ljudi prihvate određene norme ponašanja koje regulišu ono što se može reći i učiniti. Građani često moraju da prihvate ishode koji im se ne sviđaju ili im je draži u interesu opšteg dobra (kultura tolerancije i međusobnog saosećanja mora nadvladati partikularne strasti). Nacionalni identitet započinje zajedničkim uverenjem u legitimitet političkog sistema zemlje, bez obzira da li je taj sistem demokratski ili ne. Identitet može biti otelotvoren u formalnim zakonima i institucijama (koje, na primer, diktiraju koji će se jezik ili jezici smatrati službenim ili šta će deca u školi učiti o prošlosti svoje zemlje). Međutim, nacionalni identitet se proteže i na područje kulture i vrednosti. Sastoji se od narativa koje ljudi pričaju o sebi: odakle su došli, šta slave, zajedničkih istorijskih uspomena i očekivanja o tome šta je potrebno da bi postali pravi član zajednice.

U narednim godinama politički sukob mogao bi obuhvatiti fundamentalnu suprotnost između pobjednika i gubitnika strukturnih promena u ekonomiji i mogao bi biti

dominantno usredsređen na razlike između kosmopolitski i nacionalno opredeljenih birača. Jedan od rezultata bi mogao biti i pojava novih partija koje bi mogle okupiti društvene grupe oko ideje inkluzivne globalizacije, mada će veliki izazov ostati popularizacija verzije liberalne demokratije koja će odgovarati na trenutne izazove sporog rasta i strukturnih ekonomskih promena (Colantone & Stanig, 2019).

Tokom poslednjih skoro osam decenija demokratija je bila važan izvor legitimiteta što je dovelo do tolerancije neuspeha vlada i prihvatanja odluka većine od strane manjine. Međutim, demokratija neće sačuvati stabilnost društva u budućnosti ako je država duboko podeljena iznutra i ne uspeva da postigne ono što stanovništvo vidi kao vitalne ciljeve. Zato je potreban dublji izvor legitimiteta, ukorenjen u zajedničkom osećaju nacionalne pripadnosti. Mogućnost nacionalizma da projektuje sebe u budućnost usko je povezana sa njegovom sposobnošću da se oslanja na prošlost (bila ona stvarna ili izmišljena) što je u velikoj meri povezano sa potencijalom nacionalizma da podstakne napor i žrtvu. Nacionalizam je jedina sila (osim direktne lične brige za potomstvo) koja može da savlada najveću prepreku ka ozbiljnoj akciji za ublažavanje klimatskih promena: zahtev za žrtvu sadašnjih generacija u ime budućih generacija.

Po rečima Milana Kundere: „Čovek zna da je smrtnik, ali podrazumeva da njegova nacija poseduje neku vrstu večnog života.” Žrtve su, radi osiguranja budućeg opstanka nacije, legitimisane činjenicom da su se prethodne generacije žrtvovala za isto (Lieven, 2020).

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Suprotno argumentima da su koncepti nacionalnog identiteta i državne suverenosti zastareli, inkluzivnost koju nudi osećaj nacionalnog identiteta je presudna za održavanje uspešnog modernog političkog poretka i ekonomskog razvoja. Zahvaljujući snažnijem poverenju među građanima koje stvara osećaj zajedničkog identiteta kreiraju se uslovi za povećanu fizičku sigurnost, olakšava se upravljanje zemljom, posebno mrežama socijalne i zdravstvene sigurnosti (koje ublažavaju ekonomsku nejednakost) i ekonomski razvoj se čini održivijim. Nacionalni identitet podržava socijalnu državu jačanjem poverenja stanovništva u vladu, legitimišući time intervenciju države, a tek potom osnaživanjem međuljudskog poverenja potrebnog za održavanje redistributivnih aspekata socijalne države (Johnston et al, 2010). Ako građani osećaju da su članovi šire porodice i imaju visok nivo poverenja jedni u druge, mnogo je verovatnije da će podržati socijalne programe koji pomažu

njihovim slabijim sugrađanima (Fukuyama, 2018). Posledica toga je da najveći izvor snage države nije njena ekonomija ili veličina oružanih snaga već legitimitet u očima stanovništva: opšte priznavanje moralnog prava države na autoritet, poštovanje zakona i normi, te mogućnost države da pozove populaciju na žrtvovanje kao što je veći porez ili čak regrutacija za rat. Bez legitimiteta, država je osuđena ili na slabost i eventualnu propast, ili, pak, opasnost da postane vođena strahom (Lankoande, 2019). I pored opasnosti od šovinizma, nacionalni identiteti se bazično grade oko liberalnih i demokratskih političkih vrednosti i oko zajedničkih iskustava različitih zajednica (Fukuyama, 2018b).

Ono što je za našu zemlju posebnobitno jestedastudijepokazuju da male, kulturno homogene zemlje, sa snažnim nacionalnim identitetom, imaju institucionalne prednosti koje mogu da poboljšaju njihove dugoročne socio-ekonomske performanse (Campbell & Hall, 2009). Naime, države poput Srbije mogu koordinirati politiku na načine koji im pomažu da uspešno odgovore na spoljne izazove izgradnjom institucionalnih kapaciteta za saradnju, „zajedničko žrtvovanje”, fleksibilno manevrisanje i usaglašene državne politike.

LITERATURA

1. Akerlof, G. A., & Kranton, R. E. (2000). Economics and identity. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(3), 715–753.
2. Akerlof, Robert (2016). Value Formation: The Role of Esteem. *Games and Economic Behavior* 102 (November 2016)
3. Alesina, Alberto, Paola Giuliano, and Nathan Nunn (2013). On the Origins of Gender Roles: Women and the Plough. *Quarterly Journal of Economics* 128 (2): 469-530.
4. Amor-Esteban, V., Galindo Villardón & Fátima David (2000). *Study of the Importance of National Identity in the Development of Corporate Social Responsibility Practices: A Multivariate Vision*. Department of Statistics, University of Salamanca, 37007 Salamanca, Spain.
5. Berge, Lars Ivar Oppedal, Kjetil Bjorvatn, Simon Galle, Edward Miguel, Daniel Posner, Bertil Tungodden, Kelly Zhang (2016). Measuring ethnic preferences: New experimental evidence. *Vox EU*, 11 /2/2016. <http://www.voxeu.org/article/measuring-ethnic-preferences-new-experimental-evidence>.
6. Best, Heinrich (2009). History Matters: Dimensions and Determinants of National Identities among European Populations and Elites. *Europe-Asia Studies*, Aug, 2009, Vol. 61, No. 6. Perceptions of the European Union in the New Member States. A Comparative Perspective, pp. 921-941.
7. Van Klingeren, Marijn, Boomgaarden, Hajo G. & Claes H. De Vreese (2013). Going Soft or Staying Soft: Have Identity Factors Become More Important Than Economic Rationale when Explaining Euroscepticism? *Journal of European Integration*, 35:6, 689-704.
8. Campbell, John L. & John A. Hall (2009). National Identity and the Political Economy of Small States. *Review of International Political Economy*, Vol. 16, No. 4, Words (and Images) Can Hurt You in the World Economy (Oct., 2009), pp. 547-572 (26 pages), Taylor & Francis, Ltd.
9. Campbell, Stuart (2019). National identity among economic and non-economic immigrants. *Review of Economics of the Household*, Vol. 17, pp. 411–438 (2019).
10. Casas, Gustavo de las (2008). Is Nationalism Good for You? *Foreign Policy*, Mar. - Apr., 2008, No. 165, pp. 50-56.
11. Cederman, L. E., N. B. Weidmann & K. S. Gleditsch (2011). Horizontal inequalities and ethnonationalist civil war: A global comparison. *American Political Science Review*, 105(03): 478–95.
12. Colantone, Italo and Piero Stanig Source (2019). The Surge of

Economic Nationalism in Western Europe. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 33, No. 4 (Fall 2019), pp. 128-151.

13. Collier, Paul & Anke Hoeffler (1998). On economic causes of civil war. *Oxford Economic Papers* 50 1998, pp. 563-73. Centre for the Study of African Economies, St Antony's College, Oxford University and World Bank.

14. Easterly, W. & R. Levine (1997). Africa's growth tragedy: Policies and ethnic divisions. *Quarterly Journal of Economics*, 112(4): 1203-50.

15. Fryer, Roland G., Jr., and Steven D. Levitt (2004). The Causes and Consequences of Distinctively Black Names. *Quarterly Journal of Economics* 119 (3): 767-805.

16. Fukuyama, Francis (2018). Why National Identity Matters. *Journal of Democracy*, Vol. 29, No. 4, 2018, pp. 5-15. Project MUSE, doi:10.1353/jod.2018.0058.

17. Fukuyama, Francis (2018b). In an age of identity politics, inclusive national identity matters more than ever. The ABC's Religion and Ethics portal, Nov 27, 2018, <https://www.abc.net.au/religion/why-national-identity-matters/10559382>.

18. Glaeser, Edward L. (2005). The Political Economy of Hatred. *Quarterly Journal of Economics* 120 (1): 45-86.

19. Hjort, J. (2014). Ethnic divisions and production

in firms. *Quarterly Journal of Economics*, 129(4): 1899-1946. <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jhjort/papers/ethnic%20divisions.pdf>.

20. Johnston, Richard, Keith Banting, Will Kymlicka and Stuart Soroka (2010). National Identity and Support for the Welfare State. *Canadian Journal of Political Science / Revue canadienne de science politique*, June 2010 juin, Vol. 43, No. 2, Diversity and Democratic Politics (June 2010 juin), pp. 349-377.

21. Kranton, Rachel E. (2016). Identity Economics 2016: Where Do Social Distinctions and Norms Come From? *The American Economic Review*, May 2016, Vol. 106, No. 5, papers and proceedings of the 128. annual meeting of the american economic association, pp. 405-409.

22. Lane, David (2011). Elites and Identities in Post Soviet Space. *Europe-Asia Studies*, August 2011, Vol. 63, No. 6, pp. 925-934.

23. Lankoande, Wendyam H. (2019). Escaping the Fragility Trap: The Imperative of Nation Building in Fragile Contexts. *Policy Brief*, 05/2019. Swisspeace.

24. Lieven, Anatol (2020). Uniting Nations, *RSA Journal*, 2020, Vol. 166, No. 1 (5581), pp. 10-15.

25. Madžar, Ljubomir (1994). Ekonomski aspekti raspada Jugoslavije. U: *Raspad Jugoslavije*. Institut za filozofiju i društvenu

teoriju, Beograd, 1994. str. 234-258.

26. Mearsheimer, John J. (2021). *Liberalism and Nationalism in Contemporary America*. Cambridge University Press, 7 January 2021.

27. Meier, Henk E. & Marcel Leinwather (2013). Finally a „Taste for Diversity”? National Identity, Consumer Discrimination, and the Multi-ethnic German National Football Team. *European Sociological Review*, December 2013, Vol. 29, No. 6, pp. 1201-1213.

28. Miguel, E & M. K. Gugerty (2005). Ethnic diversity, social sanctions, and public goods in Kenya. *Journal of Public Economics*, 89(11-12): 2325–68.

29. Molnar-Szakacs, Istvan (2007). Culture Influences Brain Cells: Brain’s Mirror Neurons Swayed By Ethnicity And Culture. *ScienceDaily* (July 23, 2007), <http://www.sciencedaily.com/releases/2007/07/070718002115.htm>

30. Nosek, B. A., F. L. Smyth, J. J. Hansen, T. Devos, N. M. Lindner, K. A. Ranganath, C. T. Smith et al (2007). Pervasiveness and correlates of implicit attitudes and stereotypes. *European Review of Social Psychology*, 18(1): 36–88.

31. Republički zavod za statistiku (2015). Popis 2011. Etnokonfesionalni i jezički mozaik Srbije, 2011. (objavljeno 15. 1. 2015). <https://www.stat.gov.rs/sr-latn/oblasti/popis/popis-2011/>.

32. Shayo, Moses (2009). A Model of Social Identity with an Application to Political Economy: Nation, Class, and Redistribution. *American Political Science Review*, 103 (2): 147.

33. Tihi, Boris (2004). Geography and the Economy: Interdependence and Autarchy. *Dialogue*, 3/2004, pp. 107-123.

34. Vigdor, J. L. (2002). Interpreting ethnic fragmentation effects. *Economics Letters*, 75(2): 271–76.

35. Walt, Stephen M. (2019). You Can’t Defeat Nationalism, So Stop Trying. *The Foreign Policy*, June 4, 2019. <https://foreignpolicy.com/2019/06/04/you-cant-defeat-nationalism-so-stop-trying/>.

STRUKTURA BRUTO ZARADE U REPUBLICI SRBIJI: PORESKO-FINANSIJSKI ASPEKT

THE STRUCTURE OF GROSS SALARY IN THE REPUBLIC OF SERBIA: FINANCIAL-TAX ASPECT

Stefan VRŽINA
Univerzitet u Kragujevcu
Ekonomski fakultet, Kragujevac
stefan.vrzina@kg.ac.rs

Sažetak

Struktura bruto zarade predstavlja kontroverzno istraživačko pitanje u poslednjih nekoliko decenija. S tim u vezi, primarno se postavlja pitanje elemenata koji čine bruto zaradu i optimalnog nivoa fiskalnog opterećenja rada porezom na zarade i doprinosima za obavezno socijalno osiguranje. Istraživanje u ovom radu je sprovedeno sa ciljem ispitivanja elemenata koji čine bruto zaradu, kao i ispitivanja učešća poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje u bruto zaradi. Prvo, istraživanje je pokazalo da postoji značajan broj naknada (na primer za službeni put) koje ne ulaze u strukturu bruto zarade i imaju povoljniji poreski tretman. Stoga, nacionalne poreske vlasti moraju uložiti napore ka sprečavanju prikazivanja dela bruto zarade kao takve naknade u cilju ilegalnog izbegavanja poreza i doprinosa. Drugo, istraživanje je pokazalo da neto zarada obično čini između 60% i 65% ukupnih izdataka preduzeća po osnovu angažovanja zaposlenog, pri čemu je to učešće najveće na najnižim nivoima zarada. Ipak, nacionalne poreske vlasti treba da razmotre dodatno relaksiranje fiskalnog opterećenja rada na najnižim nivoima zarada u cilju povećanja zaposlenosti, povećanja minimalnih zarada i prelaska neprijavljenih radnika u legalne okvire.

Ključne reči: bruto zarada, struktura zarade, porezi na zarade, doprinosi za socijalno osiguranje.

Abstract

The structure of gross salary has been a controversial research issue in the last few decades. In this regard, there are primarily discussed elements that are part of the gross salary and the optimal level of the fiscal burden of the work with the labour tax and social security contributions. Research in this paper has been conducted with the aim to study elements that are part of the gross salary as well as to study a share of labour tax and social security contributions in the gross salary. First, research showed that there is a significant number of fees (such as allowance for business trips) that are not part of the gross salary and have favourable tax treatment. Therefore, national tax authorities should strive to prevent disclosing part of the gross salary as such a fee in order to illegally evade taxes and contributions. Second, research showed that the net salary usually has a share of 60% to 65% in total company expenses for the employed worker, with this share being the largest at the lowest salary levels. However, national tax authorities should consider to furtherly relax the fiscal burden of the work at the lowest salary levels in order to enhance employment, increase minimal salaries and move unreported workers into the legal frames.

Keywords: *gross salary, salary structure, labour tax, social security contributions.*

JEL: J31, J32.

UVOD

Uzevši u obzir kompleksnost poreza na dohodak građana i relativno nizak poreski moral u tranzicionim i posttranzicionim državama (Torgler, 2012), nije iznenađujuće primetiti da se u oblasti oporezivanja rada dešavaju značajne poreske utaje. S tim u vezi, Atanasijević i saradnici (2019) primećuju da u oblasti poreza na dohodak građana postoji značajan prostor za poboljšanje poreske administracije, odnosno naplatu poreza.

Jedan od uzroka izražene poreske evazije po osnovu rada može se naći u njegovom relativno visokom fiskalnom opterećenju. U oblasti oporezivanja rada prisutna je stalna dilema između manjeg fiskalnog opterećenja (u cilju podsticanja zaposlenosti i povećanja neto zarada zaposlenih) i većeg fiskalnog opterećenja rada (u cilju obezbeđenja bolje zdravstvene zaštite i penzija stanovništva). Brojne države su kompromis pronašle u pružanju podsticaja, kroz umanjenje poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje za određenu grupu zaposlenih – na primer za novozaposlene radnike (Marx, 2001). Slični podsticaji su prisutni i u Republici Srbiji (Dukić-Mijatović & Veselinović, 2015).

U većini država širom sveta, ukupni izdaci po osnovu radnog angažovanja zaposlenih su sastavljeni iz neto zarade koju zaposleni dobija,

ali i poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje. Što se tiče Republike Srbije, u poslovnoj praksi se zbir neto zarade, poreza na zarade i doprinosa na teret zaposlenog obično označava kao bruto zarada 1, dok se dodavanjem doprinosa na teret poslodavca na tako dobijeni zbir dobija bruto zarada 2.

Predmet rada predstavlja struktura bruto zarade koju ostvaruju zaposleni u Republici Srbiji. Pri tome, struktura je analizirana sa finansijskog (u smislu upravljanja odlivima preduzeća) i poreskog (u smislu upravljanja poreskim opterećenjem preduzeća, odnosno naplate poreskih prihoda države) aspekta. Imajući u vidu činjenicu da su prihodi od poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje najvažniji izvor javnih prihoda u Republici Srbiji (Kalaš i saradnici, 2017), važno je sagledati koje vrste primanja zaposlenih čine bruto zaradu, odnosno identifikovati deo bruto zarade koji se odnosi na neto zaradu, odnosno na poreze i doprinose.

Moguće je identifikovati dva osnovna cilja rada. Prvi cilj podrazumeva identifikaciju različitih elemenata primanja koje zaposleni dobijaju po osnovu svog angažovanja. Neka od ovih primanja predstavljaju elemente bruto zarade, a neka ne, te imaju bitno različit poreski tretman. Drugi cilj podrazumeva analizu učešća poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje u

strukturi bruto zarade u Republici Srbiji.

Rad dopunjuje postojeća istraživanja o oporezivanju rada u Republici Srbiji i ostalim tranzicionim državama (na primer Kogan, 2011; Mojsoska-Blaževski, 2012; Koettl, 2013; Žarković-Rakić, 2015). Pri tome, većina prethodnih istraživanja o fiskalnom opterećenju rada u Republici Srbiji je zasnovana na poređenju fiskalnog opterećenja sa ostalim državama (na primer Đorđević, 2015; Đurović-Todorović et al., 2018). Prema najboljim saznanjima autora, ovo je prvo istraživanje u Republici Srbiji u kojem je analizirano učešće poreza i doprinosa u strukturi bruto zarade na velikom broju nivoa zarade – od minimalne zarade do izuzetno visokih nivoa zarade.

Istraživanje u ovom radu može biti od koristi brojnim interesnim grupama, a posebno vlasnicima i menadžmentu preduzeća, odnosno nacionalnim poreskim vlastima. Poznavanje poreskog tretmana različitih elemenata primanja zaposlenih je ključ uspešnog planiranja poreza na dohodak građana od strane vlasnika i menadžmenta preduzeća. S druge strane, spoznaja učešća poreza i doprinosa u bruto zaradi na različitim nivoima zarade može biti od izuzetne važnosti nacionalnim poreskim vlastima prilikom razmatranja reformi oporezivanja rada u Republici Srbiji.

Izuzev uvoda i zaključka, rad je sačinjen iz tri celine. U prvom delu rada je dat pregled istraživačkog problema. U drugom delu rada je analiziran poreski tretman nekih od najčešćih vrsta primanja koja zaposleni ostvaruju u Republici Srbiji. U trećem delu je analizirano učešće poreza i doprinosa u strukturi bruto zarade na različitim nivoima neto zarade.

OBJAŠNJENJE ISTRAŽIVAČKOG PROBLEMA

S obzirom na to da je privreda Republike Srbije u poslednje dve decenije prošla kroz značajne strukturne promene, nije iznenađujuće primetiti da je i tržište radne snage prošlo kroz važnu transformaciju. S tim u vezi, tržište rada u Republici Srbiji je u poslednje dve decenije obeleženo sa dva važna izazova (Koettl, 2013):

- nezadovoljavajuće visoke stope nezaposlenosti, posebno među mlađom populacijom i
- relativno visok nivo neprijavljenih radnika, odnosno neformalne zaposlenosti, čime se izbegava plaćanje poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje.

Mesečna primanja zaposlenih su obično sačinjena iz više elemenata koji mogu imati različit poreski tretman. Izuzev nadoknade u vidu zarade za osnovni rad, radnici mogu dobijati naknade koje imaju povoljniji

poreski tretman od osnovne zarade. Primera radi, naknada za službeni put ima povoljniji poreski tretman od osnovne zarade jer se po osnovu ove naknade ne plaćaju doprinosi za obavezno socijalno osiguranje. Stoga se u praksi neretko dešava da se deo osnovne zarade zaposlenog, protivno poreskoj regulativi, prikaže u vidu dnevnica za službeno putovanje, kako bi se izbeglo plaćanje doprinosa.

Generalno, u literaturi se često veći značaj pridaje doprinosima za obavezno socijalno osiguranje u odnosu na porez na zarade, s obzirom na to da doprinosi, obično, imaju značajno veće učešće u strukturi bruto zarade u odnosu na porez (Mojsoska-Blaževski, 2012; Goudswaard & Caminada, 2015). Aaberge i saradnici (1995) ukazuju na značajne reforme u domenu oporezivanja rada koje su izvršene u brojnim evropskim državama na kraju XX veka. Ipak, u akademskoj i stručnoj javnosti se neretko ističe da je fiskalno opterećenje rada u tranzicionim državama relativno visoko, te da ono predstavlja prepreku povećanju zaposlenosti stanovništva (Egger et al., 2013), odnosno ublažavanju problema neprijavljenih radnika (rada „na crno“).

Ipak, potrebno je imati u vidu da ključnu prepreku značajnijem umanjenju fiskalnog opterećenja rada predstavlja direktan gubitak javnih prihoda koje bi država zabeležila (Heijdra & Ligthart, 2009) što bi moglo ugroziti nesmetano

funkcionisanje javnog sektora. U većini država, prihodi po osnovu poreza na dohodak građana i poreza na potrošnju (primarno poreza na dodatu vrednost) čine najveći deo javnih prihoda. S tim u vezi, Republika Srbija nije izuzetak – porez na zarade i, posebno, doprinosi za obavezno socijalno osiguranje čine najznačajniju vrstu javnih prihoda države (Kalaš i saradnici, 2017).

Značajna reforma fiskalnog opterećenja rada je izvršena i u Republici Srbiji. Randelović (2021) primećuje da je propisana stopa poreza na zarade smanjena sa prvobitnih 14% na 12%, a zatim i na aktuelnih 10%. Doprinosi za obavezno socijalno osiguranje se trenutno plaćaju na teret zaposlenog po sledećim stopama:

- za penzijsko i invalidsko osiguranje – 14%;
- za zdravstveno osiguranje – 5,15% i
- za osiguranje za slučaj nezaposlenosti – 0,75%.

S druge strane, doprinosi za obavezno socijalno osiguranje na teret poslodavca se trenutno plaćaju po sledećim stopama:

- za penzijsko i invalidsko osiguranje – 10% i
- za zdravstveno osiguranje – 5,15%.

Minimalna cena rada u Republici Srbiji za 2023. godinu iznosi 230 dinara. To znači da, za tipičan mesec sa 168 radnih časova,

minimalna neto zarada iznosi 38.640 dinara. Dodatno, najniža osnovica za obračun doprinosa za obavezno socijalno osiguranje iznosi 35.025 dinara, dok najviša osnovica iznosi 500.360 dinara. U Republici Srbiji je, takođe, u primeni poreska olakšica prilikom obračuna poreza na zarade u iznosu od 21.712 dinara.

Iako je u poslednjih deset godina zabeleženo određeno smanjenje fiskalnog opterećenja rada u Republici Srbiji (Vržina, 2023), stepen izbegavanja poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje kroz neformalne modele zapošljavanja je i dalje izuzetno visok. Kogan (2011) primećuje da su takvi modeli u Republici Srbiji posebno izraženi kod mlađe populacije.

S druge strane, potrebno je imati u vidu da su prijavljeni rad i plaćanje poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje način zaštite zaposlenih. Jednostavno, samo na taj način, zaposleni ostvaruju pravo na penziju, odnosno pravo na zdravstvenu zaštitu.

Inspektorat za rad u okviru Ministarstva za rad, zapošljavanje, boračka i socijalna pitanja Republike Srbije redovno objavljuje podatke o nalazima tokom terenskih kontrola. Neretko se najveći broj neprijavljenih radnika (radnika „na crno”) identifikuje na radnim

pozicijama koje su tradicionalno među najslabije plaćenim (poput radnika u proizvodnji obuće ili preradi mesa) ili u opštinama koje pripadaju najmanje razvijenim. Na taj način najsiromašniji slojevi stanovništva bivaju dodatno obespravljani, odnosno uskraćeni za prava na penziju i zdravstvenu zaštitu.

MESEČNA PRIMANJA RADNIKA U REPUBLICI SRBIJI

Radnici u Republici Srbiji mogu ostvariti primanja po različitim osnovama. Svakako najznačajnije primanje predstavlja neto zarada koja se ostvaruje po osnovu osnovnog rada, uz koju se plaćaju porez na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje. Ipak, potrebno je imati u vidu da značajan deo primanja zaposleni mogu ostvariti po osnovu različitih naknada (za dolazak i odlazak sa posla, službeno putovanje i slično) koje ne ulaze u bruto zaradu i koje imaju značajno različit poreski tretman.

Postupak utvrđivanja poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje može se prikazati na hipotetičkom primeru. Prema saopštenju Republičkog zavoda za statistiku broj 133 od 25. maja 2023. godine („Službeni glasnik RS“, br. 43/23), prosečna neto zarada po zaposlenom u

Republici Srbiji za prvi kvartal za obračun doprinosa za obavezno 2023. godine iznosi 83.208 dinara. socijalno osiguranje se može utvrditi Bruto zarada 1, odnosno osnovica korišćenjem sledeće formule:

$$\text{Bruto zarada 1} = \frac{\text{Neto zarada} - 0,10 \cdot \text{Poreska olakšica}}{0,701}$$

$$\text{Bruto zarada 1} = \frac{83.208 - 0,10 \cdot 21.712}{0,701} = 115.601,71 \text{ dinara}$$

Dakle, bruto zarada 1 koja postupak izračunavanja poreza na odgovara neto zaradi od 83.208 zarade i doprinosa za obavezno dinara iznosi 115.601,71 dinara. socijalno osiguranje u ovom slučaju. Stoga je u tabeli 1 predstavljen

Tabela 1: Postupak utvrđivanja poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje

<i>Element obračuna</i>	<i>Stopa</i>	<i>Iznos (u dinarima)</i>
Bruto zarada 1		115.601,71
Poreska olakšica		21.712,00
Poreska osnovica		93.889,71
Porez na zarade	10,00%	9.388,97
Doprinosi na teret zaposlenog:	19,90%	23.004,74
- doprinos za penzijsko i invalidsko osiguranje	14,00%	16.184,24
- doprinos za zdravstveno osiguranje	5,15%	5.953,49
- doprinos za osiguranje za slučaj nezaposlenosti	0,75%	867,01
<i>Neto zarada</i>		<i>83.208,00</i>
Doprinosi na teret poslodavca:	15,15%	17.513,66
- doprinos za penzijsko i invalidsko osiguranje	10,00%	11.560,17
- doprinos za zdravstveno osiguranje	5,15%	5.953,49
- doprinos za osiguranje za slučaj nezaposlenosti	0,00%	0,00

Iz tabele 1 je primetno da 133.115,37 dinara (bruto zarada 2 ukupno izdaci preduzeća po osnovu = 115.601,71 + 17.513,66). Drugim angažovanja zaposlenog čija neto rečima, neto zarada učestvuje zarada iznosi 83.208 dinara iznose sa 62,5% u ukupnim izdacima

preduzeća po osnovu angažovanja ovakvog radnika.

S obzirom na sve češće angažovanje starosnih penzionera u sektorima privrede u kojima postoji deficit radne snage (na primer vozači autobusa), važno je istaći da sličan poreski tretman imaju i zarade koje primaju starosni penzioneri. Jedina razlika se ogleda u činjenici da se po osnovu njihovog radnog angažovanja ne obračunava i ne plaća doprinos za osiguranje za slučaj nezaposlenosti. Takođe, izmenama zakona kojim se uređuje zdravstveno osiguranje iz 2019. godine je ukinuta mogućnost da radno angažovani penzioner bira osnov po kojem će biti zdravstveno osiguran (po osnovu penzije ili po osnovu radnog odnosa), čime je plaćanje doprinosa za zdravstveno osiguranje po osnovu radnog angažovanja starosnih penzionera postalo obavezno.

S obzirom na sve češće angažovanje nerezidentnih fizičkih lica (radnika stranaca), primarno u delatnostima u kojima postoji deficit domaće radne snage, važno je napomenuti da se ista pravila za obračun poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje (predstavljena u tabeli 1) primenjuju i na isplate zarada nerezidentnim fizičkim licima. Ipak, pre toga, neophodno je da se za strana lica koja će biti angažovana pribave radne dozvole.

Iako je u tabeli 1 predstavljen postupak utvrđivanja poreza na

zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje po osnovu osnovnog rada, istovetan poreski tretman imaju i neke specifične realne situacije. Naknada za prekovremeni rad, naknada za topli obrok ili oprost duga koji je zaposleni imao prema preduzeću koje ga zapošljava su samo neki od specifičnih primera koji ulaze u strukturu bruto zarade i na koje se moraju platiti porez na zarade i doprinosi za obavezno socijalno osiguranje.

Dodatno, sve je češći slučaj da poslodavci, pored neto zarade u novcu, zaposlenima isplaćuju i nenovčane poklone (na primer, u vidu vaučera za kupovinu). Ovakva nenovčana davanja, takođe, ulaze u bruto zaradu i imaju identičan poreski tretman kao i naknada za osnovni rad. Neto iznos davanja u ovom slučaju predstavlja nabavna vrednost nenovčanog davanja sa porezom na dodatu vrednost.

Porez na zarade i doprinosi za obavezno socijalno osiguranje se plaćaju i u slučaju kada poslodavac isplaćuje davanje za 8. mart zaposlenim radnicama. Iako je u praksi moguće prepoznati nekoliko različitih modaliteta ovakvih davanja, najčešće se osmomartovsko davanje radnicama isplaćuje zajedno sa februarskom zaradom, pri čemu se iznos osmomartovskog davanja pripisuje osnovnoj zaradi.

S druge strane, značajan broj primanja zaposlenih nema karakter bruto zarade ili se primanje do

određenog iznosa ne smatra zaradom. Tako, specifičan poreski tretman imaju davanja koja poslodavac čini deci zaposlenih povodom Nove godine i Božića. Ovakva davanja su neoporeziva do 12.544 dinara (podatak za 2023. godinu) na godišnjem nivou, uz uslov da je reč o deci zaposlenih starosti do petnaest godina. Davanje prazničnog poklona detetu starijem od postavljene starosne granice se smatra zaradom, te izaziva plaćanja poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje.

Određeni deo primanja tokom meseca zaposleni ostvaruju po osnovu naknade za dolazak i odlazak sa posla. Ova naknada se obično isplaćuje odvojeno od osnovne zarade, a ima i specifičan poreski tretman. Naime, porez na dohodak građana se ne plaća na naknade dokumentovanih troškova prevoza za dolazak i odlazak sa rada do visine mesečne prevozne karte u javnom saobraćaju, odnosno do visine stvarnih troškova prevoza, a najviše do 5.017 dinara (podatak za 2023. godinu) mesečno.

Iz prethodnog je jasno da je troškove za dolazak i odlazak sa posla potrebno dokazivati, odnosno dokumentovati. Značajan momenat na ovom polju se dogodio u februaru 2019. godine kada je Ministarstvo finansija izdalo mišljenje (011-00-12/2019-04 od 1. februara 2019) u kojem se naglašava da se putni trošak mora dokumentovati verodostojnom

ispravom, kao što su autobuska karta ili račun za gorivo. Kako bi izbegli prikupljanje ovakvih isprava od zaposlenih, u praksi neka preduzeća odlučuju da ne koriste neoporezivi iznos po ovom osnovu i da na celokupan iznos naknada za dolazak i odlazak sa posla plate porez na dohodak građana po stopi od 10%. Doprinosi za obavezno socijalno osiguranje se po ovom osnovu ne plaćaju.

Upućivanjem zaposlenih na službeni put nastaje obaveza preduzeća da isplati dnevnicu za službeno putovanje zaposlenom. Dnevnice za službeno putovanje u zemlji su neoporezive do iznosa od 3.012 dinara (podatak za 2023. godinu), dok su dnevnice za službeno putovanje u inostranstvu neoporezive do iznosa od 50 evra (podatak za 2023. godinu). Naknada troškova smeštaja i prevoza je neoporeziva u potpunosti. Na iznose dnevnica preko neoporezivih iznosa se plaća porez na dohodak građana po stopi od 10%, dok se doprinosi za obavezno socijalno osiguranje po ovom osnovu ne plaćaju.

Sve veći broj preduzeća, u cilju obezbeđivanja dodatnih benefita zaposlenima i poboljšanja zadovoljstva poslom, radnicima obezbeđuje tzv. team building aktivnosti. S tim u vezi, u Srbiji je od 2019. godine u primeni Pravilnik o ostvarivanju prava na poresko oslobođenje po osnovu organizovanja rekreacije, sportskih

događaja i aktivnosti za zaposlene („Službeni glasnik RS“, br. 50/2019). Između ostalog, ovim pravilnikom su uređeni uslovi pod kojima se na pomenute aktivnosti ne plaćaju porez na zarade i doprinosi za obavezno socijalno osiguranje. Pri tome se primarno misli na sledeće aktivnosti:

- stvaranje i održavanje uslova za rekreaciju zaposlenih na radnom mestu;
- naknada troškova kolektivne rekreacije zaposlenih i
- organizovanje sportskih događaja i aktivnosti zaposlenih.

Primeru radi, ukoliko bi preduzeće organizovalo tzv. *team building* aktivnosti za svoje zaposlene u jednom planinskom centru, potrebno je da takve aktivnosti budu predviđene opštim aktom preduzeća, da izdaci po tom osnovu budu dokumentovani i da se isplata po ovom osnovu vrši direktno na račun dobavljača. Takođe, neophodno je da ova aktivnost bude, pod istim uslovima, dostupna za bar 70% zaposlenih i da bar 70% zaposlenih kojima je aktivnost dostupna zaista iskoristi pogodnost. Nepoštovanje bilo kojeg od prethodnih uslova izaziva plaćanje poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje.

FISKALNO OPTEREĆENJE RADA NA RAZLIČITIM NIVOIMA ZARADE

U ovom delu rada je analizirano fiskalno opterećenje rada na različitim nivoima zarade, sa ciljem utvrđivanja razlike u

fiskalnom opterećenju između nižih zarada i viših zarada. Stoga su posmatrane zarade od 40.000 dinara (što predstavlja aproksimaciju minimalne zarade) do 200.000 dinara (što predstavlja aproksimaciju relativno velike zarade, kao zarade koja je više nego duplo veća od prosečne zarade u Republici Srbiji).

Nivo od 200.000 dinara je izabran kao maksimalan kako bi se nedvosmisleno izbeglo uključivanje efekata godišnjeg poreza na dohodak građana, odnosno kako bi akcenat bio stavljen isključivo na porez na zarade i doprinose za obavezno socijalno osiguranje. Naime, godišnji porez na dohodak građana plaćaju lica koja su u kalendarskoj godini ostvarila neto dohodak veći od trostruke prosečne godišnje zarade po zaposlenom isplaćene u Republici Srbiji, u godini za koju se utvrđuje porez.

Podatke o prosečnoj godišnjoj zaradi objavljuje Republički zavod za statistiku, pa je tako pomenuti neoporezivi iznos za 2022. godinu iznosio 3.719.376 dinara. Takođe, u primeni su progresivne stope godišnjeg poreza na dohodak građana, pa se tako porez na iznos do šestostruke prosečne zarade plaća po stopi od 10%, a na iznos preko pomenute granice po stopi od 15%.

Porez na zarade značajno utiče na učešće neto zarade u bruto zaradi 1, iako se porez plaća po proporcionalnoj stopi, nezavisno od nivoa zarade. Ipak, ovo je posledica činjenice da je poresko oslobođenje (poreska olakšica) iskazana u apsolutnom iznosu, što dovodi do toga da je uticaj poreskog oslobođenja

mного jači na nižim nivoima neto zarade. Samim tim, učešće poreza na zarade u bruto zaradi 1 nije identično na svim nivoima. S obzirom na to da je poresko oslobođenje iskazano u apsolutnom iznosu, učešće poreza na zarade u bruto zaradi 1 je najmanje na najnižim nivoima zarada.

S druge strane, opterećenje doprinosima za obavezno socijalno osiguranje je iskazano isključivo u relativnom obliku (u vidu procenata, bez neoporezivih iznosa) te, na uobičajenim nivoima zarada (većim od najniže osnovice i manjim od najviše osnovice za obračun doprinosa), ima podjednako učešće u strukturi bruto zarade 1, nezavisno od nivoa neto zarade. Samim tim, uticaj doprinosa za obavezno socijalno

osiguranje na učešće neto zarade u bruto zaradi 1, na različitim nivoima zarade, nije značajan.

U tabeli 2 je predstavljena struktura bruto zarade 1 na nekim karakterističnim nivoima zarade. Generalno, može se primetiti da se učešće neto zarade u bruto zaradi 1 kreće između 70% i 75%, pri čemu ono opada sa povećanjem nivoa neto zarade. S druge strane, učešće poreza na zarade u bruto zaradi 1 je uvek manje od propisane poreske stope od 10%, usled postojanja poreske olakšice. S obzirom na to da je poreska olakšica data u apsolutnom iznosu i da se primenjuje nezavisno od nivoa zarade, učešće poreza na zarade u bruto zaradi 1 se povećava sa rastom neto zarade.

Tabela 2: Struktura bruto zarade 1 na različitim nivoima neto zarade

Iznos neto zarade (u dinarima)	Iznos bruto zarade 1 (u dinarima)	Struktura bruto zarade 1		
		Neto zarada	Porez na zarade	Doprinosi na teret zaposlenog
40.000	53.964,05	74,12%	5,98%	19,90%
50.000	68.229,39	73,28%	6,82%	19,90%
60.000	82.494,72	72,73%	7,37%	19,90%
70.000	96.760,06	72,34%	7,76%	19,90%
80.000	111.025,39	72,06%	8,04%	19,90%
90.000	125.290,73	71,83%	8,27%	19,90%
100.000	139.556,06	71,66%	8,44%	19,90%
110.000	153.821,40	71,51%	8,59%	19,90%
120.000	168.086,73	71,39%	8,71%	19,90%
130.000	182.352,07	71,29%	8,81%	19,90%
140.000	196.617,40	71,20%	8,90%	19,90%
150.000	210.882,74	71,13%	8,97%	19,90%
160.000	225.148,07	71,06%	9,04%	19,90%
170.000	239.413,41	71,01%	9,09%	19,90%

Iznos neto zarade (u dinarima)	Iznos bruto zarade 1 (u dinarima)	Struktura bruto zarade 1		
		Neto zarada	Porez na zarade	Doprinosi na teret zaposlenog
180.000	253.678,74	70,96%	9,14%	19,90%
190.000	267.944,08	70,91%	9,19%	19,90%
200.000	282.209,42	70,87%	9,23%	19,90%

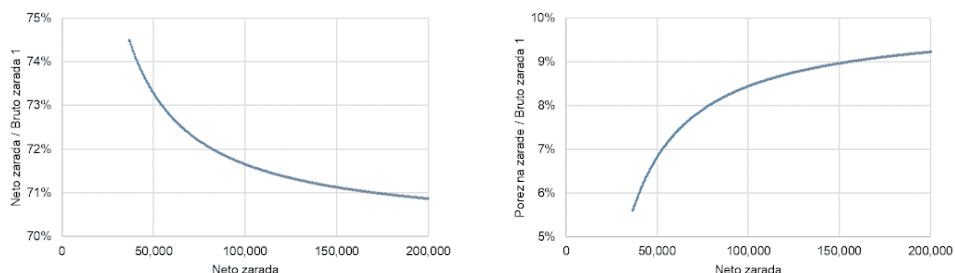
Učešće doprinosa za 200.000 dinara), bruto zarada 1 je obavezno socijalno osiguranje je veća 1,4110 puta od neto zarade. konstantno na svim posmatranim To implicira da preduzeće, osim nivoima neto zarade i iznosi 19,9%. isplate neto zarade, mora obezbediti Kako se ovi doprinosi obračunavaju još 41,10% neto zarade za svrhe upravo na bruto zaradu 1, njihovo uplate poreza na zarade i doprinosa učešće u bruto zaradi 1 je jednako za obavezno socijalno osiguranje na zbiru propisanih stopa ovih doprinosa teret zaposlenog. ($14\% + 5,15\% + 0,75\% = 19,90\%$).

Iz tabele 2 je, takođe, primetno da je na najnižem posmatranom nivou neto zarade (od 40.000 dinara), bruto zarada 1 veća 1,3424 puta od neto zarade. To znači da preduzeće, osim isplate neto zarade, mora obezbediti još 34,24% neto zarade za svrhe uplate poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje na teret zaposlenog.

S druge strane, na najvišem posmatranom nivou zarade (od

Na grafiku 1 je prikazano učešće neto zarade i poreza na zarade u strukturi bruto zarade 1, u zavisnosti od nivoa neto zarade. Primetno je da učešće neto zarade u bruto zaradi 1 najbrže opada na nižim nivoima zarada. Sa povećanjem neto zarade, učešće neto zarade opada sve sporije. S druge strane, učešće poreza na zarade u bruto zaradi 1 najbrže raste na nižim nivoima zarada. Sa povećanjem neto zarade, učešće poreza na zarade raste sve sporije.

Grafik 1: Učešće neto zarade (levo) i poreza na zarade (desno) u strukturi bruto zarade 1



U tabeli 3 je predstavljena struktura bruto zarade 2 na nekim karakterističnim nivoima zarade. Generalno, najveći deo zaključaka iznetih prilikom analize strukture bruto zarade 1 može biti primenjen i u ovom slučaju. Tako je moguće zaključiti da se učešće neto zarade u bruto zaradi 2 kreće između 60% i 65%, pri čemu to učešće opada sa rastom nivoa neto zarade. Takođe, učešće poreza na zarade je i u ovom slučaju niže od propisane poreske

stope od 10% (zbog postojanja poreske olakšice), pri čemu ono raste sa rastom nivoa neto zarade. Slično doprinosima za obavezno socijalno osiguranje na teret zaposlenog, i doprinosi na teret poslodavca imaju, na uobičajenim nivoima zarada (većim od najniže osnovice i manjim od najviše osnovica za obračun doprinosa), konstantno učešće u strukturi bruto zarade 2, nezavisno od nivoa neto zarade.

Tabela 3: Struktura bruto zarade 2 na različitim nivoima neto zarade

<i>Iznos neto zarade (u dinarima)</i>	<i>Iznos bruto zarade 2 (u dinarima)</i>	<i>Struktura bruto zarade 2</i>			
		<i>Neto zarada</i>	<i>Porez na zarade</i>	<i>Doprinosi na teret zaposlenog</i>	<i>Doprinosi na teret poslodavca</i>
40.000	62.139,61	64,37%	5,19%	17,28%	13,16%
50.000	78.566,14	63,64%	5,92%	17,28%	13,16%
60.000	94.992,67	63,16%	6,40%	17,28%	13,16%
70.000	111.419,21	62,83%	6,74%	17,28%	13,16%
80.000	127.845,74	62,58%	6,99%	17,28%	13,16%
90.000	144.272,27	62,38%	7,18%	17,28%	13,16%
100.000	160.698,81	62,23%	7,33%	17,28%	13,16%
110.000	177.125,34	62,10%	7,46%	17,28%	13,16%
120.000	193.551,87	62,00%	7,56%	17,28%	13,16%
130.000	209.978,41	61,91%	7,65%	17,28%	13,16%
140.000	226.404,94	61,84%	7,73%	17,28%	13,16%
150.000	242.831,47	61,77%	7,79%	17,28%	13,16%
160.000	259.258,01	61,71%	7,85%	17,28%	13,16%
170.000	275.684,54	61,66%	7,90%	17,28%	13,16%
180.000	292.111,07	61,62%	7,94%	17,28%	13,16%
190.000	308.537,61	61,58%	7,98%	17,28%	13,16%
200.000	324.964,14	61,55%	8,02%	17,28%	13,16%

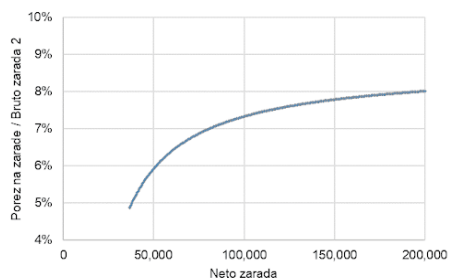
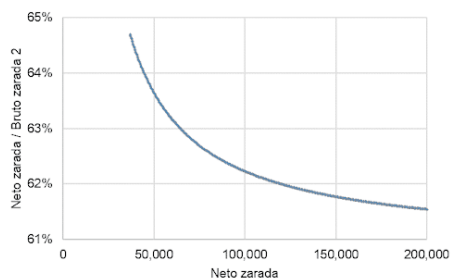
Iz tabele 3 je, takođe, primetno da je na najnižem posmatranom nivou neto zarade (od 40.000 dinara), bruto zarada 2 veća 1,5535 puta od neto zarade. To znači da preduzeće, osim isplate neto zarade, mora obezbediti još 55,35% neto zarade za svrhe uplate poreza na zarade, doprinosa za obavezno socijalno osiguranje na teret zaposlenog i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje na teret poslodavca.

S druge strane, na najvišem posmatranom nivou zarade (od 200.000 dinara), bruto zarada 2 je veća 1,6248 puta od neto zarade. To implicira da preduzeće, osim isplate neto zarade, mora obezbediti

još 62,48% neto zarade za svrhe uplate poreza na zarade, doprinosa za obavezno socijalno osiguranje na teret zaposlenog i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje na teret poslodavca.

Na grafiku 2 je prikazano učešće neto zarade i poreza na zarade u strukturi bruto zarade 2, u zavisnosti od nivoa neto zarade. Slično analizi strukture bruto zarade 1, i u ovom slučaju se može primetiti da učešće neto zarade u bruto zaradi 2 najbrže opada na nižim nivoima neto zarade. S druge strane, moguće je primetiti da učešće poreza na zarade u bruto zaradi 2 najbrže raste na nižim nivoima neto zarade.

Grafik 2: Učešće neto zarade (levo) i poreza na zarade (desno) u strukturi bruto zarade 2



Iako postoje države u kojima se znatno veći deo zarade izdvaja za porez na zarade i doprinose za obavezno socijalno osiguranje (Đurović-Todorović et al., 2018), pojedini autori smatraju da je fiskalno opterećenje rada u Srbiji, takođe, veliko (Žarković-Rakić, 2015). Primera radi, Đorđević

(2015) ukazuje na to da je fiskalno opterećenje rada u Srbiji nešto veće u odnosu na prosek država Centralne i Istočne Evrope.

Stoga se u akademskoj i stručnoj javnosti mogu često čuti stavovi da je potrebno smanjenje fiskalnog opterećenja rada u Srbiji. Ideja o umanjenu fiskalnog

opterećenja rada u Srbiji svakako nije nova. Uzevši u obzir činjenicu da je propisana stopa poreza na zarade u Srbiji relativno niska, ideje o umanjenju fiskalnog opterećenja rada su usmerene primarno na smanjenje stopa po kojima se plaćaju doprinosi za obavezno socijalno osiguranje.

Ideje o umanjenju stopa doprinosa za socijalno osiguranje se redovno mogu čuti na različitim sastancima, okruglim stolovima i sličnim privrednim događanjima. Često se može čuti od vlasnika i menadžmenta preduzeća da bi bili spremni da povećaju neto zarade zaposlenima ukoliko bi plaćali manje poreza i doprinosa. Drugim rečima, oni bi bili spremni da umanjenje odlika po osnovu poreza i doprinosa ne zadrže u preduzeću, već da ga transferišu zaposlenima u vidu uvećanih neto zarada.

Ipak, treba imati u vidu da ideja o značajnijem umanjenju doprinosa za obavezno socijalno osiguranje nije održiva. Ova ideja je u Srbiji zastupljena bar dve decenije, ali kontinuirano nailazi na istu prepreku, koja je vremenom sve izraženija. Naime, značajnije umanjenje doprinosa nije moguće usled činjenice da je stanovništvo u Srbiji relativno staro, pri čemu se starost stanovništva uvećava. Zapravo, odnos broja penzionera i broja zaposlenih se kontinuirano povećava. Stoga su potrebe za jačanjem penzionih i zdravstvenih fondova sve izraženije, kako bi

se obezbedilo njihovo neometano funkcionisanje, što se smanjenjem doprinosa za obavezno socijalno osiguranje definitivno ne može postići.

Tako su, primera radi, još tokom 2008. godine u Republici Srbiji bile prisutne ideje o smanjenju propisane stope poreza na zarade sa tadašnjih 12% na 10% (što se nije desilo tada, ali jeste tokom 2013. godine). Tada su, takođe, predmet akademske i stručne javnosti bile relativno visoke stope doprinosa za obavezno socijalno osiguranje. Ipak, objašnjenje u vezi starenja stanovništva i potrebe za jačanjem penzijskih i zdravstvenih fondova je i tada služilo kao aktuelan odgovor.

S druge strane, znatno realnijom se čini ideja o preraspodeli postojećeg kvantuma doprinosa za obavezno socijalno osiguranje, pri čemu bi preraspodela išla sa zaposlenih sa najnižim nivoima na zaposlene sa najvišim nivoima neto zarada. Drugim rečima, ideja se zasniva na relaksiranju fiskalnog opterećenja rada na najnižim nivoima zarada, odnosno intenziviranju progresivnosti prilikom oporezivanja rada.

Jedan od najistaknutijih zagovornika ove ideje jeste Nacionalna alijansa za lokalni ekonomski razvoj (NALED, 2023). Smatrajući da bi promene doprinele smanjenju sive ekonomije u oblasti zapošljavanja i povećanju pravičnosti poreskog sistema, ova

organizacija već duži period predlaže da se fiskalno opterećenje najnižih zarada smanji, uz uspostavljanje veće progresivnosti u oporezivanju rada. Ovakvi efekti se mogu postići na različite načine, poput uvećanja poreske olakšice do nivoa minimalne zarade, uz smanjenje određenih stopa doprinosa za radnike sa najmanjim primanjima ili primenu poreske olakšice i na određene doprinose – primarno na doprinos za zdravstveno osiguranje.

Razmatranja NALED-a (2023) idu korak dalje, te smatraju da bi trebalo razmotriti reformu postojećeg sistema doprinosa za obavezno socijalno osiguranje koja bi trebalo da uzme u obzir i mogućnost finansiranja troškova zdravstvene zaštite iz budžetskih prihoda. Nadalje, oni smatraju da bi prelazak sa Bizmarkovog modela na Beveridžov model podrazumevao da se zdravstvena zaštita finansira iz opštih poreza (umesto dosadašnjeg modela finansiranja iz doprinosa) čime bi se obezbedila zdravstvena zaštita za sve građane, nezavisno od njihovog radnog statusa. Takođe, napominje se da bi istovremeno došlo do smanjenja administrativnih troškova, usled ukidanja obaveza dokazivanja svojstva osiguranika, overavanja zdravstvenih knjižica i slično.

Više istraživanja je, takođe, ukazalo na to da je dohodovna nejednakost u Srbiji, mereno Gini koeficijentom, relativno visoka

(Krstić, 2016), posebno u poređenju sa državama Evropske unije (Žarković-Rakić et al., 2019). S tim u vezi, poreski sistem se u literaturi često ističe kao jedan od ključnih faktora nejednakosti. Progresivniji sistem oporezivanja zarada bi mogao doprineti smanjenju dohodovne nejednakosti, odnosno preraspodeli blagostanja sa najbogatijih na najsiromašnije slojeve stanovništva. Takođe, povećanje progresivnosti prilikom oporezivanja zarada bi moglo ublažiti negativne efekte koji nastaju kao posledica regresivnosti poreza na potrošnju (primarno poreza na dodatu vrednost).

Ipak, potrebno je imati u vidu da bi povećanje progresivnosti poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje moglo imati važne neželjene efekte koji bi se morali preduprediti pre uvođenja ovakvog sistema. Primarno se misli na sledeća dva važna faktora:

- prikazivanje niže neto zarade u odnosu na stvarnu (intenzivnije isplate zarade „na ruke”) i
- usavršavanje poreske administracije za praćenje usklađenosti sa izmenjenom poreskom regulativom.

Što se tiče prvog problema, potrebno je imati u vidu da posebno kritične mogu biti tzv. granične zarade. Primera radi, može se pretpostaviti da povlašćeni poreski tretman imaju neto zarade do 50.000 dinara i da zaposleni inače dobija 60.000 dinara po osnovu zarade. Sa

novim sistemom, poslodavac bi bio dodatno motivisan da zvanično prikaže primanje radnika u iznosu od 50.000 dinara (kako bi iskoristio poreske pogodnosti), a da preostalih 10.000 dinara isplati radniku „na ruke“.

Potrebno je imati u vidu da je ovakva praksa u Republici Srbiji već prisutna, ali je racionalno pretpostaviti da bi progresivni sistem mogao dodatno motivisati poslodavce ka ovakvom ponašanju. Dodatni problem predstavlja činjenica da ovakve poreske utaje nije lako identifikovati i sprečiti s obzirom na to da se one često organizuju uz saglasnost zaposlenog.

Što se tiče drugog problema, potrebno je imati u vidu da je proporcionalni poreski sistem najlakši za administriranje od strane nacionalnih poreskih vlasti (Saavedra, 2007). Uvođenje dodatne progresivnosti u sistem oporezivanja dohotka građana zahteva dodatne informacione i kadrovske resurse u poreskoj administraciji, odnosno dodatno obrazovanje postojećeg kadra. Usled uvećanog rizika od zloupotrebe povlašćenog poreskog tretmana predviđenog za niže nivoe zarada, nacionalne poreske vlasti bi morale razviti sistem koji bi pratio adekvatnu primenu povlašćenog poreskog tretmana odnosno sistem koji bi sprečio njegovu zloupotrebu.

ZAKLJUČAK

Istraživanjem u ovom radu analizirana je struktura bruto zarada zaposlenih u Republici Srbiji, i to sa

dva aspekta – vrsta primanja koja ulaze u strukturu bruto zarade i učešća poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje u strukturi bruto zarade.

U radu je pokazano da, izuzev naknade za osnovni rad, brojni drugi elementi ulaze u strukturu bruto zarade, te imaju isti poreski tretman. Neki od primera jesu naknada za prekovremeni rad, naknada u nenovčanom obliku (npr. vaučeri za kupovinu), osmomartovski pokloni zaposlenim ženama i slično. S druge strane, određene naknade koje ne ulaze u strukturu bruto zarade (npr. naknada za dolazak i odlazak sa posla, naknada za službeni put) imaju značajno povoljniji poreski tretman jer se na njih ne plaćaju doprinosi. Stoga je pred nacionalnim poreskim vlastima važan izazov da spreče prikazivanje dela bruto zarade kao pomenutih naknada u cilju ilegalnog smanjenja fiskalnog opterećenja. S druge strane, preduzeća moraju znati poreski tretman svakog mogućeg elementa primanja svojih zaposlenih, u cilju obezbeđenja usklađenosti sa poreskom regulativom i adekvatnog poreskog planiranja.

Generalno, učešće neto zarade u bruto zaradi 1 iznosi između 70% i 75%. Učešće neto zarade u bruto zaradi 2 varira između 60% i 65%. Pri tome, učešće neto zarade u strukturi bruto zarade je veće na nižim nivoima neto zarade, dok je učešće poreza na zarade veće na višim nivoima zarade. Ovi nalazi idu u prilog činjenici da je, uprkos

jedinstvenoj propisanoj stopi poreza na zarade, sistem oporezivanja rada u Republici Srbiji blago progresivan.

Međutim, potrebno je imati u vidu da bi dodatno relaksiranje fiskalnog opterećenja rada na najnižim nivoima neto zarade, odnosno povećanje progresivnosti u oporezivanju rada u Republici Srbiji moglo imati brojne pozitivne efekte. Smanjenje poreza i doprinosa za radnike sa najnižim primanjima bi moglo dovesti do njihovog većeg zapošljavanja, povećanja njihovih zarada, ali i prelaska brojnih radnika iz sive zone (zone neformalnog rada gde radnici nisu prijavljeni) u legalne tokove. Stoga, postizanje optimalne progresivnosti fiskalnog opterećenja rada predstavlja važan izazov za nacionalne poreske vlasti u Republici Srbiji.

Važno je istaći da posmatrane rezultate istraživanja treba tumačiti u svetlu određenih ograničenja. Istraživanje je bazirano na parametrima (propisanim stopama poreza i doprinosa, iznosima poreskih oslobođenja i slično) za 2023. godinu. Moguće je da bi se zaključci istraživanja razlikovali da je obuhvaćena još neka ranija godina. Takođe, istraživanje je obuhvatilo isključivo Republiku Srbiju, pa, usled specifičnosti nacionalnih poreskih sistema, rezultati istraživanja ne mogu biti analogno preneti na ostale države.

S obzirom na česte promene stopa poreza i doprinosa, buduća

istraživanja bi mogla obuhvatiti više godina, u cilju poređenja strukture bruto zarade po godinama. Takođe, buduća istraživanja bi mogla obuhvatiti više država, posebno tranzicionih i posttranzicionih, u cilju kompariranja rezultata.

LITERATURA

1. Aaberge, R., Dagsvik, J. & Strom, S. (1995). Labor Supply Responses and Welfare Effects of Tax Reforms. *The Scandinavian Journal of Economics*, 97(4), 635-659.

2. Atanasijević, J., Jakovetić, D., Krejić, N., Krklec-Jerinkić, N. & Marković, D. (2019). Using Big Data Analytics to Improve Efficiency of Tax Collection in the Tax Administration of the Republic of Serbia. *Ekonomika preduzeća*, 67(1-2), 115-130.

3. Dukić-Mijatović, M. & Veselinović, J. (2015). Uticaj sistema subvencija i podsticaja za stvaranje boljeg investicionog ambijenta u Republici Srbiji. *Pravo – teorija i praksa*, 32(1-3), 1-13.

4. Đorđević, M. (2015). Analysis of Performance to Direct Taxes in the Tax System of the Republic of Serbia. *Facta Universitatis. Series: Economics and Organization*, 12(1), 55-68.

5. Đurović-Todorović, J., Đorđević, M. & Ristić, M. (2018). The Tax Wedge as the Determinant of Unemployment: A Comparative

- Overview of OECD Countries and Serbia. In *49th International Scientific Conference Quantitative and Qualitative Analysis in Economics*, pp. 61-75. Niš, Serbia: Faculty of Economics.
6. Egger, P., Radulescu, D. & Strecker, N. (2013). Effective Labor Taxation and the International Location of Headquarters. *International Tax and Public Finance*, 20(4), 631-652.
7. Goudswaard, K. & Caminada, K. (2015). Social Security Contributions: Economic and Public Finance Considerations. *International Social Security Review*, 68(4), 25-45.
8. Heijdra, B. & Ligthart, J. (2009). Labor Tax Reform, Unemployment, and Search. *International Tax and Public Finance*, 16(1), 82-104.
9. Koettl, J. (2013). Does Formal Work Pay in Serbia? The Role of Labor Taxes and Social Benefit Design in Providing Disincentives for Formal Work. In C. Laderchi & S. Savastano (Eds.), *Poverty and Exclusion in the Western Balkans*, pp. 133-154. New York, NY: Springer.
10. Kalaš, B., Mirović, V. & Andrašić, J. (2017). Struktura poreza u Republici Srbiji. *Finansije*, 72(1-6), 7-18.
11. Kogan, I. (2011). When Informal is Normal...On the Role of Credentials and Contacts for the Job Entry in Serbia. *Research in Social Stratification and Mobility*, 29(4), 445-458.
12. Krstić, G. (2016). Why Income Inequality is So High in Serbia: Empirical Evidence and a Measurement of the Key Factors. *Economic Annals*, 61(210), 23-46.
13. Marx, I. (2001). Job Subsidies and Cuts in Employers' Social Security Contributions: The Verdict of Empirical Evaluation Studies. *International Labour Review*, 140(1), 69-83.
14. Mojsoska-Blaževski, N. (2012). Taxation of Labour: The Effect of Labour Taxes and Costs on Employment in Macedonia. *Post-Communist Economies*, 24(2), 241-256.
15. NALED (2023). *Siva knjiga 15: Preporuke za uklanjanje administrativnih prepreka poslovanju u Srbiji 2023*. Dostupno na: www.naled.rs/htdocs/Files/12192/Siva-Knjiga-15-Web.pdf (01. avgust 2023).
16. Ranđelović, S. (2021). Ekonomske performanse poreskog sistema Srbije. *Revija Kopaoničke škole prirodnog prava*, 3(1), 189-203.
17. Saavedra, P. (2007). Flat Income Tax Reforms. In C. Gray, T. Lane & A. Varoudakis (Eds.), *Fiscal Policy and Economic Growth: Lessons for Eastern Europe and Central Asia*, pp. 253-280. Washington, DC: The World Bank.
18. Torgler, B. (2012). Tax Morale, Eastern Europe and European Enlargement. *Communist*

and Post-Communist Studies, 45(1-2), 11-25.

19. Vržina, S. (2023). Trendovi u poreskom opterećenju rada u Republici Srbiji. U D. Dimitrijević i saradnici (Ur.), *Računovodstvena znanja kao činilac ekonomskog i društvenog napretka*, str. 101-113. Kragujevac, Srbija: Ekonomski fakultet.

20. Žarković-Rakić, J. (2015).

Employment Effects of Tax Cuts in a Transition Economy: Evidence from Serbia. *Post-Communist Economies*, 27(3), 395-410.

21. Žarković-Rakić, J., Krstić, G., Oruč, N. & Barlett, W. (2019). Income Inequality in Transition Economies: A Comparative Analysis of Croatia, Serbia and Slovenia. *Economic Annals*, 64(223), 39-60.

PDV TRETMAN STATUSNIH PROMENA PRIVREDNIH DRUŠTAVA U REPUBLICI SRBIJI

VAT TREATMENT OF MERGERS AND DIVISIONS OF COMPANIES IN SERBIA

Maja MILOJEVIĆ KOLAREVIĆ
Pravni fakultet Univerziteta Union u Beogradu
maja.milojevic@hotmail.com

Sažetak

Ovaj rad ima za cilj analizu PDV tretmana statusnih promena u poreskom pravu Republike Srbije. Autor se bavi primenom odredaba o prenosu celokupne ili dela imovine uz osvrt na opšta pravila oporezivanja kada uslovi za primenu navedenog izuzetka nisu ispunjeni. Uz primenu istorijskog i uporedno pravnog metoda analizirana je i regulativa Evropske unije (EU) u ovoj oblasti, a uzeta su u obzir i pojedina nacionalna zakonodavstva država članica EU, kao i praksa Suda pravde EU kod tumačenja sadržine određenih pojmova. Analizom pozitivnih propisa autor dolazi do zaključka da postoji potencijalna neusklađenost odredaba u okviru PDV regulative kod sprovođenja statusnih promena, a što potencijalno može dovesti do pravne nesigurnosti obveznika. Primenom teleološkog tumačenja se izvodi stav o PDV tretmanu statusnih promena. Na samom kraju, autor izvodi zaključak o usklađenosti PDV regulative Republike Srbije sa EU, kao i način za prevazilaženje određenih nedoumica koje su prethodno obrazložene.

Ključne reči: PDV, prenos celokupne (dela) imovine, statusne promene, brisanje obveznika.

Abstract

This article aims to analyse the VAT treatment of mergers and divisions in Serbia. The author deals with the application of the provisions on the transfer of assets with reference to the general rules of taxation when the

conditions for the application of the mentioned exception are not met. Using the historical and comparative method, the regulations of the European Union (EU) as well as particular national legislations of the EU member states were examined, including the practice of the EU Court of Justice in interpretation of certain terms. Analysing the positive regulations, the author concludes that there is a potential mismatch of provisions within the VAT regulations when conducting mergers and divisions, which can lead to legal uncertainty for taxpayers. By applying the teleological method, the position on how VAT should be applied in case of mergers and divisions is derived. At the very end, the author draws a conclusion on the compliance of the VAT regulations of the Republic of Serbia with the EU, as well to overcome certain doubts that were previously explained.

Keywords: *VAT, transfer of assets, mergers, divisions, deregistration of VAT payers.*

JEL: H25.

UVOD

Savremeno privredno okruženje ispunjeno je različitim poslovnim transakcijama koje možemo klasifikovati na one redovne, koje se vrše u sklopu obavljanja redovne poslovne delatnosti organizacije tj. privrednog društva, kao i određene specifične transakcije koje se vrše u cilju korporativnih reorganizacija i unapređenja samog poslovnog okruženja, a koje za cilj mogu imati sticanje određenog položaja na tržištu, kao i eventualnu poresku optimizaciju.¹

Transakcije koje se odnose na korporativne reorganizacije mogu podrazumevati sprovođenje statusnih promena na osnovu ugovora o statusnoj promeni, kao i povezivanje privrednih društava neimenovanim ugovorima trgovinskog prava i na taj način kreirati raznovrsne forme povezivanja čiji je pravni profil zasnovan prevashodno na ugovornoj, a ne statusnoj osnovi (Vasiljević 2014,

¹ Autor na ovom mestu ne pravi razliku između svrhe, odnosno cilja, statusnih promena i prenosa biznisa (eng. *transfer of business as going concern*) kao potencijalno šireg pojma, već ističe moguće razloge za poslovne transakcije kao takve, a koje za cilj imaju korporativnu reorganizaciju u najširem smislu, npr. statusna promena pripajanje između povezanih lica može za cilj imati i poresku optimizaciju, kao i pojednostavljenje korporativne strukture, dok kod nepovezanih lica svrha može biti preuzimanje pravnog lica koje je obavljalo deo usluga koje će sticalac sada imati u svom portfoliju.

509). Takve transakcije sa poreskog stanovišta mogu dovesti i do prenosa biznisa kao operativne celine (eng. *transfer of business as going concern*). Načelno, prenos biznisa podrazumeva transakciju u kojoj se poslovanje jednog privrednog društva ili jednog njegovog dela, za koje se osnovano pretpostavlja da je aktivno i da ostvaruje dobit (otuda *going concern*)², prodaje ili prenosi na drugi način drugom privrednom društvu na osnovu odgovarajućeg pravnog posla.³ S

² Termin *business as going concern* je definicija, odnosno pretpostavka koja je, pre svega, razrađena u računovodstvenoj teoriji. Pretpostavlja se da će, usled odsustva bilo kakvih drugih indikatora koji mogu navesti na suprotan zaključak, biznis u narednom periodu poslovati bez oscilacija, većih smetnji u cilju sticanja dobiti. Termin je nastao i kao suprotnost terminu *single venture* kao jednokratnih poduhvata npr. porinjanje broda u istorijskom smislu. U literaturi se može naići i na stav da je ova pretpostavka loš postulat, koji koriste računovođe, previše uobičajen, te je izgubio na sadržini. Za sve navedeno vid. (Fremgen, 1968, 649).

³ Pravni osnov može biti ili ugovor o statusnoj promeni ako se radi o statusnim promenama ili neimenovan ugovor privrednog prava kojim se prenosi poslovanje jednog privrednog društva na drugo. Zakon o obligacionim odnosima („Sl. list SFRJ“, br. 29/78, 39/85, [...], br. 18/2020) u čl. 454. definiše ugovor o prodaji gde se prodavac obavezuje da prenese na kupca pravo svojine na prodatu stvar i da mu je u tu svrhu preda, a kupac se obavezuje da plati cenu u novcu i preuzme stvar. Zakon o privrednim društvima („Sl. glasnik RS“, br. 36/2011, [...] 109/2021) definiše u čl. 491. i propisuje obavezne i ujedno minimalne

druge strane, statusne promene i njihovi pojavnici oblici (spajanje, pripajanje, izdvajanje i podela) predstavljaju vid reorganizacije tako što društvo prenosi na društvo sticaoca prenosi imovinu i obaveze, dok istovremeno članovi društva prenosioca stižu udele u društvu sticaocu. Iz navedenog proizlazi da statusna promena može istovremeno biti klasifikovana i kao prenos biznisa.

Poresko zakonodavstvo ima za cilj prepoznavanje svih poslovnih transakcija i njihovu klasifikaciju pod odgovarajući poreski oblik. Za te svrhe poreski propisi često koriste pojmove čija su sadržina i uslovi za njihov nastanak već opredeljeni u pojedinim zakonima koji predstavljaju *sedes materie* za odnosnu oblast⁴, dok, s druge strane, prepoznaju određene transakcije koje nisu nužno imenovane u pravnom poretku propisujući specifične uslove kada se smatra da je odnosna transakcija nastala kao takva, bez obzira na njenu eventualnu regulativu u drugim propisima. Navedeno

elemente ugovora o statusnoj promeni.

⁴ Upravo Zakon o porezu na dodatu vrednost („Sl. glasnik RS“, br. 84/2004 [...] 138/2022) definiše šta se sve smatra prenosom celokupne ili dela imovine kod čije realizacije se ne plaća PDV, navodeći, između ostalog, da se po ispunjenju uslova smatra da do prometa nije došlo kod sprovođenja statusnih promena, implicitno upućujući na sadržinu pojma statusnih promena kako su definisane u *lex specialis* odnosno u Zakonu o privrednim društvima.

je upravo slučaj sa tretmanom prenosa celokupne ili dela imovine iz perspektive poreza na dodatu vrednost (u daljem tekstu: PDV), kako u Republici Srbiji tako i u Evropskoj uniji (u daljem tekstu: EU) odnosno njenim državama članicama gde poreski propisi posebno uređuju poreski tretman prenosa biznisa, ali samo po ispunjenju određenih uslova, istovremeno prepoznajući i institute iz privrednog prava, kao što je slučaj sa statusnim promenama. U zavisnosti od propisanih uslova i njihove sadržine, odnosno njihovog tumačenja, statusne promene se (uslovno) mogu posmatrati kao prenos biznisa (imovine) i uživati povoljniji poreski tretman iz PDV perspektive.

Autor ima za cilj da analizira PDV tretman statusnih promena kroz prizmu prenosa celokupne ili dela imovine kao režima posebno ustanovljenog PDV propisima.⁵ Iz definicije statusnih promena i prenosa celokupne ili dela imovine, iz ugla poreske regulative, autor izvodi hipotezu da kod statusnih promena načelno dolazi i do prenosa imovine, kada se i primenjuje poseban PDV tretman, ali da to nije nužno uvek slučaj, odnosno povoljniji tretman

⁵ U korelaciji prenosa celokupne ili dela biznisa i statusnih promena, autor na jednak način ispituje uslove kod svih statusnih promena, ali ističemo da će naglasak kod pravnih praznina i nedoslednosti u propisima biti posebno istaknut kod statusnih promena spajanje i izdvajanje, zbog posledica koje iste nose, o čemu će biti reči niže.

može postojati samo uslovno, čiji će razlozi i tumačenje predstavljati okosnicu ovog rada. Dodatno, u određenim segmentima sadržina ova dva pojma se uopšte ne mora poklapati, što potencijalno može dovesti do neostvarivanja neutralnosti prenosa biznisa i statusnih promena iz ugla PDV perspektive, o čemu će više biti reči niže. Takođe, u radu će biti ukazano i na određene nedoumice koje mogu nastati i kod samog sprovođenja statusne promene iz ugla PDV regulative.

Cilj autora je da navedenu hipotezu dokaže u ovom radu detaljno analizirajući PDV tretman prenosa biznisa, propisanih uslova i njihovu korelaciju odnosno preklapanje sa statusnim promenama u poreskom pravu Republike Srbije, kao i da kritički ukaže na eventualne nedoslednosti u regulativi, a sa ciljem predlaganja rešenja i unapređenja poreskog zakonodavstva Republike Srbije. Analiza pozitivnopravnog rešenja sa aspekta PDV-a u Republici Srbiji je od posebnog značaja imajući u vidu da je od jula 2021. godine ovo rešenje umnogome promenjeno u cilju usklađivanja poreskih propisa Srbije sa EU regulativom, te će poseban osvrt biti učinjen i na istorijski razvoj regulative u Srbiji. Dodatno, autor će primeniti i uporednopravni metod analizirajući i poresku regulativu država članica EU i sudsku praksu Suda pravde EU, kao i poreskih organa relevantnih država.

USLOVI ZA PRENOS CELOKUPNE ILI DELA IMOVINE I POVEZANA PITANJA

Analiza uslova za prenos celokupne ili dela imovine sa uticajem primene ovog instituta kod statusnih promena nije moguća bez osvrta na hronološki razvoj regulative u poreskom zakonodavstvu Republike Srbije. Takođe, sama sadržina pojma *imovina* predstavlja veoma kompleksno pitanje. Iako se donekle može smatrati i kao prethodno pitanje u odnosu na analizu samih uslova, autor se opredelio da sadržinu pojma obradi kroz uporednu zakonodavnu i sudsku praksu, a zatim i kroz osvrt na pozitivnopravno rešenje, smatrajući da takav pristup omogućava celishodno razumevanje jednog instituta. Naposletku, na nastale dileme autor će pokušati da da odgovor kroz analizu važećih rešenja u uporednom i pozitivnom pravu, kao i kroz analizu relevantne prakse Suda pravde EU.

Istorijski razvoj regulative

Poreski sistem Republike Srbije značajno je reformisan 2005. godine kada je usvojen Zakon o porezu na dodatnu vrednost (u daljem tekstu: Zakon o PDV ili Zakon)⁶ zamenivši jednofazni bruto

⁶ Zakon o porezu na dodatnu vrednost je usvojen 2004. godine i od tada je dosta puta izmenjen i dopunjen. Trenutno važeća

porez na promet. Srbija se u tom trenutku opredelila za tzv. evropski model PDV-a sa karakteristikama definisanim direktivama o PDV-u (Randelović 2020, 142).

Prema opštim odredbama Zakona o PDV-u, svaki promet dobara i usluga koje vrši poreski obveznik uz naknadu, a za koje se prema pravilima za određivanje mesta prometa smatra da se vrši u Srbiji, predstavlja predmet oporezivanja. Opšte pravilo, dalje, navodi da se kod prenosa celokupne ili dela imovine, sa ili bez naknade, prenos svakog dobra odnosno usluge smatra posebnim prometom.⁷ U trenutku donošenja Zakon o PDV je propisivao da će se u slučaju prenosa celokupne ili dela imovine, sa ili bez naknade, smatrati da se takva transakcija neće tretirati kao oporezivi promet pod uslovima da je sticalac poreski obveznik ili ovim prenosom to postane i da produži obavljanje iste (prenete) delatnosti. Ova odredba se u gotovo neizmenjenom stanju nalazi i u trenutno važećoj verziji Zakona o PDV-u i predstavlja

verzija je Zakon o porezu na dodatu vrednost („Sl. glasnik RS“, br. 84/2004, 86/2004 - ispr., 61/2005, 61/2007, 93/2012, 108/2013, 6/2014 - usklađeni din. izn., 68/2014 - dr. zakon, 142/2014, 5/2015 - usklađeni din. izn., 83/2015, 5/2016 - usklađeni din. izn., 108/2016, 7/2017 - usklađeni din. izn., 113/2017, 13/2018 - usklađeni din. izn., 30/2018, 4/2019 - usklađeni din. izn., 72/2019, 8/2020 - usklađeni din. izn., 153/2020, 138/2022).

⁷ Vid. čl. 4. st. 7. odnosno čl. 5. st. 8. Zakona o PDV.

izuzetak od opšteg pravila i nema za cilj da opovrgne opšte pravilo, već potvrđuje posebnu situaciju koja opravdava da bude posmatrana drugačije, istovremeno potvrđujući osnovno pravilo i odstupanje od istog (Holton 2010, 13).

Na ovom mestu razmatramo same uslove iz zakonske norme, budući da je odredba gotovo nepromenjena od svog donošenja. S obzirom da su u poreskom sistemu Srbije sva pravna lica poreski obveznici, ističemo da se pod terminom *poreski obveznik* u relevantnoj odredbi misli na obveznika PDV-a, što je potvrđeno i u jezičkoj interpretaciji odredbe u brojnim mišljenjima Ministarstva finansija.⁸ Kako Zakon o privrednim društvima propisuje da privredna društva u osnivačkom aktu navode samo pretežnu delatnost, dovoljno je da sticalac faktički nastavlja da obavlja delatnost (ili jednu od delatnosti) prenosioca, odnosno nije neophodno da se radi o delatnosti koja je registrovana delatnost i

⁸ Vid. mišljenje Ministarstva finansija br. 413-00-130/2012-04 od 5.3.2012. godine gde se navodi „Prenos dela imovine u postupku statusne promene privrednog društva odvajanja uz pripajanje, [...] od strane obveznika PDV - društva deljenika društvu sticaocu, nije predmet oporezivanja PDV, pod uslovima: da je društvo sticalac obveznik PDV ili da je tim prenosom postalo obveznik PDV, kao i da društvo sticalac faktički produžava da obavlja istu delatnost koju je obavljalo društvo deljenik“, kao i mišljenje Ministarstva finansija br. 413-00-987/2011-04 od 23.11.2011. godine.

prenosioca i sticaoca.⁹

Za dalje preciziranje uslova kada će se smatrati da je došlo do prenosa celokupne ili dela imovine, Zakon dalje upućuje na relevantan podzakonski akt. Ova materija je do donošenja jedinstvenog Pravilnika o porezu na dodatu vrednost¹⁰ bila zasebno uređena Pravilnikom o utvrđivanju prenosa celokupne ili dela imovine, ili kao ulog, koji se ne smatra prometom dobara i usluga u smislu Zakona o porezu na dodatu vrednost (u daljem tekstu: Pravilnik).¹¹ Prema odredbama

⁹ Vid. mišljenja Ministarstva finansija br. 413-00-285/2012-04 od 30.05.2012. godine i br. 430-00-141/2016-04 od 20.4.2016. godine gde se navodi „... prenos dela imovine u postupku statusne promene privrednog društva izdvajanja uz osnivanje, [...]od strane obveznika PDV - prenosioca imovine društvu sticaocu, nije predmet oporezivanja PDV, pod uslovima: [...] da društvo sticalac faktički produžava da obavlja istu delatnost koju je obavljalo društvo prenosilac“.

¹⁰ Pravilnik o porezu na dodatu vrednost („Sl. glasnik RS“, br. 37/2021, 64/2021, 127/2021, 49/2022, 59/2022, 7/2023 i 15/2023).

¹¹ Ovaj pravilnik je donet 2005. godine i pretrpeo samo jednu izmenu 2012. godine Pravilnikom o utvrđivanju prenosa celokupne ili dela imovine, ili kao ulog, koji se ne smatra prometom dobara i usluga u smislu Zakona o porezu na dodatu vrednost („Sl. glasnik RS“, br. 67/2005 i 76/2012), dok je iste godine donet nov Pravilnik o utvrđivanju prenosa celokupne ili dela imovine, sa ili bez naknade, ili kao ulog, kod kojeg se smatra da promet dobara i usluga nije izvršen, koji je objavljen u „Sl. glasniku RS“, br. 118/2012 od 14. decembra 2012. godine, a stupio na snagu 1. januara 2013. godine.

ovog Pravilnika, inicijalno je bilo propisano da se promet celokupne ili dela imovine kod koje se smatra da takav prenos nije predmet oporezivanja PDV-om jeste prenos imovine do kojeg dolazi u slučaju statusne promene privrednog društva.¹² Dalje, Pravilnik je precizirao da u slučaju prenosa samo jednog dobra koje je deo tehničko-tehnološke celine u postupku redovnog prometa, likvidacije ili stečaja, neće se smatrati da je izvršen prenos dela imovine koji ne predstavlja predmet oporezivanja PDV-om, odnosno ovakav promet se

¹² Nakon donošenja predmetnog Pravilnika, a nakon uvođenja PDV-a u srpski poreski sistem, Ustavnom sudu bila je podneta inicijativa za ocenu zakonitosti navedene odredbe. Prema interpretaciji podnosioca, osporena odredba Pravilnika odnosila na sve slučajeve prometa dobara čime joj je prošireno dejstvo, iako Zakon o PDV definiše da se promet dobara koji ne podleže plaćanju PDV-a odnosi samo na slučajeve kada subjekti produže da obavljaju istu delatnost. Odlukom Ustavnog suda odlučeno je da navodi predlagača nisu osnovani i da se radi o pogrešnoj interpretaciji, budući da su ovom odredbom Pravilnika samo precizirani slučajevi u kojima se prenos celokupne imovine ne smatra prometom dobara i usluga sa izričitim pozivanjem na odredbu člana 6. stav 1. tačka 1) Zakona o PDV, čime je na jasan i nedvosmislen način uređeno da se propisani slučajevi u kojima promet dobara i usluga ne podleže plaćanju PDV-a odnose samo na situacije a kada su ispunjeni i opšti uslovi za poresko oslobođenje predviđeni Zakonom o PDV. Vid. Odluka Ustavnog suda, IU broj 411/2005 od 5. marta 2009. godine, objavljena u „Sl. glasniku RS“, br. 23/2009 od 3. aprila 2009. godine.

oporezuje po opštim pravilima i nije primenjiv na statusne promene.

Kroz izmene i dopune Zakona tokom 2012. godine, kao i izmene relevantnog pravilnika, pravilo je umnogome dopunjeno. Navedenim izmenama Zakona bilo je propisano da se pod delom imovine smatra celina kojom se omogućava samostalno obavljanje delatnosti sticacima imovine što ranije nije bilo eksplicitno propisano. Nadalje, podzakonskim aktom uvedena je i promena da se čl. 6. Zakona primenjuje i na prenos dela imovine koja čini funkcionalnu celinu za obavljanje delatnosti, dok je do tada važeća odredba predviđala da ne dolazi do prometa dobara i usluga kod prenosa samo dela imovine koji čini tehničko-tehnološku celinu.¹³ Ideja odredbe je da se deo imovine proširi i na prenose ugostiteljskih ili trgovinskih objekata, a ne samo tehničko-tehnoloških celina koje su, najpre, bile vezane za proizvodne aktivnosti. Ističemo da se ova odredba odnosila samo na postupak redovnog prometa, likvidacije i stečaja, odnosno nije se istovremeno odnosila i na tačku koja referiše na

¹³ Prema odredbama relevantnog pravilnika, tehničko-tehnološkom celinom se smatra skup dobara koja su povezana u zasebnu proizvodnu celinu koja kao takva može samostalno da funkcioniše; ova odredba odnosi se samo na prenos funkcionalne celine za obavljanje proizvodne delatnosti, a ne i funkcionalnih celina za obavljanje delatnosti u nekim drugim oblastima, kao npr. trgovina, usluge i sl.

prenos dela imovine kod statusnih promena.

Tokom iste 2012. godine, donet je novi pravilnik koji je regulisao ovu materiju,¹⁴ predviđajući da se kod prenosa dela imovine poslovnom celinom smatra celina čijim se prenosom onemogućava prenosiocu da obavlja tu delatnost.¹⁵ Prema tome, da bi se kod prenosa dela imovine obveznika PDV smatralo da promet dobara i usluga nije izvršen (uključujući i statusnu promenu na koju se sada odredba novog stava odnosi), neophodno je da prenosilac dela imovine prenese svu imovinu koja služi obavljanju konkretne delatnosti i da je prenosiocu onemogućeno da obavlja predmetnu delatnost. Prema dotadašnjem rešenju prenos dela imovine kod statusne promene privrednog društva u skladu sa Zakonom o privrednim društvima nije se smatrao prometom dobara i usluga u svim slučajevima, bez ispunjavanja daljih uslova u pogledu tog dela imovine. Uslov da je prenosiocu onemogućeno da obavlja

¹⁴ Pravilnik o utvrđivanju prenosa celokupne ili dela imovine, sa ili bez naknade, ili kao ulog, kod kojeg se smatra da promet dobara i usluga nije izvršen, koji je objavljen u „Sl. glasniku RS“, br. 118/2012 od 14. decembra 2012. godine, a stupio na snagu 1. januara 2013. godine.

¹⁵ Pravilnik o utvrđivanju prenosa celokupne ili dela imovine, sa ili bez naknade, ili kao ulog, kod kojeg se smatra da promet dobara i usluga nije izvršen („Sl. glasnik RS“, br. 118/2012 od 14. decembra 2012. godine).

istu delatnost se odnosi i na prenos dela imovine kod statusne promene privrednog društva što predstavlja značajnu razliku u odnosu na dotadašnje rešenje.

Prema dotadašnjem rešenju, prenos dela imovine u slučaju sprovođenja statusne promene se nije smatrao prometom u svim slučajevima i nikakav dodatni uslov van onih u čl. 6. Zakona nije postojao. Ovim izmenama polje neoporezivanja prenosa dela imovine kod statusnih promena je značajno suženo jer je izjednačen prenos dela imovine kod statusne promene sa prenosom dela imovine u ostalim slučajevima (prodaja, ulaganje, besteretno davanje, nasleđivanje), implicirajući da učesnici statusne promene moraju da ispune uslov u pogledu (ne)obavljanja delatnosti, ne smatrajući da sama statusna promena sažima u sebi navedeni uslov.

Navedena odredba nije dalje precizirana i u praksi je stvorila dosta nedoumica što je rezultiralo bogatom i raznolikom praksom Ministarstva finansija u ovoj oblasti. Bilo je neophodno odgovoriti na nekoliko pitanja – šta je deo poslovne celine, kada se smatra da je poslovna celina preneti putem statusne promene, koji obim aktivnosti pretpostavlja njeno postojanje, kao i kako sprovesti oporezivanje statusne promene ako ne ispunjava uslove za primenu poreskog izuzimanja. *De facto* je navedena izmena imala za cilj da donekle ograniči (ne)oporezivanje

statusnih promena, odnosno da i za statusne promene uvede dodatni uslov u vidu onemogućavanja prenosioca dela imovine da obavlja istu aktivnost.

Navedeno rešenje je u praksi postojalo skoro deceniju i uslov vezan za onemogućavanje vršenja delatnosti je predstavljao ozbiljnu prepreku za korišćenje ovog instituta, te se kod statusnih promena često događalo da prenos bude predmet oporezivanja. Takav stav je eksplicitno potvrđen i u stavovima Ministarstva finansija. Navodimo ilustrativan primer: *kod statusne promene izdvajanja uz osnivanje gde se vrši podela imovine na tri dela, od kojih jedan deo zadržava prenosilac, dok druga dva dela imovine stižu sticaoci, pri čemu će sva tri obveznika PDV posle statusne promene obavljati istu delatnost, nije reč o prenosu dela imovine kod kojeg se smatra da promet dobara i usluga nije izvršen i po tom osnovu PDV se obračunava i plaća.*¹⁶

Pozitivno rešenje Zakona o PDV-u

Odredba Zakona o PDV-u koja reguliše prenos celokupne ili dela imovine nije značajno promenjena od svog donošenja, o čemu je već bilo reči. Relevantni uslovi propisani su kroz podzakonska akta, te na ovom mestu ukazujemo samo na pozitivno

¹⁶ Mišljenje Ministarstva finansija br. 011-00-00902/2016-04 od 18.1.2017. godine.

rešenje. Jedinstven Pravilnik o PDV-u¹⁷ donet je tokom 2021. godine kojim je predviđeno da se smatra da promet nije izvršen kod prenosa celokupne imovine kod statusnih promena, odnosno dela imovine kao poslovne celine. Precizirano je da se poslovnom celinom smatra celina čijim prenosom se sticao omogućava samostalno obavljanje prenete delatnosti. Na ovaj način napušten je pristup prema kome je uslov onemogućavanja prenosioca predstavljao ključnu karakteristiku. Ovakva izmena predstavlja suštinsku izmenu u važećoj PDV legislativi i donekle oporezivanje dela prenosa imovine kod statusnih promena vraća u pređašnje okvire pre izmena od 2012. godine.

Bitno je istaći da je odredba čl. 6. Zakona o PDV-u imperativnog karaktera što podrazumeva njenu obaveznu primenu po ispunjenju propisanih uslova. Ovo je posebno važno istaći jer ukoliko bi bilo nepravilno protumačeno da u konkretnom slučaju nisu ispunjeni uslovi i ako bi prenosilac obračunao PDV za promet dobara i usluga u okviru imovine, sticalac imovine ne bi imao pravo da tako obračunati PDV odbije kao prethodni porez.¹⁸

¹⁷ Pravilnik o porezu na dodatu vrednost.

¹⁸ Ovakav stav potvrđen je i u mišljenju Ministarstva finansija br. 430-00-416/2018-04 od 28.9.2018. godine prema kojem ako su u konkretnom slučaju ispunjeni uslovi za primenu člana 6. stav 1. tačka 1) Zakona, a obveznik PDV - prenosilac imovine obračuna PDV za izvršeni prenos, obveznik

Zakon o PDV-u sadrži i svojevrsni zaštitni mehanizam budući da propisuje da navedeni uslovi moraju biti ispunjeni u trajanju od tri godine. Ukoliko uslovi prestanu da budu ispunjeni, navedena transakcija će biti oporezovana PDV-om i to tako što će poreski dužnik biti sticalac u predmetnoj transakciji koji je dužan da obračuna dugovani PDV primenom mehanizma obrnutog terećenja.¹⁹ Tako je uslov prema kojem sticalac mora da nastavi da obavlja delatnost prenosioca na ovaj način i vremenski iskazan, odnosno predstavlja svojevrsni odložni uslov.

Uporednopravna rešenja - zakonodavstvo i sudska praksa

Budući da se Republika Srbija obavezala Sporazumom o stabilizaciji i pridruživanju EU²⁰

PDV - sticalac imovine nema pravo da tako obračunati PDV odbije kao prethodni porez.¹⁹ Primena tzv. obrnutog terećenja ili internog obračuna propisana je čl. 6. Zakona o PDV. Sticalac je u obavezi da obračuna dugovani PDV, a po ispunjenju uslova za odbitak prethodnog poreza iz čl. 28. Zakona PDV ima pravo i da obračunati porez odbije kao prethodni što osigurava neutralnost transakcije. Ova odredba je usvojena tokom 2012. godine i od tada se nalazi u okviru čl. 6. Zakona o PDV u gotovo nepromenjenom stanju.

²⁰ Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju između Evropskih zajednica i njihovih država članica i Republike Srbije, („Službeni glasnik RS”, broj 83/08, ratifikovan 10.9.2008. godine). Vid. čl. 72. prema kome će Republika Srbija nastojati da obezbedi postepeno usklađivanje postojećih zakona

da svoje zakonodavstvo uskladi sa zakonodavnim okvirom EU, poreska politika, takođe, predstavlja značajan segment usklađivanja.²¹ U predmetnoj materiji od značaja je Direktiva Evropske unije o porezu na dodatu vrednost (u daljem tekstu: PDV Direktiva).²²

i budućeg zakonodavstva sa propisima Evropske unije, kao i da će Srbija obezbediti da važeće i buduće zakonodavstvo budu pravilno primenjeni i sprovedeni.

²¹ Prilikom uvođenja PDV-a u poreski sistem Republike Srbije, uvedeno je opšte pravilo prema kojem je mesto prometa (pa i mesto oporezivanja) mesto gde se nalazi pružalac usluga i tada je to u potpunosti bilo usklađeno sa direktivama Evropske unije u ovoj oblasti. Takvo pravilo se primenjivalo sve do 31.3.2017. godine, kada se ZPDV uskladio sa Direktivom Saveta Evrope broj 8/2008 od 12. februara 2008. godine („Službeni list EU“, L 44/11 od 20.2.2008) kojom su uspostavljena nova načela za određivanje mesta prometa usluga. Osnovno načelo koje se od tada primenjuje u zemljama Evropske unije, a u skladu sa navedenom direktivom, jeste da se mestom prometa usluga koji se vrši u relaciji business to business (obveznik drugom obvezniku) smatra mesto primaoca usluge. Ovo ističemo kao važan primer usklađivanja sa zakonodavstvom EU. Naime, budući da je u zemljama EU bilo usvojeno suprotno pravilo od onog u domaćim propisima, to je dovodilo do dvostrukog oporezivanja (i u Srbiji i u inostranstvu - kada domaće lice pruža uslugu stranom) ili neoporezivanja pojedinih usluga (ni u Srbiji ni u inostranstvu - kada strano lice pruža uslugu domaćem). Ovo je, dalje, imalo i negativne posledice po konkurentnost domaćih privrednih subjekata, koje su mogle biti veoma velike.

²² Council Directive 2006/112/EC of 28 November 2006 on the common system of value added tax, “Official Journal of the

Prema PDV Direktivi, države članice EU imaju mogućnost da propišu da će se kod prenosa celokupne ili dela imovine, sa ili bez naknade, ili kao ulog smatrati da nije došlo do oporezivog prometa dobara ukoliko se primalac može posmatrati kao sukcesor prenosioca.²³ Imajući u vidu domen odredbe, države članice mogu usvojiti i potrebne mere za sprečavanje poreske evazije.²⁴ Ovu odredbu države članice mogu da implementiraju u svoje zakonodavstvo, od kojih ćemo analizirati pojedina uporednopravna rešenja. Istovremeno, korišćena je i praksa Suda pravde EU koja je prevashodno usmerena na tumačenje da li je došlo do prenosa celokupne ili dela imovine i na preciziranje sadržine pojedinih pojmova koji nisu bliže određeni u PDV Direktivi niti analiziranim propisima, te će u tom domenu najviše biti i korišćena.²⁵

Definicija pojma celokupne ili dela imovine nije sadržana ni u

European Union”, L 347/1, konsolidovana verzija od 1.7.2022. godine.

²³ Vid. čl. 19 PDV Direktive.

²⁴ Sve mere za sprečavanje evazije moraju se pažljivo tumačiti, budući da primena ove odredbe dovodi do toga da iako faktički dolazi do prometa, taj promet nije predmet oporezivanja, te su zloupotrebe prema kojim učesnici žele da prenesu samo delove imovine, a ne i samo poslovanje, očekivane i moguće.

²⁵ Na ovom mestu ističemo da autoru nisu poznate presude Suda pravde EU koje se odnose na primenu čl. 19 kod statusnih promena kao takvih.

PDV Direktivi niti analiziranom evropskom zakonodavstvu. Iako donekle intuitivno deluje kao jasan pojam, određivanje njegove sadržine u konkretnom slučaju ne predstavlja jednostavan zadatak. U čuvenom slučaju Zitta Modes²⁶ Sud pravde EU je istakao da pojam imovine (celokupne ili njenog dela) treba da bude ujednačeno primenjen u svim državama članicama EU kako bi se sprečilo postojanje nejednakosti i pravne nesigurnosti u primeni propisa između država članica. Stanovište Suda je da celokupna imovina (engl. *totality of assets*) podrazumeva prenos preduzeća ili samostalne poslovne jedinice, što podrazumeva prenos materijalne i nematerijalne imovine, a što sve zajedno formira tzv. *going concern*, odnosno operativnu (funkcionalnu) jedinicu koja može sama da obavlja ekonomsku aktivnost,²⁷ sa ciljem ostvarivanja dobiti u budućnosti.

Ono što se odmah postavlja kao pitanje je da li PDV Direktiva pod prenosom imovine podrazumeva

samo prenos dobara,²⁸ budući da se predmetna odredba nalazi u celini pod naslovom promet dobara. PDV Direktiva, dalje, u čl. 29 propisuje da se odredbe o prometu usluga shodno odnose i na čl. 19 odnosno prenos celokupne (dela) imovine, te je ključno na sveobuhvatan način tumačiti Direktivu i relevantne odredbe. Međutim, ipak ostaje neophodno da države članice implementiraju odredbu u svoje zakonodavstvo na odgovarajući način. Republika Hrvatska implementirala je navedenu odredbu u svoj Zakon o porezu na dodanu vrijednost i to u okviru odredbe koja propisuje šta se smatra isporukom dobara,²⁹ a što donekle može stvoriti dileme u tumačenju u odsustvu preciznijih uputstava, budući da se u daljim odredbama kod oporezivanja usluga ne referiše na prenos imovine.³⁰ Dalje je navedeno da

²⁸ Čl. 19 PDV Direktive se nalazi u Odeljku I pod nazivom Supply of goods odnosno promet dobara i tek naknadno u čl. 29 se poziva na čl. 19 i shodnu primenu. Poređenja radi, čl. 6. se u Zakonu o PDV-u nalazi odvojeno od članova koji regulišu promet dobara, odnosno promet usluga. Vid. čl. 4. i 5. Zakona o PDV-u.

²⁹ Vid. čl. 7 Zakona o porezu na dodanu vrijednost, „Narodne novine“, br. 73/13, 148/13, 143/14, 115/16, 106/18, 121/19, 138/20, 39/22; Rješenje USRH 99/13, 153/13, dostupno na https://www.porezna-uprava.hr/hr_propisi/_layouts/15/in2.vuk2019.sp.propisi.intranet/propisi.aspx#id=pro1467.

³⁰ Vid. čl. 7. u sprezi sa čl. 8. Zakona o porezu na dodanu vrijednost. Moguće da je zakonodavac prilikom tumačenja engleske

²⁶ Vid. para. 29, 35, 39 i 40 presude Case C-497/01 - Zitta Modes Sàrl v Administration de l'enregistrement et des domaines. Sixth VAT Directive - Article 5(8) - Transfer of a totality of assets - Continuation by the transferee in the same branch of business as the transferor - Legal authorisation to pursue the activity.

²⁷ Para 40 presude Zita Modes prema kojem prenos podrazumeva prenos materijalne i, u određenim slučajevima, nematerijalne imovine, odnosno elemenata biznisa koji se prenosi.

se smatra da nije došlo do prometa ukoliko se ukupna ili deo imovine koja čini poslovnu celinu prenosi drugom obvezniku³¹ ukoliko se primalac može smatrati pravnim sledbenikom pod uslovom da preuzetu imovinu koristi za iste svrhe kao prenosilac.³² Pravilnikom o porezu na dodanu vrijednost su

fraze *totality of assets* pod pojmom *assets* smatrao samo dobra, iako bi prema presudi Zitta Modes trebalo posmatrati kako materijalna tako i nematerijalna sredstva. Ovi pojmovi imaju prevashodno računovodstveno značenje. Vid. para 8 MRS br. 38 prema kojem Nematerijalna imovina je nenovčana imovina bez fizičke suštine. Neophodno je, u poreskom smislu, napraviti razliku između ovih pojmova u računovodstvenom i poreskom smislu jer nisu nužno identične sadržine, imajući u vidu da prema PDV propisima sve što ne posmatramo kao dobro, predstavlja promet usluga.

³¹ Čl. 6. Zakona propisuje da se pod poreskim obveznikom smatra lice koje obavlja delatnost, bez obzira na svrhu i cilj. Ovakvo shvatanje postoji i u pravu Republike Srbije, naročito nakon izmena pravila o mestu prometa usluga.

³² Čl. 7. Zakona o porezu na dodanu vrijednost ovaj uslov postavlja kao negativno određen navodeći da: *Ako primatelj iz stavka 9. ovoga članka koristi preuzetu imovinu u druge svrhe osim za one za koje ima pravo na odbitak pretporeza obavezan je obračunati i platiti PDV sukladno odredbama ovoga Zakona.* U Pravilniku o porezu na dodanu vrijednost („Narodne novine“, br. 79/13, 85/13-ispravak, 160/13, 35/14, 157/14, 130/15, 1/17, 41/17, 128/17, 1/19, 1/20, 1/21, 73/21, 41/22) predviđa se da ukoliko sticalac počne koristiti imovinu za druge svrhe, dužan je da ispravi odbitak prethodnog poreza.

ova pravila precizirana utoliko što se predviđa korekcija prava na odbitak prethodnog poreza u slučaju korišćenja imovine (ne samo dobara – podv. autor) u druge svrhe odnosno ukoliko pri prenosu nisu ispunjeni predviđeni uslovi, isporuka se smatra oporezivim prometom.

Ukoliko bi se primenilo isključivo jezičko tumačenje odredbe, bilo bi opravdano takav promet posmatrati kao isključivo promet dobara. Međutim, imajući u vidu relevantne odredbe PDV Direktive koje se, između ostalog, odnose i na statusne promene, a koje po svojoj suštini predstavljaju prenos prava i obaveza na drugo lice, kao i primenom teleološkog metoda u tumačenju opravdano je zauzeti stav da prenos imovine podrazumeva i promet dobara i promet usluga, odnosno da je bitno da se prenosi jedna funkcionalna celina. Ističemo da je u uporednom zakonodavstvu, kao što su propisi Velike Britanije, Nemačke i Španije,³³ zauzet isti stav kod implementacije ovog instituta

³³ Prema PDV propisima Kraljevine Španije, prenosom celokupne ili dela imovine smatra se prenos dobara i nematerijalne imovine, odnosno prava, a ne samo materijalne imovine. Vid. čl. 7. Zakona o PDV Kraljevine Španije, Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido. Dostupan u originalu na <https://www.boe.es/eli/es/l/1992/12/28/37/con> i engleski prevod pripremljen od strane VAT Update <https://www.vatupdate.com/wp-content/uploads/2019/08/2020-04-21-VAT-law-in-EN-BOE.es-Consolidated-document-BOE-A-1992-28740.pdf>.

na objedinjen način. Velika Britanija je donela poseban podzakonski akt 1995. godine kao smernicu za primenu PDV odredaba precizirajući da se neće smatrati da je došlo ni do prometa dobara niti *usluga* kod prenosa imovine kao *going concern*.³⁴ Primenjujući teleološki metod, smatramo da i hrvatski zakon, iako u odsustvu odredbe, podrazumeva da do prometa nije došlo ukoliko se celina kao takva prenosi dalje, ne isključujući mogućnost da takva celina zapravo podrazumeva prenos dobara i usluga. Dodatno, takav stav podržava i sudska praksa.³⁵

Osim navedenog, kod prenosa celokupne ili dela imovine

³⁴ The Value Added Tax (Special Provisions) Order 1995 gde je u čl. 5 navedeno da se neće smatrati da je došlo ni do prometa dobara niti usluga kod prenosa imovine kao *going concern*. Dokument dostupan na <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/1995/1268/made>. Vid. i izdvojeno mišljenje Opinion of Generale Jacobs delivered on 13 April 2000 u slučaju C-408/98 Abbey National plc v Commissioners of Customs & Excise VAT - Articles 5(8) and 17(2)(a) and (5) of the Sixth VAT Directive - Transfer of a totality of assets ECLI:EU:C:2001:110.

³⁵ Ovde ističemo slučaj Schriever gde se razmatra, između ostalog, i prenos ugovora o zakupu u sklopu prenosa poslovanja. Kod prenosa ugovora o zakupu dolazi do prenosa prava što svakako čini uslugu koja ulazi u celinu poslovne jedinice koja se prenosi. Vid. Judgment of the Court (Second Chamber) of 10 November 2011 (reference for a preliminary ruling from the Bundesfinanzhof - Germany) - Finanzamt Lüdenscheid v Christel Schriever (Case C-444/10) ili C-408/98 Abbey National.

jedan od suštinskih uslova jeste i nastavak obavljanja preuzete delatnosti. Sadržinu ovog veoma fluidnog pojma Sud pravde EU razrađuje u slučaju Schriever³⁶ ističući da je konkretne okolnosti slučaja neophodno posmatrati u svetlu sticanja uverenja da li su svi činioци na objedinjen način mogli da stvore uverenje da je sticaocu omogućeno obavljanje delatnosti na kontinuiranoj osnovi. Naime, neophodno je da se stvori subjektivno uverenje potkrepljeno objektivnim činioциma da je sticaocu omogućeno da u dužem periodu obavlja prenetu delatnost (Tuleaşcă 2017, 71).

Pored navedenih uslova, potrebno je istaći da je u uporednom zakonodavstvu zapaženo odvojeno propisivanje neoporezivanja statusnih promena. Primera radi, u Pravilniku o porezu na dodanu vrijednost Republike Hrvatske propisano je da statusne promene, sprovedene u skladu sa posebnim propisima, ne podležu oporezivanju. Ne ulazeći u hijerarhiju pravnih akata,³⁷ ovo rešenje u hrvatskom zakonodavstvu potencijalno zauzima

³⁶ Case C-444/10 Finanzamt Lüdenscheid v Christel Schriever – Concept of a ‘transfer of a totality of assets or part thereof’ – Transfer of the stock and fittings concomitant with the conclusion of a contract of lease of the business premises.

³⁷ Naime, navedeno izuzimanje od oporezivanja nije predviđeno zakonom kao višim pravnim aktom, već pravilnikom, i to van odredbe koja reguliše prenos celokupne ili dela imovine (čl. 19), već to predviđa u posebnom čl. 18.

stav da kod statusne promene uvek dolazi do prenosa celokupne (spajanje, pripajanje) odnosno dela (izdvajanje i podela) imovine. Kao što ćemo pokazati na narednim primerima, to nije nužno uvek slučaj jer npr. može doći do spajanja društva gde sticalac neće koristiti stečenu imovinu za istu delatnost kao prethodnik. Ovakvo rešenje implicira da statusne promene suštinski treba da budu poreski neutralne,³⁸ budući da njihovo oporezivanje i potencijalno dug period između plaćanja i povrata poreza može biti negativan podsticaj za njihovo sprovođenje.³⁹ Pa ipak, prateći stavove Suda pravde EU, uporedno zakonodavstvo i odredbe PDV Direktive, ovakvo propisivanje se može donekle smatrati i kontradiktornim u

³⁸ Autor se u radu bavi neutralnošću statusnih promena iz PDV ugla kao njegovog osnovnog postulata, ali istovremeno i cilja postavljenog u Direktivi EU o načinu oporezivanja statusnih promena. Vid. Council Directive 2009/133/EC of 19 October 2009 on the common system of taxation applicable to mergers, divisions, partial divisions, transfers of assets and exchanges of shares concerning companies of different Member States and to the transfer of the registered office of an SE or SCE between Member States (Codified version). Za celokupnu poresku analizu i njene efekte potrebno je analizirati i druge poreske oblike.

³⁹ Vid. De la Feria, R., & Krever, R. (2013). Ending VAT exemptions: Towards a post-modern VAT. VAT Exemptions: Consequences and Design Alternatives (Wolters Kluwer, 2013), 3-36, kao i para. 24 i 35 Presude Suda pravde EU C-408/98 Abbey National [2001] ECR I-1361.

odnosu na PDV Direktivu. Naime, smatramo da je ovo izuzetak koji bi trebalo da bude u okviru člana koji reguliše implemetaciju čl. 19 PDV Direktive, odnosno njegovo zasebno propisivanje može dovesti do problema u tumačenju smatrajući da se pod prenosom celokupne ili dela imovine podrazumeva samo ugovor o prodaji što, na osnovu jezičkog tumačenja odredaba, autor ne zaključuje.⁴⁰

S druge strane, čl. 19 PDV Direktive je donekle drugačije implementiran u zakonodavstvo drugih država članica EU⁴¹ i ne

⁴⁰ Na isti način i Republika Crna Gora izuzima od oporezivanja statusne promene, nevezano od prenosa tj. otuđenja preduzeća kao poslovne celine. Vid. čl. 7 Zakona o porezu na dodatu vrijednost („Službeni list Republike Crne Gore“, br. 065/01 od 31.12.2001, [...], 146/21 od 31.12.2021) u sprezi sa čl. 11 i 12 Pravilnika o primjeni Zakona o porezu na dodatu vrijednost, „Službeni list Republike Crne Gore“, br. 065/02 od 29.11.2002, 013/03 od 10.03.2003, 059/04 od 23.09.2004, 079/05 od 23.12.2005, 016/06 od 16.03.2006, „Službeni list Crne Gore“, br. 064/08 od 27.10.2008, 030/13 od 28.06.2013, 032/15 od 26.06.2015, 053/17 od 14.08.2017, 084/17 od 15.12.2017, 012/21 od 05.02.2021, 073/21 od 02.07.2021, 106/21 od 04.10.2021.

⁴¹ Kao primer možemo navesti tretman prenosa cele ili dela imovine u Republici Sloveniji. Vid. čl. 10 Zakon o davku na dodano vrednost („Uradni list RS“, št. 13/11 – uradno prečišćeno besedilo, 18/11, 78/11, 38/12, 83/12, 86/14, 90/15, 77/18, 59/19, 72/19, 196/21 – ZDOsk, 3/22 in 29/22 – ZUOPDCE) i s njim povezan čl. 8 Pravilnika o izvajanju Zakona o davku na dodano vrednost („Uradni list RS“, št. 141/06,

postoji uniforman pristup. To dodatno potvrđuje da je ova tema izuzetno osetljiva i da se mora analizirati njen celokupan uticaj na privredu i poreske obveznike što je u direktnoj sprezi sa adekvatnom implementacijom odredbe u zakonodavstvo. Naime, i pored opšte implementacije čl. 19 PDV Direktive, pojedine države članice naročito ističu da se oslobođenje od oporezivanja po ovom osnovu može odnositi i na statusne promene, ali samo po ispunjenju opštih uslova predviđenih zakonom. S tim u vezi, u slovenačkom poreskom pravu dodatno je ukazano na činjenicu da i statusne promene mogu biti oslobođene plaćanja PDV-a, po ispunjenju uslova koji uopšteno važe za prenos celokupne ili dela imovine, odnosno statusne promene nisu *a priori* oslobođene oporezivanja što smatramo da je u skladu sa čl. 19 PDV Direktive. Na sličan način je odredba

implementirana u poresko pravo Francuske gde se inicijalno odnosila prevashodno na statusne promene, a kasnijim izmenama zakonodavstva je njen domen proširen i na ugovore o prodaji gde je osnovni predmet transakcije nepokretnost.⁴²

Pojedine države članice, kao što je Holandija, imaju implementiranu odredbu u skladu sa PDV Direktivom,⁴³ ali tumačenje je donekle problematično u određenim slučajevima od strane sudskih organa. Naime, sudska praksa u Holandiji je duže vreme bila na stanovištu da se prenos nepokretnosti koja se isključivo daje u zakup (tj. prenos investicione nekretnine) ne može smatrati prenosom biznisa i stoga nije bio izuzet od opšteg PDV režima. Tako npr. kod statusne promene izdvajanje i prenosa investicione nekretnine, takav prenos se oporezuje prema opštim pravilima. Ipak, nakon 2008. godine i uprkos svom dotadašnjem stavu, sudovi su zauzeli

52/07, 120/07, 21/08, 123/08, 105/09, 27/10, 104/10, 110/10, 82/11, 106/11, 108/11, 102/12, 54/13, 85/14, 95/14, 39/16, 45/16, 86/16, 50/17, 84/18, 77/19, 58/21, 205/21, 16/22 in 82/22). Ističemo da se u praksi često ističe stav da je prenos imovine ili njenog dela najopasnija odredba PDV propisa budući da nepravilnim tumačenjem činjenica može doći do obračuna PDV uz zakonsku zateznu kamatu (u slučaju nepravilnog tumačenja da se radi o prenosu celokupne ili dela imovine) odnosno obračunu i plaćanju PDV na koji sticalac nema pravo odbitka (u slučaju nepravilnog tumačenja da se ne radi o prenosu celokupne ili dela imovine). Vid. https://www.kmlz.de/en/Newsletter_46_2018#.

⁴² Vid. čl. 256 et il Zakona o PDV Republike Francuske https://www.legifrance.gouv.fr/section_lc/LEGITEXT000006069577/LEGISCTA000006162559/#LEGISCTA000006162559 kao i <https://news.bloombergtax.com/financial-accounting/business-restructuring-vat-treatment-of-transfer-of-a-going-concern> gde se navedena odredba proširila sa statusnih promena i na primenu kod transakcija gde su predmet prenosa nepokretnosti.

⁴³ Vid. čl. 37d Zakona o porezu na dodatu vrednost Kraljevine Nizozemske <https://wetten.overheid.nl/BWBR0002629/2020-01-01#Hoofdstuk>.

drugačije stanovište⁴⁴ navodeći da je ključna karakteristika ovog prenosa da sticalac nastavlja da obavlja delatnost koju je obavljao prenosilac (po ispunjenju ostalih opštih uslova – podvukao autor). Ističemo da ako prenosilac *de facto* nastavlja da obavlja istu aktivnost što je slučaj kod prodaje nepokretnosti koju posle toga prenosilac koristi po osnovu ugovora o zakupu (eng. *sale and lease back*), smatra se da poslovna aktivnost odnosno celina nije preneti što smatramo ispravnim budući da je neophodno da ekonomska i pravna suština budu usklađene.⁴⁵

KRITIČKI OSVRT NA POZITIVNOPRAVNO REŠENJE

Prema pozitivnom rešenju smatra se da prenos celokupne ili dela imovine koji nije predmet oporezivanja PDV-om nastaje, između ostalog, kod statusnih promena. Da bi se smatralo da je prenos cele ili dela imovine kod statusne promene nastao, neophodno je i ispunjenje uslova da je prenosilac obveznik, da je sticalac obveznik ili tim prenosom postaje obveznik, kao

⁴⁴ Vid. presudu ECLI:NL:HR:2008:AY8546- Hoge Raad, 06-06-2008 / 42677 od 6.6.2008. godine <https://uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:HR:2008:AY8546>.

⁴⁵ Vid. presudu ECLI:NL:HR2021:154 od 29.1.2021. godine <https://uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:HR:2021:154>.

i da nastavlja da obavlja delatnost u trajanju od tri godine.⁴⁶ Stoga, iako faktički dolazi do prenosa prava raspolaganja na dobrima ili uslugama, na osnovu same zakonske odredbe se smatra da se promet nije dogodio, te na osnovu pravne fikcije sticalac stupa na mesto prenosioaca.

Ističemo da se u pozitivnom zakonodavstvu pod prenosom celokupne ili dela imovine, a u svetlu prethodno istaknute dileme, podrazumeva prenos i dobara i usluga. Ovakav pristup je u potpunosti u skladu sa evropskim zakonodavstvom, a nedvosmislena odredba, kao i praksa poreskih organa u vidu svojih mišljenja na navedenu temu⁴⁷ doprinose nedvosmislenom

⁴⁶ Navedeni uslovi treba da budu ispunjeni u trajanju od najmanje tri godine, dok u slučaju prekida ispunjenja uslova sticalac će imati obavezu da obračuna PDV za izvršeni promet dobara i usluga koji su bili predmet navedenog prenosa celokupne ili dela imovine. Ističemo da se ovde radi o svojevrsnom zaštitnom mehanizmu kojom zakonodavac pokušava da spreči eventualne zloupotrebe instituta, odnosno korišćenje ovakve povlastice za fiktivne reorganizacije i pravne poslove koji za cilj imaju jedino izbegavanje plaćanja PDV-a, a ne suštinski reorganizaciju poslovanja.

⁴⁷ Vid. Mišljenje Ministarstva finansija br. 011-00-00221/2020-04 od 3.9.2020. godine prema kojem kada obveznik PDV izvrši prenos celokupne ili dela imovine, smatra se da promet dobara i usluga nije izvršen ukoliko su ispunjeni propisani uslovi, u suprotnom, ako neki od navedenih uslova nije ispunjen na dan prenosa imovine, isporuka svakog dobra u imovini koja se prenosi, odnosno svaka usluga koja se pruža prenosom imovine smatra se posebnim

tumačenju navedenog pojma imovine, a samim tim i sigurnosti poreskih obveznika. Dodatno, kod statusnih promena je suštinski važno da između prenosioca i sticaoca postoji pravni kontinuitet, a što upravo postoji kod prenosa imovine, bilo da se prenosi cela ili deo imovine.

Naime, kod statusnih promena pripajanje i spajanje, kao i podele, društvo prenosilac prestaje da postoji i prenosi celokupnost prava i obaveza tj. svoju imovinu na jednog ili više sticalaca. Međutim, jezičkim tumačenjem Zakona o PDV-u dolazimo do zaključka da do primene čl. 6. i prenosa celokupne imovine može doći kada se prenos vrši samo jednom sticaocu što znači da je samo kod spajanja i pripajanja moguća primena čl. 12. Pravilnika koji reguliše prenos celokupne imovine. *A contrario*, primena člana koji se odnosi na prenos dela imovine odnosi se na statusnu promenu podela i izdvajanje, uključujući i njihove mešovite oblike, budući da delove svoje imovine prebacuju na jednog ili više sticalaca.

Postavlja se i pitanje realizacije statusne promene odnosno sada prenosilac treba da postupi kako u skladu sa pravilima čl. 6. Zakona, ako je primenljiv,⁴⁸ ali, svakako, i u skladu sa pravilima o prestanku obavljanja PDV aktivnosti budući da neka posebna pravila o evidentiranju i brisanju PDV obveznika iz PDV

prometom.

⁴⁸ Vid. čl. 174. Pravilnika o PDV.

evidencije u slučaju statusnih promena nisu propisane.⁴⁹ Uočeno je i da u određenim slučajevima može postojati (ne)jednak tretman različitih vrsta statusnih promena sa PDV aspekta, kao i da je potrebno obezbediti poresku neutralnost statusnih promena, na šta bi posebno trebalo obratiti pažnju kod poreskog planiranja. Navedeno će biti prevashodno analizirano iz ugla pozitivnog prava sa osvrtom na uporedni pristup ukoliko je moguće.

Dileme kod sprovođenja statusne promene iz PDV ugla

Prema propisanim uslovima donekle se, intuitivno, izvodi zaključak da kod statusnih promena najčešće dolazi do prenosa celokupne ili dela imovine. Ipak, to ne mora uvek biti slučaj. Na primer, u slučaju kada je prenosilac privredno društvo registrovano za obavljanje holding aktivnosti koje nema zaposlene, nema ugovore sa trećim licima, a koje statusnom promenom spajanje treba da sticaocu prenese svoju imovinu (npr. dobra male vrednosti koja ne predstavljaju opremu), postavlja se pitanje da li ovde može doći do prenosa celokupne imovine. Budući da u našem primeru sticalac neće obavljati poslove holdinga ni formalno ni faktički, niti se prenosi funkcionalna celina, a i imajući u vidu praksu Suda pravde EU,⁵⁰

⁴⁹ Vid. odredbe Zakona i Pravilnika.

⁵⁰ Vid. Para. 22-23 u presudi Suda pravde

možemo izvesti zaključak da u ovom slučaju uslovi za primenu čl. 6. Zakona o PDV nisu ispunjeni. S tim u vezi, obveznik prenosilac dužan je da primeni opšte pravilo prema kojem prenos svakog dobra ili usluge jeste predmet oporezivanja prema opštim pravilima.

Istovremeno, postavlja se pitanje praktične realizacije statusne promene u skladu sa pravilima o prestanku obavljanja PDV aktivnosti.⁵¹ Pre svega, ističemo da smo mišljenja da budući da ne postoje posebne odredbe primenjive na obveznike kod statusnih promena, opšta pravila o brisanju iz PDV evidencije je neophodno primeniti i u ovim slučajevima. Prema pravilima sadržanim u Zakonu o PDV-u, svaki obveznik koji prestaje da obavlja PDV aktivnost ima obavezu da podnese zahtev za brisanje iz evidencije obveznika za PDV, a koji se mora podneti najkasnije u roku od 15 dana pre podnošenja zahteva za brisanje iz odgovarajućeg registra.⁵²

EU Zitta Modes C-497/01 prema kojima uslov da sticalac nastavi da obavlja aktivnost je implicitno sadržan u odredbama PDV Direktive i ukoliko sticalac želi da se smatra sukcesorom prenosioca, ovo je ključan uslov.

⁵¹ Vid. odredbe 38. i 38a Zakona o PDV-u i odredbe 265-266. Pravilnika o PDV-u koje regulišu podnošenje prijave u slučaju brisanja iz evidencije PDV obveznika, rokove za postupanje, kao i neophodnu dokumentaciju.

⁵² Vid. čl. 50. st. 4. Zakona o PDV-u prema kojem obveznik PDV-a koji se briše iz evidencije za PDV podnosi poresku prijavu

Zahtev mora da sadrži i datum prestanka obavljanja aktivnosti, kao i prateću dokumentaciju (popisne liste, ispravku odbitka PDV-a) i PDV prijavu sačinjenu na poslednji dan obavljanja PDV aktivnosti. Dodatno, Zakon o poreskom postupku i poreskoj administraciji propisuje da organ nadležan za vođenje registra ne može brisati lice iz propisanog registra bez dokaza o prestanku poreskih obaveza, odnosno brisanju iz evidencije propisane poreskim zakonom koji izdaje nadležni poreski organ, ne starijeg od pet dana u momentu podnošenja zahteva za brisanje iz propisanog registra.⁵³ Ono što je ovde sporno jeste što poreski propisi ne regulišu koji datum obveznik treba da navede kao datum prestanka obavljanja aktivnosti, ali preciziraju da obveznik mora podneti prijavu na dan prestanka obavljanja aktivnosti. Dok kod likvidacije ili stečaja takva dilema ne mora biti od značaja, kod statusne promene ovo predstavlja veoma bitno pitanje. Ukoliko bi obveznik, hipotetički posmatrano, trebalo da podnese zahtev za brisanje iz evidencije PDV-a obveznika najkasnije 15 dana pre planirane registracije statusne promene, gde bi kao datum prestanka obavljanja PDV aktivnosti trebalo da navede dan podnošenja zahteva (što

nadležnom poreskom organu na dan podnošenja zahteva za brisanje.

⁵³ Čl. 29. Zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji („Sl. glasnik RS“, br. 80/2002, [...] i 138/2022).

takođe nije precizirano u propisima),⁵⁴ može se doći u situaciju da je deregistrovan kao obveznik PDV-a pre registracije i nastupanja pravnih posledica statusnih promena.

Sa praktične strane to znači da obveznik kao prenosilac treba da oporezuje predmetni promet (budući da, u konkretnom slučaju, uslovi za čl. 6. nisu zadovoljeni) pre statusne promene, pre njenih efekata, što smatramo da nije u skladu sa njenom pravnom prirodom gde se prenos

⁵⁴ Dilema postoji u svetlu navođenja datuma prestanka PDV aktivnosti. Odredbom čl. 50. Zakona o PDV-u propisano je da obveznik PDV koji se briše iz evidencije za PDV podnosi poresku prijavu nadležnom poreskom organu na dan podnošenja zahteva za brisanje, kao i da se prijava podnosi za period od dana početka poreskog perioda u kojem je podnet zahtev za brisanje do dana prestanka obavljanja PDV aktivnosti. Mogućnost unošenja nekog budućeg datuma nije u skladu sa odredbama o podnošenju poslednje PDV prijave, kao i obuhvatu perioda tokom kojeg je obveznik bio registrovan za PDV. Može se zaključiti da se zahtev za brisanje podnosi najkasnije na dan prestanka obavljanja PDV aktivnosti što opet dovodi do dileme kako tumačiti odredbu u korelaciji sa odredbom 38a Zakona o PDV-u koja propisuje da je pre brisanja iz registra privrednih subjekata obveznik PDV koji prestaje da obavlja delatnost dužan da, najkasnije u roku od 15 dana pre podnošenja zahteva za brisanje iz registra, nadležnom poreskom organu podnese zahtev za brisanje iz evidencije obveznika za PDV. Ovo naročito dovodi do dileme kada su ispunjeni uslovi iz čl. 6. Zakona o PDV-u i kada tek sprovođenjem statusne promene (i prestanka prenosioaca) dolazi do pravnih posledica statusne promene.

imovine i obaveza sprovodi putem univerzalne pravne sukcesije što omogućava postojanje pravnog kontinuiteta (Radović 2018, 118). Dodatno, osnov za prenos prava raspolaganja jeste statusna promena, odnosno ugovor o statusnoj promeni, te navedeni prenos ne bi trebalo da se odigra ranije jer u tom slučaju ne bi bilo reči o prenosu po osnovu statusne promene, već ugovora o prodaji po osnovu kojeg je izdata faktura, što *de facto* nije slučaj. Obveznik, pridržavajući se opštih odredaba Zakona o PDV-u, može doći u svojevrsnu kontradiktornu situaciju gde pre samog pravnog osnova prenosa treba da izvrši prenos prava raspolaganja na predmetnim dobrima i uslugama. Potencijalno, u takvim slučajevima odredbe Zakona o PDV-u mogu predstavljati kamen spoticanja za sprovođenje statusnih promena, bez obzira što takav promet jeste predmet PDV-a, budući da bi PDV i dalje trebalo da ima neutralan efekat na samu transakciju o čemu će biti reči u nastavku rada.

S druge strane, ukoliko bismo u prethodno navedenom primeru posmatrali da su ispunjeni uslovi da se smatra da je kod statusne promene ostvaren uslov za prenos celokupne imovine, opet se postavlja pitanje kako da obveznik pravilno postupi prema Zakonu o PDV-u. Pre svega, ističemo da ni Zakon ni Pravilnik ne sadrže posebne odredbe za brisanje obveznika iz sistema PDV-a u slučaju statusnih promena, te, s tim

u vezi, autor je stava da se odredbe o brisanju obveznika moraju primeniti i u ovom slučaju. Međutim, imajući u vidu specifičnost statusne promene i pravni kontinuitet između učesnika (i u svetlu nastavka obavljanja delatnosti u smislu Zakona o PDV-u), autor je stava da bi se brisanje obveznika koji prestaje da postoji u statusnoj promeni moglo izvršiti tek nakon registracije statusne promene i prestanka društva prenosioca.

Naime, autor smatra da se kod prestanka društva u statusnoj promeni, odredba koja propisuje podnošenje zahteva za brisanje iz sistema PDV-a pre prestanka obavljanja delatnosti ne može adekvatno primeniti iz razloga što sticalac imovine društva nastavlja da obavlja delatnost i stupa na mesto prenosioca imovine koji prestaje da postoji ili se briše iz registra. Ukoliko bi, pak, odredba trebalo da se primeni prema doslovnom tumačenju, društvo prenosioc bi trebalo da podnese zahtev za brisanje najmanje 15 dana pre statusne promene, tj. rešenja kojim se osniva društvo i priloži popisne liste, ispravi odbitak prethodnog poreza i iskaže prethodni porez za druga dobra kao dugovani, što bi direktno kao posledicu imalo nemogućnost korišćenja pogodnosti iz odredbe člana 6. stav 1. tačka 1) Zakona kojom je propisano da se kod prenosa celokupne imovine smatra da promet dobara i usluga nije izvršen (pod propisanim uslovima). U konkretnom slučaju bi datum

prestanka obavljanja PDV aktivnosti, potencijalno (iz administrativnih razloga), mogao biti raniji od datuma prenosa celokupne imovine. U uporednom zakonodavstvu su uočena dva pristupa - datum deregistracije je datum podnošenja zahteva (kao što zaključujemo i za srpsko pravo)⁵⁵ ili kasniji datum koji je dogovoren sa poreskim organom, odnosno u slučaju obavezne deregistracije datum nameravanog prestanka obavljanja aktivnosti.⁵⁶ Dogovor sa poreskim organima bi predstavljalo najbolje rešenje, budući da bi obveznik predočio slučaj poreskom organu i u saradnji sa njim sproveo transakciju. Pa ipak, poslednje rešenje smatramo najcelishodnijim budući da ne zahteva upotrebu velikih resursa poreskih organa u svakom konkretnom slučaju, a doprinosi sigurnosti poreskih obveznika i ujednačenoj praksi.

Neutralnost statusne promene

U skladu sa navedenim, statusne promene mogu da potpadaju pod izuzetak od oporezivanja u skladu sa čl. 6. Zakona PDV ili, ako uslovi nisu ispunjeni, primenjuju se opšta pravila oporezivanja. U

⁵⁵ Za Hrvatsku vid. Pravilnik o primeni poreza na dodanu vrijednost koji ne sadrži posebne odredbe za brisanje iz PDV evidencije u slučaju prenosa imovine. Vid. čl 7, 156 i 156a Pravilnika. Isto važi i za crnogorske propise.

⁵⁶ Vid. VAT Notice 700/11: cancelling your registration.

oba slučaja prenosilac je u obavezi da izda adekvatnu fakturu.⁵⁷ Ukoliko se primenjuju opšta pravila oporezivanja (i ukoliko je promet oporeziv ili oporeziv sa pravom na odbitak), sticalac može odbiti prethodni porez obračunat od strane prenosioca ukoliko je dobra odnosno usluge stekao za obavljanje buduće oporezive aktivnosti. Na ovaj način, oba režima imaju za cilj da osiguraju neutralnost same transakcije i statusnih promena. U nastavku autor navodi samo neke od praktičnih dilema, bez namere da obuhvati sve moгуće situacije koje mogu nastati.

⁵⁷ Osim ako postoji izuzetak od izdavanja fakture u skladu sa čl. 164. Pravilnika o PDV-u. PDV propisi ne sadrže detaljna uputstva o sadržini fakture u slučaju prenosa celokupne (dela) imovine. Naime čl. 174. Pravilnika o PDV-u navodi da se izdaje faktura u skladu sa čl. 42. Zakona o PDV-u, precizirajući da faktura ne treba da sadrži podatke o osnovici, stopi i obračunatom PDV-u, ali ne precizira kako treba bliže odrediti opis na fakturi. Faktura, prema čl. 174, i dalje treba da ima navedenu vrstu i količinu isporučenih dobara ili vrstu i obim usluga. Budući da ovo predstavlja prenos celine ili njenog dela, kao i da su sastavni delovi celine navedeni u obaveznoj pratećoj specifikaciji, postavlja se i pitanje na koji način da obveznici preciziraju opis na fakturi, a da istovremeno budu u skladu sa odredbama relevantnih propisa. Autor je stava da je za prenos svih dobara prihvatljivo navesti osnovne grupe sredstava koje se prenose, dok za prenos usluga u skladu sa čl. 193. istog Pravilnika može da se navede relevantna odredba pravnog osnova (ugovora o statusnoj promeni), kao podatak o vrsti usluge može da se iskaže podatak o odredbi ugovora u kojoj su navedene vrste usluga koje se pružaju odnosno prenose.

Međutim, ovo je samo u slučaju da je faktura prenosioca ispravna, dok u slučaju da neki od obaveznih elemenata nedostaju ili da je poreski tretman pojedinih dobara ili usluga pogrešno određen, sticalac ne bi imao pravo da odbije prethodni porez, a što bi *implicite* dovelo do toga da statusna promena nema poreski neutralan efekat. Dodatno, ako je prenosilac kao PDV obveznik prestao da postoji, ne postoji ni mogućnost ispravke navedene fakture.⁵⁸ U navedenom slučaju, neutralnost kod statusne promene je potencijalno narušena iz formalnih razloga što smatramo da nije cilj PDV-a budući da je fiskalna neutralnost jedan od osnovnih postulata PDV sistema (De la Feira, Krever 2013).

Zakon o PDV-u sadrži i svojevrsni zaštitni mehanizam budući da propisuje da navedeni uslovi moraju biti ispunjeni u trajanju od tri godine. Ukoliko uslovi prestanu da budu ispunjeni, sticalac je dužan da kao poreski dužnik obračuna porez primenjujući sistem obrnutog terećenja.

⁵⁸ U odnosu na sadržinu fakture ovaj problem je donekle rešen uvođenjem Sistema elektronskih fakture od 1.1.2023. godine u skladu sa Zakonom o elektronskom fakturisanju („Sl. glasnik RS“, br. 44/2021, 129/2021 i 138/2022), no navedena problematika nastaje kod perioda i faktura koje su izdate pre uvođenja SEF-a, imajući u vidu rok zastarelosti, kao i kod suštinske ispravnosti fakture, tj. pravilnog opredeljivanja tretmana pojedinog dobra ili usluge.

Ukoliko obveznici pogrešno primene oslobodjenje iz čl. 6. smatrajući da su uslovi ispunjeni, a poreski organ u toku kontrole utvrdi da to nije slučaj, poreski organ će rešenjem obračunati porez prenosiocu, dok će sticalac po plaćanju poreza od strane prenosioca imati pravo da taj porez odbije kao prethodni.⁵⁹ Međutim, osnovano se postavlja pitanje kako će postupiti poreski organ u slučaju statusnih promena kada jedan od učesnika prestane da postoji (npr. kod spajanja) i da li bi obračunati porez sticaocu (budući da je jedino lice opstalo iz statusne promene kao pravni sledbenik) sticalac imao pravo da odbije kao prethodni i na taj način osigura neutralnost transakcije. Takva problematika donekle je rešena stavom Ministarstva finansija prema kojem je istaknuto da ako poreski organ u postupku kontrole ospori postupanje obveznika PDV-a i rešenjem utvrdi obvezniku PDV-a poresku obavezu koju obveznik prenosilac plati, a kupac, ukoliko je taj iznos PDV-a platio obvezniku prodavcu, ima pravo da za isti iznos ispravi odnosno poveća odbitak prethodnog poreza.⁶⁰ Ukoliko bi se

isti slučaj dogodio u slučaju statusne promene gde je prenosilac prestao da postoji u postupku statusne promene, smatramo da bi sticalac kao pravni sledbenik svih prava i obaveza imao pravo da tako obračunat PDV plati i istovremeno odbije kao prethodni porez. Ovo naročito ako se ima u vidu da zaštitni mehanizam predviđa primenu mehanizma obrnutog terećenja u slučaju prestanka ispunjenja uslova, te, shodno time, smatramo da se može primeniti i u slučaju kasnije, pravilno utvrđenog stanja.

Dodatno, kod statusne promene izdvajanje uz osnivanje može doći do drugačijeg poreskog tretmana prenosa imovine nego što bi to bio slučaj sa drugim statusnim promenama, te se u određenom segmentu može smatrati da postoji pravna nejednakost u navedenim tretmanima.

Kod statusne promene izdvajanje uz osnivanje, po ispunjenju uslova iz čl. 6. Zakona o PDV-u dolazi do prenosa dela imovine. U slučaju kada uslovi ne bi bili ispunjeni, odnosno kada preneti deo imovine ne bi predstavljao zasebnu celinu koja može samostalno da funkcioniše, prenos svakog prava u navedenom delu imovine bi se zasebno posmatrao. Ukoliko

⁵⁹ Mišljenje Ministarstva finansija br. 430-00-159/2018-04 od 8.10.2018. godine.

⁶⁰ Smatramo da kod pogrešne primene čl. 6. sa prevarnom namerom poreski organ može utvrditi PDV obavezu po osnovu predmetne transakcije i po isteku perioda od tri godine koliki je rok trajanja navedenih uslova, budući da u skladu sa čl. 114. Zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji

(„Sl. glasnik RS“, br. 80/2002, [...], 96/2021 i 138/2022) pravo Poreske uprave na utvrđivanje i naplatu poreza i sporednih poreskih davanja zastareva za pet godina od dana kada je zastarelost počela da teče.

bi deo te imovine predstavljale nepokretnosti, odnosno objekti,⁶¹ PDV tretman bi se potencijalno razlikovao u zavisnosti od vrste statusne promene. Kod prenosa objekata propisano je poresko oslobođenje bez prava na odbitak, osim u slučaju prvog prenosa novoizgrađenih objekata,⁶² kao i

⁶¹ Kod prenosa objekata u svetlu primene čl. 6. ističemo da su mišljenja Ministarstva finansija usmerena na investicione nekretnine. Primena čl. 6. kod prenosa objekata nakon jula 2021. jeste drugačija jer prenosilac može preneti i samo jedan objekat koji će sticalac koristiti kao investicionu nekretninu i uslovi za primenu čl. 6. bi se smatrali ispunjenim, dok pre ovih izmena takav tretman ne bi bio moguć. Takav stav zauzet je i u praksi Ministarstva finansija. Vid. mišljenje Ministarstva finansija br. 011-00-960/2021-04 od 5.10.2021. godine prema kojem kada obveznici PDV - investitor i izvođač radova zaključe ugovor o građenju po principu „ključ u ruke“, pa pre isporuke građevinskog objekta dođe do statusne promene pripajanja, kod koje je prenosilac - investitor izvršio prenos celokupne imovine sticaocu - izvođaču radova, po osnovu građenja objekta ne dolazi niti će doći do prometa od strane obveznika - izvođača radova obvezniku - investitoru. Ipak, primena čl. 6. ne bi bila moguća kod izgradnje nepokretnosti kao upravne zgrade i posleđično njenog prenosa kasnije.

⁶² Vid. čl. 25. Zakona o PDV-u prema kojem se PDV ne plaća na prenos objekata, osim prvog prenosa prava raspolaganja na novoizgrađenim građevinskim objektima ili ekonomski deljivim celinama, kao i za svaki dalji promet kada je ugovorom zaključenim između obveznika PDV predviđeno da će se na taj promet obračunati PDV, pod uslovom da sticalac obračunati PDV može u potpunosti odbiti kao prethodni porez. Vid. čl. 134. Pravilnika o PDV-u za definiciju

prenosa objekata kada je ugovorom kojim se vrši prenos predviđeno da će se na taj promet između dva obveznika PDV-a obračunati PDV i da sticalac može u potpunosti odbiti PDV kao prethodni porez. Za takav promet je propisano da je primalac dobara PDV dužnik i da se primenjuje mehanizam obrnutog terećenja.⁶³ Međutim, budući da odredba propisuje da se primena PDV-a može ugovorom predvideti, jezičkim tumačenjem dolazi se do zaključka da u slučaju kada prenos dela imovine po osnovu statusne promene izdvajanje uz osnivanje ne bi istovremeno predstavljalo i prenos dela imovine u skladu sa čl. 6. Zakona o PDV-u, PDV ne bi mogao da se ugovori jer je pravni osnov ove statusne promene plan podele, a ne ugovor, a budući da je sprovodi jedno lice ne može se smatrati da postoji saglasnost volja kojom bi se sticalac adekvatno obavezao na plaćanje PDV-a.⁶⁴ Suprotno, u slučaju statusne

novoizgrađenih objekata.

⁶³ Vid. čl. 10. st. 2. tač. 2) Zakona o PDV-u.

⁶⁴ Ovakav stav je potvrđen i mišljenjem Ministarstva finansija br. 011-00-00304/2015-04 od 29.4.2015. godine prema kojem: Kada se promet građevinskog objekta vrši na osnovu ugovora o statusnoj promeni u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva [...], ugovorom može se predvideti da će se na promet građevinskog objekta obračunati PDV. Kod statusne promene u kojoj učestvuje samo jedno društvo, a koja se sprovodi usvajanjem plana podele, ne postoji osnov za primenu odredbe člana 10. stav 2. tačka 2) Zakona o PDV-u jer ne postoji akt kojim se izražava

promene u kojoj bi učestvovalo više lica, ugovaranje PDV-a bi bilo moguće i u slučaju kada primena čl. 6. ne bi bila moguća.

Slično navedenom, kod izdvajanja uz osnivanje ukoliko bi prenos dela imovine činilo samo zemljište namenjenoj budućoj izgradnji gde se može smatrati da uslovi iz čl. 6. Zakona o PDV-u nisu ispunjeni, PDV se ne bi plaćao jer je prenos zemljišta oslobođen bez prava na odbitak i nema obaveze izdavanja fakture. Ukoliko je obveznik koristio prethodni PDV (npr. za troškove rušenja ili pripreme dokumentacije i izgradnju objekata koji se sada ne prenose), morao bi da se koriguje ulazni PDV, što bi dovelo do obaveze plaćanja PDV-a čime statusna promena ne bi bila poreski neutralna sa PDV aspekta.⁶⁵ Diskrepanca u PDV tretmanu statusnih promena kod primene opštih pravila može postojati iako ih Zakon o PDV-u ne razlikuje pojedinačno.

Prethodno navedeno predstavlja primenu opštih pravila oporezivanja s čim se autor slaže, ali ističe da bi određena prilagođavanja propisa kod statusnih promena trebalo izvršiti kako bi se ostvario sam cilj oporezivanja PDV-om. Dodatno je važno, zbog uticaja na poresku neutralnost što je cilj kako statusnih promena, tako i PDV-a

uopšte, analizirati transakciju iz ugla svih poreskih oblika.⁶⁶

UMESTO ZAKLJUČKA – KORAK KA REŠENJU

Odredbe o prenosu celokupne ili dela imovine iz Zakona o PDV-u su, prema mišljenju autora, načelno usklađene sa relevantnim odredbama PDV Direktive što smatramo da je od velikog značaja za PDV sistem u Republici Srbiji, ali je uočeno i da postoje određene praznine koje dovode do potencijalne diskrepance u pravilnoj primeni propisa. Propisivanje da se PDV ne plaća odnosno da su statusne promene oslobođenje PDV-a bez osvrta na uslove, što je primećeno u uporednom zakonodavstvu, nije u potpunosti u skladu sa odredbama PDV Direktive

⁶⁶ U skladu sa Zakonom o porezima na imovinu, porez na prenos apsolutnih prava se neće plaćati u slučaju statusnih promena. Kod ugovora o prodaji bi tretman bio drugačiji u slučaju primene čl. 6. ZPDV. U slučaju prenosa nepokretnosti na osnovu ugovora o prodaji, kada se smatra da je izvršen prenos celokupne (dela) imovine, sticalac stupa na mesto prenosioca i nema obavezu da vrši ispravku odbitka prethodnog poreza. Međutim, primena čl. 6. ne isključuje oporezivanje prenosa prava svojine porezom na prenos apsolutnih prava. Praktično, to znači da u slučaju primene čl. 6. kod prenosa imovine na osnovu ugovora o prodaji sam prenos odnosno transakcija će biti opterećen porezom na prenos apsolutnih prava, dok to ne bi bio slučaj ukoliko bi obveznici mogli da primene mogućnost ugovaranja obračunavanja PDV-a u skladu sa čl. 25. st. 2. odnosno čl. 10. st. 2. ZPDV.

saglasnost volja lica koja učestvuju u određenom pravnom poslu.

⁶⁵ Vid. mišljenje Ministarstva finansija br. 430-00-267/2017-04 od 9.6.2017. godine.

i takvo bi propisivanje obesmisliilo postojanje uslova o nastavku obavljanja delatnosti.

S druge strane, stava smo da određen kamen spoticanja predstavljaju prevashodno odredbe o brisanju obveznika iz sistema PDV-a, bilo kada su ispunjeni uslovi iz čl. 6, kao i kada uslovi nisu ispunjeni. Vremenski sled o pravilu ispunjenja tih odredaba je donekle kontradiktoran u realizaciji statusne promene i nastupanja njenih efekata i dolazi do vremenske diskrepance u primeni odredaba. Nedoslednost odredbi može dovesti i do drugačije primene odredaba o brisanju PDV obveznika u praksi, te do potencijalnog kažnjavanja obveznika, a što dovodi do pojave pravne nesigurnosti učesnika na tržištu imajući u vidu i visinu propisanih kazni.⁶⁷ U cilju podsticanja sprovođenja statusnih promena, odredbe o brisanju PDV obveznika, kao i o prestanku

⁶⁷ Vid. čl. 173a Zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji koji definiše krivično delo u vezi sa izbegavanjem plaćanja poreza na dodatu vrednost i propisuje novčanu i zatvorsku kaznu. Takođe, propisano je i postojanje prekršaja u slučaju nepodnošenja i neblagovremenog podnošenja poreske prijave, sa nepotpunim, odnosno netačnim podacima gde su propisane milionske kazne koje, potencijalno, mogu biti primenjene i u konkretnim slučajevima kod potencijalne pogrešne primene čl. 6. ZPDV. Dodatno, za postojanje prekršaja dovoljno je izvršenje jedne od radnji opisanih u označenoj kaznenoj normi - nepodnošenje prijave, neobračunavanje ili neplaćanje poreza (Vid. presudu Prekršajnog apelacionog suda, Prž 16273/2016 od 25.8.2016. godine).

obavljanja PDV aktivnosti bi trebalo prilagoditi u slučajevima statusnih promena. Imajući u vidu da u praksi često dolazi do primene odredaba na drugačiji način u odnosu na vremenski sled kakav bi trebalo da bude primenjen, stava smo da bi u ovom slučaju trebalo podzakonskim aktima dodatno precizirati navedenu materiju kod statusnih promena. U slučajevima kada čl. 6. nije primenjiv i u slučaju prestanka postojanja obveznika učesnika statusne promene, smatramo da bi trebalo omogućiti sticaocu da izvrši pravilan obračun po mehanizmu obrnutog terećenja ukoliko sticalac poseduje sve neophodne podatke, a prenosilac je načinio formalnu grešku u obračunu ili na fakturi. Takođe, određena preciziranja bi trebalo izvršiti kod opštih pravila oporezivanja statusnih promena, kako bi se neutralnost transakcije održala u meri u kojoj se opšti principi ne narušavaju već dopunjuju. Na ovaj način, svaka nenamerna greška koja bi nastala između obveznika mogla bi biti korigovana i tako ostvaren *ultima ratio* same norme, a bez štete bilo po fiskus, bilo po poreske obveznike.

U vezi sa navedenim, a imajući u vidu, pre svega, cilj da se osigura pravilna i ustaljena primena navedenih odredaba, autor smatra da je odredbe o brisanju iz evidencije PDV-a obveznika potrebno prilagoditi odnosno dopuniti u skladu sa navedenom analizom.

Takođe smatramo da je istovremeno neophodno upotpuniti i pravila o obračunu PDV-a u kod statusnih promena kada su iste oporezive kako bi se na konačan način ostvarila svrha i smisao samih normi, a koje predviđaju da je PDV neutralan i da se njime oporezuje samo krajnja potrošnja.

LITERATURA

Knjige/Članci

1. Vasiljević, Mirko (2012). *Kompanijsko pravo. Pravo privrednih društava*. Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, 509, 519.

2. Fremgen, J. M. (1968). The Going Concern Assumption: A Critical Appraisal. *The Accounting Review*, 43(4), 649–656.

3. Randelović, Saša (2020). *Osnove poreskog planiranja*. Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 142.

4. Radović, Mirjana (2018). Univerzalna sukcesija kod statusnih promena privrednih društava. *Anali Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu*, Beograd, str. 118-120.

5. Holton, Richard (2010). The Exception Proves the Rule. *Journal of Political Philosophy*, Volume 18, Issue 4, pp. 369–388.

6. Luminița, Tuleașcă (2017). Transfer of business in Romania. *Romanian Economic and Business Review*, Vol. 12, number 3, 53-75.

7. De la Feria, R., & Krever,

R. (2013). *Ending VAT exemptions: Towards a post-modern VAT. VAT Exemptions: Consequences and Design Alternatives*. Wolters Kluwer, 2013.

Zakonska regulativa Republika Srbija

1. Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju između Evropskih zajednica i njihovih država članica i Republike Srbije, *Službeni glasnik RS*, broj 83/08, ratifikovan 10.9.2008. godine.

2. Zakon o obligacionim odnosima (*Sl. list SFRJ*, br. 29/78, 39/85, 45/89 - odluka USJ i 57/89, *Sl. list SRJ*, br. 31/93, *Sl. list SCG*, br. 1/2003 - Ustavna povelja i *Sl. glasnik RS*, br. 18/2020).

3. Zakon o privrednim društvima (*Sl. glasnik RS*, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 i 109/2021).

4. Zakonom o elektronskom fakturisanju (*Sl. glasnik RS*, br. 44/2021, 129/2021 i 138/2022).

5. Zakon o porezu na dodatu vrednost (*Sl. glasnik RS*, br. 84/2004, 86/2004 - ispr., 61/2005, 61/2007, 93/2012, 108/2013, 6/2014 - usklađeni din. izn., 68/2014 - dr. zakon, 142/2014, 5/2015 - usklađeni din. izn., 83/2015, 5/2016 - usklađeni din. izn., 108/2016, 7/2017 - usklađeni din. izn., 113/2017, 13/2018 - usklađeni din. izn., 30/2018, 4/2019 - usklađeni din. izn., 72/2019, 8/2020 - usklađeni din. izn.,

153/2020 i 138/2022).

6. Pravilnik o porezu na dodatu vrednost (*Sl. glasnik RS*, br. 37/2021, 64/2021, 127/2021, 49/2022, 59/2022, 7/2023, 15/2023).

7. Pravilnik o utvrđivanju prenosa celokupne ili dela imovine, ili kao ulog, koji se ne smatra prometom dobara i usluga u smislu Zakona o porezu na dodatu vrednost (*Sl. glasnik RS*, br. 67/2005 i 76/2012).

8. Pravilnik o utvrđivanju prenosa celokupne ili dela imovine, sa ili bez naknade, ili kao ulog, kod kojeg se smatra da promet dobara i usluga nije izvršen (*Sl. glasnik RS*, br. 118/2012).

EU i uporedno zakonodavstvo

1. Council Directive 2006/112/EC of 28 November 2006 on the common system of value added tax, *Official Journal of the European Union*, L 347/1, konsolidovana verzija od 1.7.2022. godine.

2. Zakon o porezu na dodanu vrijednost. *Narodne novine*, br. 73/13, 148/13, 143/14, 115/16, 106/18, 121/19, 138/20, 39/22; Rješenje USRH 99/13, 153/13. Dostupno na https://www.porezna-uprava.hr/hr_propisi/_layouts/15/in2.vuk2019.sp.propisi.intranet/propisi.aspx?id=pro1467.

3. Zakon o porezu na dodatu vrijednost. *Službeni list Republike Crne Gore*, br. 065/01 od 31.12.2001, [...], 146/21 od 31.12.2021) u sprezi sa čl. 11. i 12. Pravilnika o primjeni

Zakona o porezu na dodatu vrijednost (*Službeni list Republike Crne Gore*, br. 065/02 od 29.11.2002, 013/03 od 10.03.2003, 059/04 od 23.09.2004, 079/05 od 23.12.2005, 016/06 od 16.03.2006, *Službeni list Crne Gore*, br. 064/08 od 27.10.2008, 030/13 od 28.06.2013, 032/15 od 26.06.2015, 053/17 od 14.08.2017, 084/17 od 15.12.2017, 012/21 od 05.02.2021, 073/21 od 02.07.2021, 106/21 od 04.10.2021).

4. Zakon o davku na dodano vrednost. *Uradni list RS*, št. 13/11 – uradno prečišćeno besedilo, 18/11, 78/11, 38/12, 83/12, 86/14, 90/15, 77/18, 59/19, 72/19, 196/21 – ZDOsk, 3/22 in 29/22 – ZUOPDCE) is a njim povezan čl. 8 Pravilnik o izvajanju Zakona o davku na dodano vrednost (*Uradni list RS*, št. 141/06, 52/07, 120/07, 21/08, 123/08, 105/09, 27/10, 104/10, 110/10, 82/11, 106/11, 108/11, 102/12, 54/13, 85/14, 95/14, 39/16, 45/16, 86/16, 50/17, 84/18, 77/19, 58/21, 205/21, 16/22 in 82/22).

5. Zakon o PDV Republike Francuske dostupno na https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000006069577/LEDISCTA000006162559/#LEGISCTA000006162559.

6. Zakona o porezu na dodatu vrednost Kraljevine Nizozemske dostupno na <https://wetten.overheid.nl/BWBR0002629/2020-01-01#HoofdstukVI>

7. Pravilniku o porezu na dodanu vrijednost. *Narodne novine*,

br. 79/13, 85/13-ispravak, 160/13, 35/14, 157/14, 130/15, 1/17, 41/17, 128/17, 1/19, 1/20, 1/21, 73/21, 41/22.

8. UK: The Value Added Tax (Special Provisions) Order 1995. Dokument dostupan na <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/1995/1268/made>.

9. Zakon o PDV Kraljevine Španije. Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido. Dostupan u originalu na <https://www.boe.es/eli/es/l/1992/12/28/37/con> i engleski prevod pripremljen od strane VAT Update <https://www.vatupdate.com/wp-content/uploads/2019/08/2020-04-21-VAT-law-in-EN-BOE.es-Consolidated-document-BOE-A-1992-28740.pdf>.

10. VAT Notice 700/11: cancelling your registration <https://www.gov.uk/government/publications/vat-notice-70011-cancelling-your-registration/vat-notice-70011-cancelling-your-registration#what-will-happen-when-you-apply-to-cancel-your-registration>.

11. International Accounting Standard 38 Intangible Assets (IAS 38), IFRS.

Mišljenja Ministarstva finansija

1. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 413-00-130/2012-04 od 5.3.2012. godine.

2. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 413-00-987/2011-04 od

23.11.2011. godine.

3. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 430-00-141/2016-04 od 20.4.2016. godine.

4. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 011-00-00902/2016-04 od 18.1.2017. godine

5. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 430-00-416/2018-04 od 28.9.2018. godine.

6. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 011-00-00221/2020-04 od 3.9.2020. godine.

7. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 011-00-960/2021-04 od 5.10.2021. godine.

8. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 011-00-00304/2015-04 od 29.4.2015. godine.

9. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 430-00-159/2018-04 od 8.10.2018. godine.

Sudska praksa

1. Case C-497/01 - Zitta Modes Sàrl v Administration de l'enregistrement et des domaines. Sixth VAT Directive - Article 5(8) - Transfer of a totality of assets - Continuation by the transferee in the same branch of business as the transferor - Legal authorisation to pursue the activity.

2. Case C-444/10 Finanzamt Lüdenscheid v Christel Schriever – Concept of a ‘transfer of a totality of assets or part thereof’ – Transfer of the stock and fittings concomitant with the conclusion of a contract of lease of the business premises.

3. Case C-169/04 Abbey

National plc v Commissioners of Customs & Excise VAT - Articles 5(8) and 17(2)(a) and (5) of the Sixth VAT Directive - Transfer of a totality of assets - Deduction of input tax on services used by the transferor for the purposes of the transfer - Goods and services used for the purposes of the taxable person's taxable transactions Case C-408/98.

4. Presuda Hoge Raad, 06-06-2008 / 42677, od 6.6.2008. godine ECLI:NL:HR:2008:AY8546 dostupno na <https://uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:HR:2008:AY8546>.

5. Presuda ECLI:NL:HR:2021:154 od 29.1.2021. godine dostupno na <https://uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:HR:2021:154>.

6. Presuda Prekršajnog apelacionog suda, Prž 16273/2016 od 25.8.2016. godine.

7. Odluka Ustavnog suda, IU broj 411/2005 od 5. marta 2009. godine, objavljena u *Sl. glasniku RS*, br. 23/2009 od 3. aprila 2009. godine.

Online izvori

1. https://www.kmlz.de/en/Newsletter_46_2018# (pristupljeno 12.2.2023).

2. <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/1995/1268/made> (pristupljeno 19.1.2023).

3. https://www.kmlz.de/en/Newsletter_46_2018# (pristupljeno 10.11.2021).

4. <https://news.bloombergtax.com/financial-accounting/business-restructuring-vat-treatment-of-transfer-of-a-going-concern> (pristupljeno 20.12.2022).

REGULATIVA DIGITALNE IMOVINE U SRBIJI – PROPUŠTENA PRILIKA ZA RAZVOJ TRŽIŠTA ILI NEISKORIŠĆEN POTENCIJAL

REGULATION OF DIGITAL ASSETS IN SERBIA - MISSED OPPORTUNITY FOR MARKET DEVELOPMENT OR UNUSED POTENTIAL

Bogdan VUJOVIĆ
Pravni stručnjak za digitalnu imovinu
bogdan.vujovic3@gmail.com

Sažetak

Cilj ovog rada je analiza regulative digitalne imovine u Srbiji uz ukazivanje na neke od izazova koji se javljaju u praksi prilikom primene Zakona o digitalnoj imovini, kao i na potencijalna rešenja sa ciljem kreiranja sistemskih uslova za razvoj tržišta digitalne imovine u Srbiji. Akcenat će biti na tržištu digitalnih tokena koji predstavljaju značajnu priliku za razvoj srpske privrede, pre svega, donoseći inovativne načine prikupljanja kapitala, ali i mogućnost unapređenja poslovnih modela i nove izvore kreiranja vrednosti prilagođene digitalnoj ekonomiji. Srbija je bila među prvim jurisdikcijama koje su zakonom uredile oblast digitalne imovine. Nažalost, dve i po godine nakon početka primene Zakona o digitalnoj imovini, svega dva privredna društva sa dozvolom za pružanje usluga povezanih s digitalnom imovinom i dva izdavanja digitalnih tokena od strane istog privrednog društva jasno govore da je mnogo više moglo biti učinjeno. Ipak, postojanje regulative i činjenica da u Evropskoj uniji (EU) još uvek nije počela da se primenjuje jedinstvena regulativa vezana za digitalnu imovinu - Markets in Crypto Assets i dalje predstavlja kompetitivnu prednost Srbije koju treba iskoristiti sa ciljem razvoja domaće privrede, finansijskog tržišta i privlačenja stranih investitora u segment digitalne ekonomije i tehnologije.

Ključne reči: digitalna imovina, digitalni tokeni, finansiranje kompanija, regulativa, Srbija, EU, kompetitivna prednost.

Abstract

The aim of this work is to analyze the regulatory framework of digital assets in Serbia, pointing out some of the challenges encountered in practice when applying the Law on Digital Assets, as well as potential solutions with the aim of creating systemic conditions for the development of the digital assets market in Serbia. The emphasis will be on the digital tokens, which represent a significant opportunity for the development of the Serbian economy, primarily bringing innovative ways of raising capital, but also the possibility of improving business models and new sources of value creation adapted to the digital economy. Serbia was among the first jurisdictions with regulatory framework in the area of digital assets. Unfortunately, two and a half years after the Law on Digital Assets came into force, there are only 2 digital assets service providers and 2 digital tokens issuances by the same company which clearly points that much more could have been done. Nevertheless, the existence of regulatory framework and the fact that in the EU its regulatory framework on digital assets - Markets in Crypto Assets has not come into force yet, still represents a competitive advantage of Serbia that should be taken advantage of with the aim of developing the domestic economy, the financial market and attracting foreign investors to the digital segment of economy and technology.

Keywords: *digital assets, digital tokens, company financing, regulations, Serbia, EU, competitive advantage.*

JEL: G18, G28, K22.

REGULATIVA DIGITALNE IMOVINE

Digitalna imovina, kao koncept, postoji još od 2008. godine kada je u jeku svetske ekonomske krize, upravo onda kada je postojeći finansijski sistem pokazao na delu sve svoje nedostatke, objavljen Bitcoinov beli papir. Prvi bitcoin blok izrudaren je početkom 2009. godine. Nakon bitcoina, 2011. godine pojavio se Litecoin, a 2014. godine Ethereum, kao i mnogi drugi poznati oblici digitalne imovine u formi kripto valuta. Kada je vrednost digitalne imovine bila mala i broj transakcija i korisnika neznatan, na nju se nije obraćalo previše pažnje. Bila je posmatrana kao neka vrsta eksperimenta, prolazni pokušaj kreiranja digitalnog internet novca. Može se reći da je digitalna imovina ozbiljnije zapala za oko regulatora tek 2017. godine kada je ukupna tržišna vrednost oblika digitalne imovine čija sa vrednost prati prešla hiljadu milijardi dolara. Regulatori širom sveta shvatili su da uprkos blokčejn tehnologiji i decentralizovanoj prirodi digitalne imovine, moraju da se uhvate u koštac sa ovim fenomenom i da ga regulišu jer uprkos osnovnim idejama na kojima počiva digitalna imovina, a to je decentralizacija, otvoren pristup, nepostojanje posrednika, istorija je pokazala da bez postojanja bilo kakvih pravila nije realno očekivati zrelo i stabilno tržište sa velikim brojem učesnika i uplivom

institucionalnog novca. Dodatno, jasno je da su pandemija i zatvaranja drastično ubrzali proces sveopšte digitalizacije društva i poslovanja čiji je neizostavni deo predstavljala i digitalna imovina.

Novе tehnologije poput blokčejn uvode nas u novo poglavlje ekonomske istorije. Blokčejn tehnologiju možemo definisati kao distribuiranu bazu podataka, odnosno javni registar svih transakcija koje su se ikada desile u određenoj mreži. Svaka transakcija u javnom registru je verifikovana konsenzusom od strane svih učesnika u sistemu. Jednom uneta, informacija ne može nikad biti izbrisana ili izmenjena. Kao posledica toga, blokčejn baza podataka sadrži svaku transakciju koja se ikada desila unutar mreže.

Infrastruktura digitalne imovine koja je zasnovana na blokčejn tehnologiji predstavlja primer koji ukazuje na to kako napredak tehnologije nadmašuje regulativu. Staro je pravilo da regulativa uvek kaska za tehnologijom, što je i očekivano, pogotovo u periodima brzih promena i konstantnih inovacija. Primeri za to su internet, a u današnje vreme i veštačka inteligencija. Iz tog razloga, mnogi regulatori odugovlače sa donošenjem regulative i izdaju saopštenja u vezi rizika upotrebe digitalne imovine kako bi sagledali moguće koristi od blokčejn tehnologije za sopstvene potrebe. U nekim zemljama (Singapur, Kanada, Velika Britanija, Australija, Ujedinjeni Arapski Emirati)

regulatori ne žele da koče razvoj finansijskih inovacija, pa prihvataju pristup tzv. ograničenog slobodnog okruženja (tzv. *regulatory sandbox*) i dozvoljavaju startap kompanijama koje žele da započnu biznis zasnovan na blokčejn tehnologiji da posluju u relativno povoljnom i kontrolisanom okruženju u određenom vremenu kako bi se sagledale prednosti i nedostaci primene novih tehnologija. Na taj način se postiže da učesnici u razvoju novih tehnologija ne budu oštećeni, a s druge strane, daje im se mogućnost da nastave sa finansijskim inovacijama u čijoj osnovi su tehnološke inovacije.¹

Što se uporednopravnog prikaza regulacije digitalne imovine tiče (kao uostalom i bilo koje nove oblasti koja, iako do neke mere predstavlja nadogradnju postojećeg sistema, ipak donosi sa sobom i konceptualno drugačiju postavku odnosa), načelno postoje četiri mogućnosti koje su na raspolaganju regulatorima:

1) Potpuna zabrana. Iako su neki inicijalno smatrali da bi digitalna imovina kao takva trebalo biti u potpunosti zabranjena (ima ih i dalje, ali u znatno manjem broju), čini se da su zaista male šanse da se to i dogodi. Nekoliko je razloga za ovakvu tvrdnju. Prvi je taj da je moguće doneti regulativu po kojoj

je zabranjeno posedovati, trgovati

¹ Jovanić T. (2020). *Aktuelni pristupi regulatorom okviru virtuelnih valuta, Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom EU.*

i koristiti digitalnu imovinu. Čak je moguće propisati i zatvorske i novčane kazne za svakoga ko postupi suprotno. Ipak, postavlja se pitanje sprovodivosti ovakve politike. Naime, nijedna država na svetu (koliko god bila tehnološki razvijena i bogata) nema resurse da u praksi sprovede ovakvu odluku. Jedini efektivan način bi bio ukidanje pristupa internetu što nije realna opcija. Drugi razlog je da ukoliko bi jedna država (ili grupa država) odlučila da zabrani digitalnu imovinu, pojavile bi se druge države koje bi želele da iskoriste nastali vakuum i da uz povoljnu regulativu privuku kompanije, talente i kapital iz jurisdikcije koja je izvršila zabranu. Ipak, i pored ovoga, postoje primeri zemalja koje su eksplicitno zabranile digitalnu imovinu. To su: Kina, Bangladeš, Nepal, Avganistan, Bolivija, Egipat, Maroko, Alžir.

2) Delimična zabrana. Kako bi se umanjio potencijalno negativan uticaj digitalne imovine na privredu (ali i konkurencija tradicionalnom finansijskom sistemu), umesto potpune zabrane, regulatori u nekim zemljama zabranjuju korišćenje digitalne imovine u određene svrhe. Na primer, može se zabraniti direktna prodaja proizvoda i usluga za digitalnu imovinu (bilo u veleprodaji ili maloprodaji), osnivanje pružalaca usluga povezanih s digitalnom imovinom na teritoriji te zemlje ili rudarenje digitalne imovine.²

² Usled potrošnje električne energije za rudarenje bitkoina i drugih oblika digitalne imovine koji koriste Proof of Work

U primer država koje delimično zabranjuju digitalnu imovinu može se svrstati i Srbija koja zabranjuje bankama i drugim finansijskim institucijama da poseduju digitalnu imovinu, kao i da pružaju usluge povezane s digitalnom imovinom.

3) Delimična regulacija. Kao što sam naziv sugerise, ovo implicira donošenje regulative kojom se omogućava regulisanje digitalne imovine isključivo u pojedinim segmentima koji su procenjeni kao najbitniji. Tako je česta situacija da se ne donese zaseban zakon koji će regulisati čitavu industriju već se samo reguliše oporezivanje što se postiže izmenama i dopunama postojećih poreskih propisa. Na ovaj način se država ne petlja u često još nedovoljno istraženu oblast, ne želeći da je prerano reguliše čime bi u startu mogla ubiti kreativnost i inovacije, ali se, s druge strane, ni ne odriče poreskih prihoda. Oblast koja se često reguliše pre donošenja zasebne regulative je i sprečavanje pranja novca i finansiranja terorizma. Tako je EU još 2018. godine kroz V AML Direktivu (Erić, Đukić i Bodroža, 2021) regulisala da su svi pružaoci usluga povezanih s digitalnom

imovinom obavezni da u svoje poslovanje implementiraju pravila u vezi sprečavanja pranja novca i finansiranja terorizma iako tada na nivou EU nije postojala jedinstvena regulativa digitalne imovine.

4) Potpuna regulacija. Potpuna regulacija digitalne imovine može biti usmerena na pružaoce usluga, usluge koje pružaju, zaštitu investitora, moguće rizike, korišćenje digitalne imovine. Pružaoциma usluga povezanih s digitalnom imovinom se često priznaje status sličan statusu regulisanih finansijskih posrednika (najčešće kroz dodeljivanje dozvola za taksativno određene aktivnosti). Kao regulisanim entitetima propisuju im se različite obaveze kojima regulatorni organi nastoje da obuhvate rizike upotrebe digitalne imovine, a koji se odnose na tržišno ponašanje učesnika, sprečavanje prevara, integritet poslovanja, standarde upravljanja i dr. Dobar primer sveobuhvatne regulacije digitalne imovine predstavlja srpski Zakon o digitalnoj imovini, kao i evropska uredba o regulaciji digitalne/kripto imovine (Markets in Crypto Assets – MiCA).

konsenzus i navodnih štetnih uticaja na prirodu (pogotovo u doba energetske krize), pojavile su se prve jurisdikcije koje su zabranile rudarenje. Tako je država Nju Jork u novembru 2022. godine uvela dvogodišnji moratorijum na rudarenje pravdajući se smanjenjem upotrebe „prljavih“ izvora energije. Zanimljivo je da je dozvoljeno rudarenje za koje se koriste čisti, obnovljivi izvori energije.

REGULATIVA DIGITALNE IMOVINE U REPUBLICI SRBIJI

Prva ideja o regulisanju digitalne imovine u Srbiji potekla je još 2019. godine kada je formirana i prva radna grupa za izradu zakona, da bi na jesen 2020. godine bio

predstavljen Nacrt zakona o digitalnoj imovini. Dana 29.12.2020. godine, Zakon o digitalnoj imovini (Zakon) usvojen je u Narodnoj skupštini. Kao što je to i običaj kod potpuno novih zakona koji regulišu neku oblast u potpunosti, ostavljen je rok od 6 meseci da se svi zainteresovani subjekti upoznaju sa materijom i da imaju vremena da usklade svoje poslovanje. Tako je Zakon počeo da se primenjuje od 29.06.2021. godine. U međuvremenu, Narodna banka Srbije (NBS) i Komisija za hartije od vrednosti (Komisija) donele su odgovarajuća podzakonska akta kojima je materija Zakona bliže uređena.

Zakon o digitalnoj imovini

Cilj Zakona je regulisanje tržišta digitalne imovine u Srbiji i učesnika na njemu čime bi se stvorili povoljni uslovi za razvoj domaćeg ekosistema, kao i za privlačenje stranog znanja i kapitala, zahvaljujući čemu bi se Srbija pozicionirala kao važan igrač na planu digitalne imovine. Takođe, jedan od najčešće proklamovanih ciljeva Zakona je i kreiranje inovativnih mehanizama finansiranja kompanija izdavanjem digitalnih tokena. Činjenica da smo već godinama unazad prepoznati kao jurisdikcija sa ogromnim potencijalom za industriju igara (o čemu svedoči prodaja dela Nordeusa za 378 miliona dolara 2021. godine), uz podatak da smo kao mala zemlja proglašeni petim na svetu po broju

blokčejn programera po glavi stanovnika, definitivno daje snažan vetar u leđa i stvara priliku koja se ne sme propustiti.³

Zakon definiše digitalnu imovinu kao digitalni zapis vrednosti koji se može digitalno kupovati, prodavati, razmenjivati ili prenositi i koji se može koristiti kao sredstvo razmene ili u svrhu ulaganja, pri čemu digitalna imovina ne uključuje digitalne zapise valuta koje su zakonsko sredstvo plaćanja i drugu finansijsku imovinu koja je uređena drugim zakonima, osim kada je drugačije uređeno ovim zakonom. Ekstenzivnim jezičkim tumačenjem praktično svaki digitalni zapis vrednosti poput slike, videa itd. bi se mogao podvesti pod citiranu definiciju, što smatramo da nije bila namera zakonodavca. Valjalo bi razmotriti preciziranje definicije koja bi obuhvatala samo one digitalne zapise vrednosti koji koriste kriptografiju kao tehnologiju za obezbeđenje kreiranja novih jedinica i sigurnosti izvršenja transakcija. Ipak, ono što je sigurno je da je zakonodavac predvideo da se digitalna imovina sastoji iz dve podvrste, a to su virtuelne valute i digitalni tokeni.

Zakon određuje virtuelne valute kao vrstu digitalne imovine koju nije izdala i za čiju vrednost ne garantuje centralna banka, niti drugi organ javne vlasti, koja nije nužno

³ Više o tome na <https://startit.rs/godisnje-istrazivanje-startup-genome-srbija-peta-na-svetu-po-broju-blockchain-developera/>.

vezana za zakonsko sredstvo plaćanja i nema pravni status novca ili valute, ali je fizička ili pravna lica prihvataju kao sredstvo razmene i može se kupovati, prodavati, razmenjivati, prenositi i čuvati elektronski. Iz ove definicije jasno vidimo da se virtuelne valute ne mogu koristiti kao zakonsko sredstvo plaćanja jer je jedino zakonsko sredstvo plaćanja u Srbiji dinar. Najpoznatiji primer bi, svakako, bio bitcoin koji je digitalna, decentralizovana virtuelna valuta. On omogućava brz, relativno anoniman i transparentan *peer to peer* (P2P) prenos vrednosti.⁴ Njegova količina je ograničena na 21 milion jedinica i nastaje u procesu zvanom rudarenje. Bitcoin je i osmišljen kako bi rešio problem dvostruke potrošnje digitalne valute i delovao kao registar svih transakcija unutar mreže. Svaka osoba koja vrši transakciju bitcoinom deluje kao čvor u mreži, registrujući transakciju na bitcoin blokčejnu. Ovo ga čini decentralizovanim jer nije potrebno centralno ovlašćenje da bi transakcija bila upisana u glavnu knjigu već to može učiniti svaki član mreže ako je prethodno ostvaren konsenzus da se ta transakcija i desila, čime se efektivno neutrališe potreba za posrednikom. Bitcoin postoji samo u digitalnom obliku, tj. nema ga u formi novčanica ili kovanog novca. Decentralizovan je zato što njime ne upravlja centralna

⁴ *Peer to peer* znači da se transakcija obavlja između dva učesnika, bez postojanja centralnog autoriteta.

banka ili bilo koja druga institucija već isključivo njegovi korisnici. To znači da ne postoji centralizovani autoritet koji se koristi kao posrednik za slanje vrednosti, niti da ijedna vlada ili institucija može odlučiti da jednostrano ukine bitcoin protokol, odnosno da zamrzne nečije bitcoine ili da zabrani transakciju bitcoinima. Takođe, važno je naglasiti da ne postoji nikakva međunarodna institucija, niti multilateralni međunarodni ugovor koji bi regulisao odnose među učesnicima mreže.⁵ Kako virtuelne valute nisu od preteranog značaja za razvoj privrede Republike Srbije, niti je realno očekivati da će u Srbiji nastati protokol poput bitcoina, virtuelne valute neće biti dalja tema analize.

S druge strane, digitalne tokene Zakon definiše kao vrstu digitalne imovine koja označava bilo koje nematerijalno imovinsko pravo koje u digitalnoj formi predstavlja jedno ili više drugih imovinskih prava što može uključivati i pravo korisnika digitalnog tokena da mu budu pružene određene usluge. Digitalni tokeni su po ekonomskoj prirodi inovativni višenamenski instrumenti poslovanja, koji kreiraju nove izvore i oblike vrednosti, za razliku od postojećih jednonamenskih finansijskih instrumenta i instrumenata novca. To je instrument digitalne ekonomije koji menja postojeći biznis model i njen lanac

⁵ Vujović B. (2022). *Vodič kroz svet digitalne imovine i DeFi*.

kreiranja vrednosti što zahteva razvoj novih ekonomskih i pravnih okvira za poslovanje. Zajedničko obeležje svih vrsta tokena je da su, po pravilu, prenosivi u direktnoj razmeni kupca i prodavca, kao i da izdavalac daje garancije sticaocu tokena, za razliku od virtuelnih valuta. Tako jedan tokenizovan instrument može istovremeno biti:

- instrument finansiranja i/ili investiranja (može dati pravo na kamatu, deo prihoda ili profita);
- instrument potrošnje kojim se vrši razmene za dobra, imovinska prava i usluge;
- instrument zarade kao posledica razlike između kupoprodajne cene (nije nužno kapitalna dobit);
- instrument podsticaja za držanje tokena u vidu kamate u samom tokenu;
- instrument naknade za rad i angažman subjekta i/ili njegovih sredstava/resursa;
- instrument nagrade ili podsticaja za aktivnost ili ponašanje sticaoca (nova vrednost za potrošače).

Srpski zakonodavac se očigledno opredelio za inkluzivnu definiciju koja može uključiti različite vrste tokena. Ilustracije radi, predstavljamo osnovnu podelu digitalnih tokena koja se najčešće sreće u praksi:

- **Utility token** (token korišćenja ili potrošnje) koji daje prava na robu, korišćenje usluga, pravo na pristup

(npr. podaci) ili pristup aktivnostima (npr. mrežnim programima), stečen bez naknade sa ili bez angažmana sticaoca, kao i stečen sa naknadom u vidu instrumenata novca/razmenom za drugu digitalnu imovinu. On po svojoj prirodi predstavlja instrument potrošnje na tržištu dobara i usluga.

- **Asset backed token** (imovinski token), koji je izdat na osnovu određene imovine, daje ekonomska prava iz iste, izvodi svoju vrednost iz nje i/ili prava i može se pod određenim uslovima zameniti za tu imovinu.

- **Investicioni tokeni** predstavljaju instrument investiranja tj. ulaganja u poslovanje pravnog lica ili zajednički poslovni poduhvat, radi ostvarivanja zarade nastale kao posledica ekonomskog rezultata tog pravnog lica ili poduhvata. Oni se mogu pojaviti u sledećim oblicima:

- **tokenizovani tradicionalni instrumenti:** finansijski instrumenti, hartije od vrednosti ili derivati;

- **alternativni investicioni tokeni** su instrumenti finansiranja izdavaoca, bez prava/obaveza koja nose instrumenti duga i/ili kapitala, sa pravom na deo rezultata poslovanja ili projekta izdavaoca, a koji nije nužno povezan sa dividendom ili kamatom.

- **Tokeni nagrada i podsticaja** koji se izdaju i koriste unutar mreže korisnika izdavaoca ili ekonomski povezanih lica, sa kojim se nagrađuje i/ili podstiče angažman korisnika, koji ne mora nužno biti kupovina.

Obično se izdaju i stižu bez naknade u novcu i daju vrednosno pravo na robu/uslugu, popust ili ne/novčane-robnog pogodnosti.

• **Hibridni tokeni:** kao što sam naziv sugeriše, hibridni tokeni su tokeni koji istovremeno imaju odlike dve ili više spomenutih vrsta tokena. U praksi se ispostavlja da je ne tako mali broj tokena zapravo hibridne prirode.

Kao što možemo primetiti, Zakon ne pravi razliku između različitih vrsta digitalnih tokena koje savremeno tržište prepoznaje već jednom definicijom obuhvata navedene kategorije tokene. Smatramo ovakav pristup razumnim i opravdanim imajući u vidu trenutni stepen razvijenosti tržišta u Srbiji. Namera zakonodavca da obuhvati sve navedene vrste tokena jasno proizilazi iz formulacija upotrebljenih u definiciji: prvi deo definicije odnosi se na investicione tokene (sadržinu tokena može činiti praktično bilo koje digitalizovano imovinsko pravo), dok se drugi deo definicije odnosi na tokene korišćenja (to znači da sada i srpsko pravo dozvoljava novoosnovanim privrednim društvima da izdaju tokene kojima zainteresovanim licima daju pravo na korišćenje roba ili usluga koje društvo namerava da prodaje ili pruža na tržištu i da na taj način od sredstava dobijenih prodajom tokena dođu do neophodnog izvora finansiranja

novog poslovnog poduhvata). Širina definicije digitalnih tokena u srpskom pravu otvara mogućnost kreiranja različitih kombinacija i funkcija i pogodnosti koje tokeni daju potencijalnim kupcima odnosno stvaranje tzv. hibridnih tokena.⁶

Zakon proglašava i načelo tehnološke neutralnosti po kome se odredbe Zakona primenjuju na svu digitalnu imovinu bez obzira na tehnologiju na kojoj je ta digitalna imovina zasnovana, uključujući stabilnu digitalnu imovinu (stabilni koini) koju Zakon definiše kao digitalnu imovinu koja je izdata s ciljem što manjih promena vrednosti te imovine, a čija je vrednost povezana s vrednošću zakonskog sredstva plaćanja ili jednog ili više imovinskih prava koja imaju male promene vrednosti (npr. vezivanje za zvaničan kurs dinara ili kurs strane valute koji je relativno stabilan). Primećujemo da zakonodavac ne propisuje zaseban pravni režim za stabilnu digitalnu imovinu već je

pretpostavka da će u zavisnosti od prava koje daje, biti tumačena kao virtuelna valuta ili kao digitalni token. Kako o ovom pitanju ne postoji odgovarajuća praksa u Srbiji, smatramo da je jedina mogućnost da se od slučaja do slučaja vrši analiza. Tako, ciljnim tumačenjem možemo

⁶ Mihajlović B. (2021.) Digitalna imovina u pravnom sistemu Srbije: Osnovne karakteristike, Zbornik radova *Usklađivanje pravnog sistema Republike Srbije sa standardima EU*.

izvući sledeće zaključke. Ukoliko je stabilna digitalna imovina izdata na osnovu neke stvarne (FIAT) valute, smatraće se virtuelnom valutom. S druge strane, ukoliko je izdata na osnovu neke imovine (npr. nafte ili zlata), smatraće se digitalnim tokenom.

Zanimljivo je spomenuti da za razliku od evropskog zakonodavca koji je u MiCA definisao tehnologiju na kojoj se zasniva digitalna imovina, naš zakonodavac ne daje direktnu definiciju blokčejn tehnologije (odnosno Distributed Ledger Technology). Jedini pomen tehnologije je posredno kroz definiciju pametnih ugovora koji su definisani kao: kompjuterski program ili protokol, zasnovan na tehnologiji distribuirane baze podataka ili sličnim tehnologijama.

Finansijske institucije i digitalna imovina

Kako digitalna imovina ima najviše sličnosti sa finansijskim sistemom, a i sam blokčejn se uveliko koristi u finansijskom sektoru, prirodno je zapitati se da li takve mogućnosti postoje u Srbiji. Čini se da je Zakon ovde bio dosta oštar, te je uveo znatna ograničenja. Tako, sve finansijske institucije pod nadzorom NBS, a to su: banke, društva za osiguranje, društva za reosiguranje, društva za posredovanje u osiguranju, društva za zastupanje u osiguranju i zastupnici u osiguranju,

davaoci finansijskog lizinga, društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, platne institucije i institucije elektronskog novca, ne mogu u svojoj imovini imati digitalnu imovinu, kao ni instrumente povezane s digitalnom imovinom, niti uložiti u kapital tih institucija mogu biti u digitalnoj imovini. Takođe, one ne mogu ni pružati usluge povezane s digitalnom imovinom, niti biti korisnici tih usluga, niti mogu primati digitalnu imovinu kao sredstvo obezbeđenja. Pored ovoga, finansijske institucije pod nadzorom NBS i lica povezana s tim finansijskim institucijama ne mogu biti osnivači, niti imati direktno ili indirektno vlasništvo u pravnom licu koje pruža usluge povezane s digitalnom imovinom, a te institucije i ta lica ne mogu ni učestvovati u upravljanju, niti biti članovi organa tog pravnog lica ili njegovi zastupnici, niti mogu biti lica koja neposredno rukovode poslovima pružanja usluga povezanih s digitalnom imovinom u tom pravnom licu. Ovakav stav, za krajnje bankocentrično tržište kakvo je srpsko, donekle je i očekivan.

Interesantno je i napomenuti da je finansijskim institucijama pod nadzorom NBS dozvoljeno čuvanje i administriranje digitalne imovine za račun korisnika digitalne imovine i s tim povezane usluge (čuvanje kriptografskih ključeva). Opravdano se postavlja pitanje da li se takvim institucijama isplati da grade odgovarajuću infrastrukturu za

još nedovoljni broj korisnika. Ipak, situaciju možemo posmatrati i sa drugog aspekta, a to je da li bi ovakva usluga predstavljala priliku za banke i druge finansijske institucije ili ne. Kako znamo da gubitak privatnih ključeva znači trajni gubitak pristupa digitalnoj imovini (koja se nalazi na blokčejnu, a ne u digitalnom novčaniku njenog imaooca), određen procenat ljudi želi da prepusti taj aspekt profesionalcu koji će biti odgovoran u slučaju hakovanja i drugih neželjenih pojava. To su mahom investitori koji se ne bave dnevnim trgovanjem i koji nemaju potrebu za brzim transakcijama već dugoročno investiraju. Upravo iz tog razloga je nastala čitava industrija čuvanja privatnih ključeva u vidu specijalizovanih custody rešenja.⁷ Za finansijske institucije u Srbiji (ali i globalno) čuvanje privatnih ključeva može predstavljati odličan ulaz na tržište iz razloga što veliki broj ljudi i dalje više veruje finansijskim institucijama nego kompanijama iz sveta digitalne imovine. Tako, u

bliskoj budućnosti možemo zamisliti situaciju u kojoj banka čuva privatne ključeve korisnika svojih usluga, kome na osnovu deponovane digitalne imovine može da izda keš kredit (u FIAT novcu ili stabilnim koinima) ili da banka izvrši transfer digitalne imovine svog korisnika ili

⁷ Specijalizovane usluge čuvanja digitalne imovine već pružaju kompanije poput Coinbase, Gemini, BitGo, Anchorage i mnogih drugih.

pak da zameni digitalnu imovinu za FIAT novac ili stabilne koine. Iako postojeća regulativa u Srbiji trenutno ne dozvoljava takvu mogućnost, verujemo da je pitanje vremena kada će regulativa biti promenjena i kada će banke i ostale finansijske institucije početi da pružaju usluge povezane s digitalnom imovinom što je već praksa na razvijenijim tržištima poput Švajcarske, SAD, Velike Britanije.⁸

Jedna od najznačajnijih odredaba Zakona, kojoj nije posvećeno dovoljno pažnje, nalazi se u članu 13. Zakona gde se predviđa da NBS može da propiše uslove i način pod kojima finansijske institucije pod nadzorom NBS mogu ulagati u digitalne tokene koji imaju odlike finansijskog instrumenta ili koji se koriste isključivo u svrhu ulaganja. Ističemo da su u pitanju tokenizovani finansijski instrumenti, a ne tokeni ili virtuelne valute špekulativnog karaktera. Drugim rečima, radi se o tehnološki unapređenim finansijskim instrumentima koji zadržavaju svoju ekonomsku i pravnu prirodu.

Na ovaj način se otvaraju vrata bankama, osiguravajućim društvima i drugim finansijskim institucijama da prošire svoj portfolio, ali i da tokenizuju svoje finansijske proizvode čime bi se zahvaljujući blokčejn tehnologiji mogle postići znatne uštede, povećati

⁸ Interesantno je da u jurisdikcijama poput Švajcarske već postoje i tzv. kripto banke, poput Sygnum.

likvidnost, obezbediti transparentnije izveštavanje, itd. Međutim, bez pretenzija da se ide previše u budućnost, potrebno je da zamislimo jednu realističniju situaciju za početak. Činjenica je da u Srbiji nikad nije zaživelo tradicionalno tržište kapitala, pa samim tim ni tržište duga, kao osnovnog vida prikupljanja kapitala. Znamo da je empirijski dokazana činjenica da ne postoji snažna privreda bez razvijenog tržišta kapitala.

Da li se situacija može promeniti sa digitalnom imovinom? Mislimo da može, a u prilogu sledi i kratka ilustracija. Pretpostavimo da kompanije izdaju obveznicu u vidu tokena na blokčejnu, a ne na tradicionalan način preko Centralnog registra hartije od vrednosti (CRHoV). Na ovaj način su i kompanije i finansijske institucije na dobitku. Kompanije su izdale finansijski instrument u vidu tokena, time su zaobišli uzimanje kredita od banaka (koje smanjuju aktivnost u doba recesije i visokih kamatnih stopa), dobijaju pristup novim investitorima direktno bez posrednika. S druge strane, finansijske institucije mogu da učestvuju kao pokrovitelji i agenti u emisiji tokenizovanih obveznica, a dobijaju i pristup novoj finansijskoj aktivnosti koja ranije nije postojala. Finansijske institucije u Srbiji, za sada, ovo ne mogu da rade direktno, ali mogu indirektno kroz vlasništvo u brokersko-dilerskom društvu ili organizatoru tržišta koji

pruža usluge povezane s digitalnom imovinom. Dodajmo na sve ovo i kreiranje sekundarnog tržišta za tokenizovane instrumente, čime se obezbeđuje glavna funkcija svakog finansijskog instrumenta/tokena, a to je prenosivost. Čini se kao obostrano prihvatljiva situacija i za privredu i za finansijski sektor, ali i za državu jer ne dolazi do odliva kapitala van zemlje već kapital ostaje u Srbiji. Dodatno, država će ubrati poreske prihode od poreza na kapital i/ili poreza na kapitalnu dobit.

Zarad mogućnosti korišćenja navedene prilike, apelujemo na NBS da razmotri donošenje akta kojim bi se omogućilo finansijskim institucijama da ulažu u digitalne tokene koji imaju odlike finansijskih instrumenata ili koji se koriste isključivo u svrhu ulaganja. Takođe, da razmotri da se dozvoli finansijskim institucijama pod nadzorom NBS da pružaju usluge povezane s digitalnom imovinom, kao i da deo svojih sredstava drže u digitalnoj imovini ili čak samo i u digitalnim tokenima usled volatilnosti virtuelnih valuta.

Da je izdavanje tokenizovanih obveznica evolutivni korak u razvoju tržišta kapitala potvrđuje i praksa najvećih svetskih banaka poput Goldman Sachs, EIB, UBS, HSBC i mnogih drugih koje uveliko vrše emisije tokenizovanih obveznica upotrebom blokčejn tehnologije. J.P. Morgan, najveća američka banka, otišla je i korak dalje i kreirala Onyx, sopstveni blokčejn

protokol i JPM coin, sopstveni token koji služi za efikasniji kliring i poravnanje. Takođe, napominjemo da MiCA, kao krovni pravni akt EU koji uređuje oblast digitalne imovine, ne zabranjuje bankama pružanje usluga povezanih sa digitalnom imovinom niti posedovanje i obavljanje transakcija sa digitalnom imovinom što predstavlja jasan stav evropskog regulatora o rizicima i prilikama koje digitalna imovina donosi finansijskom sektoru.

Prikupljanje kapitala putem izdavanja digitalnih tokena

Kao jedan od glavnih ciljeva prilikom donošenja Zakona isticano je kreiranje inovativnog mehanizma za prikupljanje kapitala koji je neophodan srpskoj privredi. Takav mehanizam trebalo je da budu digitalni tokeni. U nastavku sledi analiza trenutnog mehanizma, kao i predlozi za unapređenje. Važno je napomenuti da odluka izdavaoca da je određena digitalna imovina virtuelna valuta ili digitalni token nema značaja već se njena priroda određuje u skladu s karakteristikama te digitalne imovine. Isto važi i za odluku izdavaoca kojom određuje da je određena digitalna imovina finansijski instrument. I u tom slučaju gledaju se karakteristike te digitalne imovine, a ne šta je izdavalac jednostrano odlučio.

Nakon što je doneta odluka da se izda digitalni token

i utvrđeno da ima odlike samo digitalnog tokena, a ne i virtuelne valute, postavlja se pitanje da li digitalni token ima karakteristike finansijskog instrumenta u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala (ZTK). Ukoliko digitalni token nema odlike finansijskog instrumenta, na njegovo izdavanje će se primenjivati samo odredbe Zakona što predstavlja značajnu olakšicu u smislu procedure izdavanja. Međutim, ovde postoji još jedna olakšica, a to je da će se čak i ukoliko digitalni token ima sve odlike finansijskog instrumenta, na izdavanje primeniti samo Zakon, a ne ZTK ukoliko su ispunjeni sledeći uslovi:

- digitalni token nema odlike akcija;
- digitalni token nije zamenljiv za akcije;
- ukupna vrednost digitalnih tokena koje tokom perioda od 12 meseci izdaje jedan izdavalac ne prelazi iznos od 3.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara prema evru koji utvrđuje NBS na dan izdavanja, odnosno tokom primarne prodaje.

Dobra stvar je i da izdavaoci mogu da budu kreativni prilikom strukturisanja digitalnog tokena, imajući u vidu da Zakon ne propisuje obavezne karakteristike digitalnog tokena. Praktično gledano, to znači da izdavaoci samo treba da ispoštuju obaveze koje su propisane Zakonom, a koje su značajno jednostavnije od

onih propisanih ZTK. Bez obzira na adekvatnu nameru zakonodavca do olakša finansiranje kompanija, smatramo da ovako paušalno određen iznos ne korespondira sa stvarnim potrebama privrede i ne uvažava ekonomske pozicije izdavalaca digitalne imovine, kao ni „cost benefit“ doprinos izdavanja digitalne imovine. Nekoliko je razloga za ovakvu tvrdnju:

- Prvo, zašto uvoditi ograničenja za instrumente koji ne uspostavljaju bezuslovnu finansijsku obavezu izdavaoca, npr. token sa kojim se finansira poslovanje/projekat, a koji daje prava u prihodima ili rezultatima poslovanja, a može, i ne mora biti sredstvo razmene?

- Drugo, ovakvo ograničenje bi moglo da se poveže samo sa instrumentima duga, pod uslovom da predstavlja meru zaštite od rizika finansijskog poslovanja izdavaoca. No, finansijski rizik izdavaoca primarno ne opredeljuje iznos same obaveze već poslovni i time finansijski kapacitet izdavaoca.

- Treće, ovakvim zakonskim rešenjem, osim što se onemogućava razvojtržištaalternativnihfinansijskih instrumenata (kvazi kapitala) bez elemenata duga, istovremeno sa onemogućava relevantno finansiranje većih domaćih kompanija, kojima navedeni prag ne predstavlja preterani doprinos poslovanju.

Na kraju treba napomenuti da ovako rešenje objektivno Srbiju čini neinteresantnom za strane

kompanije, kao i za startup projekte, koji, po pravilu, imaju potrebe za izdavanjem digitalne imovine čija vrednost višestruko prevazilazi 3 miliona evra.

Zarad rešavanja konstatovanih ograničenja predložimo:

- Ukidanje ograničenja od 3 miliona evra za sve oblike digitalne imovine ili ukidanje ograničenje za instrumente koji nemaju elemente duga.

- Prag ograničenja opredeliti samo za elemente duga, tako da se uveća fiksni iznos praga i uvede odredba da postoji alternativna mogućnost da vrednost praga bude povezan sa poslovnim tj. finansijskim kapacitetom izdavaoca u vidu % od prihoda ili imovine.⁹

Ono što daje prostora za pravnu nesigurnost i različita tumačenja je odredba po kojoj će se navedeno pravilo primenjivati ukoliko digitalni token ima „sve odlike finansijskog instrumenta“. Sledeći osnovnu pravnu logiku,

logično bi bilo pogledati zakon koji primarno uređuje oblast tržišta kapitala i finansijskih instrumenata, a to je spomenuti ZTK u kome nigde ne postoji odredba koja bliže reguliše šta se to tačno podrazumeva pod „svim odlikama finansijskog instrumenta“. Postoji samo vrlo detaljno nabranjanje

⁹ Misailović A. (2023.) *Kako razviti tržište digitalne imovine u Srbiji – Analiza propisa i predlozi za njihovo unapređenje.*

različitih vrsta finansijskih instrumenta od prenosivih hartija od vrednosti, instrumenata tržišta novca, fjučersa, opcija, derivata itd. Predlažemo da Ministarstvo finansija ili Komisija donesu tumačenje koje bi detaljnije objasnilo šta se tačno podrazumeva pod „svim odlikama finansijskog instrumenta“.

Što se tiče konkretnog procesa izdavanja obveznica putem digitalnog tokena, podsetimo se da su obveznice vrsta finansijskog instrumenta, tačnije dužnička hartija od vrednosti koju izdavalac izdaje sa ciljem prikupljanja kapitala. S druge strane, investitori u obveznicu ostvaruju određen prinos na ime kupovine obveznice. Obveznicom se, kao i drugim finansijskim instrumentima, može trgovati na tržištima kapitala.

Do usvajanja Zakona izdavanje obveznica regulisao je isključivo ZTK. Usvajanjem Zakona stvorena je mogućnost da se obveznice izdaju i bez primene tih pravila, sa ciljem da se ovaj model finansiranja približi, pre svega, „startupovima“ i kompanijama srednje veličine. Naravno, i velike kompanije mogu da izdaju obveznice u obliku digitalnih tokena. Ukoliko su ispunjeni uslovi opisani u delu koji se odnosi na izdavanje digitalnih tokena koji su u isto vreme finansijski instrumenti, obveznice se mogu izdati bez primene pravila koja uređuje ZTK (zabranjeno je izdavanje tzv. zamenljivih/

konvertibilnih obveznica koje u određenim slučajevima mogu da se zamene za akcije čime bi se steklo vlasništvo nad izdavaocem).

Baš kao i kod strukturiranja digitalnih tokena, Zakon ostavlja prostor izdavaocima da sami odaberu vrstu obveznica koje će izdavati. To, praktično, znači da izdavaoci imaju punu slobodu da obveznicu prilagode svojim potrebama. Neke od mogućnosti koje izdavaoci imaju na raspolaganju kada su u pitanju vrsta kamate ili gotovinske isplate su:

- Fiksna stopa (sve isplate kamate poznate su u trenutku emitovanja i ostaju nepromenjene tokom čitavog životnog ciklusa obveznice). Na primer, izdavalac svake godine držaocu plaća kamatu od 5% plus glavnicu o dospeću.

- Nulta stopa (ne vrše se periodične isplate kamate već samo postoji razlika između vrednosti o dospeću i kupovne cene). Na primer, obveznica je kupljena po ceni od 950 dinara, a kada dođe datum dospeća, izdavalac je dužan da je isplati po vrednosti od 1.000 dinara.

- Promenljiva stopa. Najčešće se promenljiva stopa ugovara tako da prati neku referentnu kamatnu stopu poput Euribor-a ili Belibor-a.

- Isplata u drugim sredstvima, a ne u novcu – ova vrsta obveznica omogućava i isplate u digitalnoj imovini. Ovde je moguće biti kreativan, pa tako vrlo lako možemo zamisliti da investitori, primera radi,

ulažu *ether*, a zauzvrat dobijaju digitalne tokene X. Investicije su putem pametnog ugovora zabeležene na blokčejnu i shodno tome ne postoji mogućnost promene ili manipulacije. Na dan dospeća, pametni ugovor automatski šalje sredstva u *etheru* ili digitalnom tokenu X u novčanik investitora. Ceo proces je potpuno automatizovan, transparentan i maksimalno efikasan, bez potrebe za posrednicima.

Važna stvar prilikom izdavanja digitalnih tokena je i odobravanje belog papira. Komisija je donela Pravilnik o belom papiru i naknadnom belom papiru koji se odnose na digitalne tokene i koji određuje obaveznu sadržinu belog papira. Ukratko, izdavalac nije dužan da pribavi odobrenje belog papira već i bez njega može da izda digitalne tokene. Ipak, ukoliko se odluči za opciju da digitalne tokene izda bez belog papira, može se razumno očekivati da će poverenje investitora u digitalne tokene biti manje nego da je beli papir odobrila Komisija i što je mnogo važnije, imaće značajna ograničenja u pogledu mogućnosti oglašavanja inicijalne ponude digitalnih tokena. Naime, ukoliko za inicijalnu ponudu digitalnih tokena nije odobren beli papir, nije dozvoljeno oglašavanje u elektronskim medijima, štampanim medijima, na otvorenim površinama, korišćenjem interneta, kao ni direktno oglašavanje. Važno je naglasiti da je Zakon predvideo izuzetke u kojima

se može oglašavati inicijalna ponuda digitalne imovine za koju nije odobren beli papir i to u slučajevima kada je digitalna imovina namenjena ograničenom krugu lica ili do određene vrednosti.

Pre izdavanja digitalne imovine, izdavalac može da sačini beli papir koji sadrži sve neophodne podatke koji, s obzirom na posebne karakteristike izdavaoca i digitalne imovine koja se nudi, omogućava investitorima da donesu odluku o investiranju i procene rizike vezane za ulaganje u digitalnu imovinu. Zakon definiše beli papir kao dokument koji se objavljuje prilikom izdavanja digitalne imovine koji sadrži podatke o izdavaocu digitalne imovine, samoj digitalnoj imovini i rizicima povezanim sa njom i koji omogućava investitorima da donesu investicionu odluku zasnovanu na relevantnim informacijama. U tom cilju, u belom papiru navode se sažete, pregledne i razumljive informacije koje se prikazuju na način koji omogućava njihovu jednostavnu analizu. Podaci u belom papiru moraju da budu tačni, potpuni i jasni, i ne smeju da navode na pogrešan zaključak.

Beli papir, u suštini, predstavlja pandan prospektu koji se objavljuje prilikom izdavanja hartija od vrednosti na finansijskom tržištu, s tim da su sadržina i procedura izdavanja belog papira daleko jasniji i manje obimni i kompleksni od procedure predviđene za prospekt. Čini se da je, za razliku od prospekta

koji sadrži pregršt prevashodno finansijskih informacija i za čije razumevanje je potreban visok nivo finansijskog obrazovanja, beli papir koncipiran na način da bude razumljiv prosečnom investitoru. Na sličan način sadržinu belog papira propisuje MiCA. Sadržina belog papira koju propisuje ZDI dosta je jednostavnija nego uslovi iz MiCA što može da bude komparativna prednost našeg tržišta. U skladu sa domaćim zakonskim rešenjem, sadržina belog papira je ista, bez obzira na vrstu digitalne imovine koja se izdaje, dok MiCA propisuje posebnu sadržinu belog papira u zavisnosti od vrste digitalne imovine, pa se tako razlikuje sadržina belog papira za izdavanje kriptoimovine, tokena vezanih za imovinu i tokena e-novca. Beli papir koji propisuje MiCA u pojedinim delovima podseća na prospekt za izdavanje finansijskih instrumenata. Primera radi, MiCA propisuje da beli papir sadrži podatke o finansijskim rezultatima izdavaoca za poslednje tri godine. U skladu sa Zakonom, izdavalac je dužan da uz zahtev za odobrenje belog papira dostavi Komisiji finansijske izveštaje izdavaoca za poslednju poslovnu godinu sa izveštajem revizora ako je izdavalac u poslednjoj godini bio obveznik revizije, ali ti podaci nisu sadržani u samom belom papiru. Ovo je dobro rešenje zato što se ne opterećuje sadržina samog belog papira, a finansijski izveštaji svakako su javno dostupni svim

zainteresovanim licima, te investitori nisu uskraćeni za ove podatke.¹⁰

Mogućnost tokenizacije finansijskih instrumenata prema Zakonu o digitalnoj imovini

Pored prikupljanja kapitala putem digitalne imovine koji smo detaljno obradili, naredno pitanje koje se postavlja je da li je moguće tokenizovati finansijske instrumente. Podsetimo se da Zakon navodi da se na izdavanje digitalne imovine koja ima sve odlike finansijskog instrumenta, kao i na sekundarno trgovanje i pružanje usluga povezanih s takvom digitalnom imovinom, primenjuje ZTK. Ako postavimo pitanje šta bi to bila digitalna imovina koja ima sve odlike finansijskog instrumenta i pogledamo ZTK, jezičkim tumačenjem ne bismo našli odgovor, na šta je već i ukazano.

ZTK određuje da se dematerijalizovani finansijski instrumenti registruju kao elektronski zapisi na računima hartija od vrednosti u CRHoV, a na osnovu kojih zakoniti imalac finansijskog instrumenta ima određena prava u odnosu na izdavaoca. ZTK, dalje, navodi da dematerijalizovani finansijski instrument mora imati sledeće elemente upisane u CRHoV:

- 1) oznaku vrste finansijskog instrumenta;
- 2) identifikacione podatke o

¹⁰ Janković L. (2023). *Web3 Policy Lab izveštaj*.

- izdavaocu;
- 3) ukupan broj izdatih finansijskih instrumenata;
 - 4) ukupni nominalni iznos izdatih finansijskih instrumenata ako finansijski instrument glasi na nominalni iznos;
 - 5) datum upisa finansijskog instrumenta u CRHoV.¹¹

Šta možemo zaključiti iz citirane odredbe? Da svaki finansijski instrument (koji tehnički gledano predstavlja običan fajl/podatak) mora biti registrovan/zabeležen u CRHoV koji je na osnovu ZTK određen da kao nadležni državni organ predstavlja registar transakcija sa finansijskim instrumentima, odnosno centralizovanu bazu podataka. Svesni smo činjenice da je moguće u digitalni token inkorporirati različita prava i obaveze, baš kao što je to slučaj i sa finansijskim instrumentom. Međutim, digitalni token kao takav mora da postoji na blokčeju. Znamo da CRHoV (kao i drugi organi) Republike Srbije zasad ne drže svoje podatke na blokčeju.

Iz navedenog možemo zaključiti da finansijski instrumenti, trenutno, u smislu ZTK, načelno ne mogu biti izdavani u formi digitalnih tokena iz razloga što blokčejn tehnologija podrazumeva da u obradi transakcija i vođenju registra učestvuje više lica (nodovi), a ZTK je propisao da te poslove može da

obavlja samo CRHoV koji, kao što smo naveli, ne koristi blokčejn tehnologiju. Drugim rečima, u ovom trenutku nije moguće da se korišćenjem blokčejn tehnologije izdaju digitalni tokeni koji su u isto vreme i finansijski instrumenti. Jedini izuzetak od ovog pravila je već spomenuta odredba Zakona po kojoj čak i ukoliko digitalni token ima karakteristike finansijskog instrumenta, na izdavanje će se primeniti samo Zakon, a ne ZTK ukoliko su ispunjeni sledeći uslovi:

- digitalni token nema odlike akcija;
- digitalni token nije zamenljiv za akcije;
- ukupna vrednost digitalnih tokena koju tokom perioda od 12 meseci izdaje jedan izdavalac ne prelazi iznos od 3.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara prema evru koji utvrđuje NBS na dan izdavanja, odnosno tokom primarne prodaje.

Postavlja se pitanje da li bi se, pored izdavanja obveznica, i izdavanje drugih vrsta finansijskih instrumenata moglo podvesti pod navedeni izuzetak Zakona. Ne vidimo nikakve prepreke za takvo tumačenje. Takođe, iz tumačenja Zakona i ZTK proizlazi da ne bi bilo moguće izvršiti prikupljanje kapitala putem emitovanja digitalnih tokena u vidu obveznica ukoliko bi vrednost emisije prešla iznos od 3.000.000 evra. U tom slučaju,

¹¹ Pogledati član 8. Zakona o tržištu kapitala („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020).

primenjivala bi se samo pravila ZTK. Nakon izložene analize Zakona i ZTK, ostaje kao zaključak da dok se ne promeni regulativa, ili dok CRHoV ne počne da koristi blokčejn tehnologiju, u Srbiji neće biti moguće potpuno tokenizovanje finansijskih instrumenata iz ZTK.

Kao veoma zanimljiva javlja se i odredba po kojoj se Zakon neće primeniti u slučaju da se transakcije s digitalnim tokenima vrše isključivo u okviru ograničene mreže lica koja prihvataju te digitalne tokene (npr. korišćenje digitalnih tokena za određene proizvode ili usluge, kao oblika lojalnosti ili nagrade, bez mogućnosti njihovog prenosa ili prodaje). U ovom slučaju radi se o zatvorenim ekosistemima i stoga javni interes nije ugrožen, te ne postoji potreba za primenom odredaba Zakona. Ostaje upitno da li će se citirana odredba primeniti i na finansijske instrumente ukoliko su isti izdati u okviru ograničene mreže lica, bez mogućnosti prenosa. Primera radi, ukoliko je izdata tokenizovana obveznica bez mogućnosti prenosa trećim licima, uz mogućnost izdavaoca da je otkupi na zahtev držaoca. Čini se da će odgovori na ova pitanja morati da sačekaju do prvog pokušaja izdavanja digitalnih tokena u okviru ograničene mreže lica. A do tada, usled trenutnih pravnih i tehničkih ograničenja, moguće je da će se prva ozbiljnija tokenizacija u Srbiji desiti upravo unutar zatvorenih ekosistema

u kojima bi kompanije mogle da, zahvaljujući digitalnom tokenu koji izdaju, svojim klijentima odnosno kupcima ponude različite pogodnosti, a da istovremeno i same profitiraju.

Razvoj ekosistema digitalne imovine u Srbiji

Po uzoru na najbolju svetsku praksu, predložimo da se uzme u razmatranje osnivanje posebnog stručnog tela kome bi bio poveren mandat za sistemski razvoj tržišta digitalne imovine i tehnološke infrastrukture, bez zadiranja u postojeće nadležnosti koje Zakon uspostavlja za NBS i Komisiju. Inovativna tehnologija, token ekonomija i multifunkcionalnost digitalne imovine zahtevaju posebna znanja koja su retka, kao i potpunu posvećenost izgradnji novog tehnološkog i ekonomsko-pravnog sistema digitalne imovine. Na ovaj način bi se poslao i signal investitorima van, ali i unutar, Srbije da su digitalna imovina i digitalna ekonomija od strateške važnosti za državu i da pored povoljne regulative, postoji i sistemska podrška razvoju ovog segmenta privrede. Kao primer takvog organa može poslužiti VARA kao telo osnovano u UAE. Takvo stručno telo bi trebalo da bude sastavljeno od eksperata iz oblasti digitalne imovine, token ekonomije i blokčejn tehnologije koji bi trebalo da rade na sledećim temama:

- Dopuna propisa kroz definisanje

i uspostavljanje principa, standarda, imovine. okvira.

- Organizovanje edukacije državnih organa za koje postoji značajna verovatnoća da će se u skorije vreme susresti sa digitalnom imovinom u svom radu.

- Organizovanje praktičnih radionica i seminara gde bi se predstavnici privede upoznali sa mogućnostima koje blokčejn tehnologija i digitalni tokeni mogu doneti njihovom poslovanju: povećanje inovativnosti, povećanje prodaje, poboljšanje angažmana kupaca, pristup novim vrstama investitora, ušteda troškova itd. Podsećamo da su ovakve aktivnosti već predviđene Strategijom za razvoj tržišta kapitala Republike Srbije za period od 2021. do 2026. godine.

- Podrška razvoju blokčejn infrastructure.

- Program podrške privrednim subjektima za izdavanje digitalnih tokena koji bi uključivao pravnu, ekonomsku i tehnološku podršku.

- Tokenizacija udela kroz sistem/registar pravnog lica koje emituje udele na blokčejn tehnologiji, koji ima snagu javnog registra, i to bez notarizacije dokumenata i overe potpisa.

- Uspostavljanje standarda za pametne ugovore i javnu evidenciju prava iz pametnih ugovora.

- Uspostavljanje custody standarda.

- Podrška razvoju infrastrukture i decentralizovanih protokola za organizovano tržište digitalne

ZAKLJUČAK

Nakon analize relevantnih odredbi Zakona, sa akcentom na prikupljanja kapitala putem izdavanja digitalnih tokena, možemo zaključiti sledeće:

- Republika Srbija je iskoristila priliku da bude među prvim jurisdikcijama koja je donošenjem novog zakona regulisala oblast digitalne imovine.

- Analizirane odredbe, i pored prostora za poboljšanje, daju solidnu podlogu za finansiranje kompanija putem izdavanja digitalnih tokena uz sve prednosti navedene procedure u odnosu na finansiranje putem korporativnih obveznica i primene pravila iz ZTK.

- Potrebno je sistemski raditi na razvoju tržišta digitalne imovine, ali i na razvoju svesti kod privrednih subjekata koji su i dalje nedovoljno svesni mogućnosti koje im stoje na raspolaganju. Zarad postizanja navedenih ciljeva, neophodna je ne samo aktivna podrška, već i direktno učestvovanje države.

- Bilo bi mudro razmotriti osnivanje zasebnog tela, zaduženog isključivo za razvoj tržišta digitalne imovine, sa ciljem pozicioniranja Srbije kao jedne od najpoželjnijih lokacija za strane investicije i znanje iz oblasti digitalne imovine.

LITERATURA

1. <https://startit.rs/godisnje-istrazivanje-startup-genome-srbija-peta-na-svetu-po-broju-blockchain-developera/>

2. Erić, D., Đukić, M. i Bodroža, D. (2021). *Finansijska tržišta X.O.* Data status, Beograd.

3. Janković, L. (2023). *Web3 Policy Lab izveštaj.*

4. Jovanić, T. (2020). *Aktuelni pristupi regulatornom okviru virtuelnih valuta, Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom EU.*

5. Mihajlović, B. (2021). Digitalna imovina u pravnom sistemu Srbije: Osnovne karakteristike. Zbornik radova *Usklađivanje pravnog sistema Republike Srbije sa standardima EU*, Kragujevac.

6. Misailović, A. (2023). *Kako razviti tržište digitalne imovine u Srbiji - Analiza propisa i predlozi za njihovo unapređenje.*

7. Vujović, B. (2022). *Vodič kroz svet digitalne imovine i DeFi.* Samostalno izdanje autora.

8. Zakon o digitalnoj imovini („Sl. glasnik RS“, br. 153/2020).

9. Zakon o tržištu kapitala („Sl. glasnik RS“, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020).

PROCENA SISTEMSKOG RIZIKA ULAGANJA U AKCIJE IZ INDEKSA BELEX15 PRIMENOM BETA KOEFICIJENTA I PRILAGOĐENOG BLOOMBERGOVOG BETA KOEFICIJENTA

ASSESSMENT OF THE SYSTEMATIC RISK OF INVESTMENT IN THE BELEX15 SHARES USING THE BETA COEFFICIENT AND THE ADJUSTED BLOOMBERG BETA COEFFICIENT

Lidija MADŽAR
Alfa BK univerzitet
Fakultet za finansije, bankarstvo i reviziju, Beograd
lidi.madzar@gmail.com

Borjana MIRJANIĆ
Beogradska akademija poslovnih i umetničkih strukovnih studija, Beograd
borjana.mirjanic@gmail.com

Dušica KARIĆ
Beogradska akademija poslovnih i umetničkih strukovnih studija, Beograd
prof.dusica@gmail.com

Sažetak

U finansijama se pojam rizika ulaganja može definisati kao statistička mera odstupanja trenutnih prinosa od očekivane stope prinosa, ali i kao mogućnost ostvarivanja gubitka od ulaganja u neki finansijski instrument. Sistemski rizik je uslovljen opštim makroekonomskim faktorima i prisutan je na celom tržištu bez mogućnosti diversifikacije. Za razliku od njega, nesistemski rizik je imanentan samoj kompaniji i moguće ga je smanjiti opreznom diversifikacijom tržišnog portfolia. Cilj ovog rada je da utvrdi sistemski, odnosno tržišni rizik deset najlikvidnijih akcija kompanija iz Srbije kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje ulaze u sastav vodećeg indeksa Beogradske berze Belex15. Članak se bavi izračunavanjem Standardnog β koeficijenta i Prilagođenog Bloombergovog β koeficijenta ovih akcija kao često primenjivanih modela merenja sistemskog rizika u periodu od početka 2019. godine do kraja 2021. godine. Pri tome se nesistemski rizik ulaganja meri standardnom devijacijom prinosa posmatrane akcije. Rezultati sprovedene analize su ukazali na to da je najveći sistemski rizik ulaganja, a ujedno i agresivno učešće u posmatranom

periodu imala akcija kompanije Aerodrom Nikola Tesla a.d., Beograd, dok je najmanju nestabilnost i volatilnost prinosa, a ujedno i defanzivno učešće pokazala akcija kompanije Fintel energija a.d., Beograd. Stoga se sa aspekta izračunatog sistemskog rizika investitorima preporučuje da ulažu u akcije FINT, koje su istovremeno ostvarile i kapitalnu dobit i najniži nesistemski rizik meren standardnom devijacijom prinosa.

Ključne reči: rizik ulaganja, sistemski rizik, nesistemski rizik, Standardni β koeficijent, Prilagođeni Bloomber-gov β koeficijent, Beogradska berza, Fintel energija a.d., Beograd.

Abstract

In finance, the concept of investment risk is a statistical measure of the current returns' deviation from the expected rate of return, but also as the possibility of realizing a loss from investing in a financial instrument. Systemic risk is conditioned by general macroeconomic factors and is present in the entire market without the possibility of its diversification. Non-systemic risk is imminent to the company itself and can be reduced by careful diversification of the market portfolio. The aim of this paper is to determine the systemic (market) risk of the ten most liquid Serbian company shares that are included in the Belgrade Stock Exchange leading index Belex15. The article deals with the calculation of the Standard β coefficient and the Adjusted Bloomberg β coefficient of these stocks as frequently applied models for measuring systemic risk in the period from the beginning of 2019 to the end of 2021. The unsystematic investment risk is measured by the standard deviation of the observed stock's return. The research results indicated that the share of Aerodrom Nikola Tesla a.d., Belgrade had the highest investment systemic risk and at the same time aggressive participation in the observed period, while the share of Fintel energija a.d., Belgrade showed the least instability and volatility of returns and a defensive participation. Therefore, from the aspect of calculated systemic risk, investors are recommended to invest in FINT shares, which simultaneously achieved both capital gains and the lowest non-systemic risk measured by the standard deviation of returns.

Keywords: investment risk, systemic risk, non-systemic risk, Standard β coefficient, Adjusted Bloomberg's β coefficient, Belgrade Stock Exchange, Fintel energija a.d., Belgrade.

JEL: C58, G11, G32.

UVOD

Ekonomija rizika i neizvesnosti ima dugu istoriju koja datira još iz perioda od pre 300 godina. Jasuhiro Sakai (Yasuhiro Sakai) (2019b; str. 17) je utvrdio šest faza u tretiranju ovog pitanja koje su obeležile razvoj savremenog pristupa riziku i neizvesnosti u ekonomskim problemima, sa posebnim naglaskom na četvrtu, posleratnu fazu u kojoj su Džon fon Nojman (John von Neumann) i Oskar Morgenštern (Oskar Morgenstern) koncipirali svoju Teoriju igara (Theory of Games). Sakai opisuje i poslednju etapu kao fazu neizvesnosti koja je obeležila početak XXI veka, osporavajući postojeće doktrine i razvijajući nove pristupe ovoj problematici. Ovaj autor u svom drugom članku navodi da doba neizvesnosti ima najmanje dvostruko značenje: prvo, to je period uspostavljanja i razvoja ekonomije neizvesnosti i drugo, to je doba neizvesnosti i nepouzdanosti postojećih ekonomskih ideja i same ekonomske misli (Sakai, 2019a; str. 55-56).

Međutim, pitanjima neizvesnosti i rizika je tek nedavno počela da se obraća veća pažnja u savremenoj literaturi o finansijama. Formalno uvođenje rizika i neizvesnosti u ekonomsku teoriju pripisuje se Džonu fon Nojmanu i Oskaru Morgenšternu (1944), objavljivanjem prvog

izdanja njihove knjige *Teorija igara i ekonomskog ponašanja (Theory of Games and Economic Behavior)*. Oni su, proširujući teoriju preferencije potrošača, razvili funkciju korisnosti koja se može primeniti i u objašnjavanju averzije prema riziku, neutralnog stava i sklonosti prema riziku. Na taj način njihova funkcija korisnosti dodaje aspekt procene rizika vrednovanju dobara, usluga i krajnjih ishoda. Nešto kasnije se Frenk H. Najt (Frank H. Knight) u svojoj epochalnoj knjizi *Rizik, neizvesnost i profit (Risk, Uncertainty and Profit)* iz 1964. godine pozabavio analizom značaja rizika i neizvesnosti u razmatranju ekonomskih problema. Prema njemu, rizik predstavlja merljivu neizvesnost, odnosno onu situaciju u kojoj donosilac odluke može da utvrdi matematičku verovatnoću slučajnosti sa kojom se suočava. Sa druge strane, neizvesnost predstavlja onu situaciju u kojoj slučajnost ne može da se kvantifuje putem matematičke verovatnoće (Knight, 1964; str. 20). Toma, Chitița i Șarpe (2012; str. 976) prave jasnu razliku između stanja apsolutne izvesnosti koje podrazumeva tačno poznavanje privrednih fenomena i faktora uticaja i stanja neizvesnosti kao skupa neidentifikovanih i nepredvidivih uslova, faktora i stanja rizika pri kojima, sa izvesnom ekonomskom verovatnoćom, može da se utvrdi razvoj ekonomskih pojava, uticaj faktora i njihov mogući efekat. S

druge strane, Dženet Gough (Janet Gough) (1988; str. 9) pravi jasnu razliku između rizika i neizvesnosti, ukazujući na to da se ova dva pojma međusobno razlikuju prema preduzetim akcijama i ostvarenim ishodima, kao i prema verovatnoći pojave nekog događaja. Rizične su one situacije u kojima je skup mogućih ishoda unapred dobro poznat, ali neizvestan. Sa druge strane, neizvesne su one situacije u kojima je skup mogućih ishoda nepoznat. Pored toga, neizvesnost ne mora nužno da podrazumeva rizik, ali se javlja kao neophodan preduslov za njegovu pojavu.

Iva Vukasanović (2015; str. 13-39) opisuje rizik kao stalni pratilac aspiracija ljudi, vučnu silu poslovnih poduhvata i nezaobilaznu dimenziju preduzetničke delatnosti. Kada se radi o investicionim aktivnostima, investitori često percipiraju rizik kao mogućnost ostvarivanja gubitka od nekog ulaganja. Istovremeno, investicioni menadžment percipira rizik kao set tehničkih mera i specifičnih pokazatelja (α koeficijenta, β koeficijenta, momenata raspodele verovatnoće i alata za upravljanje rizikom) u investicionim portfoliima kojima se upravlja. Investicioni menadžeri ne gledaju na rizik kao na gubitak, već kao na volatilnost vrednosti ulaganja (Pušar Banović; 2022). U finansijama se rizik opisuje kao statistička mera odstupanja trenutnih prinosa od očekivane stope prinosa. Uzroci ovih odstupanja se

nalaze kako u opštim ekonomskim uslovima i sistemskim rizicima koji se ne mogu izbeći, tako i u rizicima specifičnim za neko preduzeće, privrednu granu ili hartiju od vrednosti koji se mogu izbeći i/ili makar smanjiti opreznom diversifikacijom. Dok sistemski rizik istovremeno utiče na veliki broj finansijskih instrumenata i sredstava, nesistemski rizik je specifičan za neku od ovih pojedinačno posmatranih kategorija (Ross, 2010; str. 411).

Savremena literatura o finansijama navodi nekoliko faktora koji utiču na cenu posmatrane akcije (Phuoc et al., 2018; str. 11): očekivana stopa rasta, očekivana vrednost dividende, nivo tržišne kamatne stope i stepen rizika. Racionalni investitori pokazuju tendenciju plaćanja više cene akcija koje kupuju u uslovima niskih kamatnih stopa i niskog nivoa rizika u svojoj nameri da odaberu one investicione portfolije koji će im maksimizirati prinose. Zbog toga oni ulažu u rizičnija sredstva samo ako očekuju pozitivnu premiju rizika. Hari Markovic (Harry Markowitz) (1952; str. 77-91) je bio prvi koji je koncipirao Savremenu portfolio teoriju (Modern Portfolio Theory) koja se može koristiti za objašnjenje odnosa između rizika i prinosa finansijskih instrumenata, a posebno akcija. Akcije koje imaju veće stope prinosa nose sa sobom i veći rizik ulaganja, dok važi i obrnuto. Markoviceva Savremena

portfolio teorija poznata je i po tome što je klasifikovala rizik na njegovu sistemsku i nesistemsku komponentu. Dok je sistemski rizik prisutan na celom tržištu bez mogućnosti njegove diversifikacije, nesistemski rizik se može eliminisati iz portfolia i svesti na nulu njegovom dobrom i razumnom diversifikacijom (Gardner et al., 2010; str. 103).

Savremena portfolio teorija pomaže investitorima da odaberu skup finansijskih instrumenata koji im daje što je moguće veći prinos uz minimiziranje rizika ulaganja. Ona polazi od toga da investitor ima averziju prema riziku, dok prilikom odlučivanja o izboru strukture portfolia on posvećuje posebnu pažnju očekivanom prinosu, odnosno srednjoj vrednosti i varijansi prinosa kao meri rizika ulaganja. Markovic je, takođe, ukazao i na važnost korelacije prinosa različitih akcija iz portfolia koja govori o jačini veze između prinosa akcija koje čine dati portfelj (Mirjanić, 2010; str. 116). Individualni ulagači se karakterišu različitim funkcijama korisnosti, odnosno različitim kombinacijama prihvatljivog prinosa i rizika. Ove kombinacije izbora željenih prinosa i rizika predstavljaju krivu indiferencije oblika latiničnog slova U koja se svodi na funkciju korisnosti. Pri tome, ulagači biraju onu investicionu strategiju koja će im maksimizirati očekivanu korisnost u mnogim vremenskim periodima, a čiji oblik zavisi od prinosa i rizika

finansijskih instrumenata sadržanih u portfoliu (Markowitz, 1991; str. 471).

Članak je strukturiran na sledeći način: nakon uvodnog dela, sledi opis primenjene metodologije istraživanja, uključujući i kritičku evaluaciju Modela vrednovanja kapitala i njegovih sastavnih celina u vidu razmatranja Standardnog, odnosno neprilagođenog β koeficijenta i Prilagođenog β koeficijenta kao tehnika koje se često koriste u analizi rizika ulaganja u finansijsku imovinu. Treći deo članka je posvećen razmatranju dobijenih rezultata, dok njegov završni deo izvlači najznačajnije zaključke o rizicima ulaganja u akcije iz vodećeg indeksa akcija Belex15 na Beogradskoj berzi.

MODEL VREDNOVANJA KAPITALA

Definisanje Modela vrednovanja kapitala

Model vrednovanja kapitala (*Capital Asset Pricing Model-CAPM*) predstavlja kamen temeljac teorije vrednovanja kapitala koji se i danas naširoko koristi u proceni troškova kapitala preduzeća i ocenjivanju performansi investicionih portfolia. Viliam Šarp (William Sharpe) i Džon Lintner (John Lintner) su formulisali ovaj model koji meri odnos rizika i prinosa finansijske aktive u datom

tržišnom portfoliju (Mirjanić, 2010; str. 119). Model predstavlja snažno intuitivno sredstvo za merenje rizika i predviđanje veze između očekivanog prinosa i rizika. Model vrednovanja kapitala se zasniva na modelu izbora portfolia koji je još ranije razvio Hari Markovic (1952, str. 77-91; 1959). U Markovicevom modelu, investitor bira portfolio u vremenu $t - 1$ koji bi trebalo da generiše stohastički prinos u narednom vremenskom periodu t . Markovicev model polazi od pretpostavke da investitori imaju averziju prema riziku i da se pri izboru efikasnog, odnosno adekvatnog portfolia usmeravaju samo na očekivanu, odnosno srednju vrednost i varijansu, to jest na rizik svojih investicionih prinosa. Investitori će se opredeliti za one portfelje koji (Fama & French, 2004; str. 26): a) minimiziraju varijansu prinosa za dati očekivani prinos i b) maksimiziraju očekivani prinos pri datoj varijansi prinosa ulaganja.

Model vrednovanja kapitala uključuje sledeći skup kategorija na kojima se zasniva izračunavanje željenog prinosa (Al-Afeef, 2017; str. 183-184):

- tržišnu liniju – koja obuhvata odnos između željenog prinosa i sistemskog tržišnog rizika predstavljenog β koeficijentom,

- nesistemski ili specifični rizik – koji nastaje kao posledica finansijskih ili upravljačkih odluka same kompanije. Prema teoriji Markovica, ovu vrstu rizika nije

moguće predvideti, ali se on može smanjiti kroz oprezno formiranje portfolia i njegovu diversifikaciju, minimiziranjem rizika ulaganja putem odabira onih finansijskih instrumenata među kojima postoji slab koeficijent korelacije i

- sistemski rizik – koji je uslovljen opštim tržišnim faktorima, makroekonomskim promenama, prirodnim nepogodama i sl. delujući na sve kompanije sa datog tržišta. Ova vrsta rizika se ne može smanjiti diversifikacijom, već se on mora predviđati i mora se obezbeđivati zaštita od njega. Sistemski rizik se izražava i meri putem β koeficijenta akcije posmatrane kompanije, analizom trenda njene linije tržišta ili primenom odgovarajuće formule.

Pri tome se ukupan rizik jednog finansijskog instrumenta može razložiti na njegovu sistemsku i nesistemsku komponentu na sledeći način (Phuoc et al., 2018; str. 11):

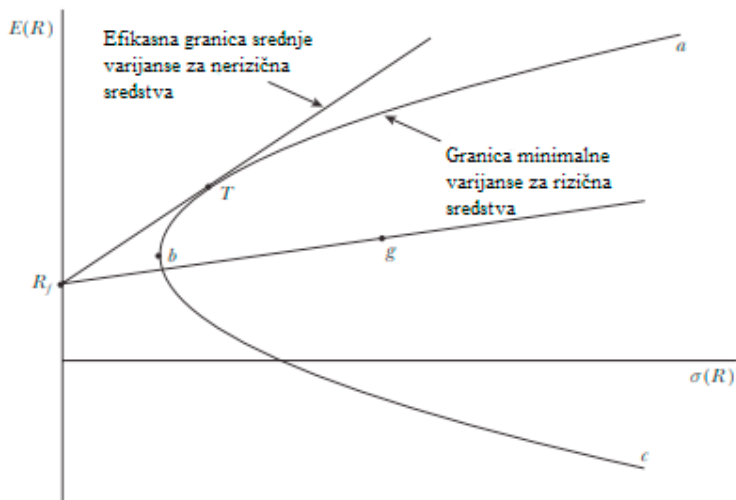
$$\sigma_j^2 = \beta_j^2 \sigma_M^2 + \sigma^2(e_j) \quad (1)$$

gde $\beta_j^2 \sigma_M^2$ predstavlja sistemski rizik (β rizik), dok $\sigma^2(e_j)$ predstavlja nesistemski, odnosno za firmu specifični rizik finansijskog instrumenta j . Savremena teorija tržišta kapitala ukazuje na to da investitori mogu steći premiju rizika samo pri preuzimanju sistemskog rizika, dok β koeficijent predstavlja meru sistemskog rizika standardizovanog rizikom tržišnog portfolia.

Slika 1 opisuje odnos između rizika portfolija $\sigma(R)$ i očekivanog prinosa $E(R)$. Dok horizontalna osa prikazuje rizik ulaganja meren standardnom devijacijom prinosa, vertikalna osa ukazuje na očekivani prinos datog portfolija. Kriva korisnosti na ovom grafiku abc , koju još nazivamo i granicom minimalne varijanse, ukazuje na kombinacije očekivanog prinosa i rizika u slučaju portfelja rizičnih finansijskih instrumenata. Ova kriva minimizira varijansu prinosa, odnosno rizik na različitim nivoima očekivanog prinosa. Ova slika ujedno ukazuje i na nagodbu između rizika i prinosa, upućujući na to da investitor koji

želi visok očekivani prinos, mora prihvatiti i njegovu visoku volatilnost (tačka a). S druge strane, investitor koji nije zainteresovan za visoki očekivani prinos, prihvata niži rizik ulaganja (tačka b). U tangennoj tački T, kao tački dodira krive korisnosti i efikasne granice srednje varijanse za nerizična sredstva, investitor može da ostvari osrednji očekivani prinos sa nižom volatilnošću prinosa. Konačno, tačka R_f ukazuje na očekivani prinos kada se sva sredstva ulažu u bezrizične akcije i u tom slučaju se radi o portfoliju sa nultom volatilnošću prinosa i stopom očekivanog prinosa bez rizika.

Slika 1. Raspoložive investicione mogućnosti



Izvor: Fama et al., 2004; str. 27.

Definisanje premije rizika i bezrizične stope

Model vrednovanja kapitala vrši kvantifikaciju tržišne premije pri preuzimanju rizika ulaganja koja prevazilazi njenu referentnu vrednost predstavljenu prinosom na bezrizična ulaganja. Prema originalnom Modelu vrednovanja kapitala (Sharpe, 1964; Lintner, 1965), prinos na bilo koji finansijski instrument iz optimizovanog tangentnog portfolia izražava se njegovom volatilnošću u odnosu na volatilnost tržišta, odnosno standardnom devijacijom na sledeći način (Chen, 2021; str. 916-917):

$$r_a = r_f + \sigma_a (r_m - r_f) \quad (2)$$

gde je r_a prinos datog finansijskog instrumenta, r_m je tržišni prinos, r_f je prinos pri ulaganju u bezrizična sredstva, dok σ_a predstavlja volatilnost individualnog finansijskog instrumenta u odnosu na volatilnost celog tržišta. Na ovaj način se dobija linearna funkcija koja definiše prinos na sredstvo r_a kao funkciju njegove volatilnosti σ_a .

Najpoznatiji oblik Modela vrednovanja kapitala polazi od pretpostavke da postojanje bezrizičnih finansijskih instrumenata omogućuje investitorima da se slobodno zadužuju i pozajmljuju svoja sredstva. U ovom slučaju se Model vrednovanja kapitala izražava β koeficijentom na sledeći način:

$$r_a = r_f + \beta_a (r_m - r_f) \quad (3)$$

Grafik prinosa sredstava r_a u odnosu na koeficijent β_a daje linearnu tržišnu liniju date hartije od vrednosti čiji nagib ($r_m - r_f$) predstavlja premiju rizika, dok njen odsečak ukazuje na bezrizičan prinos r_f .

β KOEFICIJENT

Beta (β) koeficijent neke investicione hartije od vrednosti (HOV) je mera volatilnosti njenih prinosa u odnosu na volatilnost celog tržišta kapitala. Ovaj pokazatelj zapravo meri senzitivnost pojedinačno posmatrane HOV u odnosu na preovlađujuća tržišna kretanja, koristi se kao mera sistematskog rizika ulaganja i predstavlja sastavni deo Modela vrednovanja kapitala kao statističke tehnike koja meri očekivani prinos na akcije. Za razliku od ne sistematskog rizika koji je inherentan samom finansijskom instrumentu i koji se može donekle eliminisati diversifikacijom, sistematski rizik je opšti i ne može se ukloniti diversifikacijom portfolia (Ross et al., 2010; str. 416). Kompanije čije akcije imaju viši iznos β koeficijenta se karakterišu većim rizikom ulaganja, ali i većim očekivanim prinosom (Corporate Finance Institute, 2022b). Na srpskom tržištu kapitala, odnosno Beogradskoj berzi β koeficijent se meri poređenjem prinosa posmatrane

akcije sa Belex15 berzanskim indeksom. Nije redak slučaj i da se prinos na dati finansijski instrument meri poređenjem sa prinosima sektorskih indeksa na tržištu kapitala poput Belex Prerađivačke industrije, Belex Rudarstva, Belex Poslovanja nekretninama i dr. (Beogradska berza, 2022b).

β koeficijent ujedno predstavlja i meru osetljivosti individualnog finansijskog instrumenta na tržišne prinose portfolia. Pri tome se prinos na tržišni portfolio najčešće meri berzanskim indeksima pojedinačno posmatranih tržišta kapitala, odnosno finansijskih tržišta na kojima se kotira posmatrana HOV (Pušar Banović, 2022). Pošto kovarijansa predstavlja procentualnu meru na osnovu koje nije lako proceniti relativni rizik ulaganja, u teoriji i praksi se obično primenjuje standardizovana mera rizika koja se dobija kao količnik kovarijanse svakog finansijskog instrumenta sa tržišnim portfoliom i varijanse tržišnog portfolia (Damodaran, 2012; str. 81). Drugim rečima, β koeficijent se dobija na osnovu sledeće formule:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Cov}(r_m, r_m)} = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma_m^2} \quad (4)$$

gde je $\text{Cov}(r_i, r_m)$ kovarijansa prinosa i -te akcije, odnosno ulaganja i i tržišnog prinosa m , dok je σ_m^2 varijansa tržišnog prinosa. Pošto kovarijansa tržišnog portfolia sa samim sobom zapravo predstavlja varijansu, uzima se da β koeficijent tržišnog portfolia iznosi 1.

Finansijski instrumenti koji su u proseku rizичniji imaju vrednosti β koeficijenta veće od 1, dok HOV koje su u proseku bezbednije za ulaganje imaju vrednost koeficijenta β nižu od 1. Pri tome će najmanje rizična HOV imati vrednost ovog pokazatelja jednaku 0 (Damodaran, 2012; str. 82).

β koeficijent individualno posmatranog finansijskog instrumenta se obično tumači na sledeći način. Ako je

- $\beta=1$, volatilnost posmatrane HOV je jednaka volatilnosti tržišta; njeni prinosi se srazmerno kreću prinosima na finansijskom tržištu.

- $\beta>1$, data HOV je nestabilnija od tržišta, odnosno njeni prinosi su volatilniji od ukupne volatilnosti tržišta i u tom slučaju se radi o njenom agresivnom učešću.

- $0<\beta<1$, data HOV je u manjoj meri nestabilna od tržišta, odnosno njeni prinosi su manje volatilni od prosečne volatilnosti tržišta i u tom slučaju se radi o defanzivnom učešću.

- $\beta=0$, data HOV nije u korelaciji sa tržišnim prinosima, odnosno radi se o HOV koja je bezbedna od rizika.

- $\beta<0$, data HOV je u negativnoj korelaciji sa tržišnim prinosima.

PRILAGOĐENI β KOEFICIJENT

Prilagođeni ili korigovani β koeficijent je namenjen proceni buduće vrednosti β koeficijenta

posmatranog finansijskog instrumenta. Ovaj indikator predstavlja prilagođenu vrednost koeficijenta koja se izračunava na osnovu istorijskih podataka i odražava tendenciju ovog pokazatelja ka tome da se tokom vremena *vraća*, odnosno kreće ka vrednosti tržišnog proseka u iznosu od 1. Izvorni β koeficijent, koji je poznat i kao neprilagođeni β koeficijent, se zasniva na istorijskim podacima, zbog čega se smatra nedovoljno preciznim pokazateljem budućih rizika prinosa. Pri tome je poznato da procene β koeficijenta dobijene primenom metode najmanjih kvadrata (*Ordinary Least Squares-OLS*) mogu biti podložne visokom stepenu greške, zbog čega se sposobnost ovog pokazatelja da proceni buduće prinose akcije sistemski povećava sa dužinom perioda predviđanja i pri primeni neke od metoda korekcije pristrasnosti u proceni (Gray et al., 2009; str. 220). Zbog toga se u praksi i primenjuju posebne ekonometrijske tehnike poput Vasicekovog prilagođavanja i Blumovog metoda izračunavanja korigovanog β koeficijenta sa ciljem da se ublaže greške u proceni i na taj način poveća pouzdanost dobijenog pokazatelja. Vasicekova korekcija (1973; str. 1233-1239) *pomera* procenu β koeficijenta dobijenu metodom najmanjih kvadrata u pravcu prethodnih očekivanja, dok je veličina tog pomeranja veća pri većoj vrednosti standardne greške

procene β koeficijenta metodom najmanjih kvadrata. S druge strane, Blum (1975; str. 785-795) navodi da postoji tendencija β koeficijenta da konvergira ka aritmetičkoj sredini svih β vrednosti. Ovaj autor opisuje ovu tendenciju korekcijom, odnosno ispravljanjem prošlih vrednosti β koeficijenta kako bi se njegova vrednost *vratila* na vrednost 1, pod pretpostavkom da prilagođavanje u jednom periodu predstavlja dobru osnovu za procenu u narednom periodu. Blumova tehnika se zasniva na poređenju posmatrane serije prinosa akcije u dva različita vremenska perioda (Blume, 1975; str. 785-795).

Nasuprot Blumu, Vasicekovo prilagođavanje se zasniva na izračunavanju procene β koeficijenta kao ponderisanog proseka njegove procene dobijene OLS metodom i njegovih prethodnih, odnosno *nultih* očekivanih vrednosti. Pri tome, *nulte* očekivane vrednosti β koeficijenta iz ove transformacije imaju vrednost 1 i zapravo predstavljaju procenjene vrednosti prinosa za prosečnu akciju na tržištu. Vasicek je na osnovu generalizacije Bajesove procene pokazao i da će veoma niska vrednost procene β koeficijenta verovatno biti uslovljena negativnom greškom u proceni, dok će veoma visoka vrednost procene ovog parametra verovatno biti uslovljena pozitivnom greškom u proceni, čak i ako je greška u proceni simetrično distribuirana (Vasicek, 1973; str.

1233-1239). Shodno tome, ako je procena β koeficijenta metodom najmanjih kvadrata za posmatranu firmu manja od 1, najbolja će prognoza prave β vrednosti za tu firmu biti nešto veća od njene procene dobijene OLS metodom. Slično tome, ako je procenjena vrednost β koeficijenta dobijena OLS metodom veća od 1, prilagođeni β koeficijent posmatranog finansijskog instrumenta će biti nešto niži od njegove originalne procene. Ovaj autor je takođe ukazao i na to da prilagođavanje sa ciljem eliminacije efekta greške u proceni zavisi od visine standardne greške procene β koeficijenta. Na taj način procena β koeficijenta prilagođena Vasicekovom metodom pripisuje određeni ponder OLS proceni, kao i određeni ponder prethodnoj, odnosno *nultoj* proceni koja je ranije formirana sa ciljem analize prinosa akcije, dok vrednost tih pondera direktno zavisi od standardne greške procene β koeficijenta.

Agencija Bloomberg je poznata kao jedna od retkih organizacija koja objavljuje informacije o neprilagođenom i prilagođenom β koeficijentu. Njena metodologija izračunavanja prilagođenog β koeficijenta takođe koristi istorijske podatke o prinosima akcija i zasniva se na Vasicekovom metodu ponderisanja, uz pretpostavku o tome da se tokom vremena vrednosti β koeficijenta datog finansijskog instrumenta kreću u pravcu tržišnog

proseka. U tom smislu se prilagođeni β koeficijent svodi na ponderaciju izvornog β koeficijenta i njegove tržišne vrednosti 1 na osnovu sledeće formule (Corporate Finance Institute, 2022a):

$$\text{Prilagođeni } \beta \text{ koeficijent} = 0,67x \\ \text{sirovi } \beta \text{ koeficijent} + 0,33x1 \quad (5)$$

Ovaj rad se bavi merenjem sistemskog, odnosno tržišnog rizika najlikvidnijih akcija deset domaćih kompanija sadržanih u Belex15 indeksu. Belex15 predstavlja vodeći indeks Beogradske berze koji je uveden sa ciljem što preciznijeg opisivanja tržišnih kretanja, odnosno cena najlikvidnijih akcija na Regulisanom tržištu Beogradske berze. Indeks Belex15 je ponderisan tržišnom kapitalizacijom HOV u slobodnom prometu (free float), nije prilagođen isplaćenim dividendama i sastoji se od akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja, koje su ispunile kriterijume za ulazak u tržišnu korpu. Indeks Belex15 je uveden 1. oktobra 2005. godine sa baznom vrednošću od 1.000,00 RSD, dok se njegova indeksna korpa revidira jednom u šest meseci i može da ima najmanje 7 i najviše 15 komponenti (Beogradska berza, 2012). U oktobru 2022. godine su u indeksnu korpu Belex15 bile uključene akcije sledećih deset domaćih emitenata predstavljene tabelom 1.

Tabela 1. Analizirane akcije iz indeksne korpe Belex15

	Naziv sektora	Akcije
1.	Poslovanje nekretninama	AERO-Aerodrom Nikola Tesla a.d., Beograd
2.	Rudarstvo	NIIS-Nis a.d., Novi Sad
3.	Finansijska delatnost i delatnost osiguranja	DNOS-Dunav osiguranje a.d., Beograd MTLC-Metalac a.d., Gornji Milanovac ENHL-Energoprojekt holding a.d., Beograd
4.	Prerađivačka industrija	TGAS-Messer Tehnogas a.d., Beograd IMPL-Impol Seval a.d., Sevojno ALFA-Alfa plam a.d., Vranje
5.	Građevinarstvo	JESV-Jedinstvo a.d., Sevojno
6.	Snabdevanje električnom energijom, gasom i parom	FINT/Fintel energija a.d., Beograd

Izvor: www.belex.rs.

Ovaj članak je posvećen utvrđivanju Standardnog (neprilagođenog) β koeficijenta i Prilagođenog β koeficijenta prethodno navedenih akcija iz indeksne korpe Belex15 kao često primenjivanih modela za izračunavanje sistemskog, odnosno tržišnog rizika. Ove mere rizika ulaganja su izračunate na osnovu istorijskih podataka o kretanju prosečne dnevne cene akcija na Beogradskoj berzi u periodu od 3.

januara 2019. godine do 30. decembra 2021. godine, obuhvatajući ukupno 756 opservacija po posmatranoj akciji.

REZULTATI I DISKUSIJA

U tabeli 2 dati su dobijeni rezultati opisne statistike prinosa posmatranih akcija iz vodećeg indeksa akcija Belex15 sa Beogradske berze.

Tabela 2. Deskriptivna statistika prinosa akcija iz indeksne korpe Belex15

Akcija	Aritmetička sredina (očekivani prinos $E(R)$)	Medijana	Standardna devijacija prinosa (rizik portfolia $\sigma(R)$)	Koeficijent asimetrije (skewness)	Koeficijent spljoštenosti (kurtosis)	Koeficijent varijacije prinosa (u %)
Belex15	0,0163	0,0000	0,7515	-1,4575	15,6768	4610,4295
AERO	-0,0311	0,0000	2,6606	-1,6637	21,9298	-8554,9839
NIIS	-0,0121	0,0000	1,0291	-0,1067	14,7883	-8504,9587
DNOS	0,0808	0,0000	2,2793	1,3369	36,1761	2820,9158
TGAS	0,0349	0,0000	1,4795	-2,3382	68,7563	4239,2550
MTLC	-0,0151	0,0000	0,9412	-0,7203	19,4137	-6233,1126
JESV	0,0601	0,0000	1,3338	-0,9304	48,6952	2219,3012

Akcija	Aritmetička sredina (očekivani prinos $E(R)$)	Medijana	Standardna devijacija prinosa (rizik portfolia $\sigma(R)$)	Koeficijent asimetrije (skewness)	Koeficijent spljoštenosti (kurtosis)	Koeficijent varijacije prinosa (u %)
FINT	0,0288	0,0000	0,7332	-1,1515	27,6995	2545.8333
IMPL	0,0204	0,0000	1,5297	-0,2720	18,0186	7498.5294
ENHL	-0,1013	0,0000	2,8043	-0,5658	32,1637	-2768.3119
ALFA	-0,0286	0,0000	1,3820	7,3833	132,6022	-4832.1678

Izvor: Kalkulacija autora.

Podaci u tabeli 2 pokazuju da je u posmatranom periodu 5 akcija ostvarilo kapitalni gubitak (ENHL, AERO, ALFA, MTLC i NIIS), dok je 5 akcija ostvarilo kapitalnu dobit (DNOS, JESV, TGAS, FINT i IMPL). Tržišni indeks Belex15 ostvario je prosečan dnevni prinos od 0,0163%. Standardna devijacija prinosa, kao mera nesistemske rizika, je najviša za akcije: ENHL, AERO i DNOS, dok je najniža za akcije: FINT, MTLC i NIIS. Pri tome je tržišni indeks Belex15 ostvario standardnu devijaciju u iznosu od 0,7515. Izračunati koeficijent varijacije prinosa, meren odnosom između standardne devijacije i srednje vrednosti prinosa posmatranih akcija, ukazuje na to da su u posmatranom periodu za date prinose najmanju varijabilnost prinosa, a ujedno i najmanji rizik ulaganja imale akcije AERO, NIIS i MTLC (najniže vrednosti), dok je najveća varijabilnost, a samim tim i rizik ulaganja bio zabeležen kod akcija IMPL i TGAS (najviše vrednosti).

U simetričnoj distribuciji koeficijent asimetrije jednak je

vrednosti 0 (Rachev, 2003; str. 107). Većina posmatranih akcija i tržišni indeks Belex15 imaju negativno asimetrične distribucije prinosa, što ukazuje na duži levi kraj distribucije, odnosno na veću verovatnoću ostvarivanja velikih negativnih vrednosti u odnosu na pozitivne vrednosti (TGAS, AERO, Belex15, JESV, MTLC, ENHL, IMPL i NIIS). Pozitivno asimetričnu distribuciju ostvarile su akcije kompanija ALFA i DNOS, što dalje znači da empirijska distribucija njihovih prinosa ukazuje na duži desni kraj i veću verovatnoću pojavljivanja velikih pozitivnih vrednosti u odnosu na negativne vrednosti (Jorion, 2003; str. 35). Pri tome, investitori preferiraju pozitivno asimetrične distribucije u odnosu na negativno asimetrične distribucije.

Za normalnu Laplas-Gausovu distribuciju koeficijent spljoštenosti ima vrednost jednaku 3, dok se pomoću ove vrednosti određuje zaobljenost ostalih distribucija. Ako je koeficijent spljoštenosti jednak 3, distribucija ima zaobljenost normalne krive, ako je koeficijent spljoštenosti >3 distribucija ima izdužen oblik (leptokurtosis), a ako je koeficijent

spljoštenosti <3 , distribucija ima spljošten oblik (platykurtozis). Na osnovu empirijske raspodele prinosa analiziranih akcija i tržišnog indeksa Belex15, zaključuje se da empirijske krive prinosa imaju svojstvo leptokurtozisa, odnosno da je verovatnoća pojavljivanja prinosa udaljenijih od srednje vrednosti, dakle u krajevima distribucije, značajno veća nego što to

pretpostavlja normalna distribucija. Ovo odstupanje, zajedno sa koeficijentom asimetrije, potvrđuje pretpostavku o nepostojanju normalnog rasporeda prinosa o čemu svedoče i podaci iz tabele 3 koja predstavlja rezultate sprovedenog Jarque-Bera testa normalnosti raspodele prinosa tržišnog indeksa Belex15 i posmatranih akcija.

Tabla 3. Rezultati Jarque-Bera testa normalnosti distribucije prinosa posmatranih akcija

Akcija	Vrednost Jarque-Bera statistike	Prob.	Opis raspodele prinosa
Belex15	5322,654*	0,0000	Nije normalna
AERO	11620,94*	0,0000	Nije normalna
NIIS	4373,002*	0,0000	Nije normalna
DNOS	34849,63*	0,0000	Nije normalna
TGAS	136710,4*	0,0000	Nije normalna
MTLC	8540,502*	0,0000	Nije normalna
JESV	65795,63*	0,0000	Nije normalna
FINT	19358,54*	0,0000	Nije normalna
IMPL	7104,958*	0,0000	Nije normalna
ENHL	26796,22*	0,0000	Nije normalna
ALFA	535257,1*	0,0000	Nije normalna

Izvor: Kalkulacija autora.

Pažnja: * označava statističku značajnost na nivou od $\alpha=0,05$ i $\alpha=0,01$.

Kao što se vidi iz navedenog tabelarnog prikaza, nijedna od posmatranih akcija nema normalnu distribuciju empirijske krive prinosa na nivou značajnosti od $\alpha=0,05$ i $\alpha=0,01$. Kritična vrednost χ^2 rasporeda za nivo značajnosti 5% iznosi 5,99, a za nivo značajnosti 1% iznosi 9,21, te sa verovatnoćom od 95% i od 99% odbacujemo nultu

hipotezu o postojanju normalne stopa prinosa jer je izračunata vrednost JB statistike tržišnog indeksa Belex15 i analiziranih akcija veća od 5,99 i od 9,21 (Jarque & Bera, 1987; str. 163-172).

Tabela 4 ukazuje na izračunate koeficijente korelacije prinosa indeksne korpe Belex15 i njoj pripadajućih akcija.

Tabela 4. Matrica Pearsonovih koeficijenata korelacije prinosa indeksa Belex15 i akcija u njegovom sastavu

Koeficijent korelacije i Prob.	Belex15	AERO	NIIS	DNOS	TGAS	MTLC	JESV	FINT	IMPL	ENHL	ALFA
Belex15	1										
AERO	0,6875* 0,0000	1									
NIIS	0,4553* 0,0000	0,1184* 0,0011	1								
DNOS	0,0938* 0,0099	0,0543 0,1360	0,0776* 0,0329	1							
TGAS	0,3338* 0,0000	0,1025* 0,0048	0,1843* 0,0000	0,0488 0,1808	1						
MTLC	0,1461* 0,0001	-0,0142 0,6960	0,0826* 0,0231	0,0186 0,6103	0,0426 0,2425	1					
JESV	0,2339* 0,0000	0,1107* 0,0023	0,0783* 0,0314	0,0190 0,6021	0,2910* 0,0000	0,0011 0,9755	1				
FINT	0,0604 0,0974	-0,0193 0,5959	0,0305 0,4020	0,0528 0,1473	0,0491 0,1775	0,1385* 0,0001	-0,0275 0,4510	1			
IMPL	0,0991* 0,0064	0,0456 0,2112	0,0418 0,2510	-0,0174 0,6341	0,0647 0,0758	0,0511 0,1610	0,0601 0,0988	-0,0167 0,6477	1		
ENHL	0,1634* 0,0000	0,0441 0,2257	0,1008* 0,0056	0,0501 0,1691	0,0474 0,1931	-0,0345 0,3437	-0,0094 0,7971	0,0460 0,2066	0,0093 0,7992	1	
ALFA	0,1187* 0,0011	0,0656 0,0717	0,0626 0,0859	0,0077 0,8331	-0,0160 0,6615	0,0087 0,8115	0,0482 0,1862	0,0002 0,9955	0,0317 0,3845	-0,0079 0,8280	1

Izvor: Kalkulacija autora.

Pažnja: * označava statističku značajnost na nivou od $\alpha=0,05$.

Najsnažniju korelaciju sa indeksom Belex15 imaju akcije AERO, NIIS, TGAS i JESV. Posmatrajući korelacione odnose između individualnih akcija, negativni koeficijent korelacije ostvarili su prinosi akcija FINT i JESV (-0,0275), AERO i FINT (-0,0193), IMPL i DNOS (-0,0174), IMPL i FINT (-0,0167), AERO i

MTLC (-0,0142), ENHL i JESV (-0,0094), ALFA i ENHL (-0,0079), što je od posebnog značaja prilikom optimizacije portfolia. Tabela 5 prikazuje izračunate vrednosti kovarijanse prinosa indeksa Belex15 i njemu pripadajućih akcija na osnovu kojih je i izračunat koeficijent pojedinačno posmatranih akcija (tabela 6).

Tabela 5. Rezultati analize kovarijance prinosa indeksa Belex15 i prinosa akcija u njegovom sastavu

Prinosi	Kovarijansa prinosa Belex15 i prinosa akcija iz indeksne korpe i Prob.
Belex15	0,5641 -
AERO	1,3729* 0,0000
NISS	0,3516* 0,0000
DNOS	0,1605* 0,0099
TGAS	0,3706* 0,0000
MTLC	0,1032* 0,0001
JESV	0,2341* 0,0000
FINT	0,0332 0,0974
IMPL	0,1138* 0,0064
ENHL	0,3438* 0,0000
ALFA	0,1232* 0,0011

Izvor: Kalkulacija autora.

Pažnja: * označava statističku značajnost na nivou od $\alpha=0,05$.

Tabela 6. Vrednosti Neprilagođenog i Prilagođenog β koeficijenta akcija iz indeksne korpe Belex15

Akcija	Neprilagođeni β koeficijent	Bloomberg-ov prilagođeni β koeficijent	Neprilagođeni β koeficijent iz regresije	Prob.
AERO	2,4338	1.9606	2,4340*	0,0000
NIIS	0,6233	0.7476	0,6234*	0,0000
DNOS	0,2845	0.5206	0,2845*	0,0099
TGAS	0,6570	0.7702	0,6571*	0,0000
MTLC	0,1829	0.4526	0,1829*	0,0001
JESV	0,4150	0.6080	0,4151*	0,0000
FINT	0,0589	0.3694	0,0589*	0,0974
IMPL	0,2017	0.4652	0,2018*	0,0064

Akcija	Neprilagođeni β koeficijent	Bloomberg-ov prilagođeni β koeficijent	Neprilagođeni β koeficijent iz regresije	Prob.
ENHL	0,6095	0.7383	0,6095*	0,0000
ALFA	0,2185	0.4763	0,2183*	0,0011

Izvor: Kalkulacija autora.

Pažnja: * označava statističku značajnost na nivou od $\alpha=0,05$.

Najviši sistemski rizik u posmatranom periodu imala je akcija AERO, dok je najnižu vrednost Neprilagođenog β koeficijenta imala akcija FINT (identični rezultati ostvareni su proračunom koeficijenta iz regresije). Međutim, primenom Bloomberg-ovog prilagođenog β koeficijenta smanjena je vrednost Bete akcije AERO, dok je Bloomberg-ov prilagođeni β koeficijent za sve ostale akcije povećao vrednost izvornog Neprilagođenog koeficijenta.

ZAKLJUČAK

Ovaj članak je posvećen izučavanju sistemskog, odnosno tržišnog rizika ulaganja u najlikvidnije akcije deset domaćih kompanija koje su sadržane u vodećem indeksu Beogradske berze Belex15. U radu je izračunata vrednost Neprilagođenog koeficijenta na osnovu odnosa između kovarijanse svakog finansijskog instrumenta sa tržišnim portfoliom i varijanse tržišnog portfolia (Formula 4), Neprilagođenog β koeficijenta iz regresije i Bloomberg-ovog prilagođenog β koeficijenta.

Rezultati analize su, najpre, ukazali na to da su u posmatranom periodu akcije ENHL, AERO, ALFA, MTLC i NIIS ostvarile kapitalni gubitak, dok su akcije kompanija DNOS, JESV, TGAS, FINT i IMPL ostvarile kapitalnu dobit. Pri tome je standardna devijacija prinosa, kao mera nesistemskog rizika, bila najviša za akcije ENHL, AERO i DNOS, dok je najniža bila za akcije FINT, MTLC i NIIS. Istovremeno je i izračunata vrednost koeficijenta varijacije ukazala na to da su najveću varijabilnost prinosa, a ujedno i rizik ulaganja ostvarile akcije IMPL i TGAS, dok su najmanju varijabilnost prinosa, a samim tim i najmanji rizik ulaganja ostvarile akcije AERO, NIIS i MTLC. Pri tome, nijedna od empirijskih distribucija kriva prinosa nije bila normalna. Većina posmatranih akcija (TGAS, AERO, JESV, MTLC, ENHL, IMPL i NIIS) i tržišni indeks Belex15 zabeležili su negativno asimetrične distribucije prinosa, što je ukazalo na duži levi kraj distribucije, odnosno na veću verovatnoću ostvarivanja velikih negativnih vrednosti u odnosu na pozitivne vrednosti. S druge strane, pozitivno asimetričnu distribuciju zabeležile su akcije kompanija ALFA

IDNOS, što dalje znači da empirijska raspodela njihovih prinosa ukazuje na duži desni kraj i veću verovatnoću pojavljivanja velikih pozitivnih vrednosti u odnosu na negativne vrednosti.

Konačno, najviši sistemski rizik ulaganja u posmatranom periodu imala je akcija AERO čija je vrednost Neprilagođenog β koeficijenta iznosila 2,4338, a Bloombergovog prilagođenog β koeficijenta 1,9606, ukazujući ujedno i na veću nestabilnost i volatilnost njenih prinosa od ukupne volatilnosti tržišta (agresivno učešće). S druge strane, najnižu vrednost Neprilagođenog β koeficijenta ostvarila je akcija FINT, čija je vrednost iznosila 0,0589, dok je njena vrednost Bloombergovog prilagođenog β koeficijenta bila 0,3694, ujedno sugerišući i manju nestabilnost i volatilnost njenih prinosa od prosečne tržišne volatilnosti (defanzivno učešće). Stoga se sa aspekta izračunatog sistemskog rizika investitorima preporučuje da ulažu u one akcije za koje su vrednosti ovih pokazatelja najniže, odnosno, u ovom slučaju, u akcije kompanije Fintel energija a.d., Beograd koje su istovremeno u posmatranom periodu ostvarile i kapitalnu dobit i najniži nesistemski rizik meren standardnom devijacijom prinosa. Pored toga, akcije ove kompanije su, takođe, pokazale i konzistentne i stabilne prinose koji nisu bili uslovljeni stanjem ukupnog finansijskog tržišta i domaće

privrede, zbog čega bi bilo poželjno ulagati u njih.

LITERATURA

1. Al-Afeef, M. A. M. (2017). Capital Asset Pricing Model, Theory and Practice: Evidence from USA (2009-2016). *International Journal of Business and Management*, Vol. 12, No. 8, pp. 182-192.
2. Beogradska berza. (2012). Metodologija za izračunavanje indeksa BELEX15. Beograd: Beogradska berza. Preuzeto sa https://www.belex.rs/files/trgovanje/BELEX15_metodologija.pdf.3
3. Beogradska berza. (2022a). BELEX15 – Indeksna korpa. Preuzeto sa <https://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belex15/korpa>.
4. Beogradska berza. (2022b). Tržišna kapitalizacija po sektorima: septembar 2022. Preuzeto sa https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/sektori.
5. Blume, M. E. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, Vol. 30, No. 3, June 1975, pp. 785-795. <https://doi.org/10.2307/2326858>
6. Chen. M. (2021). The Capital Asset Pricing Model. *Encyclopedia*. MDPI, 2021(1), pp. 915-933. Preuzeto sa <https://www.researchgate.net/deref/https%3A%2F%2Fdoi.org%2F10.3390%2Fencyclopedia10>

30070.

7. Corporate Finance Institute. (2022a). Adjusted Beta: A historical beta adjusted to reflect the tendency of beta to be mean-reverting. Toronto: CFI Team. Preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/adjusted-beta/>.

8. Corporate Finance Institute. (2022b). Beta: The volatility of returns for an investment, relative to the market. Toronto: CFI. Preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/what-is-beta-guide/>.

9. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3rd Edition. New Jersey: John Wiley and Sons. ISBN: 978-1-118-01152-2.

10. Fama, E. F., French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 3, pp. 25-46.

11. Gardner, J. C., McGowan, C. B., Moeller, S. E. (2010). Calculating The Beta Coefficient And Required Rate Of Return For Coca-Cola. *Journal of Business Case Studies*, Volume 6, Number 6, November/December 2010, pp. 103-110.

12. Gough, J. (1988). Risk and Uncertainty. *Information Paper* No. 10. New Zealand: Centre for Resource Management University of Canterbury and Lincoln College.

13. Gray, S., Hall, J., Klease, D., McCrystal, A. (2009). Bias, stability, and predictive ability in the measurement of systematic risk. *Accounting Research Journal*, Vol. 22, No. 3, pp. 220-236. <https://doi.org/10.1108/10309610911005563>.

14. Jarque, C. M., Bera, A. K. (1987). A Test for Normality of Observations and Regression Residuals. *International Statistical Reviews*, 55, pp. 163-172.

15. Jorion, P. (2003). *Financial Risk Manager Handbook*, 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons.

16. Knight, F. H. (1964). *Risk, Uncertainty and Profit*. Reprints of economic classics. New York: Augustus M. Kelley.

17. Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1, pp. 13-37.

18. Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91. <https://doi.org/10.2307/2975974>.

19. Markowitz, H. M. (1959). Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. *Cowles Foundation Monograph*, No. 16. New York: John Wiley & Sons, Inc.

20. Markowitz, H. M. (1991). Foundations of Portfolio Theory. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, pp. 469-477. <https://doi.org/10.2307/2975974>.

org/10.2307/2328831.

21. Mirjanić, B. B. (2010). Pouzdanost korišćenja Beta koeficijenta u procesu investicionog odlučivanja na Beogradskoj berzi. *Časopis Finansije*, br. 1-6/2010, str. 115-136.

22. Neumann, J. von, Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

23. Phuoc, L. T., Kim, K. S. S., Yingcai, S. (2018). Reexamination of Estimating Beta Coefficient as a Risk Measure in CAPM. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol 5., No. 1, pp. 11-16. Preuzeto sa https://www.researchgate.net/publication/324009701_Reexamination_of_Estimating_Beta_Coefficient_as_a_Risk_Measure_in_CAPM#:~:text=doi%3A10.13106/jafeb.2018.vol5.no1.11.

24. Pušar Banović, D. (2022). Measuring Investment Risk of Financial Instruments Using Beta Coefficient, VAR and CVAR Model. *The First Scientific and Professional Conference Belecon – Business, Economy, Law and Education*, June 2-3, 2022, Belgrade Business and Arts Academy of Applied Studies, Belgrade, in press.

25. Rachev. S. T. (2003). *Handbook of Heavy Tailed Distributions in Finance*. Amsterdam: Elsevier Science B.V. [https://doi.org/10.1016/B978-0-444-](https://doi.org/10.1016/B978-0-444-50896-6.X5000-6)

[50896-6.X5000-6](https://doi.org/10.1016/B978-0-444-50896-6.X5000-6).

26. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance*, Ninth Edition. Boston: McGraw-Hill Irwin.

27. Sakai, Y. (2019a). On the Economics of Risk and Uncertainty: A Historical Perspective. *The Hikone Ronso*, No. 419, pp. 42-58.

28. Sakai, Y. (2019b). On the Economics of Risk and Uncertainty: A Historical Perspective. In: J.M. Keynes Versus & F. H. Knight (eds.). *Evolutionary Economics and Social Complexity Science*, Vol. 18, pp. 17-37. Singapore: Springer. https://doi.org/10.1007/978-981-13-8000-6_2.

29. Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 425–442.

30. Toma, S. V., Chitița, M., Șarpe, D. (2012). Risk and Uncertainty. *Procedia Economics and Finance*, 3(2012), pp. 975-980.

31. Vasicek, O. A. (1973). A note on using cross-sectional information in Bayesian estimation of security betas. *Journal of Finance*, Vol.28, Issue5, pp.1233–1239. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01452.x>.

32. Vuksanović, I. D. (2015). *Uticaj upravljanja rizikom na vrednost preduzeća u elektroenergetskom sektoru*. Doktorska disertacija. Beograd: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.

PRIKAZI

Kvin SLOBODIJAN

GLOBALISTI:

Kraj doba carstva i rađanje neoliberalizma¹

Akademski knjiga, Novi Sad, 2022.

Preveo sa engleskog Predrag Milidrag

Svet je na prekretnici i na putu ka blokovskoj podeli. Gde će taj šnir preći, preko čijih tapija i života, zašto i zbog čega, tumačiće sociolozi, politikolozi, novinari... Da bi to bolje radili, trebalo bi da znaju tačnu istorijsku vremensku tačku od koje je sve počelo i koordinate u kojima su se kretali oni koji su stvarali današnji međunarodni poredak. Upravo to novo saznanje pruža Kvin Slobodijan (Quinn Slobodian), profesor istorije na Koledžu Velesli (Wellesley College), u svojoj novoj studiji *Globalisti: Kraj doba carstva i rađanje neoliberalizma*.

U knjizi se predočava da je među neoliberalima vladao strah od zahteva za novom distributivnom pravdom koja bi došla od siromašnog Juga. Instruktivna uputnica je i informacija da globalističke ideje nisu došle iz SAD. One su stvorene na tlu Evrope, među intelektulcima koji su se sastajali u Ženevi i drugim evropskim gradovima i bili podržani od Rokfelera i ostalih moćnika iz sveta biznisa. Glavna snaga rukopisa ovog dela leži u činjenica da je Evropska unija – najuspeliji poduhvat tog Drim-tima (*eng.* Dream Team).

Naslov i podnaslov studije eksplicitno odražavaju temu: geneza i uticaj neoliberalne misli na organizaciju globalnog poretka.

Slobodijan sagledava suštinu neoliberalizma, pedantnim istorijskim praćenjem njegovog nastanka i razvoja – u širem kontekstu od većine dosadašnjih istraživača, pri čemu posredno iskazuje i način civilizacijskog spoznavanja stvarnosti.

Odakle je neoliberalizam potekao, na kojim vrednostima se zasniva, kako je postao okosnica ekonomije i politike, kakve efekte je imao na razvoj demokratije i slobodu medija i na koji način je obeležio kulturu – glavna su istraživačka pitanja u knjizi.

¹ Naslov originala: Quinn Slobodian, *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2018.

Odgovore na njih autor je, uglavnom, pronašao oštroumnim praćenjem zamisli i praksi glavnih pobornika neoliberalizma koji su odigrali ključnu ulogu u procesima globalizacije: Ludviga fon Mizesa (Ludvig von Mises), Gotfrida fon Haberlera (Gottfried von Haberler), Vilhema Repkea (Wilhelm Röpke), Lajonela Robinsa (Lionel Robbins), Fridriha fon Hajeka (Friedrich von Hayek) i drugih.

Vrsta dela je istorijskog karaktera. Kompleksna tematika je obrađena autentično, na metodološki adekvatan način. Slobodijanov iscrpan hronološki obuhvat korena neoliberalnih ideja od posebnog je značaja za razvoj društvenih nauka.

Knjigu karakterišu: savremen i inspirativan prilaz problematici, zasnovanost na merodavnim izvorima, težnja nepristrasnosti i edukativna komponenta.

Materija je izložena jasnim, informativnim i interesantnim jezikom – sa visokim nivoom preciznosti i uz uvažavanje kriterijuma u domenu naučno-istraživačkog rada – i podstiče brojna razmišljanja i poređenja sa današnjim trenutkom.

Prevod izvornog značenja duge i složene sadržine je kvalitetan. Ujednačena je terminologija unutar teksta i očuvan istovetan stil pisanja sa originalom.

Studija je štampana latiničnim pismom na četiri stotine trinaest stranica, u tvrdom povezu sa omotnicama. Skladan dizajn korica, prilagođen oblasti kojom se delo bavi, postignut je brižljivim odabirom boja, vrste i veličine fonta i drugih grafičkih elemenata. Neupadljivim, isprekidanim geometrijskim linijama i strelicama – kreativno iscrtana zemljina lopta (na naslovnoj stranici), simbolično pokazuje perspektivu globalizacije. Na poledini su sumirane glavne poente knjige. Priložene su i informacije o autorovom obrazovnom profilu i praksi koju poseduje.

Strukturu dela, koja prati naučni standard, čine: *Posveta*, u minimalnoj formi teksta (inicijali imena), *Sadržaj* – pregled poglavlja, koji pruža informacije o organizaciji knjige i *Skraćenice* – sačinjene prema izvornim nazivima. Sadržina studije tehnički je korektno uređena i pregledno sistematizovana u sedam tematskih celina (poglavlja) koje se granaju na nekoliko manjih, efektno naslovljenih celina (potpoglavlja), kojima prethode uvodne napomene, a na kraju su data zaključna razmišljanja. Polagani prelazi ka predstojećoj celini napravljeni su sintezom izloženih kritičkih razmatranja na kraju prethodnog ili osvrto na početku novog poglavlja. Domišljati, koncizno formulisani naslovi poglavlja (svako počinje sa rečju „svet”, bez obzira na to što se interpretiraju različiti periodi neoliberalne misli) – ispod kojih su navedeni poučni citati, jasno sažimaju ideju koja će biti izložena.

U *Reči zahvalnosti* – saradnicima studije i bliskim osobama, autor otkriva glavnu motivaciju za pisanje dela. *Napomene* – sadrže 1360 pregledno navedenih beležaka (koje olakšavaju čitanje) i popis korišćene literature iz koje može da se sazna više o temi istraživanja. Izrađen je i *Indeks* – transkribovanih i etimoloških oblika imena pominjanih autora, poređanih po abecednom redu. Grafički prilozi demistifikuju složene delove materije prezentovane u tekstu i zaokružuju sticanje novih saznanja.

Uvod, pod nazivom „Misliti u kategorijama svetskih poredaka”², je obiman, pruža informacije o značaju teme, glavnim tačkama koje će u tekstu biti sagledane i pojašnjava Slobodijanovo stanovište da je trenutak začetka neoliberalnih ideja – period nakon završetka Prvog svetskog rata, a ne 1947. godina – odnosno osnivanje društva Mont Pelerin (*Mont Pelerin Society* – MPS) koja je polazište većine istorija neoliberalizma.

Prvo poglavlje, naslovljeno kao „Svet zidova”³, naznačava promene nakon Prvog svetskog rata koje su najviše doprinele temeljima neoliberalizma: nestajanje četiri carstva (nemačkog, austrougarskog, osmanskog i ruskog), nova teritorijalna podela Evrope, težnja ka samodovoljnosti novostvorenih država (podizanje „zidova” između nacija), duboke ekonomske posledice i osnivanje dva najvažnija međunarodna ekonomska tela – Međunarodne trgovinske komore (*International Chamber of Commerce* – ICC) i Lige naroda (*League of Nations*).

Time je osvetljeno kako se posle Velikog rata nametala potreba za osmišljavanjem načina za oživljavanje privrede odnosno da je obrazovanje neoliberalnih principa „započelo neposrednim problemima izrada ekonomskih smernica, a ne apstraktnom kontemplacijom” (str. 45).

Drugo poglavlje, „Svet brojeva”⁴, opisuje uticaj Velike depresije, koja je počela 1929. godine i trajala do 1939. godine, na ustrojstvo sveta i – neoliberalalnu misao.

Radi razumevanja uzroka krize, izgrađivanja metoda prevazilaženja njenih destruktivnih učinaka i preveniranja ponavljanja, svetska ekonomija je predstavljena numeričkim pokazateljima (što je omogućilo napredak u razvoju makroekonomije).

² Ova početna celina studije podeljena je na pet podcelina naslovljenih kao: „Ograđivanje radi zaštite, ne oslobađanje”, „Ženevska, a ne Čikaška škola”, „Militantni globalizam, ne tržišni fundamentalizam”, „Tri naprsline neoliberalnog stoleća” i „Vertikalne popravke za dezintegrišući svet”.

³ Strukturu ovog dela knjige čine sledeća podpoglavlja: „Militantni liberalizam u Ringštraseu”, „Pronalazak tarifnog zida”, „Barikade u gradu, jul 1927.” i „Posmatrati kao robu”.

⁴ Ova celina je organizovana u pet tematskih delova: „Uspon barometarske vizije”, „Istraživanje poslovnog ciklusa i moderna država”, „Puls sveta”, „Postoji li svetska ekonomija” i „Kolokvijum ‘Volter Lipman’ kao svetski projekat”.

Tokom dvadesetih godina XX veka, neoliberali su učestvovali u istraživanjima i dali doprinos grafičkom i brojčanom prikazivanju ekonomije (nacionalne i globalne).

„Do kraja tridesetih godina, međutim, jezgro neoliberalnih pokreta reagovalo je na uspon onoga što su zvali ekonomskim nacionalizmom, posebno u centralnoj Evropi, tako što su negirali da se ekonomija uopšte može videti”⁵, što je „preorijentisalo neoliberalni projekat s govora o ekonomiji na govor o okviru koji je brani time što je ograđuje” (str. 35).

Treće poglavlje, čiji je naslov „Svet federacija”⁶, analizira razvoj neoliberalnih ideja tokom tridesetih i četrdesetih godina dvadesetog veka. „Namesto carstava” predstavljen je Hajekov, Mizesov i Robinsov predlog „sveta federacija” – detaljan plan neoliberalnih zamisli za „jednu međunarodnu federaciju dvostruke uprave koja bi obuhvatila neopisivo tržište” (str. 35).

Specifičan pojam forme dvostrukog upravljanja (težište idealnog neoliberalnog poretka) osmišljen je radi razgraničavanja upravljanja u podvostručenom svetu koji kapitalizam proizvodi – jedan je svet ekonomije i vlasništva (*dominium*⁷) koji bi koegzistirao sa drugim svetom nacija (*imperium*⁸) (str. 37 i 133). „Svetski ekonomski poredak zavisi od zaštite *dominuma* (vladavine svojine) protiv posezanja *imperiuma* (vladavine država)” (str. 295).

U ovom poglavlju, Slobodijan je izneo gledište „da je neoliberalizam rođen delimično kao kritika nacionalnog suvereniteta”, a u prethodnom je tvrdio da je on bio „kritika arogancije verovanja u svemoć” („i da je on, takođe, kritika onog što su neoliberali videli kao još jedan kolosalan akt ljudske arogancije, uverenje da društva mogu stvarati vlastite zakone”) (str. 134).

Naredna poglavlja su usredsređena na različite institucionalne projekte (često neuspešne) u kojima su liberali učestvovali jer su u njima „videli potencijalnu snagu koja će nametati svetsko tržište” (str. 34 i 105).

Četvrto poglavlje, „Svet prava”⁹, bavi se uspostavljanjem pravnog

⁵ Slobodijan konstatuje da je delimičan razlog zbog kojeg su istoričari zanemarivali činjenicu da je „neoliberalizam rođen iz projekata posmatranja na svetskom nivou, iz globalne statistike i međunarodnih istraživanja poslovnog ciklusa”, „taj što je krajnji zaključak neoliberala o Velikoj depresiji i njenim posledicama bio da brojke nisu dovoljne” (str. 72).

⁶ Podpoglavljia koja se nalaze u okviru ovog dela knjige su: „Kontrakolonijalizacija i svetska ekonomija”, „Robins i ideja deplaniranja”, „Hajekova neoliberalna federacija”, „Mizes i habzburški izvori dvostruke vlasti” i „Repke, dominium i imperium”.

⁷ „Svet svojine gde ljudi poseduju stvari, novac i zemlju raspršenu po čitavoj zemaljskoj kugli” (str. 22).

⁸ „Svet iseckan na ograničene, teritorijalne države gde vlade upravljaju ljudskim bićima” (str. 22).

⁹ Ova celina razvijena je u četiri dela: „Opasnost od ekonomske demokratije”, „Ljudsko

okvira koji bi pružio adekvatnu potporu globalnom poretku kapitala.

Bretonvudski sistem (Bretton Woods system)¹⁰ „jedva da je liberalima ponudio nadu da bi mogao funkcionisati kao čuvar svetske ekonomije”. „Rešenje Ujedinjenih nacija¹¹ za kraj doba carstva, davanje glasa nacijama koje su se množile u neevropskom svetu”, neoliberali su videli kao „pretnju ravnoteži između *dominiuma* i *imperiuma*”. „Radeći ponovo sa ICC-om, neoliberali su pomogli u izradi univerzalnog investicionog kodeksa i bilateralnih investicionih sporazuma za koje su se nadali da će odbraniti kapital u 'svetu prava'” (str. 35).

Peto poglavlje, pod naslovom „Svet rasa”¹², predočava kako je neoliberalna potreba za predupređivanjem potencijalnog poremećaja svetskog ekonomskog tržišta – koji je mogao biti izazvan zahtevima za masovnom demokratijom – odvela neke neoliberele na put radikalnih ekonomskih reformi kao što je čileanski slučaj Augusta Pinočea (Augusto Pinochet).

S tim u vezi, detaljno razmatranje neoliberalnog odnosa prema južnoafričkom aparthejdu – koji je u istorijskoj literaturi neznatno izučavan – središnja je tema ovog poglavlja.

„Gotovo svi razmatrani neoliberali odbacivali su rasu kao kategoriju u analizi, posebno nakon 1945, ali pažnju privlači Vilhelm Repke zbog verovanja da odbrana svetske ekonomije znači odbranu zapadnih hrišćanskih principa i principa belog čoveka, protiv onog što je neoliberal Vilijam H. Hat (William H. Hutt) nazvao 'crni imperijalizam'”, objašnjava Slobodijan i ističe da je: „Repkeovo poratno verovanje u 'svet rasa' na mnoge načine bilo znak udaljavanja od glavnog toka neoliberala Ženevske škole” (str. 35). Autor naglašava da su „ličnosti kao što su Hajek, Fridman i Hat takođe kritikovale diplomatsku izolaciju vlasti bele manjine na jugu Afrike, ali s razloga koji su bliski temi ove knjige, naime, zbog pogibelji demokratije bez ograničenja i potrebe da se svetski ekonomski poredak zaštititi od političkih zahteva društvene pravde” (isto).

Iz prethodno navedenog proizlazi da je preovladavajuće viđenje

pravo kapitala na beg”, „Kapitalistička magna carta” i „Bilateralno rešenje”.

¹⁰ Osmišljen je 1944. godine (na konferenciji predstavnika 44 zemlje) – kada su formirane i dve organizacije za međunarodnu monetarnu i finansijsku saradnju: Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund – IMF) i Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank for Reconstruction and Development – IBRD).

¹¹ Osnivanjem ove međunarodne organizacije 1945. godine (od strane 51 države) ukinuta je Liga naroda.

¹² Ovaj deo knjige sadrži sledeće manje celine: „Repke i linija Zambezi”, „Protiv globalnog Nju dila”, „Economista prorok iz druge Evrope”, „Front se seli na Jug”, „Kamatna teorija civilizacije”, „Hat i rešenje s ograničenim pravom glasa” i „Fridmanov i Hajekov militantni globalizam protiv sankcija”.

neoliberalna bio svet pravila, a ne svet rasa, a mesto gde je taj svet započeo, kako je Slobodijan podvukao (u dva završna poglavlja) – bila je Evropa (str. 199).

Šesto poglavlje, nazvano „Svet ustava”¹³, usmereno je na trenutak stvaranja evropskog institucionalnog okvira – Evropske ekonomske zajednice (European Economic Community – EEZ).

Posebno je obrazloženo razilaženje neoliberalnih globalista u pogledu shvatanja vrednosti evropskih ekonomskih integracija.

Starija generacija Ženevske škole neoliberalna – univerzalisti, kao Vilhelm Repke, Gotfrid Haberler i Mihael Halperin, protivila se Evropskoj ekonomskoj zajednici odnosno segmentiranju svetskog tržišta i protekcionizmu, dajući prednost višem nivou globalne integracije kakav su branili Liga naroda i kasnije Opšti sporazum o tarifama i trgovini (General Agreement on Tariffs and Trade – GATT), a mlađa grupa neoliberalna – univerzalisti, kao što su Hans von der Groeben (Hans von der Groeben), Ernst Joachim Mestmeker (Ernst Joachim Mestmäcker) i Erich Hopman (Erich Hoppmann), Rimski ugovor iz 1957. godine je videla kao „ekonomski ustav i osnovu za buduće modele višespratnog upravljanja (str. 202-203) koje je izdvojeno od demokratskog donošenja odluka i omogućava kompletno nadziranje bezbednog kretanja kapitala po svetu”.

Sedmo poglavlje „Svet signala”¹⁴ demonstrira sukobljene ideje o svetskoj ekonomiji tokom sedamdesetih godina dvadesetog veka.

Slobodijan ukazuje da je Ženevska škola neoliberalna srazmerno uvećala primer Evrope radi slamanja otpora dekolonijalizovanih naroda za Novim međunarodnim ekonomskim poretkom (New International Economic Order – NIEO) i da su „gradeći na Hajekovim teorijama, njeni pripadnici i sledbenici u GATT-u konstruisali kontrateoriju teoriji NIEO-a, za koju su se nadali da bi mogla sprečiti da svetski poredak bude poremećen onim što su nazivali ekonomskom dekolonijalizacijom koja dolazi s margina” (str. 36).

Značajan prostor u studiji posvećen je neoliberalnoj viziji novog međunarodnog poretka – globalnoj ekonomiji signala, „ogromnom prostoru informacija koje se prenose pomoću cena“ (str. 245), „za šta su neophodni obavezujući konstitucionalizovani pravni okviri da bi se očuvali uslovi predvidivosti i stabilnosti za pojedinačne ekonomske aktere” (str. 36).

¹³ Pretposlednji deo studije sastoji se od četiri odeljaka: „Univerzalisti: neoliberali protiv Evrope”, „GATT versus Evroafrika: Haberlerov izveštaj iz 1958.”, „Konstitucionalisti: Rimski ugovor kao rođenje višestepenog upravljanja” i „Mestmeker, Bem i Šmit: Ekonomski ustav i presuda”.

¹⁴ Poslednje poglavlje knjige izdvojeno je na sledeće predmetne jedinice: „Homo regularis i pretencioznost znanja”, „Tanka linija osmišljenog plana”, „Novi međunarodni ekonomski poredak kao sistemska greška” i „Podešavanje slojevitog poretka”.

Polazeći od određenja globalne ekonomije u kibernetičkim okvirima, neoliberali su konstatovali: „Dalekosežna međunarodna podjela rada među milijardama ljudi moguća je samo oslanjanjem u velikoj meri na informacije prenete spontanom tržišnim cenama (kao kibernetički povratni mehanizam) i na slobodnom trudu miliona ljudi vođenih opštim pravilima privatnog i javnog, nacionalnog i međunarodnog prava“ (str. 278).

Slobodijan skreće pažnju da je ovakav pristup odigrao presudnu ulogu u formiranju Svetske trgovinske organizacije (World Trade Organization – WTO) – „krunske pobjede neoliberalnog projekta pronalazačenja izvanekonomske sile koja sprovodi pravila u svetskoj ekonomiji u dvadesetom veku“ (str. 36).

Zaključak, pod nazivom „Svet ljudi bez ljudi“¹⁵, zatvara knjigu promišljanjem da su za neoliberalne, u teorijskom smislu – ekonomija, kapital i trgovina ne samo iznad nacionalnih država, već i iznad osnovnih ljudskih prava i potreba.

Vešto skovanim izrazom – „svet ljudi“, ali „bez ljudi“, Slobodijan je označio ono što je esencija neoliberalizma: u svetskoj ekonomiji ima mesta za cirkulisanje novca, robe i kapitala, ali nema mesta za ljude odnosno pojedinca, njegove potrebe i vrednosti. Svako ljudsko mešanje (otpor, protest...) zarad poboljšanja i unapređivanja kvaliteta života – ugrožava funkcionisanje slobodnog tržišta na globalnom nivou.

Slobodijan zaključuje da su otpori protiv prethodno izloženog modela svetske ekonomije, kao što su, na primer, protesti u Sijetlu (Seattle) protiv STO i globalizacije, i „opadajuća popularnost obavezujućeg trgovinskog zakonodavstva“, ukazali „da čak i ako su namere neoliberala bile da 'uklone demos', na dobro ili na loše, još uvek nije uklonjen“ (str. 310).

Ako se uoče najnovije tendencije (namera stvaranja nadnacionalnog regulatora interneta i društvenih mreža), idealan neoliberalni koncept globalnog upravljanja koji je Slobodijan predstavio – (ni)je utopija.

Od interpretacije i pripisivanja značenja koje će dati savremenici zavisice razobličavanje zabluda u promišljanju neoliberalizma i pravcima kojima će se on kretati u budućnosti. Njegova namera je da opstane, a ne da nestane. Novinarskom izveštavanju, nakon ovog kapitalnog dela, koje na novi način osvešćuje i činjenicu da su mediji neizostavno vezani za ekonomiju i kapital (ne samo u nacionalnim i evropskim, već i u globalnim okvirima), moguće je dati produhovljen ton, olakšati suočavanje sa istorijskim greškama i prepoznavanje rizika za društvo u celini – na način koji će biti važan građanima, ali i nekim budućim donosiocima odluka.

Realni ekonomski odnosi ukazuju da je po svetsku zajednicu bilo opasno ostati dosledan i koherentan braneci ideju kretanja robe, kapitala

¹⁵ Unutar završnog dela studije nalazi se odeljak pod nazivom: „Sijetl i popravka odozdo“.

i ljudi, po regulacijama koje utvrđuje manji broj pojedinaca i moćnika, izmešten iz političkih institucija odlučivanja i smešten u senkama salonskih kancelarija u razvijenom delu sveta.

„Agresivni” (a moglo bi se reći i „represivni”) neoliberalizam isključivao je mogućnost formiranja svetskih ekonomskih organizacija koje bi u odlučivanju uvažavale paritet siromašnih nacija sveta. I to je, čini se, bila osnovna greška. Ta pretpostavka je podrazumevala, da će „status quo” u svetskom političkom sistemu ostati – da će bogate zemlje i dalje biti bogate, a siromašne i dalje siromašne. Nije se uzela u obzir mogućnost da neka nacija, zahvaljujući svojoj izlovanosti, samodovoljnosti, snalažljivosti – postane bogata, što se dogodilo Kini (zato je ona „pretnja” postojećem poretku).

Ako su nacionalne granice i vlade, njihove birokratske procedure i institucije bile, prema neoliberalima, „kočničari” protoka kapitala, a siromašne države tretirane kao onostrane – nepoznate varijable sa nepredvidljivim pravcima delovanja, koje kapital može samo da koristi, ali mora biti pažljiv sa njima jer mogu da ga ugroze, potpuno je jasno, na osnovu sadašnjeg trenutka, da se kapitalizam uplašio – sam sebe. Progres, kao njegov osnovni činilac – uključivao je sve ove elemente i političke entitete.

Neoliberali su pogrešno pretpostavljali da je sa ovim elementima teško napraviti koherentnu ekonomsku celinu i strukturu. I umesto da ih uključi u svoj cilj, uvaži različitosti, kapitalizam je išao korak dalje. Po svoj opstanak smatrao je opasnu i samu demokratiju jer bi mogla da opstruira bezbednost i pokretljivost svojine i bude ograničavajući faktor za multiplikovanje kapitala. I to je bila netačna pretpostavka jer je bila embrion kasnijih ekonomskih i socijalnih nejednakosti koje su se pojavile u razvijenim zemljama sveta, među pripadnicima tih društava. Neoliberali nisu razmišljali da bi demokratska vlast bila „blagotvorna” po kapital – svojevrsni korektor, jer bi ga zakonima ograničavala u pohlepi, umnožavanju svojine na nezakonit način, pumpanju balona na tržištu, štampanju novca bez pokrića, zelenašenju banaka ili kolonijalnoj težnji za iskorišćavanjem prirodnih resursa i ljudskog kapitala nerazvijenih zemalja sveta.

Neoliberali su smatrali da je sprovođenje suvereniteta i autonomije ne samo nepreporučljivo već i nemoguće. Savremeni trenutak to poriče: mnoge nacionalne zemlje upravo sprovode sopstvene ekonomske politike, uvode protekcionizam, pa čak insistiraju na nacionalnim merama koje ne uvažavaju nadnacionalne ekonomske odluke EU (primer Mađarske, Češke i Slovačke izuzete iz sankcija EU prema Rusiji za uvoz ruske nafte).

Planeta može biti deljena na ekvivalentne ili samodovoljne delove, ali je druga stvar što se pojedini elitistički moćni svetski duhovi nisu pomirili sa njenom fizičkom strukturom ili raspodelom površina i resursa među

pojedinačnim državama. Rat u Ukrajini je i te kako dokazao tu dihotomiju.

Politička podela zemljine kugle je opstala, ali mora se napomenuti: da neoliberalizam nije bio toliko isključiv i da nije izbegavao da u svoj sistem uključi i delove koji su, po njegovim merilima, bili različiti i ispod njegovih kriterijuma – trenutna kriza bi možda bila izbegnuta, svet bi bio mnogo bolje mesto za život i što je najvažnije – ne bi bio na pragu mogućeg Trećeg svetskog rata.

Biljana VITKOVIĆ

Poštovani čitaoci i autori,

Dugi niz godina sa ponosom ističemo da se časopis Finansije kao „časopis za teoriju i praksu finansija“ objavljuje od 1946. godine. Reč je sigurno o jednom od najstarijih naučnih časopisa u našoj zemlji i regionu. Često je menjao formu i oblike, ali je uvek imao visok ugled u stručnim i naučnim krugovima.

Vremena se menjaju. Dolazi do promena u gotovo svim segmentima života. Promene nisu zaobišle ni časopis Finansije. Novi Pravilnik o kategorizaciji i rangiranju naučnih časopisa postavio je zahtev prema Ministarstvu finansija kao izdavaču časopisa da pronade akreditovanu naučnoistraživačku organizaciju kao suizdavača. Nakon više meseci skeniranja i selekcije potencijalnih kandidata za suizdavača odabrana je Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije. Novi Pravilnik, takođe, propisuje da urednik naučnog časopisa „mora da ima naučno, odnosno nastavno zvanje“.

Sve to je uticalo na odgovarajuće promene koje će uslediti u narednoj godini o čemu želimo da vas već danas upoznamo. Pored promena na planu izdavača odnosno suizdavača i imenovanja novog glavnog urednika došlo je i do drugih promena:

- Formiran je novi uređivački odbor, značajno proširen eminentnim profesorima iz zemlje, regiona i sveta.
- Formulirana je nova naučna politika časopisa, prilagođena novim dinamičnim uslovima u oblasti savremene finansijske teorije i prakse.
- Sastavljena je nova, znatno šira lista recenzenata.
- Format časopis je promenjen.
- Promenjena su uputstva, kako za autore, tako i za recenzente.
- U pripremi je nov elektronski sistem (Open Journal System – OJS) za slanje, recenziranje, postupak prihvatanja i objavljivanja radova.

Opređeljeni smo da uz poštovanje najviših akademskih, profesionalnih i etičkih standarda stalno radimo na podizanju nivoa kvaliteta časopisa sa ciljem da postane vodeći domaći časopis u oblasti finansija.

Sve buduće aktivnosti, počev od slanja radova i recenzije, do elektronskog pristupa časopisu biće u funkciji od 1. januara 2024. godine preko internet stranice: <https://finansije.bba.edu.rs/>.

Vidimo se uskoro u novom ruhu!

Glavni i odgovorni urednik

prof. dr Dejan Erić

NAUČNA POLITIKA ČASOPISA

Časopis Finansije je časopis za teoriju i praksu finansija koji se izdaje od 1946. godine. Izlazi jednom godišnje. Časopis je u otvorenom pristupu preko internat adrese: www.finansije.bba.edu.

U časopisu se objavljuju originalni izvorni naučni radovi, pregledni radovi, prethodna saopštenja, naučna kritika odnosno polemika, kao i stručni radovi i prikazi.

Za objavljivanje u časopisu Finansije primaju se samo originalni radovi koji prethodno nisu nigde objavljeni niti dostavljeni za objavljivanje. Radovi se pripremaju u skladu sa uputstvom za autore koje može da se pronađu na kraju svake sveske časopisa i na portalu. Uređivački odbor časopisa čvrsto veruje da proces naučnog recenziranja poboljšava kvalitet istraživanja. Otuda se svi radovi anonimno recenziraju od strane anonimnih recenzentaa (double-blind refereeing process).

Naučna i istraživačka područja

- Javne finansije
 - Javni prihodi
 - Javni rashodi
 - Administrativna reforma i reforma javne službe
 - Fiskalna decentralizacija
- Makro-monetarne finansije
 - Makro-monetarna politika
 - Razvoj finansijskog sektora
- Poslovne finansije
 - Opšte i finansijsko upravljanje
 - Računovodstvo i interna finansijska kontrola
 - Nezavisna eksterna kontrola i revizija
- Finansijska tržišta
 - Tržište novca
 - Tržište kapitala
 - Derivativna tržišta
 - Finansijski instrumenti na finansijskim tržištima
- Investicije u hartije od vrednosti
 - Analize rizika i prinosa

- Portfolio analiza
- Investicione politike i strategije
- Finansijska regulativa i politika
 - Finansijska regulativa
 - Finansijske politike
- Međunarodne finansije

Cilj časopisa jeste da obezbedi prostor za prezentovanje rezultata najnovijih istraživanja iz finansija i srodnih naučnih oblasti. Pored doprinosa teoriji finansija, cilj časopisa je da ukaže na otvorene mogućnosti fiskalne i monetarne politike, naročito u vreme ekonomskih i finansijskih turbulencija, i pomogne u donošenju optimalnih korporativnih poslovnih odluka.

Sve sveske časopisa od 2004. godine dostupne su na novoj adresi časopisa - <https://finansije.bba.edu.rs/>, kao i internet sajtu Ministarstva finansija.

UPUTSTVO AUTORIMA

NASLOV RADA – KORISTITE VELIKA SLOVA, CENTAR, BOLD, TIMES NEW ROMAN, 12 pt

Prvi autor Ime i PREZIME (10 pt italic, centralno poravnanje),¹

Drugi autor Ime i PREZIME (10 pt italic centralno poravnanje),²

Treći autor Ime i PREZIME (10 pt italic, centralno poravnanje),³

**Odgovorni autor E-mail: (10 pt italic, centralno poravnanje)*

Apstrakt (bold)

Apstrakt treba da sadrži od 100 do 150 reči. U apstraktu treba izbegavati citiranja drugih autora, skraćenice i matematičke formule.

Apstrakt je rezime celog izveštaja, napisan u jednom pasusu. Poželjno je da obuhvatiti ciljeve, metodologiju, ključne rezultate, zaključke i preporuke za dalja istraživanja.

Za pisanje koristiti Times New Roman, 10 pt

Ključne reči: (4-6)

Ključne reči treba da odražavaju osnovne teme rada, i da se često koriste u indeksnim bazama prilikom pretraživanja radova, Times New Roman, Italic, 10 pt

JEL:(www.aeaweb.org/jel/jel_class_system.php) /Times New Roman, Italic, 10 pt

Za postizanje optimalnog formatiranja, preporučuje se sledeća struktura rada

¹ Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

² Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

³ Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

UVOD

Podešavanje stranice: Format B5: širina 182 mm, visina 257 mm; Margine: gornja/donja 22,9 mm, leva/desna 25,4 mm; Izgled: zaglavlje 12,7 mm, podnožje 17,8 mm; Orijehtacija: portret.

Rad treba pisati na srpskom jeziku. Preporučujemo da se piše u trećem licu jednine ili množine uz upotrebu aktivnog oblika. Pre slanja rada, potrebno je izvršiti proveru gramatičke i pravopisne ispravnosti teksta.

Obim rada trebalo bi da bude do 36.000 tekstovnih znakova (sa razmakom) ili do 20 stranica uključujući tekst, slike, tabele, listu referenci i priloge. Rad ne bi trebalo da bude kraći od 10 stranica. U zavisnosti od kvaliteta rada, Uredništvo može prihvatiti i duže radove (preko 20 stranica, odnosno više od 36.000 tekstovnih znakova). Rad mora biti pripremljen elektronski, u programu MS Word 2003 ili nekoj novijoj verziji ovog programa.

Uvod je prvi deo rada. Njegova svrha je da se jasno navede istraživački problem i da čitaocu pruži osnovne informacije o istraživanju. U Uvodu treba postaviti ciljeve rada, pružiti pozadinu u naučnoj literaturi kako bi se bolje razumeo kontekst istraživanja. Izbegavati detaljan pregled literature, kao i rezime vaših rezultata. Veći deo Uvoda treba pisati u sadašnjem vremenu.

Koristiti Times New Roman, 11pt, razmaci između pasusa pre 6 pt, posle 6pt.

Potrebno je definisati skraćenice i akronime prilikom njihovog prvog pojavljivanja u tekstu, čak i u slučaju da su prethodno definisane u apstraktu. Ne koristiti skraćenice u naslovu rada, osim ako se ne mogu izbeći.

Poglavlja/podnaslovi treba da budu napisani fontom Times New Roman, veličina slova 11, podebljano, levo poravnanje, razmak između podnaslova i pasusa pre 12 pt, posle 12 pt, bez numerisanja. Koristite stil pisanja predstavljen u ovom šablonu:

- prvi **PODNASLOV** - Poravnanje levo, velika slova, boldirano, veličina fonta 11pt, prored između pasusa pre 12 pt, posle 12 pt.
- drugi **Podnaslov** - Poravnanje levo, samo prvo slovo veliko, veličina fonta 11pt, boldirano, prored između pasusa pre 12 pt, posle 12 pt.
- treći *Podnaslov* - Poravnanje levo, samo prvo slovo veliko, veličina fonta 11pt, kurzivom (*italic*), prored između pasusa (pre 12 pt, posle 12 pt).

PREGLED LITERATURE

Pregled literature treba da identifikuje i objasni osnovne koncepte i teorije relevantne za sprovedeno istraživanje. Potrebno je pomenuti ključne autore i radove koji su uticali na istraživanje ili radove koji su korišćeni kao osnova za istraživanje. Pregled literature treba da sadrži rezultate i nalaze relevantnih istraživanja u vezi sa analiziranom temom, opis metodologije koja je korišćena u proučavanim radovima i ograničenja u postojećoj literaturi.

METODOLIGIJA

U ovom delu rada je potrebno detaljno opisati metodologiju koja je korišćena u istraživanju na jasan i precizan način, sa dovoljno detalja, kako bi se obezbedila podloga za replikovanje istraživanja na drugom uzorku, drugom vremenskom periodu ili pomoću sličnih metoda estimacije. Metode koje su već korišćene u prethodnim istraživanjima treba da budu naznačene referencom.

Za jednačine i formule koristiti uređivač jednačina (Insert/Equation) u programu Microsoft Word ili dodatak za pisanje jednačina MathType (www.mathtype.com). Proveriti da li su svi simboli unutar jednačina/formula definisani i vidljivi. Jednačine treba da budu napisane kurzivom (*italic*), numerisane u zagradama na desnoj margini, sa jednim redom razmaka iznad i ispod, kao što je naznačeno ispod:

$$B_t = \sum_{i=1}^{+\infty} \rho^i E_t (R_{t+i} - G_{t+i}) \quad (1)$$

REZULTATI

Predstavljanje rezultata treba da posluži kao osnova da se potvrde ili odbace ciljevi/hipoteze od kojih se pošlo u istraživanju. Rezultati treba da bude jasno i sažeto prezentovani. Rezultati moraju biti napisani u prošlom vremenu.

DISKUSIJA

Diskusija počinje tumačenjem glavnih rezultata istraživanja. Uz detaljnu analizu najvažnijih rezultata, potrebno je izvršiti poređenje dobijenih

rezultata sa nalazima drugih relevantnih istraživanja. Identifikacija sličnosti, razlika i konzistentnosti u dobijenim rezultatima u odnosu na rezultate drugih autora omogućava jasno utvrđivanje naučnog doprinosa rada. U okviru diskusije moguće je uključiti kratku sintezu relevantne literature. U slučaju identifikovanja neočekivanih ili kontraintuitivnih rezultata, potrebno je dati objašnjenje u pogledu faktora koji su mogli uticati na rezultate. Diskusija treba da sadrži šire implikacije dobijenih rezultata u kontekstu oblasti istraživanja, kao i ograničenja ili eventualne slabosti istraživanja koja bi mogla uticati na pouzdanost ili primenljivost rezultata.

ZAKLJUČAK

U zaključku treba dati rezime najvažnijih nalaza i njihovih implikacija koji su predstavljeni u radu. Zaključci treba da budu jasno formulisani i da odražavaju ključne tačke rada. U okviru zaključka poželjno je predložiti smernice za buduća istraživanja koja bi se nadovezala na prezentovani rad.

LITERATURA

Na kraju rada treba navesti spisak korišćene literature, abecednim redom, sa poravnanjem, veličine 10 pt, prema stilu reference APA (American Psychological Association).

Autori treba da navedu relevantnu literaturu, idealno radove iz prestižnih indeksiranih časopisa kao što je JCR lista. Reference bi trebalo da obuhvataju najnovije nalaze objavljene u prethodnih 5 godina. Rad treba da sadrži od 20 do 40 referenci. Spisak referenci treba da sadrži samo reference koje su navedene u tekstu.

Za citiranje u tekstu koristiti sledeći format:

- 1) Za rad: Prezime autora, godina izdanja (npr. *Jung i Myers*, 2022). Ukoliko ima više od dva autora (*Pennings i ostali*, 2021),
- 2) Za zakon: *Zakon o porezu na dobit pravnih lica* (godina);
- 3) Za uredbu: *Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva* (može se koristiti i skraćenica *Uredba br. 2019/2033*).

Primeri referenci po vrstama

Članak iz časopisa

Talani, L. S. (2015). The challenges and countermeasures of blockchain in

finance and economics. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 17:4, 353-372.

Gärtner, M., Griesbach, B., & Jung, F. (2011). PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *Int Adv Econ Res* 17, 288–299.

Knjiga

Damodaran, A. (1987). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Wiley.

Poglavlje knjige

Shaffer, C. (2009). Competition in the US banking industry? In Resource and market-based determinants of performance in the U.S. banking industry, ed. Ihsan Isik and Kabir Hassan, 123–152. Washington Press.

Saopštenje na konferenciji

Pennings, S. (2019). Blockchain application and outlook in the banking industry. In O. Havrylchyk & A. Beatty (Eds.), *Financial accounting in the banking industry*, 152-160. Spain: EAS.

Web stranice

National Bank of Serbia. (2023). *Statistics*. https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/

Teza

Bill, J. (2021). Competition, concentration and their relationship: An empirical analysis of the banking industry. PhD diss. University of Oxford.

Regulativa

Zakon o porezu na dobit pravnih lica (godina);

Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva (može se koristiti i skraćenica Uredba br. 2019/2033).

Citiranje liste referenci:

Srbija. (godina). Naziv poreskog zakona Srbije (Broj službenog glasila/ identifikator);

Evropska unija. (godina). Uredba (EU) br. [Broj Uredbe] od [Datum objavljivanja] o [Naslovu Uredbe]. Službeni list Evropske unije, [Broj sveske], [Raspon stranica].

Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva, OJ L 314, 5.12.2019., str 1-63.

ZAHVALNICA

Zahvalnicu sastaviti u poseban deo na kraju rada, posle liste referencu. Navode se pojedinci/institucije koji su pružili pomoć tokom istraživanja. Evo primera kako strukturirati i pisati priznanja i zahvalnice u radu:

„Ovaj rad je rezultat naučno-istraživačkog projekta, pod šifrom 241923 (Uvođenje izveštavanja o održivosti i upravljanja na Zapadnom Balkanu: Nova regulativa i usklađivanje sa standardima EFRAG-a) finansiranog od strane Evropske komisije i EFRAG-a.“

SUKOB INTERESA

Autori izjavljuju da ne postoje finansijske, profesionalne ili lične veze koji bi mogle dovesti do pristrasnosti u rezultatima ili interpretaciji ovog istraživanja.

TABELE I GRAFIKONI

Sve tabele treba numerisati arapskim brojevima.

Tabele moraju biti kreirane unutar teksta rada, a ne preuzete u obliku slika iz drugih dokumenata. Tabele treba numerisati prema redosledu njihovog pojavljivanja. Naslovi tabela moraju se dati neposredno iznad svake tabele na koju se odnose. Koristite sledeći stil tokom njihovog formatiranja. Naslov tabele treba postaviti sa međuprostorom 6 pt - ispred i 3pt - posle, u fontu Times New Roman, veličina fonta 11, poravnanje Centrirano. Tekst u tabeli treba pisati fontom Times New Roman, veličine fonta 10. Podebljati tekst u naslovu. Izvor tabele treba da stoji ispod tela tabele (Times New Roman, 10 pt, italic, levo poravnanje). Novi pasus započeti sa međuprostorom od 6 pt od izvora tabele ili beleške (posle). Kompletan tekst unutar ćelija tabele treba uneti u sledeći obrazac (paragraf - prored: pre/posle 0 pt, prored: jednostruki). U slučaju da se tabela prelama na sledećoj stranici, prelomljeni deo tabele na sledećoj stranici mora da bude praćen istim zaglavljem tabele.

Fusnote uz tabele treba da budu označene malim slovima (ili zvezdicama za vrednosti statističke značajnosti i druge statističke podatke) i uključene ispod tela tabele. Preporuka je da se sve slike, grafikone, itd. pošalju u elektronskom formatu.

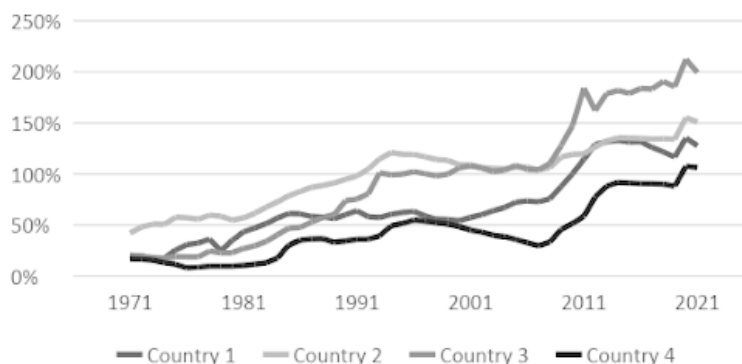
Tabela 1. Naslov tabele

	I	II	III	IV	V
2021	text	text	text	text	text
2022	text	text	text	text	text
2023	text	text	text	text	text

Izvor: Navesti korišćeni izvor

Slike, grafikoni, ilustracije, dijagrami, itd. moraju biti kreirani u specijalizovanom softveru ili skenirani i ubačeni u tekst. Rezolucija 300 dpi ili više, crno-bela tehnika za kvalitetan sadržaj štampe. Fotografije - skenirane sa visokim kontrastom. Naslov slike treba postaviti sa međuprostorom 6 pt ispred i 3pt posle, u fontu Times New Roman, veličina fonta 11, poravnanje Centrirano. Izvor treba navesti ispod slika, grafikona i šema (Times New Roman, 10pt, italic, levo poravnanje). Započeti nov pasus sa međuprostorom od 6 pt od izvora slike ili grafikona (posle).

Grafikon 1. Normal distribution of frequencies



Izvor: Navesti korišćeni izvor

Lista recenzenata

Almir Alihodžić, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Zenica (Bosna i Hercegovina)
Mihail Arandarenko, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Beograd
Duško Bodroža, istraživač saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd
Miloš Božović, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Beograd
Milica Bugarčić, docent, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Mališa Đukić, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Petar Đukić, redovni profesor u penziji, Tehnološko-metalurški fakultet, Beograd
Veroljub Dugalić, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Kragujevac
Dragomir Đorđević, redovni profesor u penziji, Univerzitet Privredna akademija, Novi Sad
Mihajlo Đukić, naučni saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd
Dejan Erić, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Nikola Fabris, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Beograd
Zoran Grubišić, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Gordana Ilić Popov, redovni profesor, Pravni fakultet, Beograd
Tatjana Jovanić, redovni profesor, Pravni fakultet, Beograd
Nebojša Jovanović, redovni profesor, Pravni fakultet, Beograd
Željko Jović, docent, Ekonomski fakultet, Beograd
Predrag Jovićević, redovni profesor, Univerzitet Privredna akademija, Novi Sad
Radislav Jovović, redovni profesor, Univerzitet Mediteran, Podgorica (Crna Gora)
Sandra Kamenković, vanredni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Jelena Kočović, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Beograd
Boris Korenak, docent, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Emira Kozarević, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Tuzla (Bosna i Hercegovina)
Branko Ljutić, redovni profesor u penziji, Zagrebačka škola ekonomije i managementa, Zagreb (Hrvatska)
Ivana Ljutić, vanredni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Grozdana Marinković, vanredni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Srdjan Marinković, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Niš
Ivan Milojević, redovni profesor, Univerzitet odbrane, Beograd
Dobrosav Milovanović, redovni profesor, Pravni fakultet, Beograd
Marija Pantelić, vanredni profesor, Ekonomski fakultet, Beograd
Saša Popović, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Podgorica (Crna Gora)
Antonio Duarte Portugal, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Koimba (Portugal)
Mirjana Radović, redovni profesor, Privredna akademija, Novi Sad
Srdjan Redžepagić, redovni profesor, Univerzitet Azurne obale, Nica (Francuska)
Ivana Simeunović, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Miroslav Todorović, redovni profesor, Ekonomski fakultet, Beograd

Gordana Vukelić, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Darko Vuković, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Aleksandar Zdravković, istraživač saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd

Branko Živanović, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija, Beograd

CIP - Каталогизacija u publikaciji
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

336(497.1)

FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu
finansija = Finance : journal for the theory and
practice of finance / glavni urednik Dejan Erić
. - God. 1, br. 1 (1946)- . - Beograd : Ministarstvo
finansija Republike Srbije : Beogradska bankarska
akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje
i finansije, 1946- (Beograd : Štamparija
Ministarstva finansija Republike Srbije). - 24 cm

Godišnje. - Drugo izdanje na drugom medijumu:
Finansije (Online) = ISSN 3009-4305
ISSN 0015-2145 = Финансије
COBISS.SR-ID 36631



FINANSIJE

01 - 06