

**UNIVERZITET SINGIDUNUM**  
**BEOGRAD**  
**DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE**  
**I MEĐUNARODNU SARADNJU**

**DOKTORSKA DISERTACIJA**

**INVESTICIONI OBLICI ZA RAZVOJ**  
**HOTELIJERSTVA SRBIJE**

**MENTOR**

**Prof. dr Krunoslav Čačić**

**KANDIDAT**

**mr Saša Mašić**

**BEOGRAD, 2012.**

*kćerki Nini, sinu Aleksi, supruzi Bojani i roditeljima  
sa zahvalnošću za podršku i strpljenje*

## ZAHVALNOST

Veliku zahvalnost dugujem svom mentoru prof. dr Krunoslavu Čačiću na njegovoj snažnoj i iskrenoj podršci tokom svih faza izrade ove doktorske disertacije i uopšte tokom mog naučnog usavršavanja.

Istraživanja i izrada ovog rada su iziskivali značajno vreme za koje je uskraćena moja porodica. Hvala na ogromnom razumevanju i podršci koju sam od vas nesebično dobijao.

Želim da se zahvalim i svim svojim kolegama i prijateljima koji su mi pomogli tokom sprovođenja terenskih istraživanja, kao i svim menadžerima hotela koji su pokazali spremnost i pronašli dovoljno vremena da učestvuju u anketi.

# INVESTICIONI OBLICI ZA RAZVOJ HOTELIJERSTVA SRBIJE

## APSTRAKT

Hotelski lanci i investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine specijalizovani za ulaganje u hotelijerstvo (hotelski REIT) kao značajni nosioci investicionih aktivnosti na hotelijerskom tržištu u svojim razvojnim aktivnostima koriste različite oblike ulaganja, od direktnih investicija do nevlasničkih oblika ulaganja. Na razvijenim tržištima dolazi do snažne povezanosti hotelskih REIT i najvećih hotelskih lanaca. Najveći deo hotela u vlasništvu ovih fondova posluje pod markama globalnih hotelskih lanaca na osnovu primene različitih ugovornih oblika. Na tržištu SAD, na kojem su ovi fondovi i nastali, dostignut je visok stepen njihovog razvoja posmatrano, kako vrednošću njihove tržišne kapitalizacije, tako i obimom hotelskih kapaciteta u njihovom vlasništvu. Dimenzije poslovnih aktivnosti najvećih hotelskih REIT su takve da se može konstatovati da su značajno uticali na ostvarene stope rasta nekih od globalnih hotelskih lanaca. Uočeno je da su najveći hotelski lanci akcenat stavili na dalje snažjenje svojih marki kao i primenu različitih ugovornih formi, pre svih franšizinga i ugovora o upravljanju kao investicionih oblika kojim obezbeđuju dalji rast. Razvoj REIT u evropskim zemljama je, najčešće, usledio znatno kasnije. Iako neki od njih imaju veliku tržišnu kapitalizaciju, nije uočena specijalizacija isključivo ka ulaganju u hotelijerske kapacitete. Na tržištima Jugoistočne Evrope ovi fondovi postoje u Turskoj, Bugarskoj i Grčkoj. Najveći doprinos razvoju hotelijerske industrije su dali u Turskoj, gde je takođe uočena snažna povezanost sa globalnim hotelskim lancima. Zakonska rešenja u Srbiji omogućavaju osnivanje zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Ipak, postojeća rešenja u Srbiji im ne omogućavaju obezbeđenje onih komparativnih prednosti koje su suštinski povezane sa uspehom REIT na tržištu. Izmena regulative koja bi omogućila rad REIT u obliku po kojem su prepoznatljivi na razvijenim tržištima bi potencijalno mogla obezbediti nove investitore na tržištu. Naravno, izmena regulative je samo jedan od uslova.

Postojeći nivo ukupne hotelijerske ponude u Srbiji se može oceniti kao nezadovoljavajući, posebno u kvalitativnom smislu. U proteklom periodu je sprovedena privatizacija hotelijerskih preduzeća. Kroz nju je propuštena prilika da se privuku značajnije strane investicije kojim bi bio obezbeđen i transfer tehnologije i savremenih upravljačkih metoda. Na tržištu Srbije je prisutan mali broj hotela pod kontrolom globalnih hotelskih lanaca. Prisustvo hotelskih marki ne samo najsnažnijih, već i manjih hotelskih lanaca značajno utiče na poboljšanje kvaliteta hotelske ponude. Imajući u vidu strukturu ulaganja najvećih hotelskih lanaca na globalnom tržištu nerealno je očekivati njihovo direktno ulaganje u Srbiji. Dalje jačanje njihovog prisustva na tržištu Srbije se može očekivati kroz primenu nevlasničkih oblika ulaganja. Korišćenje i kombinovanje, različitih, kroz rad prezentovanih investicionih oblika, može potencijalno obezbediti podizanje kako kvantitativnog, tako i kvalitativnog nivoa hotelijerske ponude u Srbiji.

Ključne reči:

- investicioni oblici u hotelijerstvu,
- međunarodni hotelski lanci,
- specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine (REIT),
- hotelijersko tržište Srbije.

## **INVESTMENT FORMS FOR DEVELOPMENT OF SERBIAN HOTEL INDUSTRY**

### **ABSTRACT**

Hotel chains and hotel real estate investment trusts (hotel REIT) as important holders of the investment activities in the global hotel market in their development activities use various investment forms, from direct investments to non-equity investment forms. In developed markets there is a strong connection of hotel REIT and the biggest hotel chains. Most of the hotels in property of these funds operate under different hotel brands of global hotel chains based on use of different contractual forms. In the U.S. market, where these funds originate from, they reached high level of their development observed by the value of their market capitalization, as well as by the volume of hotel capacities in their property. The dimensions of business activities of the biggest hotel REIT are such that it can be concluded that they had significant impact on realized growth rates of some of global hotel chains. It is being observed that the biggest hotel corporation put emphasis on further strengthening of their hotel brands and on the usage of different contractual forms, above all, franchising and management contracts as investment forms which ensure further growth. The development of REIT in European countries, most often, followed much later. Although some of them have big market capitalization, it was not observed the specialization exclusively towards investments in hotel industry. In the markets of the Southeast Europe these funds exist in Turkey, Bulgaria and Greece. They gave the biggest contribution to the development of hotel industry in Turkey, where also the strong connections with global hotel chains have been observed. Legal solutions in Serbia enable the establishment of closed investment funds for investments in real estates. However, the existing solutions in Serbia do not provide the assurance of those comparative advantages that are basically linked to the REIT success in the market. The regulative modification which would enable the REIT work in form by which they are recognized in developed markets could potentially provide new investors in the market. Of course, changing regulations is just one of the conditions.

The existing level of hotel offer in Serbia can be described as unsatisfying, especially in qualitative terms. In the previous period there have been carried out the privatization of hotel companies. This opportunity to attract significant foreign investment, which could also provide the transfer of technology and modern management methods, was missed. In the Serbian market is present a small number of hotels under control of global hotel chains. The presence of hotel brands not only of the strongest, but also of the small hotel chains has significant impact on improvement of hotel offer quality. Having in mind the investment structure of the biggest hotel corporations in the global market it is unrealistic to expect their direct investment in Serbia. Further strengthening of their presence in the Serbian market can be expected through the use of non-equity investment forms. The use and combining of different, through this work presented investment forms can potentially provide the increase of quantitative and improvement of qualitative level of hotel offer in Serbia.

Key words:

- Investment forms in hotel industry,
- International hotel chains,
- Real Estate Investment Trust (REIT),
- Serbian hotel market.

## **SADRŽAJ**

|                                                                                                                                                                           |               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>1. UVOD-METODOLOŠKI OKVIRI RADA .....</b>                                                                                                                              | <b>4</b>      |
| 1.1. PREDMET ISTRAŽIVANJA .....                                                                                                                                           | 4             |
| 1.2. CILJEVI ISTRAŽIVANJA.....                                                                                                                                            | 8             |
| 1.3. HIPOTEZE U ISTRAŽIVANJU .....                                                                                                                                        | 9             |
| 1.4. METODI PRIMENJENI U ISTRAŽIVANJU .....                                                                                                                               | 10            |
| <br><b>2. TEORIJSKO-METODOLOŠKI PRISTUP INVESTICIONIM OBLICIMA ZA RAZVOJ<br/>HOTELIJERSTVA.....</b>                                                                       | <br><b>12</b> |
| 2.1. DEFINISANJE INVESTICIONIH OBLIKA ZA RAZVOJ HOTELIJERSTVA .....                                                                                                       | 12            |
| 2.2. SPECIJALIZOVANI INVESTICIONI FONDOVI ZA ULAGANJE U NEKRETNINE (REAL<br>ESTATE INVESTMENT TRUST – REIT) KAO NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI U<br>HOTELIJERSTVU ..... | 26            |
| 2.2.1. NASTANAK I RAZVOJ REIT NA TRŽIŠTU SAD .....                                                                                                                        | 26            |
| 2.2.1.1. ZAKONSKO REGULISANJE RADA REIT U SAD .....                                                                                                                       | 30            |
| 2.2.1.2. „UPREIT“ I „DOWNREIT“ STUKTURE SPECIJALIZOVANIH INVESTICIONIH<br>FONDOVA ZA ULAGANJE U NEKRETNINE.....                                                           | 33            |
| 2.2.1.3. NASTANAK I RAZVOJ HOTELSKIH REIT .....                                                                                                                           | 36            |
| 2.2.2. NASTANAK I RAZVOJ REIT NA EVROPSKOM TRŽIŠTU .....                                                                                                                  | 37            |
| 2.3. KORPORTIVNI HOTELSKI LANCI KAO NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI U<br>HOTELIJERSTVU .....                                                                             | 39            |
| 2.3.1. KORPORATIVNI HOTELSKI LANCI NA SAVREMENOM TURISTIČKOM I<br>HOTELIJERSKOM TRŽIŠTU .....                                                                             | 40            |
| 2.3.2. RAST I RAZVOJ KAO TRŽIŠNA TENDENCIJA U POSLOVANJU KORPORATIVNIH<br>HOTELSKIH LANACA .....                                                                          | 44            |
| 2.3.3. MERDŽERI, AKVIZICIJE I STRATEŠKA PARTNERSTVA KAO OBLICI ULAGANJA U<br>RAST I RAZVOJ KORPORATIVNIH HOTELSKIH LANACA.....                                            | 48            |
| 2.3.4. PROSTORNI RASPORED GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA .....                                                                                                                | 51            |
| 2.4. POSLOVNE AKTIVNOSTI I VRSTE HOTELSKIH KONZORCIJUMA (DOBROVOLJNIH<br>HOTELSKIH LANACA) KAO INVESTICIONOG OBLIKA .....                                                 | 56            |
| 2.5. FRANŠIZING KAO INVESTICIONI OBLIK U HOTELIJERSTVU.....                                                                                                               | 64            |
| 2.5.1. DEFINISANJE I PRAVNO REGULISANJE FRANŠIZINGA .....                                                                                                                 | 64            |
| 2.5.2. TEORIJA OGRANIČENIH RESURSA I AGENCIJSKA TEORIJA I NJIHOVA PRIMENA<br>U HOTELIJERSKOM POSLOVANJU.....                                                              | 67            |
| 2.5.3. VRSTE FRANŠIZINGA I NJIHOVA PRIMENA U HOTELSKOM POSLOVANJU ....                                                                                                    | 75            |
| 2.6. UGOVOR O UPRAVLJANJU KAO OBLIK ULAGANJA U HOTELIJERSTVU .....                                                                                                        | 87            |
| 2.6.1. DEFINISANJE UGOVORA O MENADŽMENTU I NJEGOVIH OSNOVNIH<br>ELEMENATA.....                                                                                            | 87            |
| 2.6.2. PRIMENA UGOVORA O UPRAVLJANJU U HOTELSKOM POSLOVANJU .....                                                                                                         | 95            |

|                                                                                                                              |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>3. NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI ZA NAJVAŽNIJE OBLIKE ULAGANJA U HOTELIJERSTVO .....</b>                               | <b>101</b> |
| 3.1. SPECIJALIZOVANI INVESTICIONI FONDOVI ZA ULAGANJE U NEKRETNINE KAO NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI NA TRŽIŠTU SAD ..... | 101        |
| 3.1.1. VRSTE SPECIJALIZOVANIH INVESTICIONIH FONDOVA I NJIHOVA TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA U SAD .....                             | 101        |
| 3.1.2. RAZVOJNE KARAKTERISTIKE HOTELSKIH REIT I DETERMINANTE NJIHOVOG POSLOVNOG USPEHA .....                                 | 116        |
| 3.1.3. NAJVEĆI AMERIČKI HOTELSKI REIT-ovi I NJIHOVA SARADNJA SA GLOBALNIM HOTELSKIM LANCIMA .....                            | 126        |
| 3.1.4. INVESTICIONI OBLICI NA PRIMERIMA RAZVOJA NAJVEĆIH HOTELSKIH REIT (CASE STUDY).....                                    | 133        |
| 3.1.4.1. HOST HOTELS & RESORTS .....                                                                                         | 133        |
| 3.1.4.2. HOSPITALITY PROPERTIES TRUST .....                                                                                  | 137        |
| 3.1.4.3. FELCOR LODGING TRUST .....                                                                                          | 139        |
| 3.1.4.4. ASHFORD HOSPITALITY TRUST .....                                                                                     | 142        |
| 3.1.4.5. SUNSTONE HOTEL INVESTORS, INC.....                                                                                  | 144        |
| 3.2. INVESTICIONI OBLICI U RAZVOJU GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA .....                                                          | 146        |
| 3.2.1. PRIMERI (CASE STUDY) PET NAJVEĆIH GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA ....                                                     | 152        |
| 3.2.1.1. RAZVOJNE AKTIVNOSTI „INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP“ .....                                                           | 152        |
| 3.2.1.2. STRUKTURA ULAGANJA „WYNDHAM HOTELS & RESORTS“ .....                                                                 | 154        |
| 3.2.1.3. POSLOVNE AKTIVNOSTI „MARRIOTT INTERNATIONAL“ .....                                                                  | 154        |
| 3.2.1.4. RAZVOJNE AKTIVNOSTI „HILTON HOTELS CORP.“ .....                                                                     | 156        |
| 3.2.1.5. STRUKTURA ULAGANJA KORPORACIJE „ACCOR“ .....                                                                        | 158        |
| 3.2.2. RAZVOJNE AKTIVNOSTI NAJVEĆIH EVROPSKIH HOTELSKIH KORPORACIJA. ....                                                    | 160        |
| <b>4. PREDNOSTI I NEDOSTACI UGOVORNIH OBLIKA ULAGANJA U HOTELIJERSTVO ..</b>                                                 | <b>163</b> |
| 4.1. PREDNOSTI I NEDOSTACI FRANŠIZINGA KAO INVESTICIONOG OBLIKA.....                                                         | 163        |
| 4.1.1. KORISTI I NEDOSTACI ZA FRANŠIZERA.....                                                                                | 163        |
| 4.1.2. KORISTI I NEDOSTACI ZA FRANŠIZANTA.....                                                                               | 166        |
| 4.2. PREDNOSTI I NEDOSTACI UGOVORA O UPRAVLJANJU.....                                                                        | 176        |
| <b>5. NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI I INVESTICIONI OBLICI NA TRŽIŠTU CENTRALNE I JUGOISTOČNE EVROPE.....</b>              | <b>181</b> |
| 5.1. PRIKAZ NAJVEĆIH HOTELSKIH REIT U EVROPI .....                                                                           | 181        |
| 5.2. REIT U POJEDINIM ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EVROPE.....                                                                       | 184        |
| 5.2.1. BUGARSKA .....                                                                                                        | 184        |
| 5.2.2. TURSKA .....                                                                                                          | 188        |
| 5.2.3. GRČKA.....                                                                                                            | 195        |
| 5.3. HOTELSKI LANCI U REGIONU CENTRALNE I JUGOISTOČNE EVROPE .....                                                           | 197        |

|                                                                                                                               |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 5.3.1. KAPACITETI GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA KAO NOSILACA INVESTICIONI<br>AKTIVNOSTI U CENTRALNOJ I JUGOISTOČNOJ EVROPI ..... | 198        |
| 5.3.2. KAPACITETI HOTELSKIH BRENDOVA U CENTRALNOJ I JUGOISTOČNOJ EVROPI<br>208                                                |            |
| 5.3.3. KAPACITETI GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA U REGIONU „CEFTA“ .....                                                          | 211        |
| 5.3.4. PRIMENJENI INVESTICIONI OBLICI U RAZVOJU KAPACITETA GLOBALNIH<br>HOTELSKIH LANACA U REGIONU „CEFTA“ .....              | 215        |
| 5.4. KAPACITETI HOTELSKIH KONZORCIJUMA U CENTRALNOJ I JUGOISTOČNOJ<br>EVROPI .....                                            | 221        |
| <br><b>6. ANALIZA STANJA I INVESTICIONI OČEKIVANJA NA HOTELIJSKOM TRŽIŠTU<br/>SRBIJE .....</b>                                | <b>227</b> |
| 6.1. HOTELIJSKI KAPACITETI U SRBIJI I NJIHOVE KARAKTERISTIKE .....                                                            | 227        |
| 6.1.1. OBIM, DINAMIKA RAZVOJA I STRUKTURA HOTELIJSKIH KAPACITETA U<br>SRBIJI .....                                            | 227        |
| 6.1.2. GLOBALNI HOTELSKI LANCI NA TRŽIŠTU SRBIJE .....                                                                        | 235        |
| 6.2. PRIVATIZACIJA HOTELSKIH PREDUZEĆA KAO OBLIK ULAGANJA .....                                                               | 239        |
| 6.2.1. KARAKTERISTIKE SPROVEDENE PRIVATIZACIJE HOTELSKIH PREDUZEĆA .....                                                      | 239        |
| 6.2.2. POSLOVNI REZULTATI PRIVATIZOVANIH HOTELSKIH PREDUZEĆA .....                                                            | 252        |
| 6.3. FINANSIJSKI EFEKTI POSLOVANJA HOTELSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI .....                                                         | 254        |
| 6.3.1. FINANSIJSKI EFEKTI PO TURISTIČKIM KLASITERIMA .....                                                                    | 259        |
| 6.3.2. FINANSIJSKI EFEKTI U VEĆIM GRADOVIMA SRBIJE .....                                                                      | 265        |
| 6.3.3. FINANSIJSKI EFEKTI PO RAZLIČITIM KATEGORIJAMA HOTELA .....                                                             | 268        |
| 6.4. INVESTICIJE I INVESTICIONA OČEKIVANJA U HOTELIJSKOJ PRIVREDI SRBIJE<br>271                                               |            |
| 6.4.1. OBIM, STUKTURA I IZVORI FINANSIRANJA REALIZOVANIH I OČEKIVANIH<br>INVESTICIJA .....                                    | 272        |
| 6.4.2. PORTFOLIO INVESTICIJE U HOTELIJSKA PREDUZEĆA NA BEOGRADSKOJ<br>BERZI 280                                               |            |
| 6.4.3. ZATVORENI INVESTICIONI FONDOVI ZA ULAGANJE U NEKRETNINE U SRBIJI<br>288                                                |            |
| 6.4.4. STAVOVI I OCENE MENADŽERA HOTELA O FRANŠIZINGU KAO<br>INVESTICIONOM OBLIKU U HOTELIJERSTVU SRBIJE .....                | 292        |
| <br><b>ZAKLJUČAK.....</b>                                                                                                     | <b>294</b> |
| <b>PRILOZI .....</b>                                                                                                          | <b>303</b> |
| <b>LITERATURA .....</b>                                                                                                       | <b>310</b> |



## **1. UVOD-METODOLOŠKI OKVIRI RADA**

### **1.1. PREDMET ISTRAŽIVANJA**

Na globalnom hotelijerskom tržištu dolazi do veoma snažne ekspanzije ponude kako na nivou hotelskih korporacija tako i hotelskih brendova. Deset najvećih hotelskih korporacija je krajem 2010. godine kontrolisalo 4.392.310 soba u oko 35.827 hotelskih objekata. Jasno je da takve dimenzije nisu mogle biti dostignute samo angažovanjem sopstvenih resursa i zaduživanjem na finansijskom tržištu, već da ostvareni rast svoju osnovu ima u korišćenju raznih ugovornih formi kojima nezavisna hotelska preduzeća, sledeći sopstvene poslovne ciljeve, uključuju svoje objekte u ponudu korporativnih hotelskih lanaca.

Veoma veliki doprinos ostvarenim stopama rasta daju i specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine (Real Estate Investment Trust – REIT) koji su na američkom tržištu visoko specijalizovani za ulaganje u pojedine tipove nekretnina. Za potrebe ovoga rada interesantni su oni specijalizovani za ulaganje u hotelijerske kapacitete. Ako se navede podatak da je sredinom 2007. godine ukupna tržišna kapitalizacija (ukupna tržišna vrednost izdatih akcija) deset najvećih hotelskih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine iznosila oko 27 milijardi američkih dolara, evidentno je koliko je značajan njihov doprinos razvoju hotelske ponude. Naravno, kada se govori o tržišnoj kapitalizaciji jasno je da ona nije ekvivalentna tržišnoj vrednosti samih nekretnina, ali svakako jeste vrlo ubedljiv pokazatelj značaja ovih fondova na hotelijerskom tržištu. Specijalizovani investicioni fondovi vrlo često zatim ulaze u ugovorne odnose sa korporativnim hotelskim lancima i to najčešće kroz ugovore o menadžmentu, franšizi i zakupu kapaciteta, uključujući na taj način svoje hotelske objekte u hotelsku ponudu izabrane hotelske marke i hotelske korporacije.

Postoje i slučajevi na tržištu kada su hotelski specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine prerastali u klasične hotelske korporacije koje su zatim razvijale i sopstvene hotelske brendove. U praksi je uobičajena situacija da jedan specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine u svom sastavu ima hotele koji posluju pod različitim hotelskim brendovima različitih hotelskih lanaca, dok u isto vreme hotelski lanci u okviru svojih hotelskih marki imaju objekte više različitih specijalizovanih

investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine su na hotelijerskom tržištu postali snažan motor koji je, koristeći brojne prednosti o kojima će biti dosta reči u samom radu, bio u poziciji da na berzi agregira značajan obim kapitala, kako od strane krupnih institucionalnih investitora tako i individualnih investitora.

Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine su se pojavili i na evropskom tržištu. Ipak kod evropskih REIT je izostala jasna podela ovih fondova u odnosu na tip nekretnina u koje ulažu svoj kapital. I evropski specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine su agregirali značajan obim kapitala koji se meri milijardama evra. Ovi fondovi su se pojavili i u nekim zemljama jugoistočne Evrope i sa stanovišta hotelijerskog tržišta Srbije značajno je proučiti iskustva tih zemalja, kao i neophodne korake koji se moraju učiniti kako bi se omogućilo poslovanje ovih fondova u našoj zemlji, a u obliku prepoznatljivom na tržištima na kojima su se i razvijali. Kroz rad se analiziraju i iskustva sa hotelijerskih tržišta zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope sa globalnim hotelskim operatorima i pokušavaju se izvući zaključci koji bi mogli biti od koristi i za naše uslove u trenutku kada se usled liberalizacije na tržištu aviosaobraćaja i ulaska "low cost" avio kompanija na tržište Srbije može očekivati povećanje ukupnog turističkog prometa, pogotovo nakon izlaska iz recesije najvećih evropskih ekonomija.

U prvom delu rada „Teorijsko-metodološki pristup investicionim oblicima za razvoj hotelijerstva“ se analiziraju teorijske postavke osnovnih oblika ulaganja u hotelijerstvo i to direktnih ulaganja, portfolio investicija, ugovora o franšizi, ugovora o menadžmentu, strateških partnerstava, javno-privatnog partnerstva i ostalih institucionalnih oblika. Analiziraju se i osnovni nosioci investicija u hotelijerstvu i to specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine i posebno za ulaganje u hotelijerstvo (Real Estate Investment Trusts – REIT – Hotel REIT), korporativni hotelski lanaci i hotelski konzorcijumi.

Poglavlje ovog dela rada koje se odnosi na REIT kao nosioca investicija sadrži teoretska razmatranja pojma REIT kao i faktora koji su pogodovali pojavi ovih fondova na tržištu SAD, kao i njihovom dosadašnjem ekspanzivnom razvoju. Analiziraju se i različite strukture ovih fondova kao što su tzv. „UPREIT – (Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust)“ i tzv. „paired-share“ koji imaju poseban značaj u domenu investiranja u hotelsku ponudu obzirom da su mnogi hotelskih REIT struktuirani u obliku UPREIT-a, a da je recimo prvi hotelski REIT „Hotel Investors Trust“ bio strukturisan u obliku „paired

share“ forme baš kao i jedan od najznačajnijih hotelskih REIT „Starwood Lodging“ (kasnije „Starwood Capital“). Iz njega je nastala i hotelska korporacija „Starwood Hotels & Resorts“ koja danas u svom sastavu ima 968 objekata sa oko 292.000 soba koji posluju pod 9 hotelskih brendova i koja se po tim pokazateljima nalazi na osmom mestu liste najvećih svetskih hotelskih korporacija. Poglavlja vezana za korporativne hotelske lance kao i hotelske konzorcijume kao nosioca investicionih ulaganja sadrže teoretska razmatranja pomenutih nosilaca investicija u hotelijerstvu kao i karakteristike njihovog poslovanja na savremenom turističkom tržištu.

Poglavlja koja se odnose na ugovore o franšizi i ugovore o menadžmentu daju teoretska razmatranja ovih oblika investicija kao i razlika između njih, objašnjenja nastanka i razvoja ovih investicionih oblika kao i razloga njihovog intenzivnog korišćenja od strane korporativnih hotelskih lanaca i specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine sa ciljem obezbeđenja brzog i kontinuiranog rasta. U istom poglavlju analizira se i osnovna legislativna regulativa kojom su definisani pomenuti institucionalni oblici.

U drugom delu rada „Nosioći investicionih aktivnosti za najvažnije oblike ulaganja u hotelijerstvo“ se analizira poslovanje specijalizovanih investicionih fondova, korporativnih hotelskih lanaca kao i ostalih nosilaca investicionih aktivnosti na savremenom hotelijerskom tržištu. U prvoj glavi se analiziraju vrste i podela specijalizovanih investicionih fondova na imovinske, hipotekarne i hibridne fondove, a zatim u okviru imovinskih fondova prema vrsti nekretnina u koje ulažu i to na one specijalizovane za ulaganje u izgradnju poslovnog prostora, industrijskih objekata, trgovačkih centara, stambenih objekata, magacinskih prostora, hotela, bolnica kao i njihovi prinosi na tržištu. Naravno, obzirom na temu ovog rada fokus u analizi je na specijalizovanim investicionim fondovima koji ulažu kapital u razvoj hotelijerstva. Pojedini hotelski REIT su na tržištu dostigli ogromne dimenzije i tržišna kapitalizacija nekih od njih („Host Hotels & Resorts“) je pre aktuelne finansijske krize dostizala i vrednosti veće od 13 milijardi američkih dolara. REIT su na tržištu povezani sa najvećim hotelskim lancima. Hoteli u vlasništvu ovih fondova najčešće posluju pod hotelskim markama najvećih hotelskih lanaca po osnovu ugovora o menadžmentu, ugovora o franšizi i ugovora o zakupu. Na taj način ti hoteli postaju integralni deo ponude korporativnih hotelskih lanaca. Jasno se ukazuje na isprepletenost različitih investicionih oblika u hotelijerstvu. Kroz „case study“ pristup se dodatno ilustruju iznete postavke.

U drugom poglavlju ovog dela rada analizira se činjenica da hotelski lanci kreiraju mnoge hotelske brendove kao odgovor na sve detaljniju segmentaciju tržišta, kao i potrebu

pozicioniranja na tim segmentima kroz ponudu odgovarajućeg hotelskog brenda. Kako veliki broj hotelskih korporacija izgrađuje nove hotelske brendove, ukazuje se na činjenicu da na hotelskom tržištu dolazi do snažnog povećanja konkurencije između različitih hotelskih marki. Ističe se i činjenica da dolazi do velikog porasta hotelskih kapaciteta u okviru tih brendova, a samim tim i do porasta matičnih hotelskih lanaca, kao i da hotelski lanci najčešće koriste nevlasničke oblike ulaganja i to : ugovor o franšizi i ugovor o menadžmentu. Ovi ugovori se sklapaju kako sa nezavisnim hotelskim preduzećima, tako i sa specijalizovanim investicionim fondovima za ulaganje u nekretnine kao vlasnicima hotelskih objekata. Uočava se i objašnjava tendencija da na hotelijerskom tržištu istovremeno dolazi do snažnog ukрупnjavanja hotelskih lanaca, a samim tim i konsolidacije tržišta, ali i dodatne fragmentacije tržišta kroz razvoj i konkurenciju velikog broja hotelskih brendova. Kompletna analiza se ilustruje kroz „case study“ pristup.

U ovom delu rada se pažnja poklanja i hotelskim konzorcijumima kao nosiocima investicija, dostignutom stepenu njihovog razvoja, razlikama u odnosu na korporativne hotelske lance, metodama i motivima rasta itd.

U trećem delu rada „Prednosti i nedostaci ugovornih oblika ulaganja u hotelijerstvo“ analiziraju se tržišne prednosti i nedostaci koji prate ugovorne oblike ulaganja u hotelijerstvo. U prvoj glavi se analiziraju različite strategije primene ugovora o franšizi kao razvojne strategije hotelskog preduzeća u smislu izbora direktne franšize, dodeljivanja master franšiza, kao i korporativnih franšiza. Za svaku od alternativa se utvrđuju tržišne prednosti i nedostaci kako sa stanovišta davaoca, tako i sa stanovišta primaoca franšize. U drugom poglavlju pažnja se usmerava na performanse koje omogućavaju ugovori o menadžmentu kao oblici ulaganja u hotelijerstvo.

U četvrtom delu rada „Nosioći investicionih aktivnosti i investicioni oblici na tržištu Centralne i Jugoistočne Evrope“ se daje analiza specifičnosti specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na evropskom tržištu sa stanovišta zakonskih preduslova za osnivanje fonda, poreskog tretmana kako samog fonda tako i investitora, oblika organizacije fonda, tipa ulaganja, minimalnog obima kapitala, limitiranja učešća pozajmljenog kapitala itd, a sve u svetlu nepostojanja jedinstvene regulative na evropskom nivou. Analiziraju se iskustva ovih fondova na tržištu Turske, Grčke i Bugarske. U drugom poglavlju se analizira poslovanje i prisustvo globalnih hotelskih lanaca na tržištu zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope (Turske, Grčke,

Makedonije, Albanije, Bugarske, Rumunije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine, Hrvatske, Slovenije, Mađarske, Slovačke, Češke i Poljske) sa identifikacijom korišćenih investicionih oblika, kao i njihovog opredeljenja u odnosu na strategiju međunarodne, odnosno nacionalne hotelske marke.

U petom delu rada „Analiza stanja i investicionih očekivanja na hotelijerskom tržištu Srbije“ daju se ocene dosadašnjeg razvoja, ali se analizira i potencijal daljeg rasta. U ovom delu rada se daje analiza i proces privatizacije kao oblika ulaganja u hotelijerstvo. Analiziraju se i finansijski efekti poslovanja hotelijerskih preduzeća na tržištu Srbije i po turističkim klasterima, hotelskim kategorijama i većim gradovima. U cilju identifikacije oblika, strukture, izvora finansiranja realizovanih investicija, ali i investicionih namera hotelijerskih preduzeća u Srbiji, sprovedena je anketa menadžera hotelijerskih preduzeća u Srbiji čiji se rezultati analiziraju u ovom delu rada. Prezentuju se i rezultati istraživanja koje je imalo za cilj da utvrdi stavove menadžera hotelijerskih preduzeća u Srbiji u pogledu korišćenja franšizinga kao investicionog oblika. Analiziraju se i potrebne izmene zakonskih rešenja kojim bi se omogućilo formiranje REIT u Srbiji.

## **1.2. CILJEVI ISTRAŽIVANJA**

Osnovni cilj rada je identifikacija i analiza oblika ulaganja u hotelijerstvo, njihove međusobne povezanosti kao i potencijala za njihovu primenu na tržištu Srbije. Cilj rada je uključivao i obezbeđenje celovitog prikaza nastanka, razvoja, brojnih funkcija specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine (REIT), njihove strateške povezanosti sa hotelskim lancima, kao i njihovog snažnog doprinosa uvećanju hotelskih kapaciteta pod kontrolom tih lanaca. U istraživanju se pošlo od tržišta SAD, na kojem su ovi fondovi i nastali, preko evropskog tržišta, s posebnim akcentom na region Jugoistočne Evrope, a radi analize tih iskustava i ocene njihove aplikativnosti na tržištu Srbije. Cilj istraživanja je uključivao i utvrđivanje specifičnosti ulaganja kroz aktivnosti hotelskih lanaca i konzorcijuma. Usled sve većeg značaja ugovornih formi, kao nevlasničkih oblika ulaganja hotelskih korporacija, data je celovita analiza njihovog razvoja, tržišne suštine i savremenih tendencija. Poseban cilj istraživanja je bio da se utvrdi aktuelno stanje u hotelijerskoj privredi Srbije, pogotovo sa stanovišta ostvarenih finansijskih efekata poslovanja, kako na nivou cele zemlje, tako i na nivou definisanih turističkih klastera, hotelskih kategorija i većih gradova Srbije. Ciljevi istraživanja su

uključivali i procenjivanje obima realizovanih investicija u hotelijerskim preduzećima u Srbiji, njihove strukture i izvora njihovog finansiranja, ali i njihovih investicionih namera u narednom periodu, takođe sa stanovišta obima, strukture i izvora njihovog finansiranja. Kako privatizacija predstavlja jedan od investicionih oblika cilj rada je bila i analiza sprovedene privatizacije hotelskih preduzeća u Srbiji. Obzirom na rastući značaj nevlasničkih oblika ulaganja, među kojima je jedan od najznačajnijih franšizing, cilj rada je uključivao i identifikaciju stavova menadžera hotelskih preduzeća u Srbiji u pogledu korišćenja franšize.

### **1.3. HIPOTEZE U ISTRAŽIVANJU**

Kroz rad na izradi doktorske disertacije se proveravaju sledeće hipoteze:

#### HIPOTEZA 1

U investicionom i razvojnom pogledu u hotelijerstvu i ukupnom turizmu pojavljuje se više različitih oblika ulaganja koji imaju svoju praktičnu primenu zasnovanu na odgovarajućim teoretskim i metodološkim postulatima.

#### HIPOTEZA 2

Svaki od oblika ulaganja u hotelijerstvo je složen i obuhvata nastojanje vlasnika da diferencira ponudu i time minimizuje tržišni rizik.

#### HIPOTEZA 3

Svaki do sada u praksi korišćen investicioni oblik ima svoje prednosti i nedostatke i zato se u tržišnoj praksi kombinuju.

#### HIPOTEZA 4

Hotelijersko, kao deo ukupnog turističkog tržišta Srbije, opredeljeno je za dinamičan razvoj na bazi usvojene zvanične Strategije razvoja turizma. Posebno je važna perspektivna pozicija Srbije u regionalnim okvirima obzirom na nezadovoljavajući sadašnji nivo hotelskih kapaciteta, kako u kvantitativnom, tako i kvalitativnom smislu.

## HIPOTEZA 5

Iz prethodnih razloga Srbija treba da pretstavlja otvoreno tržište za sve investicione oblike u odgovarajućim kombinacijama. Takođe, nepotrebno je i nerealno očekivati da na tržište Srbije uđu samo najveći investitori, već svi oni koji će uspeti da doprinesu razvoju strategija tzv. međunarodne hotelske marke i nacionalne hotelske marke.

### **1.4. METODI PRIMENJENI U ISTRAŽIVANJU**

U obradi navedene teme korišćen je *metod teoretske analize* kroz proučavanje dostupne inostrane i domaće ekonomske literature koja obrađuje analiziranu problematiku. Kako u domaćoj literaturi nije još uvek u dovoljnoj meri afirmisan koncept specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine korišćena je inostrana literatura koja uključuje veliki broj udžbenika, monografskih publikacija, tržišnih studija, stručnih radova objavljenih u velikom broju naučnih i stručnih časopisa itd.

Korišćeno je i *dokumentarno istraživanje* kroz analizu različitih planskih dokumenata, statističkih godišnjaka, bilansnih pokazatelja hotelskih preduzeća, godišnjih izveštaja hotelskih korporacija i specijalizovanih investicionih fondova koji kotiraju svoje akcije na berzi. Istraživana je i raspoloživa autentična poslovna dokumentacija hotelskog preduzeća sa značajnim iskustvima u poslovanju sa međunarodnim hotelskim lancem (Best Western Hotel M). Internet danas predstavlja nezaobilazan i veoma snažan informacijski izvor te su putem tog savremenog kanala prikupljeni empirijski podaci sa velikog broja web stranica specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine, zatim iz hotelskih korporacija, dobrovoljnih hotelskih lanaca, iz raznih međunarodnih foruma, vladinih agencija i drugih izvora.

*Metod analize studije slučaja* („case study“ metod) je primenjen u analizi poslovanja najvećih specijalizovanih investicionih fondova na tržištima SAD i Evrope. Metod je korišćen za dokazivanje i ilustrovanje strateške povezanosti između specijalizovanih investicionih fondova i najvećih svetskih hotelskih lanaca, kao i savremenih razvojnih tendencija u poslovanju hotelskih lanaca.

Kroz rad su korišćeni *metodi indukcije i dedukcije* prilikom izvođenja zaključaka o karakteru pojedinih analiziranih pojava. Sprovedena su istraživanja poslovnih aktivnosti, često najvećih, hotelskih korporacija, specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine i hotelskih konzorcijuma, kao njihovih tipičnih primera, a zatim su na osnovu dobijenih rezultata sprovedene generalizacije i izvođeni opšti zaključci koji su kasnije korišćeni za predviđanje daljih kretanja u poslovanju hotelskih preduzeća i specijalizovanih investicionih fondova za ulaganju u nekretnine.

*Statistički metod* je korišćen za prikupljanje i statističku obradu podataka u cilju utvrđivanja savremenih tendencija u poslovanju hotelskih lanaca, hotelskih konzorcijuma i specijalizovanih investicionih fondova. Metod je korišćen i prilikom analize sprovedenog postupka privatizacije u Srbiji, kao i prilikom utvrđivanja finansijskih efekata poslovanja hotelskih preduzeća u Srbiji.

Kroz rad je često korišćen je i *deskriptivni metod* i to za opisivanje dostignutog stepena razvoja specijalizovanih investicionih fondova, hotelskih korporacija i hotelskih konzorcijuma, kao i savremenih tendencija u njihovom poslovanju.

U radu je korišćen *metod komparacije* prilikom analize tržišnih uslova za osnivanje i rad specijalizovanih investicionih fondova na tržištu Sjedinjenih Američkih Država, kao i na tržištima evropskih zemalja, s posebnim osvrtom na zemlje regiona Jugoistočne Evrope, radi utvrđivanja sličnosti i razlika među njima.

Za potrebe izrade rada sprovedeno je *empirijsko istraživanje* kroz strukturirane intervjuje i anketiranje menadžera domaćih hotelskih preduzeća (na bazi reprezentativnog uzorka). Istraživanje je sprovedeno tokom 2011. godine i imalo je za cilj procenjivanje obima realizovanih investicija u hotelijerskim preduzećima iz Srbije, utvrđivanje njihove strukture kao i izvora finansiranja, ali i investicionih namera. Drugi deo istraživanja se odnosio na utvrđivanje stavova menadžera u vezi primene franšize u poslovanju hotela u Srbiji.



## **2. TEORIJSKO-METODOLOŠKI PRISTUP INVESTICIONIM OBLICIMA ZA RAZVOJ HOTELIJERSTVA**

### **2.1. DEFINISANJE INVESTICIONIH OBLIKA ZA RAZVOJ HOTELIJERSTVA**

Najznačajniji nosioci investicionih aktivnosti na hotelijerskom tržištu su međunarodni hotelski lanci. U svojim razvojnim aktivnostima oni koriste različite investicione oblike, od direktnih investicija u svim svojim varijetetima („greenfield“ investicije, merdžeri, akvizicije i zajednička ulaganja) kao vlasničkih oblika ulaganja, do različitih ugovornih formi (franšizing, ugovor o menadžmentu i ugovor o zakupu hotelskih kapaciteta) kao nevlasničkih oblika ulaganja. Na tržištu dolazi do kombinacije vlasničkih i nevlasničkih oblika ulaganja<sup>1</sup>. Međunarodni hotelski lanci ulaze i u različite oblike javno-privatnog partnerstva kao posebnog investicionog oblika.

Pored međunarodnih hotelskih lanaca na hotelijerskom tržištu se kao nosioci investicija pojavljuju i investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine (Real Estate Investment Trust – REIT) specijalizovani za ulaganje u hotelijerstvo. To su fondovi koji na tržištu kapitala agregiraju sredstva koja zatim plasiraju u akvizicije postojećih i/ili izgradnju novih hotelskih kapaciteta. Kako ti hoteli najčešće nastavljaju poslovanje pod markama najснаžnijih hotelskih korporacija, a putem primene različitih ugovornih formi, između najvećih međunarodnih hotelskih lanaca i REIT se često razvijaju odnosi strateškog partnerstva. Na taj način dolazi do snažnog povezivanja između tržišta kapitala i tržišta usluga. Naravno, strateško partnerstvo kao investicioni oblik nije vezano samo za saradnju međunarodnih hotelskih lanaca i REIT, već se javlja i između različitih međunarodnih hotelskih lanaca međusobno.

Na tržištu tranzicionih zemalja se pojavljuje i jedan poseban oblik investicionih ulaganja – privatizacija. „Veoma bitan faktor jačanja merdžera i akvizicija (M&A) u zemljama u razvoju i posebno u tranzicionim zemljama je privatizacija državnih kompanija. Zemlje u razvoju i tranziciji nastoje da putem prekograničnih merdžera i akvizicija privuku ne samo strani kapital, nego preko toga i stranu tehnologiju kao i savremene upravljačke metode u poslovanju, posebno metode međunarodnog marketinga.“<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 84.

<sup>2</sup> Čirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 179.

Ne treba prenebregnuti i značaj autonomnog privatnog sektora kao nosioca investicionih aktivnosti u hotelijerskoj delatnosti.

Imajući u vidu njihov različit značaj na tržištu, u radu se neće podjednaka pažnja posvetiti svim investicionim oblicima.

U literaturi se može pronaći više definicija pojma direktnih stranih investicija (alternativno SDI). U skladu sa, najčešće citiranom definicijom Međunarodnog monetarnog fonda<sup>3</sup> i OECD-a<sup>4</sup>, direktne strane investicije predstavljaju ulaganje koje odražava cilj rezidenta jedne zemlje za uspostavljanje dugoročnog interesa u poslovnom entitetu iz druge nacionalne ekonomije. Dugoročni interes podrazumeva uspostavljenje dugoročnih odnosa između investitora i poslovnog entiteta u koji se ulaže kao i značajnog stepena uticaja investitora na upravljanje tim stranim poslovnim entitetom. Pri tome da bi se govorilo o direktnim stranim investicijama investitor mora preuzeti najmanje 10% od ukupnog broja izdatih običnih akcija ili isti procenat upravljačkih prava u inostranom preduzeću. Sličnu definiciju daje i Konferencija UN-a o trgovini i razvoju (United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD) u svojoj publikaciji „World Investment Report“<sup>5</sup> definišući direktnu stranu investiciju kao ulaganje koje odražava cilj pribavljanja trajnih interesa od strane ulagača iz jedne ekonomije u poslovnom entitetu iz druge ekonomije.

Trajni interes podrazumeva postojanje dugoročnog odnosa između investitora i poslovnog entiteta iz druge ekonomije u koji se ulaže, kao i ostvarivanje značajnog stepena uticaja na upravljanje. „Strane direktne investicije, po Kindlebergu, predstavljaju direktno investiranje u preduzeća u inostranstvu u cilju sticanja trajne kontrole nad proizvodnjom, trgovinom i finansijama preduzeća u koje se ulaže. Zemlja se smatra sposobnom ako ima značajne direktne investicije u inostranstvu (CH.P.Kindleberger,1969.)“<sup>6</sup>. „Prema odredbama Zakona o stranim ulaganjima, direktne investicije su ulaganja rezidenata u inostranstvo i nerezidenata u Republici u pravno lice sa ciljem da se uključi u upravljanje poslovima tog pravnog lica. Pod ulaganjem smatra se: osnivanje pravnog lica, ogranka ili predstavništva, kupovina udela ili akcija u kapitalu

---

<sup>3</sup> Patterson N., Montanjees M., Motala J., Cardillo C., „*Foreign Direct Investment: Trends, Data Availability, Concepts, and Recording Practices*“, Interantional Monetary Fund, Washington D.C., 2004., strana 3.

<sup>4</sup> „*OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*“, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris, 1996., str. 7.

<sup>5</sup> „*World Investment Report*“, United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD, New York and Geneva, 1999., strana 465.

<sup>6</sup> Unković M., „*Međunarodna ekonomija*“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 131.

pravnog lica, dokapitalizacija, pravnog lica kao i svaki drugi oblik ulaganja kojim ulagač stiče najmanje 10% učešća u osnovnom kapitalu, odnosno najmanje 10% glasačkih prava, u roku ne dužem od godinu dana od dana prvog ulaganja u to pravno lice u slučaju sukcesivnih ulaganja (radi dostizanja praga od 10%)“<sup>7</sup>.

Iz navedenih definicija se vidi da je upravo dugoročni poslovni interes i uspostavljanje kontrole ono što razlikuje direktne strane investicije od portfolio investicija, jer portfolio investitor nema za cilj uspostavljanje kontrole nad preduzećem u koje ulaže, niti je njegov interes dugoročnog karaktera<sup>8</sup>. U slučaju da investitor ne ostvaruje uticaj na upravljačke strukture preduzeća u koje je uložio, takva investicija se klasifikuje kao portfolio investicija<sup>9</sup>. Obzirom da se na berzama trguje akcijama mnogih hotelskih kompanija, portfolio investicije takođe predstavljaju jedan od investicionih oblika u hotelijerstvu.

Podaci potrebni za analizu obima i strukture direktnih stranih investicija su preuzimani iz godišnjih publikacija UNCTAD „World Investment Report“ i iz njih je uočljivo da je obim stranih direktnih investicija u svetu značajno uvećan tokom analiziranog perioda (1992-2010. godina).

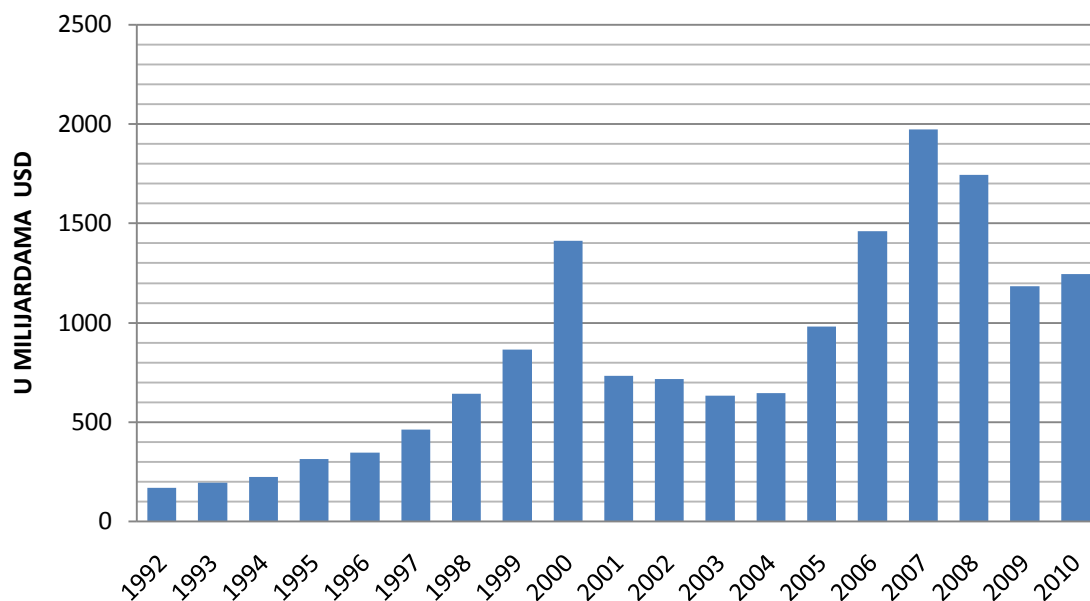
---

<sup>7</sup> Stakić B., Barać S., „*Međunarodne finansije*“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010. str. 208.

<sup>8</sup> Moosa I., „*Foreign Direct Investment – Theory, Evidence and Practice*“, Palgrave Macmillan, New York, 2002., str. 1.

<sup>9</sup> Jones J., Wren C. „*Foreign direct investment and the regional economy*“, Ashgate Publishing Limited, Aldershot Hampshire, 2006., str. 8.

**Grafikon 1:** Godišnji obim stranih direktnih investicija u svetu u periodu 1992-2010. godina



Izvor: „World Investment Report“, UNCTAD

Tokom prethodne dve decenije se može uočiti ciklično kretanje u godišnjem nivou realizovanih stranih direktnih investicija. Još u periodu 1985-1990. godina zabeležene su visoke godišnje stope rasta vrednosti stranih direktnih investicija. Prosečna stopa rasta u tom periodu je iznosila oko 34%<sup>10</sup>, a u celoj toj deceniji, tj. u periodu od 1980. do 1990. godine, vrednost godišnjeg obima stranih direktnih investicija u svetu se utrostručila<sup>11</sup>. Rast vrednosti stranih direktnih investicija je nastavljen sve do 2000. godine. Tokom naredne, 2001. godine, dolazi do većeg pada vrednosti registrovanih stranih direktnih investicija. Taj pad je bio u najvećoj meri prouzrokovan usporavanjem ekonomskih aktivnosti u najsnažnijim svetskim ekonomijama, koje su i najveći generatori stranih direktnih investicija, kao i značajnim smanjenjem aktivnosti na berzama koje su bile uzrokovane i terorističkim napadima na SAD. Ta dva faktora su u najvećoj meri uticali na smanjenje obima stranih direktnih investicija, prvenstveno merdžera i akvizicija kao njihovog značajnog dela i dotadašnjeg glavnog generatora<sup>12</sup>. Ponovni rast se beleži 2003.

---

<sup>10</sup> „World Investment Report 1992“, Transnational Corporations and Management Division, Department of Economic and Social Development, United Nations, New York, 1992., str. 1.

<sup>11</sup> Froot K., „Foreign Direct Investment“, National Bureau of Economic Research Project Report, The University of Chicago Press, Chicago, 1993., str. 1.

<sup>12</sup> „World Investment Report 2002“, UNCTAD, New York and Geneva, 2002. str.3.

godine i dostiže kulminaciju 2007. godine u kojoj je zabeležen istorijski najviši obim stranih direktnih investicija. U narednim godinama se registruje smanjenje obima stranih direktnih investicija, uzrokovano snažnom svetskom ekonomskom krizom. U 2010. godini je zabeležen ponovni rast vrednosti SDI, ali je dostignut obim čak 37% niži od obima registrovanog 2007. godine<sup>13</sup>.

Direktne strane investicije se mogu pojaviti u nekoliko različitih oblika. Konferencija UN-a o trgovini i razvoju (UNCTAD) prepoznaje dva osnovna oblika stranih direktnih investicija: „greenfield investicije“ i merdžere i akvizicije (M&As)<sup>14</sup>. „Pod stranim direktnim investicijama (foreign direct investments, FDI) podrazumevaju se: zajednička ulaganja (joint ventures), akvizicije/fuzije (mergers&acquisitions, MA) i greenfield investicije (greenfield investment). U okvir stranih investicija ne ulaze strateške alijanse, mada one mogu da budu prelazno rešenje na putu ka oblicima FDI.“<sup>15</sup>. Ista podela je data i kod Čačić K.<sup>16</sup> gde se navodi da strane direktne investicije imaju tri varijeteta: greenfield investicije, akvizicije ili brownfield investicije i zajednička ulaganja.

Analizirajući dostupne podatke iz UNCTAD izveštaja „World Investment Report“, može se zaključiti da su do 2002. godine u strukturi stranih direktnih investicija dominirali merdžeri i akvizicije, da bi od tada njihovo učešće u ukupnom obimu stranih direktnih investicija počelo da se smanjuje, a kao posledica usporavanja ekonomskih aktivnosti, ali još značajnije i gubitka poverenja investitora na finansijskim tržištima. To smanjenje njihovog učešća je bilo karakteristično i tokom perioda poslednje ekonomske krize. Ako uzmemo podatak iz 2007. godine o registrovanom obimu stranih direktnih investicija, a zatim i podatak o vrednosti registrovanih međunarodnih merdžera i akvizicija<sup>17</sup>, lako je izračunati da je učešće merdžera i akvizicija u ukupnoj vrednosti SDI iznosilo 51,89%, dok je to učešće u 2010. godini 27,24%.

Ako posmatramo sektorsku distribuciju stranih direktnih investicija u svetu, 2010. godine u projekte iz primarnog sektora je investirano 254 milijardi dolara (22%), iz

---

<sup>13</sup> „World Investment Report 2010“, UNCTAD, New York and Geneva, 2010., str. 2.

<sup>14</sup> „World Investment Report 2011“, UNCTAD, New York and Geneva, 2011., str. 10.

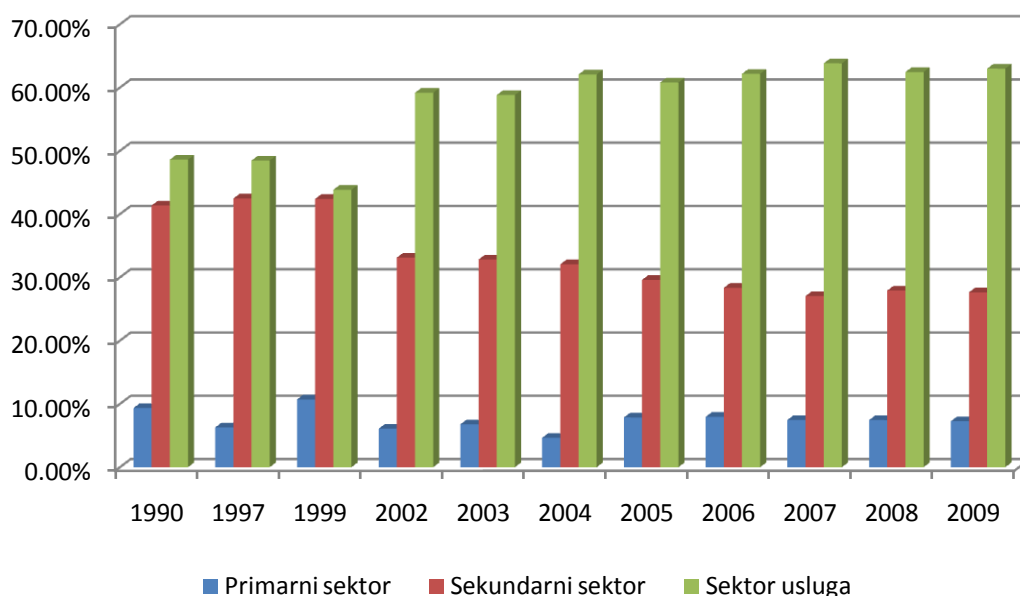
<sup>15</sup> Čirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 175.

<sup>16</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 83.

<sup>17</sup> „World Investment Report 2010“, UNCTAD, New York and Geneva, 2010., strane 187. i 195.

sekundarnog sektora 554 milijardi USD (48%), a u sektor usluga 338 milijardi USD (30%)<sup>18</sup>.

**Grafikon 2:** Stanje<sup>19</sup> ulaznih SDI u svetu – učešće pojedinih privrednih sektora



**Izvor:** Sopstveni proračuni na osnovu podataka preuzetih iz publikacija „World Investment Report“, UNCTAD

Ako posmatramo nešto duži vremenski period<sup>20</sup> jasno je uočljivo da je registrovano povećanje SDI u sektoru usluga, što je dovelo do prekompozicije stanja ulaznih SDI u svetu. Tako su u 1990. godini SDI u sektoru usluga činile oko 48,6% ukupno do tada registrovanih investicija, dok je krajem 2009. godine njihovo učešće u ukupnom stanju ulaznih SDI bilo oko 63%. U isto vreme, relativno posmatrano, stanje SDI u primarnom sektoru je ostalo gotovo nepromenjeno, dok je značajno smanjeno ono u sekundarnom sektoru. Očigledno je da je tokom analiziranog perioda najveći obim stranih direktnih investicija plasiran u projekte iz sektora usluga.

---

<sup>18</sup> „World Investment Report 2010“, UNCTAD, New York and Geneva, 2010., str. 9.

<sup>19</sup> Strane direktne investicije se statistički mogu izražavati kroz njihove tokove (flow) i njihovo stanje (stock). Tokovi pokazuju prilive stranih direktnih investicija u određenom vremenskom periodu, a stanje se utvrđuje kumuliranjem tokova (UNCTAD - <http://archive.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3154>)

<sup>20</sup> podaci za pojedine godine nisu raspoloživi

U 2009. godini, koja „verovatno bila jedna od najgorih u istoriji turizma“<sup>21</sup>, u svetu je zabeležen pad broja turista u međunarodnim turističkim kretanjima za oko 3,8%, kao i pad u prihodima od međunarodnog turizma od oko 5,6% (u odnosu na 2008. godinu). Već naredne, 2010. godine turizam je zabeležio oporavak, kako u broju turista koji učestvuju u međunarodnim turističkim tokovima (oko 6,6% u odnosu na 2009. godinu), tako i obimu zabeleženih prihoda od međunarodnog turizma (oko 4,7% u odnosu na prethodnu godinu). U 2010. godini je u međunarodnim turističkim tokovima registrovano oko 940 miliona turista, koji su van svoje zemlje potrošili oko 919 milijardi USD<sup>22</sup>. „Dinamika razvoja međunarodnog turizma u svetu bila je izuzetno povoljna još od 1950. godine. Njen intenzitet rasta bio je brži, kako od ukupnog razvoja svetske privrede, tako i ukupnog obima razmene roba i usluga sa inostranstvom. Za argumentovanje ovog stava dovoljno je navesti podatak da je u 1950. godini u svetskom turizmu učestvovalo samo 25,5 miliona turista sa potrošnjom koja je iznosila 2,1 milijardi USD“<sup>23</sup>.

Imajući u vidu tako impresivan razvoj, iskazanu vitalnost i tokom poslednje svetske ekonomske krize, kao prognozu Svetske turističke organizacije po kojoj se u 2020. godini može očekivati učešće od oko 1,6 milijardi turista u međunarodnim turističkim putovanjima<sup>24</sup>, bilo je realno očekivati da su takve tendencije praćene i značajnim obimom direktnih stranih investicija u hotelijerskoj delatnosti. Tim pre, ako se zna da su najveće hotelske korporacije, kao očekivani nosioci stranih direktnih investicija, ostvarile snažnu ekspanziju i visok stepen internacionalizacije svojih poslovnih aktivnosti. Ipak, kao što će analiza pokazati, u hotelijerskoj delatnosti ne samo da nije zabeležen visok obim stranih direktnih investicija, već se njihovo učešće, kako u ukupno registrovanim SDI u svetu, tako i u odnosu na obim SDI usmerenih prema sektoru usluga, kontinuirano smanjivalo.

Direktne strane investicije u hotelijerstvu najčešće se realizuju kroz ulaganja međunarodnih hotelskih lanaca (alternativno - međunarodne hotelske korporacije) i

---

<sup>21</sup> Freitag R., Pyka D., „Status Quo and Forecasting World and European Tourism“ u zborniku „Trends and Issues in Global Tourism 2011“, urednici Conrady R., Buck M., Springer-Verlag, Berlin Heidelberg 2011., str. 14.

<sup>22</sup> „UNWTO Tourism Highlights 2011 Edition“, World Tourism Organization (UNWTO), Madrid, 2011., str. 4.

<sup>23</sup> Unković S., Zečević B., „Ekonomika turizma“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2006., str. 236.

<sup>24</sup> „2006 Edition Tourism Market Trends World Overview & Tourism Topics“, Tourism Organization (UNWTO), Madrid, 2006., str. 77.

investicionih fondova za ulaganje u nekretnine specijalizovanih za ulaganje u nekretnine (Hotel Real Estate Investment Trust). S obzirom na njihov značaj i rasprostranjenost, posebnu pažnju zaslužuju međunarodni hotelski lanci.

Međunarodne hotelske korporacije mogu obezbediti potpunu ili određen stepen kontrole nad hotelima koji posluju pod njihovim hotelskim markama na više različitih načina i to kroz:

- direktna ulaganja s ciljem sticanja većinskog vlasništva u postojećim hotelima ili izgradnje novih, samostalno ili u formi zajedničkog ulaganja,
- korišćenje različitih ugovornih formi među kojima dominiraju ugovori o franšizi, menadžmentu i zakupu hotelskih kapaciteta.

Direktna ulaganja su oblik koji velike hotelske korporacije ređe koriste. Istraživanja sprovedena za potrebe ovog rada, zasnovana na statističkim podacima objavljenim u godišnjim izveštajima renomiranog časopisa „Hotels“, pokazuju da su pet<sup>25</sup> najvećih svetskih hotelskih lanaca, krajem 2010. godine, po osnovu direktnog ulaganja<sup>26</sup> kontrolisali oko 10,4% od ukupnog broja hotela pod njihovim hotelskim markama. Uočena je i tendencija da se taj procenat tokom poslednje decenije gotovo konstantno smanjivao. Ostatak hotela hotelske korporacije kontolišu putem različitih ugovornih formi.

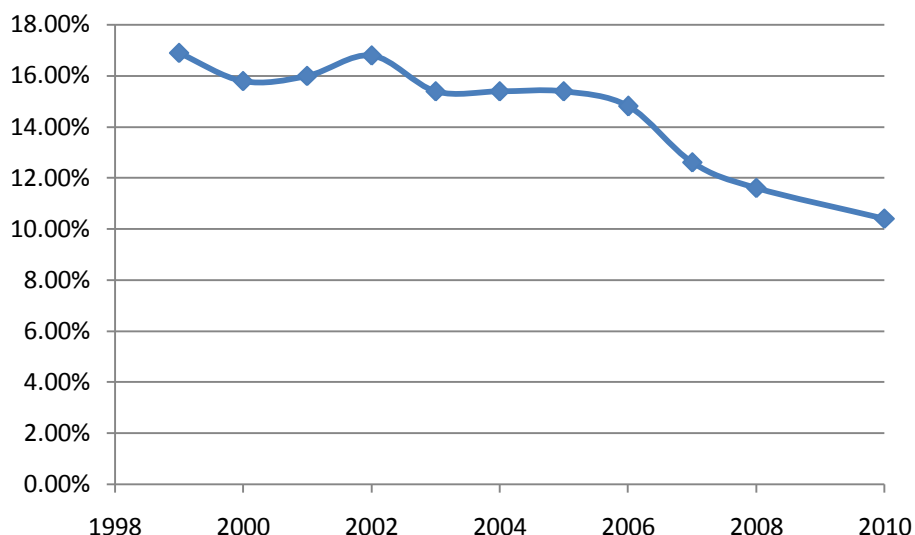
---

<sup>25</sup> Prema podacima časopisa „Hotels“ („Special Report: Hotel's 325“, septembar 2011. godine) pet najvećih hotelskih korporacija na svetu su: „Intercontinental Hotels Group PLC“, „Marriott International Inc“, „Wyndham Worldwide“, „Hilton Worldwide“, „Accor SA“. Prezentovana analiza za period 1999-2010. godina se odnosi na iste korporacije.

<sup>26</sup> U navedenoj publikaciji prikazuje zbirna kategorija „vlasništvo i dugoročni zakup“.



**Grafikon 3:** Učešće hotela u vlasništvu<sup>27</sup> u ukupnom poslovnom portfelju pet najvećih hotelskih korporacija u periodu 1999-2010. godina



**Izvor:** Sopstveno istraživanje zasnovano na statističkim podacima časopisa „Hotels“

Opadanje učešća hotela u kojima najveće hotelske korporacije imaju vlasničke udele je izraz njihovog opredeljenja ka intenzivnijem korišćenju nevlasničkih investicionih oblika u širenju svojih poslovnih aktivnosti, odnosno smanjenja obima njihovih direktnih investicija. Kako su međunarodni hotelski lanci osnovni nosioci direktnih stranih investicija u hotelijerstvu, takvo njihovo opredeljenje sigurno je uticalo na smanjeni obim registrovanih stranih direktnih investicija u hotelijerskoj delatnosti.

Iz dostupnih izveštaja UNCTAD<sup>28</sup>, kao referentnih izvora, se ne može sa preciznošću utvrditi obim stranih direktnih investicija u hotelijerstvu. Osnovni razlozi se nalaze u činjenici da se iz datih izveštaja može utvrditi stanje (stock) ulaznih SDI koje se odnosi ne samo na hotelijersku, već zbirno hotelijersku i restoratersku delatnost<sup>29</sup>. Za pojedine godine se prikazuju i tokovi SDI u hotelijersku i restoratersku delatnost, ali bez mogućnosti njihovog kontinuiranog praćenja tokom celog analiziranog perioda. U tim izveštajima se iskazuje i ukupna vrednost merđžera i akvizicija, kao dela SDI, ali i ovaj

---

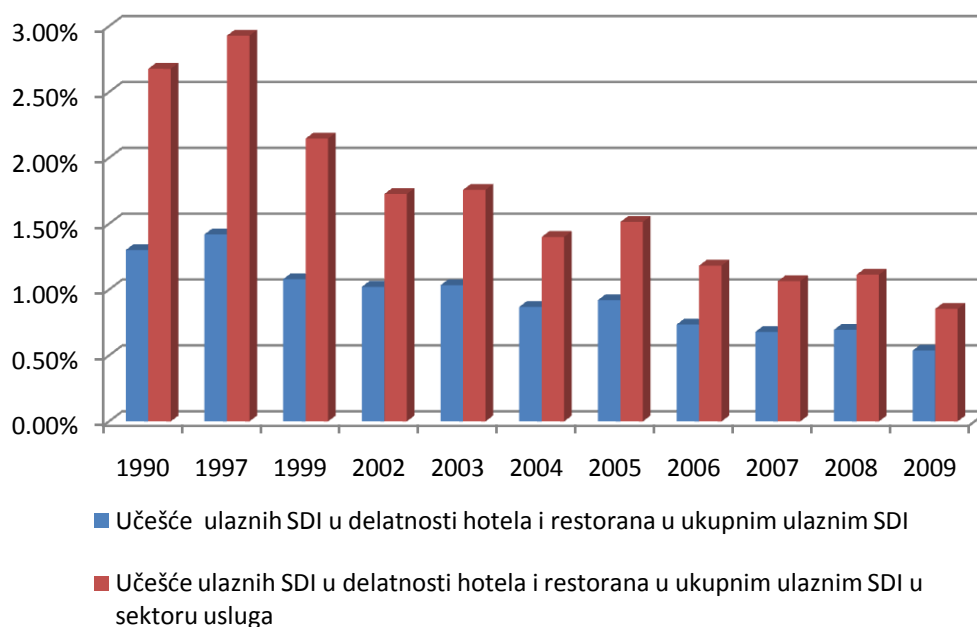
<sup>27</sup> Isto

<sup>28</sup> „World Investment Report“, New York and Geneva, UNCTAD, izveštaji od 1992 do 2011.

<sup>29</sup> iz izveštaja nije moguće utvrditi vrednosti koje bi se odnosile samo na hotelsku delatnost. Ipak prezentovani podaci predstavljaju dobar indikator ukupnog obima SDI u hotelskoj delatnosti.

put ne samo za hotelijersku delatnost, već zbirno za delatnost hotela i restorana. Raspoloživi podaci ipak mogu poslužiti kao indikatori za ocenu SDI u hotelijerstvu.

**Grafikon 4:** Učešće ulaznih SDI u delatnosti hotela i restorana u ukupnim ulaznim SDI i ulaznim SDI u sektoru usluga

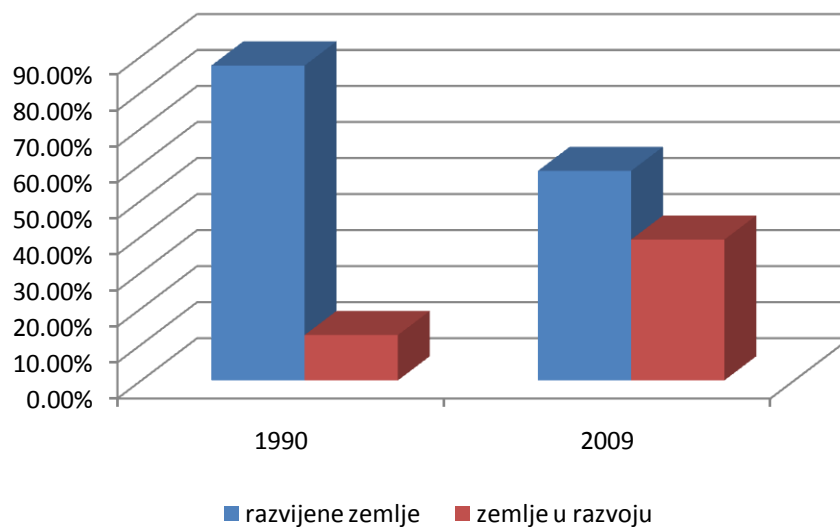


Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz „World Investment Report“

Iz grafikona se može videti da se učešće ulaznih SDI u delatnosti hotela i restorana u ukupnim ulaznim SDI, sa manjim oscilacijama, gotovo kontinuirano smanjivalo od 1997. godine kada je iznosilo oko 1,42%, do 2009. godine u kojoj je to učešće iznosilo oko 0,54%. Slična tendencija se uočava i ako se analizira i učešće ulaznih SDI u delatnosti hotela i restorana u ukupnim ulaznim SDI u celokupnom sektoru usluga. Na osnovu raspoloživih podataka se može zaključiti da je najviše učešće registrovano takođe u 1997. godini kada je iznosilo 2,93%, a najmanje u 2009. godini u kojoj je registrovano 0,85%. Iz izloženog se može zaključiti da se obim ulaznih SDI u delatnost hotela i restorana, u relativnom izrazu, kontinuirano smanjivao, što je dovelo i do smanjenja njihovog učešća u oba posmatrana agregata.

Ako se dalje analizira distribucija SDI u delatnost hotela i restorana po različitim zemljama grupisanim u kategorije razvijenih i onih u razvoju, mogu se uočiti značajne promene u strukturi ulaznih SDI.

**Grafikon 5:** Učešće razvijenih i zemalja u razvoju u ukupnim ulaznim SDI u delatnosti hotela i restorana 1990. i 2009. godine



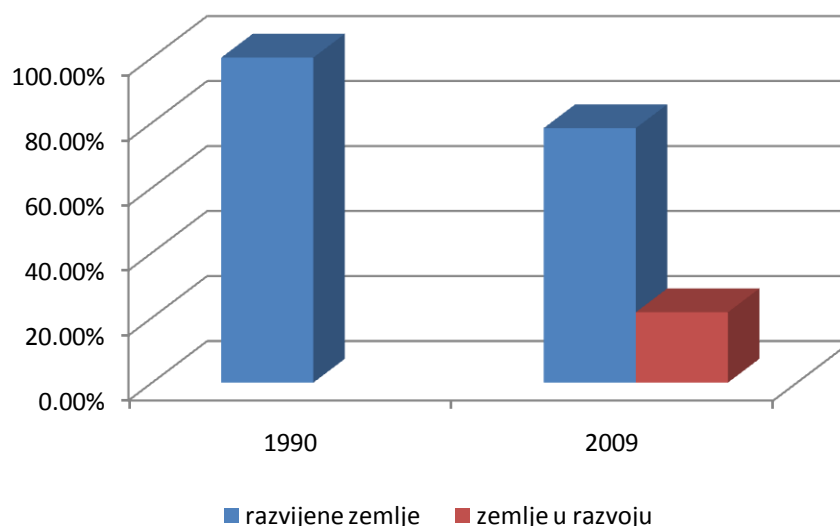
Izvor: „World Investment Report“, UNCTAD

Uočljivo je da je došlo do značajnih promena i da u 2009. godini zemlje u razvoju imaju značajno veće učešće u ukupnim ulaznim SDI u delatnosti hotela i restorana. To znači da je tokom posmatranog perioda bio registrovan i značajniji tok ukupnih SDI prema zemljama u razvoju, koji je rezultovao porastom ulaznih investicija u delatnosti hotela i restorana. Krajem 1990. godine ukupno 87,42% svih SDI u ovom sektoru je realizovano u razvijenim zemljama, dok je to učešće krajem 2009. godine iznosilo oko 58,15%. Ipak se može zaključiti da i dalje preovlađuju SDI usmerene prema projektima u razvijenim zemljama. Faktori koji utiču na usmerenje stranih direktnih investicija u delatnosti hotela i restorana su: stepen ekonomskog i političkog rizika, nivo ekonomske razvijenosti zemlje, socio-ekonomsko okruženje, privatizacija, liberalizacije režima stranih direktnih investicija, poreska politika, razvijenost infrastrukture, cena rada, kvalitet ljudskih resursa, mogućnosti lokalnih snabdevača itd<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Endo K., „Foreign direct investment in tourism—flows and volumes“, Tourism Management, Elsevier, Maryland Heights, 2006., vol 27., Issue 4, str.601.

**Grafikon 6:** Učešće razvijenih i zemalja u razvoju u ukupnim izlaznim SDI u delatnosti hotela i restorana 1990. i 2009. godine



**Izvor:** „World Investment Report“, UNCTAD

Promene, iako blaže, se mogu uočiti i u strukturi izlaznih SDI u delatnosti hotela i restorana. Krajem 1990. godine celokupno stanje do tada realizovanih SDI u u delatnosti hotela i restorana je bilo finansirano od strane investitora iz razvijenih zemalja. Analizirajući stanje krajem 2009. godine, može se uočiti da je oko 21,64% ukupnih izlaznih SDI poteklo iz zemalja u razvoju.

Na osnovu prezentovanih podataka se može zaključiti da je najveći obim stranih direktnih investicija u delatnost hotelijerstva i restoraterstva bio usmeren ka preduzećima i projektima u razvijenim ekonomijama, a u isto vreme i najveći obim stranih direktnih investicija u toj delatnosti je poticao iz razvijenih zemalja<sup>31</sup>. Ipak, u zemljama u razvoju sa značajnim turističkim potencijalom se beleži povećanje učešća u ukupnom stanju ulaznih SDI u delatnosti hotela i restorana, ali i učešća u ukupnom stanju izlaznih SDI u delatnosti hotela i restorana, što znači da se na tržištu sve češće pojavljuju investitori koji potiču iz tih zemalja.

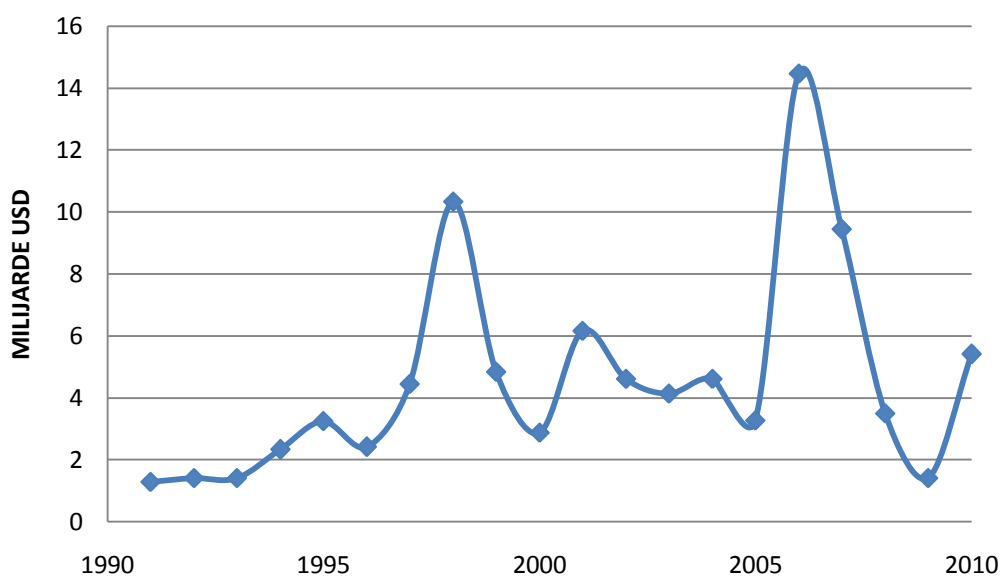
Iz „World Investment Report“ se mogu izvući i podaci koji se odnose na procenjene vrednosti merdžera i akvizicija u delatnosti hotela i restorana.

---

<sup>31</sup> za pregled stanja ulaznih i izlaznih direktnih stranih investicija po zemljama videti „FDI in Tourism – The Development Dimension“, UNCTAD, New York and Geneva, 2007. str. 19.

Meržeri „predstavljaju spajanje vlasničkih prava akcionara dve kompanije. Ovo sjedinjavanje vlasničkih prava odnosi se na akcijski kapital (neto aktiva) kao i na operacije obe kompanije koje postaju jedna kompanija“<sup>32</sup>. Akvizicije predstavljaju poslovne transakcije u kojima jača kompanija preuzima (kupuje) slabiju kompaniju<sup>33</sup>. Procenjena vrednost merdžera i akvizicija (kao dela SDI) u delatnosti hotela i restorana je za period 1991-2010. godina kumulativno iznosila oko 91,7 milijardi USD<sup>34</sup>.

**Grafikon 7:** Vrednost međunarodnih merdžera i akvizicija u delatnosti hotela i restorana



**Izvor:** „World Investment Report“, UNCTAD, izveštaji za period od 1991-2010. godine

Iz podataka prezentovanih u grafikonu 7 se može videti da su najviše vrednosti prekograničnih merdžera i akvizicija zabeležene u 1998. i 2006. godini, u kojoj se registruje i istorijski maksimum. Taj rast se može objasniti činjenicom da je ukupan obim SDI u svetu u tom periodu bio u značajnoj ekspanziji, što se svakako odrazilo i na vrednost ukupnih merdžera i akvizicija u delatnosti hotela i restorana. U godinama poslednje ekonomske krize registrovan je značajan pad vrednosti prekograničnih merdžera i akvizicija u delatnosti hotela i restorana, čak toliko da je 2009. njihova vrednost izjednačena sa vrednostima iz 1992. i 1993. godine.

---

<sup>32</sup> Čirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 19.

<sup>33</sup> Čirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 18.

<sup>34</sup> Do podatka se došlo tako što se agregirala vrednost merdžera i akvizicija kojima je stečeno vlasništvo nad preduzećima iz delatnosti hotela i restorana. Godišnje vrednosti su preuzete iz „World Investment Report“ za period 1992-2011.

Dakle, hotelske korporacije mogu ostvariti kontrolu nad hotelima po osnovu direktnog ulaganja i sticanja određenih vlasničkih udela, ali i kroz nevlasničke forme ulaganja. Osnovna karakteristika nevlasničkih formi ulaganja je sticanje kontrole nad poslovnim entitetom na drugi način u odnosu na sticanje vlasničkih udela. Iako postoje različite vrste nevlasničkih ulaganja i svaka od njih ima svoje osobenosti, može se povući i određena paralela između nevlasničkih formi ulaganja i stranih direktnih investicija. Zajednička karakteristika im je ostvarivanje kontrole nad poslovnim entitetom u drugoj zemlji, kao i dugoročni poslovni interes<sup>35</sup>. Takođe, direktne strane investicije uključuju transfer finansijskog kapitala, tehnologije i know-how, ali se transfer tehnologije i znanja ostvaruje i kroz nevlasničke forme ulaganja hotelskih korporacija. Imajući u vidu iskazane tendencije u poslovanju hotelskih korporacija, može se konstatovati da nevlasnički oblik preovlađuje u poslovanju hotelskih preduzeća. Najčešće korišćeni oblici nevlasničkih ulaganja u poslovanju hotelskih preduzeća su franšizing i ugovori o menadžmentu. Hotelske korporacije koje se odlučuju za širenje poslovnih aktivnosti kroz primenu ugovora o menadžmentu i franšizi, transferišu na domaća hotelska preduzeća svoje poslovne modele uz podrazumevajući obiman program obuke zaposlenih u tim hotelima kako bi oni usvojili potrebna znanja i veštine. Prisustvo međunarodnih hotelskih korporacija obezbeđuje transfer tehnologije ne samo kroz obuku zaposlenih u hotelima koji posluju pod njihovim markama, već i šire. Neke međunarodne hotelske korporacije, pored internih programa obuke za zaposlene u hotelima koje kontrolišu, učestvuju i u programima šire edukacije i obuke u cilju izgradnje potrebnih kompetencija za rad u hotelskoj delatnosti. Kao primer se može navesti hotelska korporacija „Intercontinental Hotels Group“ koja je u Kini, kroz program javno-privatnog partnerstva, pokrenula IHG Akademiju (IHG Academy) s ciljem obezbeđenja kurseva obuke za poslove u hotelskim preduzećima. Akademija ima 23 partnera u 10 gradova i godišnje obučiti oko 5000 polaznika. Slične centre je otvorila i korporacija „Best Western International“ i to u Indiji – „Centre for Hotel Management and Training“, kao i „Hospitality Training Campus“ u Ujedinjenim Arapskim Emiratima<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> „World Investment Report 2011 - Non-Equity Modes of International Production and Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 2011., str. 127.

<sup>36</sup> „World Investment Report 2011 - Non-Equity Modes of International Production and Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 2011., str. 158.

## **2.2. SPECIJALIZOVANI INVESTICIONI FONDOVI ZA ULAGANJE U NEKRETNINE (REAL ESTATE INVESTMENT TRUST – REIT) KAO NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI U HOTELIJERSTVU**

REIT (Real Estate Investment Trust) su zatvoreni investicioni fondovi specijalizovani za ulaganje u nekretnine, koji uz ispunjavanje određenih uslova stiču pravo na izvesne poreske olakšice.

Nastali su na tržištu SAD, a osnovu za njihovo formiranje predstavljao je set zakona usvojen u američkom Kongresu šezdesetih godina, kojima su takvi fondovi oslobođeni plaćanja poreza na dobitak, što je svakako predstavljalo podsticaj investitorima. Naravno, ostala je obaveza plaćanja poreza pojedinačnih investitora na isplaćene dividende od strane REIT-a. Ovi fondovi su najaktivniji i najrazvijeniji na tržištima SAD, Kanade, Japana i Australije.

### **2.2.1. NASTANAK I RAZVOJ REIT NA TRŽIŠTU SAD**

Istorijski posmatrano, razvoj specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine u savremenom obliku počinje 1960. godine usvajanjem određenih zakonskih amandmana u američkom Kongresu, koji su omogućavali formiranje takve poslovne forme, istovremeno obezbeđujući joj poreske olakšice.

Za usvajanje takvog zakonskog rešenja intenzivno su lobirale snažne investicione banke koje su tražile mogućnost da kreiraju nove profitabilne investicione opcije kako bi zadovoljile rastuću tražnju na finansijskim tržištima koja su u to vreme bila u snažnoj ekspanziji<sup>37</sup>.

Treba reći da su prva zakonska rešenja koja su regulisala pitanje specijalizovanih investicionih fondova i njihovog oslobađanja od poreza na dobitak predlagana četiri godine ranije, 1956. godine. Međutim tadašnji američki predsednik Ajzenhauer je

---

<sup>37</sup> Graff A. R., „Economic Analysis Suggests that REIT Investment Characteristics are Not as Advertised”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Tempe, Vol. 7, Issue 2, 2001. , strana 99.

blokirao zakonski predlog<sup>38</sup> zbog straha njegove administracije kako će ukidanje plaćanja poreza na dobitak uticati na poreske prihode.

Za ulaganje u nekretnine je potreban značajan kapital. Logično, pre pojave specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine (REIT) osnovni investitori u ovom sektoru su najčešće bile krupne korporacije i privatni investicioni fondovi. Namera zakonodavaca je bila da se velikom broju malih investitora omogući ulaganje u sektor nekretnina i participacija u dobiti koja se u tom sektoru ostvaruje. Da bi stimulisali investitore na ulaganje u ove fondove zakonodavci su fondove oslobodili plaćanja poreza na dobitak uz čitav niz uslova, od kojih ovde vredi pomenuti onaj da je fond morao isplatiti i do 95% svog dobitka kroz dividende. Na taj način su, potencijalno, omogućeni visoki prinosi na ulaganje u ove investicione fondove, što je investiciju činilo atraktivnom za potencijalne investitore. Ono što je važno uočiti je da je investorima od trenutka formiranja specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine omogućeno da ulažu u nekretnine ne više samo direktno kupujući nekretninu, već i kroz ulaganje na berzi i kupovinu hartija od vrednosti, što naravno akcije ovih specijalizovanih fondova i jesu.

Fondovi koji su formirani su bili zatvoreni investicioni fondovi (prikupljaju sredstva prodajom akcija putem javne ponude). Fond bi emitovao akcije čija bi se vrednost formirala na berzi i koja bi bila podložna promenama na način kako fluktuiraju i cene akcija korporacija.

Ono što je karakteristično za prvu fazu u razvoju specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine je da su oni ovim zakonskim rešenjem stavljeni u pasivan položaj u smislu da sami fondovi nisu imali pravo, ne samo upravljati nekretninama koje bi posedovali, već nisu smeli ni direktno postavljati menadžment koji bi upravljao tim nekretninama. Menadžment specijalizovanog investicionog fonda je imao obavezu da angažuje nezavisnog konsultanta koji bi potom odabrao menadžerske strukture koje bi upravljale posedovanim nekretninama. Ovakvo zakonsko rešenje je stvorilo potencijal za nastanak tzv. „agencijskog problema” koji se, u ovom slučaju, manifestuje kroz potencijalni nesklad interesa akcionara, vlasnika specijalizovanog investicionog fonda i nezavisnog konsultanta i menadžera koji su upravljali nekretninama fonda. Naime,

---

<sup>38</sup> Kelley W. , *“Real Estate Investment Trust Handbook”*, Ali Aba, Philadelphia, 1998., strana 3.



„vlasnici po pravilu ne raspolažu sa svim relevantnim informacijama o uslovima rada i aktivnostima donosioca odluka, usled čega nisu u mogućnosti da ostvare kompletnu kontrolu nad njihovim delovanjem. Potpunu ili bar ne-besplatnu kontrolu nad donosiocima odluka vlasnici nisu u mogućnosti da ostvare zbog asimetrične informisanosti, odnosno činjenice da nemaju pristup određenim informacijama koje donosioci odluka koriste pri izboru odluka. Usled imperfektne informisanosti vlasnici ne znaju da li donosioci odluka, na koje su oni delegirali odgovornost, deluju u skladu sa njihovim interesima, ili ih zanemaruju, u korist sopstvenih interesa, koji odstupaju od interesa vlasnika“<sup>39</sup>. Agencijski problem se dakle javlja u onim situacijama u kojima su ciljevi upravljača i vlasnika u konfliktu ili u onim situacijama u kojima vlasnik teško može utvrditi ili je to dosta skupo, šta upravljač zapravo radi<sup>40</sup>. Da bi agent, u ovom slučaju menadžer koji upravlja imovinom fonda, delovao u interesu principala, odnosno vlasnika specijalizovanog investicionog fonda, potrebno je kreirati adekvatnu podsticajnu šemu. U savremenim uslovima menadžeri često i sami dobijaju određen paket akcija firme kojom upravljaju, ali u to vreme menadžeri koji su upravljali imovinom često sami nisu imali u vlasništvu akcije tog fonda<sup>41</sup>.

Kroz reformu i izmene zakona koji definišu uslove poslovanja za specijalizovane investicione fondove za ulaganje u nekretnine ovaj problem je prevaziđen. Savremenim REIT upravljaju profesionalni menadžeri čiji su finansijski interesi u potpunosti saglasni sa interesima akcionara i u velikoj meri je eliminisan potencijal za razvoj “agencijskog problema”<sup>42</sup>.

Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine su morali ispuniti sledeće uslove koji su bili definisani zakonskim rešenjem<sup>43</sup>:

- Imali su obavezu da svake godine isplate akcionarima 90% tekućeg dobitka kroz dividende;

---

<sup>39</sup> Nikolić M., Malenović N., Pokrajčić D., Paunović B., „*Ekonomika preduzeća*“, Ekonomski fakultet, Beograd, 1996. godina, strana 421.

<sup>40</sup> Eisenhardt K., „*Agency Theory: An Assessment and Review*“, Academy of Management Review, Briar Cliff Manor NY, Vol 14. No. 1, strana 58.

<sup>41</sup> McMahan J., „*The long view: A perspective on the REIT market*“, Real Estate Issues, Chicago, broj 19. 1994. godina, strana 3-4.

<sup>42</sup> Imperiale R., „*Getting Started in Real Estate Investment Trusts*“, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006. , strana 2.

<sup>43</sup> Wang K., Erickson J., Su Han C. „*Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities*“, Oxford University Press, New York, 2003., strana 16.

- Morali su imati najmanje 100 akcionara, a od tog broja njih 5 udruženo nije smelo imati više od 50% ukupnog broja akcija (pravilo 5/50);
- Najmanje 75% ukupnih prihoda fonda mora poticati od izdavanja hotela u vlasništvu u zakup (u slučaju hotelskih REIT), kao i od (postoji nekoliko osnovnih vrsta REIT od kojih neki svoj kapital plasiraju u kredite namenjene izgradnji ili akviziciji nekretnina, uz obavezno hipotekarno obezbeđenje) kamata na date hipotekarne kredite;
- Ako je REIT tokom godine prodavao nekretnine u svom vlasništvu prethodno pravilo se modifikuje, tako da u tom slučaju 90% ukupnih prihoda mora poticati od izdavanja hotela u vlasništvu u zakup, kamata na date hipotekarne kredite, kao i prihoda po osnovu prodaje nekretnina ili vlasništva nad akcijama drugih fondova;
- Najmanje 75% imovine mora biti u nekretninama, hipotekarnim kreditima, državnim hartijama od vrednosti i gotovini.

Analizom postavljenih uslova je uočljivo da je namera bila da se omogući ulaganje u nekretnine malim investitorima, kao i da se onemogući izrazita koncentracija kapitala kao i zloupotreba REIT statusa i poreskih olakšica koje ona nosi kroz ulaganja koja nisu povezana sa nekretninama. Isto tako, kroz obavezu isplate 90% profita kao uslova za zadržavanje REIT statusa onemogućava se izbegavanje poreza. Sam REIT neće platiti porez na dobitak, ali investitori pojedinačno po isplati dividendi hoće, a na onih preostalih 10% profita koji se potencijalno ne bi isplatio kroz dividende specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine bi bio u obavezi da plati porez na dobitak<sup>44</sup>.

Ipak, na ovom mestu valja konstatovati da će činjenica da moraju isplatiti čak 90% ukupno ostvarenog profita kroz dividende značajno smanjiti interne potencijale za rast na osnovu reinvestiranja ostvarenog profita. Pojedine studije pokazuju da se iz ostvarenog profita finansira tek oko 7% ukupne vrednosti investicija ovih fondova<sup>45</sup>. Ako se izolovano posmatra samo ta činjenica moglo bi se doći do pogrešnog zaključka da ovi fondovi ne predstavljaju značajan investicioni oblik za razvoj hotelijerstva. Pre izvođenja takvog zaključka mora se znati da REIT najveći obim kapitala prikupljaju kroz javnu

---

<sup>44</sup> Imperiale R., *"Getting Started in Real Estate Investment Trusts"*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006. , strana 17.

<sup>45</sup> Ott H. S., Riddiough J. T., Ha-Chin Y., „Finance, Investment and Investment Performance: Evidence from the REIT Sector“, *Real Estate Economics*, Oxford , 2005. ,Vol. 33. Issue 1, strana 204.

ponudu na berzi na kojoj, načelno govoreći, akcije tih fondova često predstavljaju atraktivne investicione opcije. Atraktivnost proističe kako iz visokih isplaćenih dividendi, tako i karakteristike da ulaganjem u akcije ovih fondova investitori ostvaruju dodatnu diverzifikaciju rizika, jer je praksa pokazala da često ne postoji značajna korelacija u kretanju cena akcija korporacija i REIT na berzi. Zbog toga što REIT najveći obim kapitala za investicije prikuplja kroz proces javne ponude akcija, a tek manji finansira iz ostvarenog profita, pomera se fokus poslovne politike ovih fondova sa dugoročnih ciljeva na one kratkoročnije, čije će ispunjavanje uticati na njihovu sposobnost da na berzi agregiraju potrebne količine kapitala za realizaciju novih razvojnih projekata, odnosno na njihovu atraktivnost za potencijalne investitore.

Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine nisu bili odmah prihvaćeni od strane investitora kao potencijalno profitabilna investicija. Naime, pojava ovih fondova je vremenski korespondirala sa pogoršanjem ekonomske situacije u Sjedinjenim Američkim Državama, a i sami fondovi su imali dosta ograničenja u svom poslovanju. Jedno od prvobitnih ograničenja je bilo i u nemogućnosti prodaje nekretnina fonda u toku određenog vremenskog perioda (četiri godine), što je onemogućavalo kreiranje optimalnog portfolija u smislu da nerentabilne nekretnine nisu mogle biti isključene prodajom iz poslovnog portfelja specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine.

#### **2.2.1.1. ZAKONSKO REGULISANJE RADA REIT U SAD**

Američki Kongres je 1986. godine usvojio "Tax Reform Act". Ovom reformom je specijalizovanim investicionim fondovima za ulaganje u nekretnine omogućeno da upravljaju posjedovanim nekretninama, sa izuzetkom fondova specijalizovanih za ulaganje u hotelijerstvo, kao i onih specijalizovanih za izgradnju medicinskih ustanova<sup>46</sup>. Hotelijerstvo je prepoznato kao specifična delatnost koja je zahtevala i specifičan know-how i zadržana je obaveza fondova da upravljanje hotelskim objektima prepuste trećim licima, pre svega renomiranim hotelskim korporacijama, a po osnovu različitih ugovornih formi.

---

<sup>46</sup> Imperiale R., "Getting Started in Real Estate Investment Trusts", John Wiley & Sons, New Jersey, 2006. , strana 18.

Inače pre pomenute zakonske reforme investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine specijalizovani za ulaganje u hotelijerstvo često su formirali tzv. uparene strukture<sup>47</sup> (izvorni naziv - "paired share" strukture) da bi izbegli angažovanje nezavisnog konsultanta koji bi zatim angažovao hotelsku korporaciju koja bi upravljala objektom. Ova struktura je podrazumevala da REIT specijalizovan za hotelijerstvo kreira nezavisno preduzeće, praktično filijalu samog fonda, koja bi potom bila angažovana od strane matičnog REIT-a za aktivno upravljanje nekretninama, pošto je to zakonski bilo onemogućeno menadžmentu samog REIT. Ta nezavisna korporacija ne bi imala REIT status, već bi plaćala porez na dobitak kao i sve korporacije na tržištu. Ipak taj iskazani dobitak često ne bi bio značajan, jer bi se ugovorima između te korporacije i matičnog fonda veliki deo ostvarenih prihoda filijale prebacivao samom specijalizovanom investicionom fondu za ulaganje u nekretnine. Akcijama ova dva poslovna i pravna entiteta bi se trgovalo vezano, pa odatle i naziv same strukture. Kako se reforma nije odnosila na upravljanje fondovima specijalizovanim za ulaganje u hotelijerstvo, ove strukture su nastavile da postoje. Zakonskim rešenjima je tokom osamdesetih onemogućeno dalje formiranje "paired share" struktura, ali je dozvoljeno poslovanje postojećih.

Reformom su specijalizovani investicioni fondovi dobili priliku da se organizuju u strukture vrlo slične strukturama standardnih korporacija, sprečeno je odlivanje novčanih sredstava koja su odlazila nezavisnim savetnicima koji su prethodnim zakonskim rešenjem bili nužni, samim tim više novca je ostajalo za investicije, ali i za isplatu dividendi. Povećane dividende su vodile većoj investicionoj atraktivnosti za potencijalne ulagače, tržišna kapitalizacija fondova je počela značajno da raste i povećana je likvidnost akcija ovih fondova na tržištu kapitala.

Investiranje u specijalizovane investicione fondove za ulaganje u nekretnine je postala interesantna opcija i za institucionalne investitore (penzioni fondovi, osiguravajuća društva, uzajamni fondovi itd.). Ako se posmatra struktura ulaganja u specijalizovane investicione fondove za ulaganje u nekretnine na tržištu SAD može se uočiti da 30% investicija dolazi od strane malih individualnih investitora, 38% od strane uzajamnih

---

<sup>47</sup> Beals P., Arabia J., "Lodging REITs", Cornell Hospitality Quarterly, Ithaca, 1998. , Vol. 39, Issue 6, strana 52-59.

fondova (prikupljaju sredstva velikog broja malih investitora i plasiraju ih u različite hartije od vrednosti), a ostatak su ulaganja institucionalnih investitora<sup>48</sup>.

Krajem osamdesetih godina na tržištu Sjedinjenih Američkih Država je uočena pojava izrazite specijalizacije investicionih fondova za ulaganje u nekretnine u pojedine sektore<sup>49</sup>. Profilišu se oni koji dominantno ulažu u razvoj poslovnog, stambenog, magacinskog prostora, kao i oni koji ulažu u razvoj hotelijerskih kapaciteta, medicinskih kapaciteta, trgovačkih centara itd.

Tokom devedesetih godina prošlog veka zabeležen je veliki rast na REIT tržištu. To se naročito odnosi na 1993. i 1994. godinu u kojima je zabeležen najveći broj inicijalnih javnih ponuda specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Ovom rastu su značajno doprinele i dodatne promene zakonske regulative koje su olakšale ulaganje institucionalnim investitorima u REIT.

Naime promenama zakona iz 1993. (Revenue Reconciliation Act) je relativizovano pravilo 5/50, odnosno pravilo da 5 investitora ne može imati zajedno više od 50% akcija. Novim propisima je dozvoljeno odstupanje pod uslovom da specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine ima već najmanje 100 akcionara<sup>50</sup>. Ta promena u kombinaciji sa visokom atraktivnošću ulaganja u REIT sa stanovišta visine isplaćene dividende, ali i dokazane niske korelacije u kretanju cena akcija specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine sa kretanjem cena akcija korporacija, učinila je atraktivnim ulaganje u ove fondove od strane institucionalnih investitora koji su sa sobom doneli veliki obim investicija u REIT industriju, kao i veću likvidnost akcija specijalizovanih investicionih fondova, što ih je na tržištu činilo još atraktivnijim.

Početkom devedesetih godina prošlog veka, konkretno 1992. godine na tržištu SAD se pojavljuju nove strukture specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine koje se nazivaju UPREIT<sup>51</sup> (akronim reči "Umbrella Partnership Real Estate Investment

---

<sup>48</sup> Imperiale R., *"Getting Started in Real Estate Investment Trusts"*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006. , strana 21.

<sup>49</sup> Capozza D., Seguin P., *"Why focus matters"*, Real Estate Finance, New York, 2001. , Vol.17., Issue 4. strana 8.

<sup>50</sup> Imperiale R., *"Getting Started in Real Estate Investment Trusts"*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.

<sup>51</sup> Mullaney J., *"REITs: Building Profits with Real Estate Investment Trusts"*, John Wiley and Sons, New Jersey, 1997. , strana 15.

Trust”), kao i DOWNREIT (izvorni naziv – ne predstavlja akronim). Od tada veliki broj novoformiranih REIT je iskoristio ovu organizacionu formu.

#### **2.2.1.2. „UPREIT“ I „DOWNREIT“ STUKTURE SPECIJALIZOVANIH INVESTICIONI FONDOVA ZA ULAGANJE U NEKRETNINE**

Interesantna je pojava posebnog organizacionog oblika specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine koji se naziva “Umbrella Partnership REIT – UPREIT”. Ova forma organizacije podrazumeva dve grupe vlasnika u fondu i to akcionare fonda, ali i vlasnike investicionih jedinica “operating partnership”-a kao novoformirane poslovne strukture između specijalizovanog investicionog fonda koji u nju unosi kapital i privatnog preduzeća specijalizovanog za razvoj i upravljanje nekretninama koji u “operating partnership” ulaže svoje nekretnine, a za uzvrat dobija likvidne investicione jedinice. Treba reći i da je jedan od osnovnih motiva za organizovanje ove strukture vezan za određene poreske olakšice, odnosno za odlaganje poreskih obaveza koje bi nastale prostom prodajom nekretnina od strane preduzeća za razvoj i upravljanje nekretninama specijalizovanom investicionom fondu.

Naime, pre nastanka UPREIT-a figuriraju dve vrste preduzeća i to specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine čijim se akcijama već javno trguje na berzi i privatno preduzeće za ulaganje u nekretnine. Ukoliko bi specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine odlučio kupiti nekretnine u posedu tog privatnog preduzeća to bi za dotadašnje vlasnike stvorilo poreske obaveze po osnovu obavljene prodaje. Umesto klasične prodaje samih nekretnina stvara se jedan poseban organizacioni oblik koji se naziva “umbrella partnership” ili “operating partnership - OP” u kojem postojeći vlasnici privatnog preduzeća unose svoje vlasničke udele i za njih dobijaju određeni broj investicionih jedinica alikvotan vrednosti imovine koju su uneli u fond, a sam specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine postaje većinski vlasnik tog novostvorenog OP. Po važećim zakonima u SAD takva transakcija ne proizvodi poresku obavezu<sup>52</sup> koja nastaje tek u trenutku pretvaranja investicionih jedinica OP u akcije REIT koja je naravno moguća. Na taj način praktično dolazi do odlaganja stvaranja poreske obaveze što je značajna prednost za dotadašnje vlasnike privatnog preduzeća.

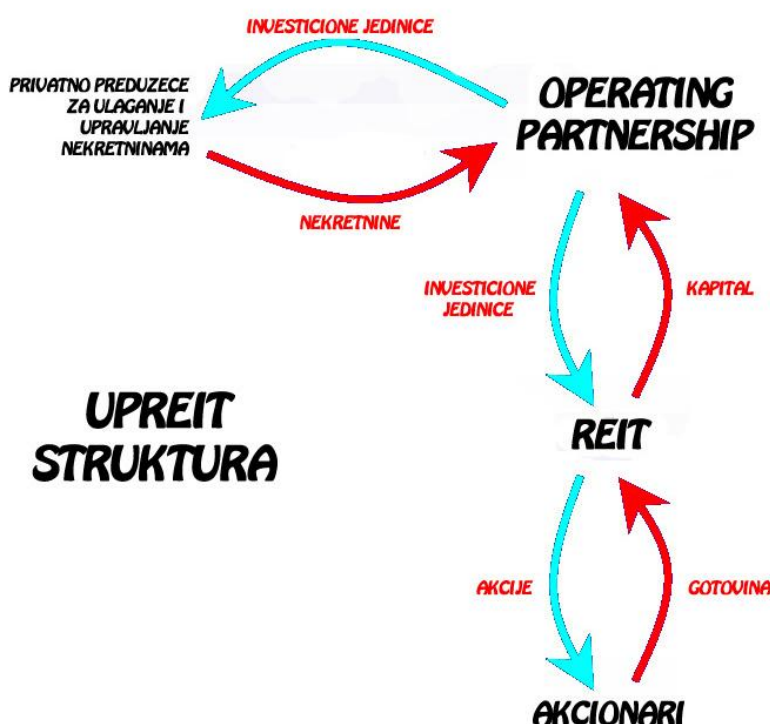
---

<sup>52</sup> Wang K., Erickson J., *“Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities”*, Oxford University Press, New York, 2003. strana 48.

U UPREIT strukturi praktično postoje dve forme vlasništva: vlasništvo nad akcijama REIT i vlasništvo nad investicionim jedinicama OP. Vlasnici privatnog preduzeća su na taj način došli u situaciju da svoju efektivnu imovinu zamene za hartije od vrednosti, visoko likvidne investicione jedinice UPREIT-a na osnovu kojih dobijaju godišnje dividende, a poslove upravljanja su prepustili profesionalnim menadžerima specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine<sup>53</sup>. Pored toga vlasnici dotadašnjeg privatnog preduzeća su dobijanjem vlasništva nad investicionim jedinicama postali deo fonda koji često poseduje veliki broj različitih tipova nekretnina u različitim geografskim lokalitetima, te su ostvarili i korist po osnovu dodatne diverzifikacije rizika.

Osnovna prednost korišćenja UPREIT strukture je u tome što specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine može doći do željenih nekretnina bez ulaganja sopstvenih finansijskih sredstava, a kroz izdavanje investicionih jedinica operating partnership-a.

**Grafikon 8:** Organizacija Umbrella Partnership REITa - UPREIT-a



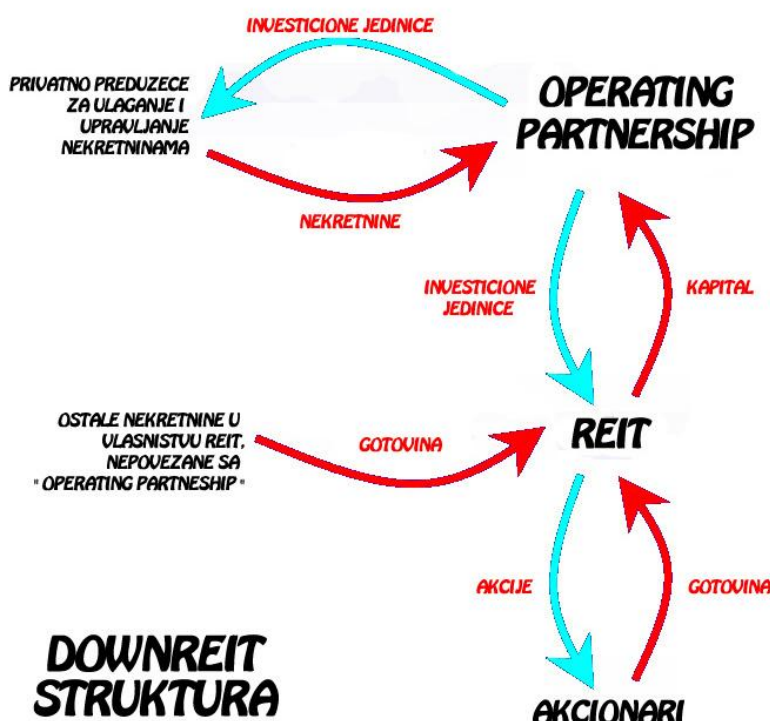
**Izvor:** Obrada, prema Youguo Liang, „The Real Estate Investment Trust Industry in the United States“, Prudential Real Estate Investors, Newark, 2000.

---

<sup>53</sup> Collier N., Collier C., Halperin D., „Construction Funding: The Process of Real Estate Development, Appraisal, and Finance“, John Wiley and Sons, New Jersey, 2007. strana 36.

Nešto kasnije u odnosu na UPREIT strukturu javlja se modifikacija te organizacione forme koja je nazvana DOWNREIT. DOWNREIT je vrlo sličan prethodno opisanoj strukturi. Razlika je u tome što kod DOWNREIT-a sam specijalizovani investicioni fond (REIT) pored upravljanja nekretninama koje je u „operational partnership“ unelo privatno preduzeće za ulaganje i upravljanje nekretninama, poseduje i upravlja i nekretninama koje nisu ni kapital odnosno povezane sa „operating parthnership-om“, odnosno specijalizovani investicioni fond ih ima u svom nezavisnom vlasništvu.

**Grafikon 9:** Organizacija DOWNREIT-a



**Izvor:** Obrada, prema Youguo Liang, „The Real Estate Investment Trust Industry in the United States“, Prudential Real Estate Investors, Newark, 2000.

Značajna, ali ne i jedina (1997. godine REIT Simplification Act), legislativna promena je usledila 1999. usvajanjem „REIT Modernization Act“ kojim je specijalizovanim investicionim fondovima za ulaganje u nekretnine dozvoljeno osnivanje posebnih filijala za pružanje dodatnih usluga zakupcima nekretnina u vlasništvu REIT, a pod određenim uslovima i trećim licima. Te filijale koje su nazvane “taxable REIT subsidiaries – TRS” su



za razliku od specijalizovanih investicionih fondova plaćale porez na dobitak. Te filijale su bile u potpunom vlasništvu matičnih investicionih fondova<sup>54</sup>. Filijala je bila obavezna da plaća određene naknade matičnom REIT. Ako bi taj iznos veštački bio povećan, povećali bi se troškovi filijale i uz nepromenjene prihode to bi vodilo plaćanju manjeg iznosa poreza na dobitak. Praktično bi se prihodi filijale transferisali kroz visoke interne cene prema matičnom specijalizovanom investicionom fondu za ulaganje u nekretnine koji bi na taj način ostvarivao visoke prihode i dobit na koju zakonskim rešenjem ne bi plaćao porez. Da bi se sprečio takav obrazac ponašanja ovim zakonskim rešenjem je ograničen iznos plaćanja filijale prema matičnom specijalizovanom investicionom fondu za ulaganje u nekretnine.

“REIT Modernization Act” je doneo i promenu u tome što je ponovo vraćena obaveza isplate 90% profita kroz dividende. Naime, prethodnim zakonskim promenama taj iznos je bio podignut na 95%<sup>55</sup>.

### **2.2.1.3. NASTANAK I RAZVOJ HOTELSKIH REIT**

Kako je fokus ovog poglavlja rada prvenstveno na specijalizovanim investicionim fondovima za ulaganje u nekretnine koji su se specijalizovali za ulaganje u hotelijersku delatnost, potrebno je u najkraćim crtama opisati pojavu ovih fondova. Prvi investicioni fond specijalizovan za ulaganje u hotelijerstvo je bio “Hotel Investors Trust”. Ovaj fond se pojavio na tržištu 1969. godine i to u formi hibridnog specijalizovanog investicionog fonda<sup>56</sup> (hibridni REIT svoj kapital ulažu u pribavljanje nekretnina koje će izdavati, ali i u obezbeđenje hipotekarnih kredita i kupovinu hartija od vrednosti koje sadrže založno pravo nad nekretninama). “Hotel Investors Trust” je poslovao koristeći već objašnjenu “paired share” strukturu<sup>57</sup>.

Specijalizovani investicioni fond “Hotel Investors Trust” je 1994. godine preuzet od strane “Starwood Capital Group”. Povezane kompanije koje su činile pomenutu “paired share” strukturu su preimenovane tako da je sam fond nazvan “Starwood Lodging Trust”, a društvo iz tzv. „paired share“ strukture je nazvano “Starwood Lodging Corporation”. “Starwood Lodging” je u jednom trenutku svog razvoja postao hotelski

---

<sup>54</sup> Imperiale R., “*Getting Started in Real Estate Investment Trusts*”, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006. , strana 24.

<sup>55</sup> Kelley W. , “*Real Estate Investment Trust Handbook*”, ALI-ABA, Philadelphia, 1998. , strana 5.

<sup>56</sup> Pojam hibridnog REIT, kao i ostalih oblika REIT će biti objašnjen u sledećim poglavljima rada

<sup>57</sup> DeFranco A., Lattin T., “*Hospitality Financial Management*”, John Wiley and Sons, New Jersey, 2006. , strana 164.

REIT sa najvećom kapitalizacijom na tržištu<sup>58</sup>. "Starwood Lodging" je 1998. godine promenio pravnu formu i nastala je hotelska korporacija "Starwood Hotels & Resorts"<sup>59</sup>.

Danas kompanija "Starwood Hotels & Resorts" kontroliše 1.041 hotel sa 308.700 soba u 100 zemalja sveta<sup>60</sup>. Hotelski lanac "Starwood Hotels & Resorts Worldwide" je formiran od strane "Starwood Capital", prvobitno pod imenom "Starwood Lodging". Kompanija je na tržištu otkupila hotelske lance i brendove "Westin", "Sheraton", "Four Points", "The Luxury Collection", "St. Regis", "Le Méridien" i druge. "Starwood Hotels & Resorts Worldwide" je kreirao i svoje sopstvene hotelske brendove "W Hotels" i "aLoft Hotels" i "Element" sa kojima ima vrlo ambiciozne planove.

Treba pomenuti i fond "RFS Investors Inc." koji se na tržištu pojavio avgusta 1994. godine.

### **2.2.2. NASTANAK I RAZVOJ REIT NA EVROPSKOM TRŽIŠTU**

Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine su se pojavili i razvijali na tržištu SAD. To tržište i danas predstavlja najrazvijenije tržište specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Zakonska rešenja koja su se decenijama razvijala i menjala i pod čijim se snažnim uticajem i razvijao ceo ovaj sektor su u većoj ili manjoj meri i sa određenim kašnjenjem primenjena i u evropskim zemljama koje su pozitivnom zakonskom regulativom omogućila osnivanje ovakvih ili sličnih fondova.

U Evropi specijalizovani investicioni fondovi posluju pod različitim imenima. Uslovi za njihovo osnivanje i poslovanje su različiti od zemlje do zemlje. Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine su prisutni u sledećim evropskim zemljama<sup>61</sup>:

- Holandiji – uvedeni su 1969. godine pod imenom "Fiscale Beleggingsinstelling (FBI)";

---

<sup>58</sup> DeFranco A., Lattin T., *"Hospitality Financial Management"*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2006. , strana 164.

<sup>59</sup> Kagan R., *"Real Life Heroes: Practitioner's Manual"*, Haworth Press, Binghamton NY, 2007. , strana 65.

<sup>60</sup> Web sajt kompanije Starwood Hotels&Resorts, uvid 07.07.2011. godine

<sup>61</sup> prema *"EPRA Global REIT Survey – A comparasion of major REIT regimes in the world"*, European Public Real Estate Association (EPRA), Brussel, 2007. godina

- Španiji – uvedeni 1984. godine, a zakonska regulativa koja reguliše njihovo osnivanje i poslovanje je promenjena 2003. godine. U Španiji posluju pod nazivom RECI;
- Turskoj – uvedeni su 1995. godine pod nazivom REIT, odnosno “Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS” (GYO) ;
- Belgiji – uvedeni su 1995. godine pod imenom “Societe d’investissement a capital fixe en immobiliere –SICAFI”;
- Grčkoj – uvedeni su 1999. godine pod imenom “Real Estate Investment Companies –REIC”;
- Francuskoj – uvedeni su 2003. godine pod imenom “Societes d’investissement immobiliers cotees – SIIC”;
- Bugarskoj – uvedeni su 2004. godine i posluju pod imenom “Special Investment Purpose Companies – SPIC”;
- Nemačkoj – uvedeni 2007. godine pod imenom “German Real Estate Investment Trust G-REIT”;
- Italiji – uvedeni 2007. godine pod imenom “Società d’Intermediazione Immobiliari Quotate - SIQ”;
- Velikoj Britaniji – uvedeni 2007. godine pod imenom “UK-REIT”;
- Litvaniji – uvedeni 2007. godine pod imenom “Lithuanian Investment Company – IC”.

Za razliku od SAD i Kanade gde specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine imaju najduži period poslovanja i gde su se specijalizovali u imovinske REIT (izvorni naziv „equity REIT“- ulažu u nekretnine, u konkretnu imovinu, dodatno specijalizovani prema vrsti nekretnine u koju ulažu), hipotekarne REIT i hibridne REIT, takva specijalizacija, ili bar ne u tom stepenu, nije zabeležena na evropskom tržištu.

Iz prethodne analize razvoja specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu SAD uočljivo je da je trebalo skoro tri decenije da bi se fondovi izdiferencirali po tipu ulaganja. Na evropskom tržištu zakonski uslovi za osnivanje ovih fondova su, najčešće, kreirani sa velikim kašnjenjem u odnosu na američko tržište. Sigurno je da su zakonodavci evropskih zemalja imali vremena da dobro prouče iskustva iz SAD i da pronađu, osmisle i usvoje one zakonske okvire za koje smatraju da su najprihvatljiviji lokalnim uslovima. Kao što će naknadna analiza i prikaz rešenja u zemljama jugoistočne Evrope pokazati, njihova rešenja nisu prosto prepisivanje

američkog zakonodavstva, već postoje i značajne razlike. Za ilustraciju prethodnog stava mogu se poslužiti primerom specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine u Turskoj, koji po pozitivnim propisima nisu u obavezi da isplaćuju dividende, odnosno zakonskim rešenjem nije fiksirana donja granica dobitka koji mora biti isplaćen akcionarima u obliku dividendi.

### **2.3. KORPORTIVNI HOTELSKI LANCI KAO NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI U HOTELIJERSTVU**

Hotelske korporacije „identifikuju se po jakoj marki ili markama hotela, odnosno po dobro poznatom zaštitnom imenu“<sup>62</sup>. U literaturi se često navodi definicija brenda data od strane Američkog udruženja za marketing koja brend definiše kao „ime, pojam, znak, simbol, dizajn ili kombinaciju navedenog, čime se identifikuju roba ili usluge jednog prodavca ili grupe prodavaca i diferenciraju u odnosu na konkurente“<sup>63</sup>. Tulin navodi da „brendovi mogu da predstavljaju određeni nivo kvaliteta, tako da zadovoljni kupci lako mogu ponovo da izaberu proizvod“<sup>64</sup>. Kako brendovi podrazumevaju i uspostavljanje konzistentnog sistema kvaliteta i sami brendovi za potrošače postaju sinonimi za određen nivo kvaliteta. Ovo je posebno bitno u međunarodnom hotelskom poslovanju, jer pitanja kategorizacije hotelskih kapaciteta nisu rešena na jedinstven način u različitim zemljama, tako da može doći do značajnih odstupanja u nivou kvaliteta i cene usluge, a u okviru deklarativno iste kategorije hotelskog objekta. Potrošači garanciju određenog nivoa kvaliteta dobijaju upravo izborom hotelskog brenda pošto se u okviru korporativnih hotelskih lanaca uspostavlja čitav set standarda koji je jedinstven i obavezan za sve hotele koji posluju pod tim brendom.

Hotelske korporacije razvijaju jednu ili više hotelskih marki pod kojima posluju svi hoteli koji se nalaze pod kontrolom te hotelske korporacije. Hotelski brendovi se razvijaju za različite segmente potrošača. „Uvođenjem više marki, hotelske kompanije

---

<sup>62</sup> Čačić K., „*Poslovanje preduzeća u turizmu*“, Ekonomski fakultet, Beograd, 1995., str. 44.

<sup>63</sup> Kotler Ph., Keller K. L., „*Marketing menadžment*“, Data status, Beograd, 2006., strana 274.

<sup>64</sup> Tulin E., „*Brend Equity as Signaling Phenomenon*“, Journal of Consumer Psihology 7, br. 2(1998), 131-157, preuzeto iz Kotler Ph., Keller L. K., „*Marketing menadžment*“, Data Status, Beograd, 2006. godina, strana 275.

internacionalnog karaktera diferenciraju svoj uslužni program prema potrebama većeg broja segmenata, pre svega kod turističkih i poslovnih putovanja“<sup>65</sup>.

Kao prednosti brendiranja u hotelijerstvu se navode<sup>66</sup>:

- skraćuje se uobičajeni put traženja informacija,
- prevazilaze se problemi neopipljivosti usluge,
- omogućava se konzistentnost kvaliteta,
- smanjuje se rizik pri kupovini,
- doprinosi preciznijoj segmentaciji tržišta.

Hoteli koji su članovi određenog hotelskog lanca uživaju određene prednosti u odnosu na nezavisne hotelijere kroz „dostupnije izvoru kapitala, korišćenje koncentrisanih ekspertskih znanja i iskustva“<sup>67</sup>.

### **2.3.1. KORPORATIVNI HOTELSKI LANCI NA SAVREMENOM TURISTIČKOM I HOTELIJERSKOM TRŽIŠTU**

Johnson<sup>68</sup> navodi da savremeno međunarodno hotelsko tržište karakteriše:

- činjenica da je došlo do značajne koncentracije tržišne moći u rukama najснаžnijih svetskih hotelskih korporacija,
- sve veći značaj brendiranja za poslovne rezultate, odnosno sve veći uticaj međunarodno prepoznatljivih hotelskih brendova,
- snažan uticaj savremenih tehnologija na poslovanje hotelskih korporacija,
- proces razdvajanja vlasništva nad hotelima od upravljanja hotelima,
- različite razvojne strategije međunarodnih hotelskih korporacija.

---

<sup>65</sup> Čačić K., „*Poslovanje hotelskih preduzeća*“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010. godina, strana 48.

<sup>66</sup> Zečević B., Aleksić A., „*Brendiranje u post internet eri – primer Best Western International-a*“, Časopis za teoriju i praksu hotelijerstva - Hotel Link, Beograd, 2009. , Vol 10 broj 13-14, strana 429. – prema Clarke J. „An exploratory study of the brends box model“, Journal of Vacation Marketing, 2000. godina, VI, strana 329.

<sup>67</sup> Fyall A., Garod B., „*Tourism Marketing - A Collaborative Aproach*“, Channel View Publications, Clevedon, 2005. str. 4.

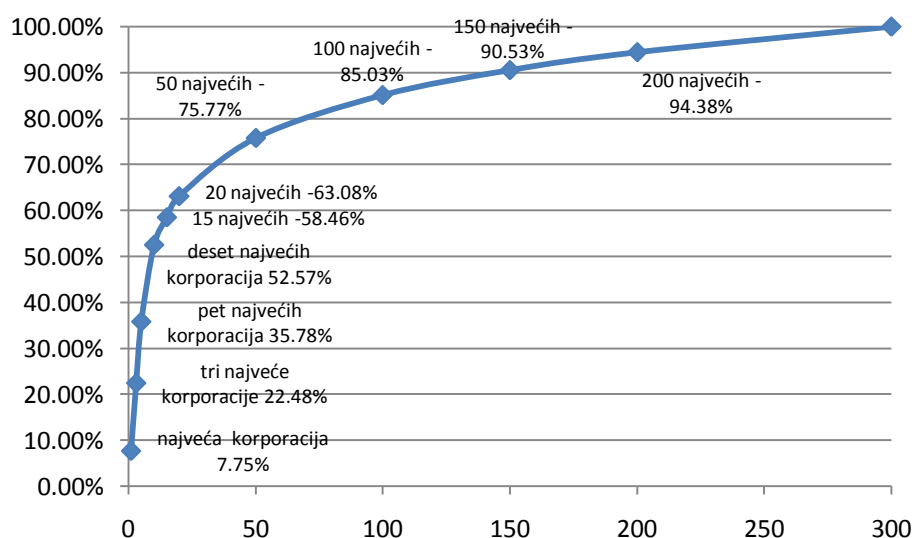
<sup>68</sup> Johnson C., „*Locational Strategies of International Hotel Corporations in Eastern Central Europe*“, Faculty of Economic and Social Sciences, University of Fribourg, doktorska disertacija, Fribourg, 2002.

Pored navedenog kao karakteristike savremenog hotelijerskog tržišta treba posebno istaći i:

- polarizaciju na mali broj globalnih hotelskih korporacija koje kontrolišu po više stotina hiljada soba, na jednoj strani, i veliki broj manjih hotelskih korporacija sa neuporedivo manjim hotelskim kapacitetima, na drugoj strani,
- snažan porast obima hotelskih kapaciteta najvećih svetskih hotelskih korporacija,
- veliki broj akvizicija, merdžera i strateških partnerstava,
- dalju geografsku diversifikaciju poslovnih aktivnosti,
- pojavu sve većeg broja hotelskih brendova unutar najvećih hotelskih korporacija.

Statističkom analizom poslednjeg objavljenog izveštaja časopisa Hotels u kojem su rangirane najveće svetske hotelske korporacije<sup>69</sup> dolazi se do zaključka da je među hotelijerskim korporacijama prisutna snažna polarizacija.

**Grafikon 10:** *Koncentracija tržišne moći najvećih svetskih hotelskih korporacija posmatrano po broju soba zaključno sa 31.12.2010. godine*



*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka časopisa „Hotels“*

U Grafikonu 10 apcisa prikazuje broj kompanija, a ordinata tržišnu koncentraciju u okviru agregatne ponude 300 najvećih svetskih hotelskih korporacija. Najveća hotelska korporacija „Intecontinental Hotels Group“ kontroliše samostalno čak 7,75% ukupnog

---

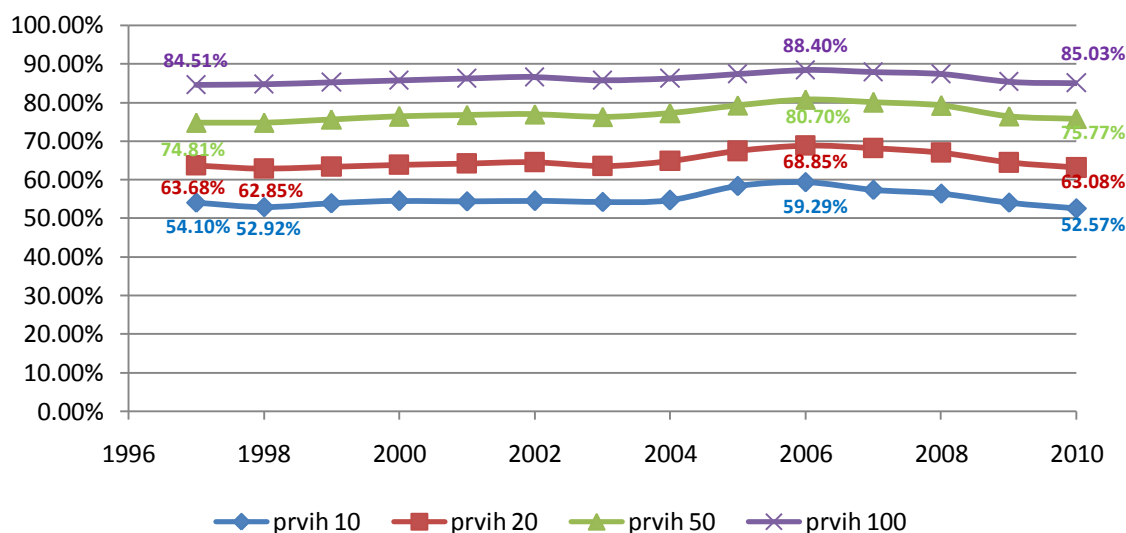
<sup>69</sup> „Special Report - Hotels 325“, Hotels, Chicago, septembar 2011. godine, strana 21-35.

broja soba, 5 najvećih kontroliše 35,78%, 10 najvećih 52,57% ukupnih smeštajnih kapaciteta 300 najvećih hotelskih korporacija na svetu. Nakon tog broja kriva polako počinje da dobija blaži nagib sugerišući sve niži prirast što samo govori u prilog tezi o izrazitoj koncentraciji tržišne moći.

Značajno je prethodno iznete pokazatelje tržišne koncentracije posmatrati i u njihovoj dinamici kako bi se mogli izvesti potpuniji zaključci.

Istraživanja su sprovedena tako što su statistički obrađeni statistički izveštaji časopisa *Hotels* iz poslednjih 14 godina<sup>70</sup> (za period 1997-2010. godine), a u kojima su rangirane najveće svetske hotelske korporacije.

***Grafikon 11: Koncentracija tržišne moći najvećih svetskih hotelskih korporacija - posmatrano po broju soba u periodu 1997-2010.***



***Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka časopisa „Hotels“***

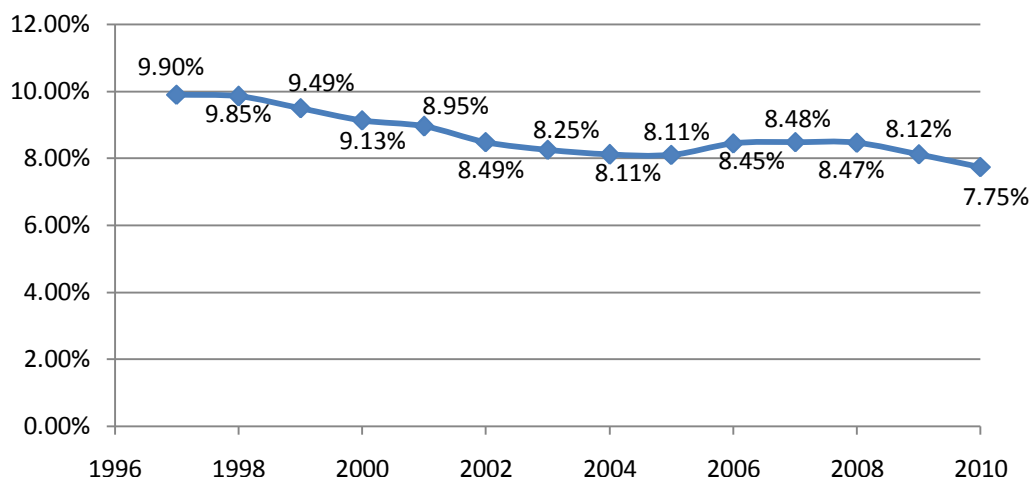
<sup>70</sup> „Hotels Corporate 300 Ranking“, *Hotels*, Chicago, jul 1998. godine, strane 56-66.; „Hotels Corporate 300 Ranking“, *Hotels*, jul 1999. godine, strane 50-60.; „Hotels 325“, *Hotels*, jul 2000. godine, strane 40-74.; „Hotels 325“, *Hotels*, jul 2001. godine, strane 46-76.; „Hotels Corporate 300 Ranking“, *Hotels*, jul 2002. godine, strane 43-60.; „Hotels Corporate 300 Ranking“, *Hotels*, jul 2003. godine, strane 40-50.; „Hotels Corporate 300 Ranking“, *Hotels*, jul 2004. godine, strane 40-50.; „Hotels 325“, *Hotels*, jul 2005. godine, strane 33-50.; „Hotels Corporate 300 Ranking“, *Hotels*, jul 2006. godine, strane 40-52.; „Hotels 325“, *Hotels*, jul 2007. godine, strane 36-50.; „Hotels 325“, *Hotels*, jul 2008. godine, strane 38-52.; „Hotels 325“, *Hotels*, jul 2009. godine, strane 28-33.; „Hotels 325“, *Hotels*, oktobar 2010. godine, strana 24-29., „Hotels 325“, *Hotels*, septembar 2011. godine, strana 21-35.

Na Grafikonu 11 je prikazano učešće najvećih 10, 50 i 100 hotelskih korporacija u ukupnom broju soba 300 najvećih hotelskih korporacija. Numerički su date vrednosti učešća u početnoj i završnoj godini analize (1997. i 2010. godina), kao i minimalne i maksimalne vrednosti u seriji. Iz grafikona se jasno može uočiti da je dostignut visok stepen koncentracije hotelskih kapaciteta, ali i da je u analiziranom periodu to učešće smanjeno bilo da se posmatra koncentracija kapaciteta pod kontrolom 10, 20 najvećih hotelskih korporacija u odnosu na ponudu 300 najvećih korporativnih hotelskih lanaca, dok je relativno učešće prvih 50 i 100 korporacija blago poraslo. Mogu se praktično identifikovati dve faze. Prva od 1998. godine do 2006. godine u kojoj dolazi do porasta tržišnog učešća prvih 10, 20, 50 i 100 korporacija. U 2006. godini su zabeležene najviše vrednosti tog učešća. Drugu fazu predstavlja period od 2006-2010. godine u kojem dolazi do opadanja učešća tih korporacija na svim posmatranim nivoima, s tim da su učešća za grupu 50 i 100 najvećih hotelskih korporacija zadržala više vrednosti u odnosu na početnu godinu analize, dok su za grupu 10 i 20 hotelskih korporacija opale ispod tog nivoa. Relativno posmatrano, najveći porast u posmatranom periodu je zabeležen na uzorku 50 najvećih hotelskih korporacija, dok je najveći pad registrovan na uzorku 10 najvećih hotelskih korporacija. Ukoliko ove podatke o relativnim učešćima ukrstimo sa podacima iz Grafikona 14 koji prikazuje rast broja soba pod kontrolom 10 najvećih hotelskih korporacija u posmatranom periodu, jasno je da se ne radi o stagnaciji ili opadanju broja soba pod kontrolom 10 najvećih svetskih hotelskih korporacija, već o činjenici da je u posmatranom periodu na nivou 10 najvećih hotelskih korporacija zabeležena stopa rasta koja je bila nešto niža od proseka 300 najvećih korporacija, što je i dovelo do smanjenja relativnog učešća.

Ako bi posmatrali samo učešće najveće svetske hotelske korporacije u agregatnoj ponudi 300 najvećih korporacija takođe bi mogli ustanoviti visok stepen koncentracije tržišnog učešća u rukama najveće svetske hotelske korporacije.



**Grafikon 12:** Koncentracija tržišne moći najveće svetske hotelske korporacije - posmatrano po broju soba u periodu 1997-2010.



*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka časopisa „Hotels“*

„Cendant Corp.“ kao najveća hotelska korporacija je 1997. godine kontrolisala čak 9,9% ukupnog broja soba 300 najvećih hotelskih korporacija, da bi taj procenat u narednim godinama opadao do minimalne vrednosti od 7,75%<sup>71</sup> u 2010. godini. Iz prikazanih podataka se jasno može uočiti tendencija opadanja učešća najveće svetske hotelske korporacije u ukupnoj ponudi tri stotine najvećih korporacija. To učešće je u posmatranom periodu smanjeno za nešto više od petine vrednosti posmatrano u odnosu na početnu godinu u analizi - 1997. godinu.

### **2.3.2. RAST I RAZVOJ KAO TRŽIŠNA TENDENCIJA U POSLOVANJU KORPORATIVNIH HOTELSKIH LANACA**

Hotelske korporacije su u posmatranom periodu zabeležile značajan rast čiji oblik, kao što će se u daljem radu videti, pre svega treba tražiti u raznim ugovornim formama, pre svih franšizi i ugovoru o menadžmentu, a u manjoj meri u direktnim investicijama.

---

<sup>71</sup> Najveća hotelska korporacija u 2010. godini je „Intercontinental Hotels Group“

Motivi za takav rast i internacionalizaciju poslovanja hotelskih lanaca su brojni i složeni, ali mogu se izdvojiti<sup>72</sup>:

- želja za povećanjem ukupnih prihoda i profita hotelskog lanca,
- potreba za geografskom diverzifikacijom poslovnih operacija,
- mogućnost angažovanja jeftinih resursa u zemljama u razvoju (kako radne snage tako i ostalih resursa),
- želja za izgradnjom svetski prepoznatljivog hotelskog brenda.

Razvoj hotelskih korporacija obično započinje koncentracijom koja se ostvaruje na nacionalnom tržištu da bi u narednim fazama, a u želji za ostarenjem dodatnog profita, razvili poslovne aktivnosti i na novim, nezasićenim tržištima.

Geografskom diverzifikacijom poslovanja hotelske korporacije diverzifikuju i svoj poslovni rizik. Eventualno smanjenje profita na nekim tržištima bi u određenim situacijama moglo biti kompenzovano boljom profitabilnošću u nekim drugim regionima.

Izgradnja prepoznatljivog hotelskog brenda je jedan od motiva za internacionalizaciju poslovanja i dalju ekspanziju. U marketing strategijama hotelskih grupa lako je uočljiva intencija izgradnje jakih hotelskih brendova sa ciljem kreiranja lojalnosti potrošača. Kako raste međunarodni turistički promet, tako se intenzivira i konkurencija između različitih hotelskih lanaca i hotelskih brendova. Kada putnici iz razvijenih zemalja, odakle i potiče većina hotelskih lanaca, putuju u inostranstvo, mnogi od njih preferiraju korišćenje usluga njima poznatih brendova. To je i logično, jer im je prepoznatljiv nivo kvaliteta usluga, ali i cene koje mogu očekivati<sup>73</sup>. Takav brend je zatim prepoznatljiv i stanovništvu zemalja u razvoju koji i kad sami putuju često koriste usluge tih hotelskih marki, jer i oni postaju familijarni sa standardima kvaliteta i cena tih brendova.

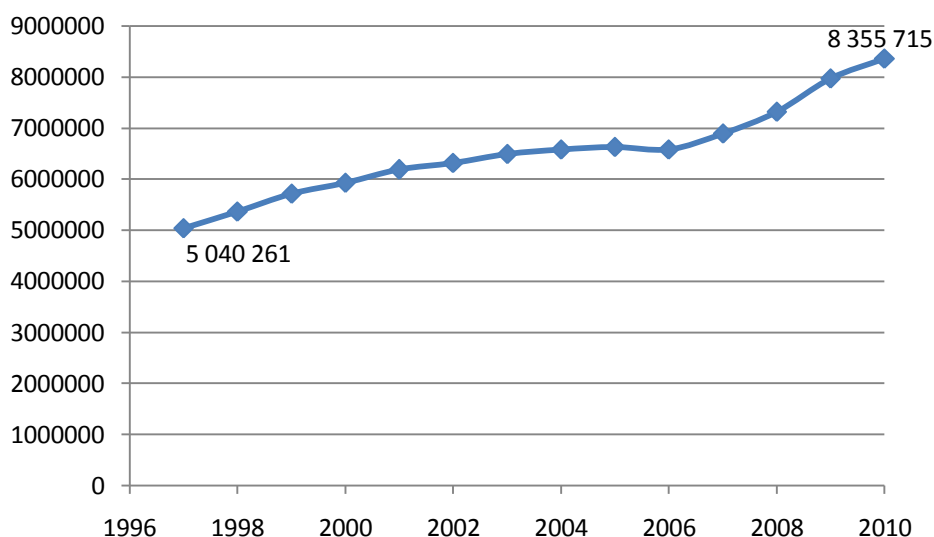
Dinamika rasta će biti analizirana na uzorku najvećih svetskih hotelskih korporacija, a na osnovu podataka iz renomiranog časopisa „Hotels“ koji svake godine objavljuje listu 300 najvećih hotelskih korporacija. U analizi su korišćeni podaci iz perioda 1997-2010. godina.

---

<sup>72</sup> Yu L., *“The International Hospitality Business-Management and Operations”*, Haworth Press, Binghamton NY, 1999. , str.18.

<sup>73</sup> Yu L., *“The International Hospitality Business-Management and Operations”*, Haworth Press, Binghamton NY, 1999. , str.21.

**Grafikon 13:** Ukupan broj soba pod kontrolom 300 najvećih hotelskih korporacija u periodu 1997-2010. godina



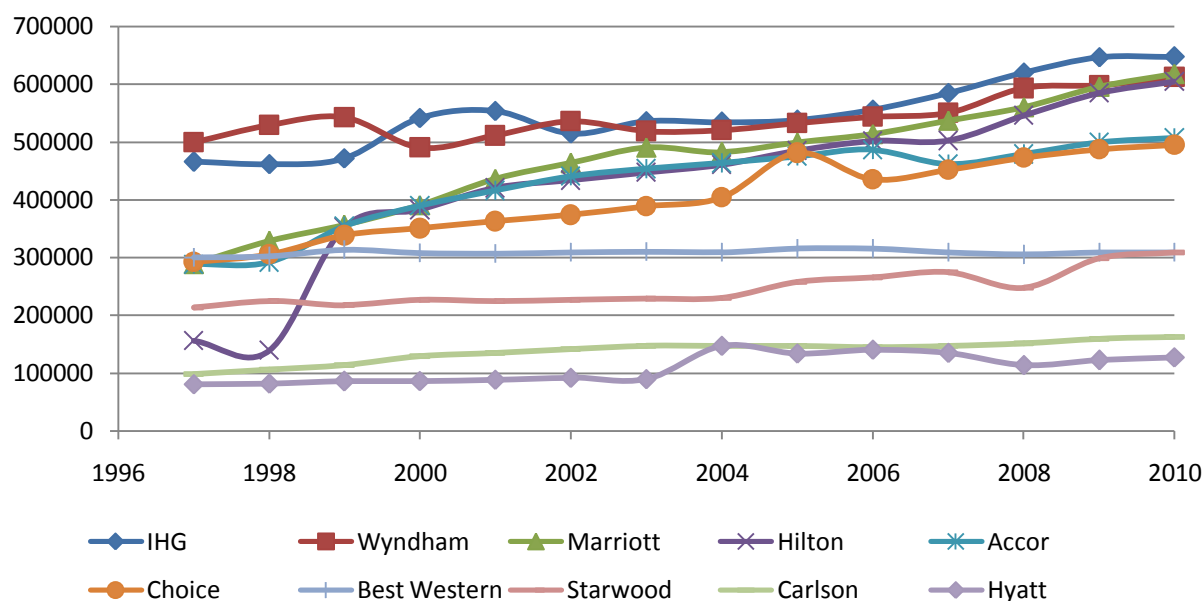
***Izvor:** Sopstveni proračun na osnovu podataka časopisa „Hotels“*

Iz grafikona se može zaključiti da je ukupan obim smeštajnih kapaciteta tokom posmatranog perioda konstantno povećavan (sa izuzetkom 2006. godine u kojoj je došlo do smanjenja ukupnog obima za 0,7% u odnosu na prethodnu godinu). Na osnovu nagiba krive se može videti da je taj rast bio intenzivan i u periodu od 2007-2010. godine u kojem se osećaju efekti svetske ekonomske krize. U nastavku ovog rada će biti pokazano da taj rast najčešće nije povezan sa velikim ulaganjem kapitala od strane hotelskih korporacija, već je generisan korišćenjem različitih ugovornih formi. Hotelske korporacije značajan obim kapitala ulažu u izgradnju, pozicioniranje i osnaživanje hotelskih brendova na međunarodnom hotelskom tržištu, dok retko direktno investiraju u hotelske kapacitete.

U 1997. godini 300 najvećih hotelskih korporacije je kontrolisalo 5.040.261 soba, dok su u 2010. godini kontrolisali ukupno 8.355.715 soba. Kumulativni porast u posmatranom periodu je iznosio čak oko 65,78% što na najbolji način ilustruje činjenicu da je snažan porast obima hotelskih kapaciteta najvećih svetskih hotelskih korporacija jedna od značajnih karakteristika međunarodnog hotelskog tržišta.

Statističkom analizom dobijenih podataka dolazi se do saznanja da se broj hotela iz uzorka 300 najvećih godišnje povećavao po prosečnoj stopi od oko 4%. Ipak pre izvođenja zaključaka treba imati u vidu da je u posmatranom periodu došlo do promena u smislu da su se među 300 najvećih korporacija pojavile neke nove kompanije, dok su neke od postojećih nestale sa te liste. Zato je interesantno utvrditi stope rasta najvećih svetskih hotelskih korporacija.

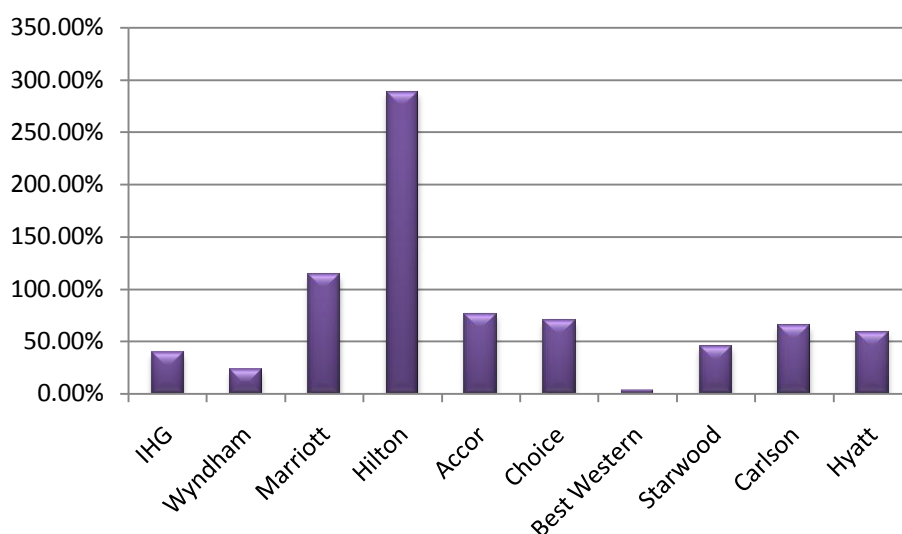
**Grafikon 14:** Broj soba pod kontrolom 10 najvećih svetskih hotelskih korporacija u periodu 1997-2010. godina



*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka časopisa „Hotels“*

Analizirajući grafikon može se uočiti da su u 2010. godini sve hotelske korporacije zabeležile porast broja hotelskih soba pod svojom kontrolom. Naravno, kumulativne stope rasta su bile vrlo različite.

**Grafikon 15:** Stopa kumulativnog porasta broja soba pod kontrolom 10 najvećih hotelskih korporacija u periodu 1997-2010. godina



*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka časopisa „Hotels“*

Tako ako kao baznu godinu uzmemo 1997. godinu, najslabiji kumulativni prirast je imala hotelska korporacija „Best Western International“ sa porastom od 2,83%, a najveći relativni porast je zabeležila korporacija Hilton, čak oko 275%<sup>74</sup>. Ovaj rast je svakako i posledica kupovine jedne od do tada najvećih hotelskih korporacija - „Promus Hotel Corporation“ koji je krajem 1998. godine imala pod kontrolom 192.043 soba u 1.337 hotela<sup>75</sup>.

### **2.3.3. MERDŽERI, AKVIZICIJE I STRATEŠKA PARTNERSTVA KAO OBLICI ULAGANJA U RAST I RAZVOJ KORPORATIVIH HOTELSKIH LANACA**

Pojmovi merdžera i akvizicija se ponekad koriste kao sinonimi, ali među njima postoje razlike. „Akvizicije su poslovne transakcije kada jača kompanija vlasnički preuzima (kupuje) slabiju kompaniju. Time slabija kompanija prestaje da postoji kao pravni entitet“<sup>76</sup>. U slučaju akvizicija „jača kompanija kupuje slabiju i upostavlja upravljačku

---

<sup>74</sup> Zaključno do 2005. godine na listi 300 najvećih korporacija su posebno bile kotirane korporacije „Hilton Hotels Corp.“ i korporacija „Hilton Group“, odnosno ranije „Hilton International“. Kako je 2005. godine „Hilton Corp“ kupio „Hilton Group“ formiran je jedinstven poslovni entitet.

<sup>75</sup> „Hotels Corporate 300 Ranking“, Hotels, Chicago, jul 1999., strana 50.

<sup>76</sup> Ćirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 18.

kontrolu nad preuzetom firmom.”<sup>77</sup> Akvizicija predstavlja proces preuzimanja, u kojoj jedna korporacija na tržištu otkupljuje akcije druge korporacije i to ne nužno uz saglasnost njenog menadžmenta, odnosno postoje dobrovoljne (prijateljske) i nedobrovoljne (neprijateljske) akvizicije<sup>78</sup>. S druge strane merdžer je situacija u kojoj dolazi do spajanja dve hotelske korporacije. „Fuzije (mergers) predstavljaju spajanje vlasničkih prava akcionara u dve kompanije. Ovo sjedinjavanje vlasničkih prava odnosi se na akcijski kapital (neto aktivu) kao i na operacije obe kompanije koje postaju jedna kompanija.”<sup>79</sup> Međutim kod pojedinih „prijateljskih preuzimanja“ (odvija se uz saglasnost menadžmenta preuzete korporacije) situacije koje realno predstavljaju proces akvizicije, proglašavaju se merdžerima (fuzijama) kako bi se izbegle negativne konotacije po imidž preuzete korporacije. „Ipak i kod fuzija je moguće identifikovati koja kompanija preuzima drugu kompaniju odnosno koja kompanija je dominantna u procesu spajanja.”<sup>80</sup> Nakon okončanog procesa M&A (merdžera i akvizicija) na tržištu ostaje da postoji jedan poslovni entitet<sup>81</sup>. Kao faktori koji pokreću prekogranične merdžere i akvizicije se navode: globalizacija poslovanja, pojačana konkurencija, pristup skupim tehnologijama<sup>82</sup>, ali i privatizacija<sup>83</sup>.

Merdžeri, akvizicije i strateška partnerstva su široko korišćeni u hotelijerskoj industriji i značajno su doprineli ostvarenim visokim stopama rasta hotelskih korporacija<sup>84</sup>. Najčešće navođeni motivi za korišćenje merdžera i akvizicija kao razvojnih strategija su postizanje sinergetskih efekata, korišćenje efekata ekonomije obima, smanjenje troškova i cene kapitala na tržištu.

„Strategijske alijanse su aranžmani koje dve ili više kompanija zaključuju u cilju koordinacije u poslovanju. Bitna karakteristika strategijskih alijansi je da se ne formira nova kompanija već se koordiniraju akcije na osnovu ugovora postojećih kompanija. Stvaranje poslovne alijanse između dve ili više kompanija znači da se konkurencija

---

<sup>77</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 107.

<sup>78</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 107.

<sup>79</sup> Ćirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 19.

<sup>80</sup> Ćirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 19.

<sup>81</sup> „Tourism in the Age of Alliances, Mergers and Acquisitions“, World Tourism Organization, Madrid, 2002., strana 2.

<sup>82</sup> Ćerović S., „Strategijski menadžment u turizmu“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009., str. 90.

<sup>83</sup> Ćirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 178 i 179.

<sup>84</sup> „Tourism in the Age of Alliances, Mergers and Acquisitions“, World Tourism Organization, Madrid, 2002., strana 44.

između njih zamenjuje kooperacijom.“<sup>85</sup> U slučaju stratejskih alijansi „radi se u stvari o globalnom stratejskom partnerstvu i o saradnji preduzeća u međunarodnoj ekonomiji koja je više od uobičajenih tržišnih transakcija, a manje od spajanja i preuzimanja.“<sup>86</sup> Stratejske alijanse predstavljaju „kooperativne poslovne aranžmane između konkurentskih firmi koje imaju za cilj da učvrste tržišnu poziciju i prošire tržište na kome pružaju usluge potrošačima.“<sup>87</sup> Strateška partnerstva se ostvaruju kroz saradnju dve ili više korporacija koje udružuju svoje napore u cilju ostvarenja zajedničkih strateških ciljeva. Mogu se realizovati kroz različite oblike, počevši od slabijih oblika povezivanja pa do zajedničkih ulaganja.

Tokom posmatranog perioda na hotelijerskom tržištu zabeležen je veliki broj merdžera, akvizicija i strateških partnerstva koji su značajno doprineli dodatnoj koncentraciji kapitala i tržišne moći. Primera akvizicija, merdžera i stratejskih alijansi na hotelijerskom tržištu ima dosta. Radi ilustracije navodim samo neke od njih<sup>88</sup>.

Korporacija „Starwood Hotels & Resorts Worldwide“ 1997. godine kupuje hotelski lanac „Westin Hotels & Resorts“, a vrednost transakcije je iznosila oko 1,57 milijardi američkih dolara, a zatim i hotelski lanac „Sheraton“ od „ITT Corporation“ za oko 10,2 milijardi USD.

U 1999. godini je zabeleženo preuzimanje hotelske korporacije „Promus Hotel Corp.“ (sa hotelskim brendovima „Doubletree“, „Embassy Suites“, „Hampton Inn i drugim) od strane korporacije „Hilton Hotels Corp“ kojim je formirana hotelska korporacija koja je kontrolisala oko 300 000 soba<sup>89</sup>. Vrednost transakcije je iznosila oko 3,7 milijardi američkih dolara<sup>90</sup>.

U 2001. godini hotelska korporacija „Hilton Int“ (tadašnji naziv) je kupila hotelsku korporaciju „Scandic Hotels“ za oko 881 milion američkih dolara<sup>91</sup>, a već 2006. godine „Hilton Hotels Corp.“ je kupila hotelsku korporaciju „Hilton Group Plc.“ za oko 3,3

---

<sup>85</sup> Ćirović M., „Fuzije i akvizicije“, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 171.

<sup>86</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 117.

<sup>87</sup> Ćerović S., „Stratejski menadžment u turizmu“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009., str. 88.

<sup>88</sup> Za više primera videti „Tourism in the Age of Alliances, Mergers and Acquisitions“, World Tourism Organization, Madrid, 2002.

<sup>89</sup> „Hotels 325“, Hotels, Chicago, jul 2000. godine, strana 41.

<sup>90</sup> „Tourism in the Age of Alliances, Mergers and Acquisitions“, World Tourism Organization, Madrid, 2002., strana 46.

<sup>91</sup> „Tourism in the Age of Alliances, Mergers and Acquisitions“, World Tourism Organization, Madrid, 2002., strana 46.

milijardi britanskih funti<sup>92</sup>. Po završenoj transakciji hotelska korporacija „Hilton Hotels Corp.“ je kontrolisala oko 485.000 hotelskih soba.

Jula 2009. godine dolazi do strateškog partnerstva između korporacija „Louvre Hotels“ i „Golden Tulip Hospitality Group“ koje je rezultovalo jedinstvenim tržišnim nastupom. Partnerska korporacija je po izveštaju časopisa „Hotels“ iz 2010. godine, a po podacima s kraja 2009. godine kontrolisala 91.409 soba u 1.097 hotela.

Iz ove kratke ilustracije se može videti da su hotelske korporacije ponekad do svojih hotelskih marki dolazili, ne samo njihovim uvođenjem i daljim razvojem na tržištu, već i putem akvizicija, merdžera i strateških partnerstava. Sami hotelski brendovi su zasnivali rast ili na direktnom investiranju i vlasništvu nad hotelima u lancu, ili mnogo češće, na raznim ugovornim formama, pre svih ugovorima o franšizi i menadžmentu. Kao što će se u nastavku rada videti, veće učešće hotela u vlasništvu korporacije je zabeleženo kod najvećih evropskih hotelskih korporacija, komparativno posmatrano u odnosu na ostale najveće svetske hotelske korporacije. Ipak, posmatrajući dinamično i kod najveće evropske hotelske korporacije „Accor“ se može uočiti pomak prema nevlasničkim oblicima. Štaviše, u godišnjim izveštajima te korporacije se obznanjuje da će se i u budućnosti poslovna politika korporacije orijentisati u tom pravcu.

#### **2.3.4. PROSTORNI RASPORED GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA**

U cilju izvođenja pouzdanih zaključaka o stepenu geografske divezifikacije sprovedeno je istraživanje na uzorku 300 najvećih hotelskih korporacija sveta i to za period 1997-2010. godina. Istraživanje je sprovedeno tako što je za svaku hotelsku korporaciju utvrđeno poslovno sedište<sup>93</sup>, a zatim agregiran ukupan broj hotelskih soba korporacija u određenim regionima i utvrđeno njihovo učešće u ukupnom broju soba 300 najvećih hotelskih korporacija sveta.

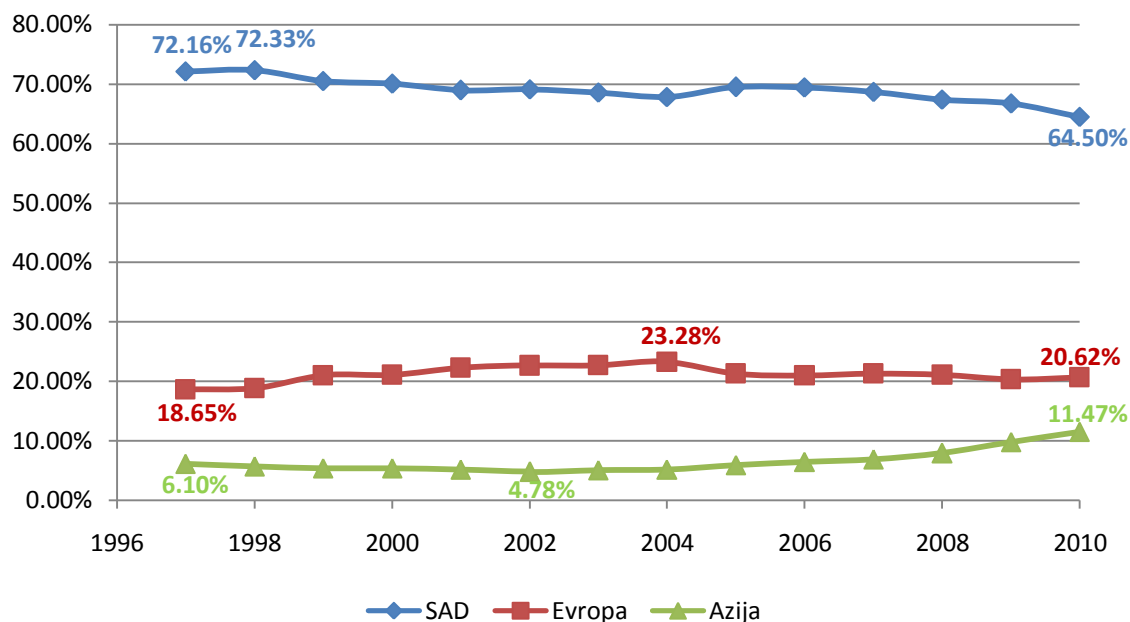
---

<sup>92</sup> „Hilton Hotels Corporation Agrees to godine Acquire Lodging Business of Hilton Group plc“, [www.hospitality.net](http://www.hospitality.net), uvid 13.10.2011. godine

<sup>93</sup> Iako se kao sedište korporacije „Intercontinental Hotels Group PLC“ vodi Denham, Engleska, u literaturi se i dalje ta korporacija često tretira kao američki hotelski lanac pa je tako tretiran i za potrebe ove analize

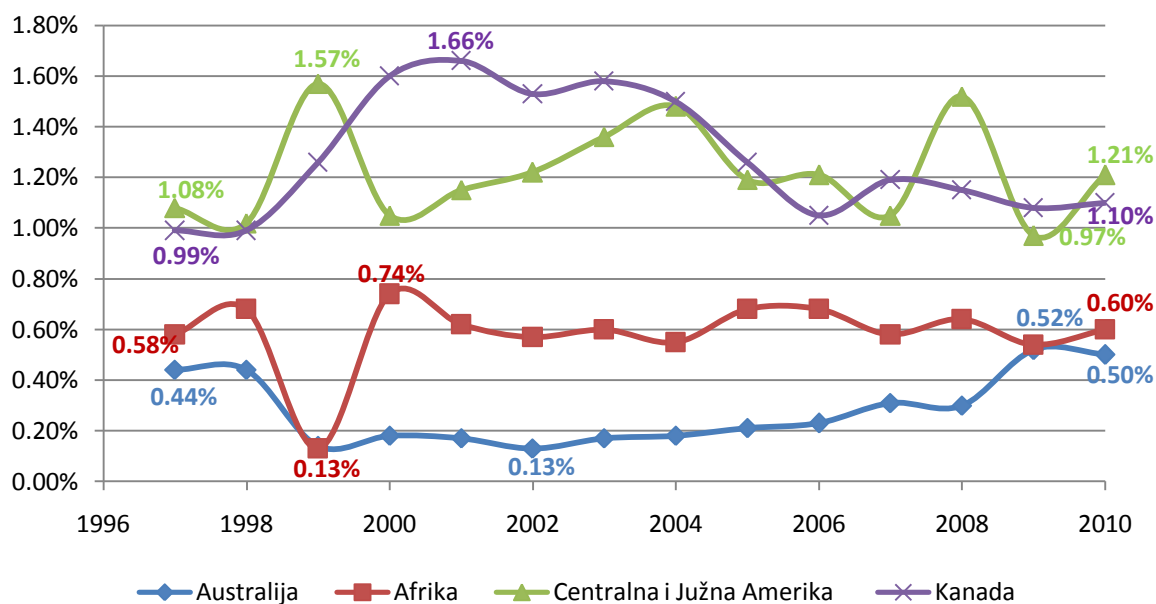


**Grafikon 16:** Učešće broja soba hotelskih korporacija iz SAD, Evrope i Azije u ukupnom broju soba 300 najvećih hotelskih korporacija u periodu 1997-2010. godina



*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“*

**Grafikon 17:** Učešće broja soba hotelskih korporacija iz Australije, Afrike, Centralne i Južne Amerike i Kanade u ukupnom broju soba 300 najvećih hotelskih korporacija u periodu 1997-2010. godina



*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“*

Pre bilo kakve analize važno je napomenuti da su se hotelski lanci iz SAD, a zbog potpuno jasnog sagledavanja njihove uloge i značaja, posmatrali izolovano, dok je ostatak hotelskih lanaca agregiran na nivou kontinenta na kojem posluju. Takav pristup je posledično imao za rezultat i izdvojeno prikazivanje učešća kanadskih hotelskih lanaca.

Posmatrajući prezentovane grafikone (Grafikon 16 i 17) jasno se može uočiti da su na svetskom hotelijerskom tržištu dominante američke hotelijerske korporacije. Njihovo učešće u agregatnoj ponudi 300 najvećih hotelskih korporacija (posmatrano po broju soba) je u 2010. godini iznosilo 64,50%. To nikako ne znači da su svi hoteli pod kontrolom tih korporacija locirani na teritoriji SAD, naprotiv. Ipak, i pored dominantne uloge na globalnom hotelskom tržištu, ono što se mora jasno uočiti je kontinuirani pad učešća američkih korporacija u ukupnoj ponudi analiziranog uzorka. Tako je 1997. godine učešće američkih korporacija bilo oko 72,16%, da bi u 2010. godini to učešće opalo na 64,5%.

Taj pad bi bio još izraženiji ako bi se kao kriterijum striktno uzimalo isključivo sedište hotelske korporacije. Sedište trenutno najveće svetske hotelske korporacije „Intercontinental Hotels Group PLC“ je u Denham-u, Engleska, akcije te hotelske korporacije se primarno kotiraju na „London Stock Exchange“, a čak se i uzimaju u obzir prilikom obračuna FTSE 100 Index-a, tako da postoje i argumenti u korist tretiranja „Intercontinental Hotels Group PLC“ kao evropske hotelske korporacije. Ako bi tako i učinili, učešće američkih hotelskih korporacija u analiziranom uzorku bi u 2010. godini bilo niže i iznosilo bi oko 56,75%. Ipak, kako se u literaturi i dalje ta korporacija dominantno tretira kao američki hotelski lanac, za potrebe ovog rada usvojen je takav pristup.

Kako su američke hotelske korporacije u posmatranom periodu zabeležile pad učešća od oko 7,66 procentnih poena, a pri tom uz konstantan rast broja soba, treba videti čije su hotelske korporacije u posmatranom periodu ostvarivale još veći prirast hotelskih kapaciteta, posledično smanjujući učešće američkih hotelskih korporacija u uzorku.

Učešće evropskih hotelskih korporacija u ukupnom broju soba najvećih hotelskih korporacija je u analiziranom periodu poraslo sa početnih 18,65% na 20,62% tako da se posmatrajući celi period može govoriti o blagom porastu tog učešća. Ipak, ako se

pogleda kriva učešća evropskih hotelskih korporacija u ukupnoj ponudi uzorka, mogu se identifikovati dva perioda. U prvom, od 1997. godine do 2004. godine dolazi do konstantnog rasta tog učešća do najveće zabeležene vrednosti u 2004. godini, kada je iznosilo 23,28%. Drugi period je od 2005. do 2010. godine u koje dolazi do pada tog učešća do 20,31% u 2009. godini i približno istoj vrednosti u 2010. godini (20.62%).

Posmatrajući period 1997-2010. godina možemo zaključiti da su najveću ekspanziju u okviru definisanog uzorka imale azijske hotelske korporacije koje su povećale učešće sa inicijalnih 6,10%, na krajnjih 11,47% ukupnog broja soba, odnosno za 5,37 procentnih poena. I kod njih se jasno mogu uočiti dva perioda, ali sa različitim predznakom za slične periode u odnosu na evropske korporacije. Tako u periodu 1997-2002. godina dolazi do smanjenja tog učešća sa 6,10% na 4,78%, dok je u drugom periodu 2003-2010. godine zabeleženo povećanje tog učešća za gotovo 2,5 puta, sa 4,78% na 11,47%. Iz iznetog se nedvosmisleno može zaključiti da je u posmatranom periodu azijsko tržište postalo naročito interesantno za hotelske korporacije.

Pri analizi datih rezultata treba naglasiti da je region Azije i Pacifika 2009. godine ostvarivao ukupne prihode od međunarodnog turizma od oko 203,7 milijardi američkih dolara, odnosno učestvovao je u raspodeli svetskih prihoda od međunarodnog turizma sa oko 23,9%<sup>94</sup>. Samo četiri godine ranije registrovani su ostvareni prihodi od turizma od oko 134 milijardi američkih dolara, što je u tom trenutku predstavljalo oko 20% ukupnih svetskih prihoda od međunarodnog turizma<sup>95</sup>. Treba napomenuti da je učešće ovog regiona u raspodeli prihoda od turizma 1990. godine iznosilo oko 16%<sup>96</sup>, a 1950. godine oko 1,7%<sup>97</sup>. Iz prezentovanih podataka se jasno može zaključiti da je region Azije i Pacifika ostvario vrlo dinamičan rast prihoda od međunarodnog turizma. Taj rast je, svakako, uzročno-posledično povezan sa registrovanim snažnim rastom azijskih hotelskih korporacija na svetskom tržištu.

Učešće preostalih regiona u ukupnim kapacitetima analiziranog uzorka se krajem 2010. godine kreće do maksimalnih 1,21% - hotelske korporacije iz Centralne i Južne Amerike.

---

<sup>94</sup> „UNWTO Tourism Highlights 2010 Edition“, World Tourism Organization, Madrid, 2010. str. 5.

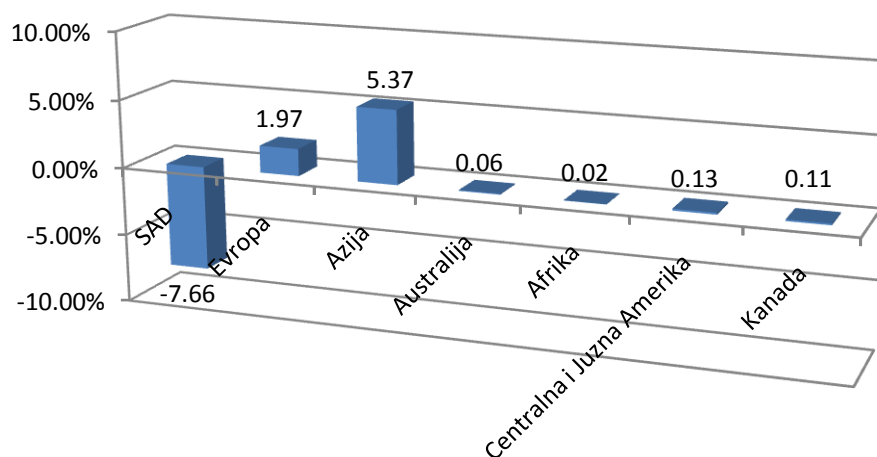
<sup>95</sup> „Tourism Market Trends 2006 - Asia and the Pacific“, World Tourism Organization, Madrid, 2007., str. 14.

<sup>96</sup> „Tourism Market Trends 2006 - Asia and the Pacific“, World Tourism Organization, Madrid, 2007., str. 23.

<sup>97</sup> Unković S., Zečević B., „*Ekonomika turizma*“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2006. , str. 243. - posebno su iskazani podaci za region Istočne Azije i Pacifika, a posebno za region Južne Azije. Radi uporedivosti podataka, prikazan je njihov zbir.

Učešće afričkih korporacija je na nivou 0,6%, australijskih – 0,5%, kanadskih 1,1%. Ako se ti parametri uporede sa onim na početku posmatranog perioda, može se zaključiti da je došlo do sasvim blagog povećanja učešća ovih regiona u agregatnoj ponudi uzorka.

**Grafikon 18:** Agregatna promena učešća hotelskih korporacija iz pojedinih regiona u ukupnom broju soba 300 najvećih hotelskih korporacija u periodu 1997-2010. godina (izraženo u procentnim poenima)



*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“*

I iz ovog grafičkog prikaza se može uočiti da su najveće smanjenje učešća u uzorku imale hotelske korporacije iz SAD. Važno je napomenuti da smanjenje njihovog učešća nije posledica smanjenja broja soba pod njihovom kontrolom ili stagnacije u njihovom broju, već bržeg rasta ostalih hotelskih korporacija, pre svega u azijskom i evropskom regionu. Ipak, treba se konstatovati i da je polazna osnova za obračun kod američkih korporacija u proseku bila viša.

## **2.4. POSLOVNE AKTIVNOSTI I VRSTE HOTELSKIH KONZORCIJUMA (DOBROVOLJNIH HOTELSKIH LANACA) KAO INVESTICIONOG OBLIKA**

Na hotelijerskom tržištu na kojem su snažno prisutni trendovi globalizacije, nezavistan hotel ima nekoliko opcija koje mu stoje na raspolaganju kao odgovor na prethodno navedene tendencije i pretnju koju one predstavljaju za njegovo poslovanje. Naravno, upravljačke strukture nezavisnog hotelskog preduzeća mogu odlučiti da nastave samostalan nastup na tržištu, ali mogu, prema jednom pristupu, doneti i odluku<sup>98</sup>:

- o afilijaciji sa nekim od većih korporativnih hotelskih lanaca,
- o pristupanju određenim dobrovoljnim hotelskim lancima,
- pozicioniranju svoje ponude na određenim tržišnim nišama.

Hotelski konzorcijumi ili dobrovoljni hotelski lanci „najčešće zasnivaju svoju aktivnost na pružanju usluga globalnog marketinga i rezervacija nezavisnim hotelima i korporativnim lancima, naročito onim nacionalnog karaktera“<sup>99</sup>, a pri čemu se članstvo u dobrovoljnom hotelskom lancu razlikuje od pristupanja hotelskoj korporaciji npr. putem franšizinga, među ostalim, i po tome što članovi hotelskog konzorcijuma nisu u obavezi da prate poslovne procedure koje su standardizovane od strane davaoca franšize<sup>100</sup>. Hotelski konzorcijumi se u literaturi definišu i kao: organizacija hotela koji udružuju resurse u cilju obezbeđenja ekonomije obima prilikom sklapanja kupoprodajnih, trgovačkih ugovora i usluga marketinga<sup>101</sup>; grupa hotela, najčešće nezavisnog vlasništva, koji se udružuju radi podele određenih korporativnih troškova, kao što su troškovi marketinga, pri tom zadržavajući nezavisnim vlasništvo i donošenje poslovnih odluka<sup>102</sup>; kao grupa hotela koji se povezuju radi ostvarenja nekih zajedničkih koristi za svoje članove pri čemu su

---

<sup>98</sup> Fyall A., Garrod B., *“Tourism marketing: a collaborative approach”*, Channel View Publications, Clevedon, 2005. , strana 261.

<sup>99</sup> Čačić K., *„Poslovanje hotelskih preduzeća“*, Univerzitet Singidunum, Beograd, strana 76.

<sup>100</sup> Yu L., *“The international hospitality business: management and operations”*, The Haworth Press, Binghamton, NY, 1999. , strana 148.

<sup>101</sup> Roper A., *“The emergence of hotel consortia as transorganizational forms”*, International Journal Of Contemporary Hospitality Management, Bradford West Yorkshire, Vol. 7 No. 1, 1995, strana 4-9.

<sup>102</sup> Pizam A., *“International Encyclopedia of Hospitality Management”*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2010. , strana 323.

marketing aktivnosti često razlog formiranja konzorcijuma. U takvim konzorcijumima hoteli zadržavaju nezavisno vlasništvo i menadžment, a ostvaruju prednosti zajedničkog marketing nastupa<sup>103</sup>.

I pored određenih različitosti koje se mogu uočiti iz navedenih definicija, a odnose se prevashodno na primarne motive formiranja konzorcijuma, ono što je zajedničko jeste saglasnost o tome da hoteli pristupaju konzorcijumima dobrovoljno, kao i da se ne menjaju ni vlasnička ni upravljačka struktura. Ulaskom u hotelske konzorcijume ostvaruju se uštede u kanalima prodaje i promociji. Kako ta ulaganja imaju karakter investicionih ulaganja, hotelske konzorcijume možemo tretirati i kao investicioni oblik.

Zavisno od toga šta je identifikovano kao osnovni motiv povezivanja nezavisnih hotela u hotelske konzorcijume, u literaturi se navodi više različitih tipova hotelskih konzorcijuma.

U ranijim radovima obično se navodi pet različitih vrsta hotelskih konzorcijuma<sup>104</sup>:

- Marketing konzorcijumi – kao konzorcijumi koji promovišu hotele članove. Navode se dva osnovna podtipa i to oni kod kojih se hoteli grupišu po geografskoj lokaciji i oni koji se grupišu prema tržišnom segmentu nad kojim je njihova ponuda pozicionirana;
- Marketing i kupovni konzorcijumi – ovaj tip konzorcijuma se razvio iz marketing konzorcijuma i pored zajedničke promocije uključuje i objedinjene nabavke pojedinih vrsta proizvoda. Agregiranje im omogućava da u pregovorima sa dobavljačima postignu niže cene;
- “Referral” konzorcijumi – ovi konzorcijumi se često nalaze u bliskoj vezi sa avio kompanijama i njihovim rezervacionim sistemima i navode se i kao primer vertikalne integracije od strane avio kompanije. Avio kompanije često uključuju ponudu ovih hotela kao komplementarnu uslugu upućujući na taj način svoje putnike prema tim hotelima;

---

<sup>103</sup> Kotler Ph., Bowen J., Makens J., „*Marketing for Hospitality and Tourism*“, Fourth Edition, Pearson International Edition, New Jersey, 2006. , strana 509.

<sup>104</sup> Slattey P., Roper A., Boer A., „*Hotel Consortia: Their Activities, Structure and Growth*“, Service Industries Journal, Abingdon West Yorkshire, Volume 5, Issue 2, 1985. , strana 192-194.

- Konzorcijumi za obuku personala – funkcija im je obezbeđenje dodatne obuke zaposlenih;
- Rezervacioni sistemi – obezbeđuju formiranje zajedničkog rezervacionog sistema u koji su uključeni hoteli koji se često razlikuju po lokaciji, veličini, kategoriji, tipu usluga koji pružaju.

Ista tipologija konzorcijuma nalazi se i kod Hales, Mecrate-Butcher<sup>105</sup>.

U novijim radovima se može pronaći nešto drugačija tipologija hotelskih konzorcijuma<sup>106</sup>:

- “Potpuni” konzorcijumi - koji nude članovima marketing ekspertizu, objedinjene nabavke određenih proizvoda, trening i obuku zaposlenih. Ovaj tip konzorcijuma izgrađuje i zajednički rezervacioni sistem;
- Marketing konzorcijumi – koji nude članovima razne marketing ekspertize;
- Rezervacioni sistemi – kod nude centralni rezervacioni sistem u koji je inkorporirana ponuda hotela članova konzorcijuma, a koji je moguće pretraživati putem Internet-a, ali često i izvršiti rezervaciju preko besplatnog telefonskog broja;
- “Referral” konzorcijumi – koji češće uključuju određene hotelske lance čiji se brendovi, programi lojalnosti i rezervacioni sistemi povezuju sa rezervacionim sistemima (ali i programima lojalnosti) određenih aviokompanija.

Kotler, Bowen i Makens navode da razlika između konzorcijuma i rezervacionih sistema postaje sve manje izražena zato što rezervacioni sistemi (kao što su npr. „SRS“, „Utell“ i „Supranational“) počinju da nude dodatne marketing usluge svojim članovima<sup>107</sup>, odnosno hotelski konzorcijumi šire lepezu svojih usluga brišući na taj način razlike na osnovu kojih su svstani u različite tipove. Fyall i Garrod pored toga navode i činjenice da u isto vreme jedan hotel može biti član više različitih hotelskih konzorcijuma, a članstvo

---

<sup>105</sup> Hales C., Mecrate-Butcher J., „*‘Internal marketing’ and human resource management in hotel consortia*“, International Journal of Hospitality Management, 1994. , Vol. 13 No. 4, strana 318.

<sup>106</sup> Tiwari R., „*Tourism Management: Managing For Change*“, Global India Publications, New Delhi, 2009. , strana 217.

<sup>107</sup> Kotler Ph., Bowen J., Makens J., „*Marketing for Hospitality and Tourism*“, Fourth Edition, Pearson International Edition, New Jersey, 2006. , strana 509.

u hotelskim konzorcijumima je omogućeno ne samo na nivou pojedinačnog hotela, već i na nivou hotelskog lanca<sup>108</sup>. Sve to utiče na smanjenje razlika između pojedinih tipova hotelskih konzorcijuma.

Iz dosadašnje analize se načelno mogu identifikovati i moguće osnovne koristi za hotele uključene u dobrovoljne hotelske lance, a koje proizilaze iz:

- Centralnih rezervacionih sistema koji su razvijeni na nivou dobrovoljnih hotelskih lanaca, a zatim često uključeni i u GDS (globalni distributivni sistemi - u koje obično nije moguće integrisati ponudu pojedinačnih hotela<sup>109</sup>) kao i sa konekcijama na Internet. Recimo, hoteli članovi hotelskog konzorcijuma „Utell Hotels & Resorts“ obezbeđuju svoje prisustvo na najvećim GDS Amadeus, Sabre, Galileo, Apollo i Worldspan, kao i na Internet-u i to kako preko prezentacije samog konzorcijuma, tako i preko nekih od najvećih web prezentacija sa velikim brojem korisnika, a putem kojih se vrši i prodaja hotelskih usluga, kao npr. Travelocity, Expedia, hotel.de, travelweb.com<sup>110</sup>;
- Povezivanja sa velikim rezervacionim sistemima aviokompanija;
- Popusta na cenu određenih proizvoda koji se nabavljaju preko zajedničkog nabavnog centra;
- Dodatnog obrazovanja i treninga zaposlenih;
- Određenih marketing aktivnosti.

Naravno, članovi hotelskog konzorcijuma imaju i određene troškove koji proizilaze iz njihovog članstva. Vrste i način obračuna ovih nadoknada se značajno razlikuju između konzorcijuma. Ipak, ti troškovi se obično odnose na plaćanje jednokratnih nadoknada za ulazak u hotelski konzorcijum, zatim godišnjih nadoknada, rezervacionih nadoknada, kao i specijalnih nadoknada za posebne usluge<sup>111</sup> koje se po osnovu ugovora o pristupanju tarifiraju zasebno, kao npr. one koje se odnose na trening i obuku zaposlenih itd.

---

<sup>108</sup> Fyall A., Garrod B., *“Tourism marketing: a collaborative approach”*, Channel View Publications, Clevedon, 2005. strana 269-270.

<sup>109</sup> Fyall A., Garrod B., *“Tourism marketing: a collaborative approach”*, Channel View Publications, Clevedon, 2005. strana 267.

<sup>110</sup> Internet prezentacija „Utell Hotels & Resorts“, [http://www.utell.com/hoteliers/distribution\\_services/internet.aspx](http://www.utell.com/hoteliers/distribution_services/internet.aspx), uvid 3.11.2011. godine

<sup>111</sup> Čačić Krunoslav, *„Poslovanje hotelskih preduzeća“*, Univerzitet Singidunum, Beograd, strana 80.



Treba naglasiti i da su pojedini dobrovoljni hotelski lanci razvili i sopstvene hotelske brendove. Kao primer može se navesti hotelski konzorcijum „Magnuson Hotels“ koji nudi mogućnost nezavisnim hotelima članovima konzorcijuma da nastave poslovanje pod sopstvenom hotelskom markom ili pod hotelskom markom hotelskog lanca kojem možda već pripadaju, ali i da nastave poslovanje pod nekim od tri „Magnuson“-ova hotelska brenda: „Magnuson Grand Hotels“, „Magnuson Hotels“ i „M Star Hotels“. U oba slučaja „Magnuson Hotels“ članovima omogućava dodatni distributivni kanal sa prisustvom na GDS i Internetu. Ukoliko se nezavisne hotelske kompanije opredele za poslovanje pod brendovima „Magnuson“-a, hotelski brend „Magnuson Grand Hotels“ je namenjen hotelima viših kategorija, brend „Magnuson Hotels“ hotelima srednje kategorije, a brend „M Star Hotels“ hotelima i motelima ekonomske kategorije. Ipak, u ovom slučaju ne postoji toliko izražen naglasak ka standardizaciji usluga u okviru hotela koji posluju pod takvim brendovima, kao što je to najčešće slučaj sa brendovima korporativnih hotelskih lanaca, a i omogućen je viši stepen fleksibilnosti sa stanovišta mogućnosti istupanja iz konzorcijuma. Veća fleksibilnost vlasnicima nezavisnih hotela je omogućena kroz sklapanje ugovora bez dugoročnog obavezivanja, kroz sistem plaćanja „pay as you go“ koji se direktno vezuje za kreirane rezervacije od strane konzorcijuma, a bez plaćanja „royalty“ nadoknade kao u slučaju ugovora o franšizi<sup>112</sup>.

Kako bi se analizirao dostignut stepen razvoja kao i razvojne tendencije najvećih svetskih dobrovoljnih hotelskih lanaca, korišćeni su podaci objavljeni u časopisu „Hotels“.

---

<sup>112</sup> Internet prezentacija „Magnuson Hotels“, <http://www.magnusonhotels.com/> , pristup 3.11.2011. godine

**Tabela 1:** *Najveći dobrovoljni hotelski lanci*

| Dobrovoljni hotelski lanac             | Sedište             | 2010. godina     |               |
|----------------------------------------|---------------------|------------------|---------------|
|                                        |                     | Broj soba        | Broj hotela   |
| Utell Hotels & Resorts                 | Brentford, Engleska | 771 200          | 6 300         |
| Hotusa Hotels                          | Barselona, Španija  | 220 000          | 2 529         |
| Great Hotels of the World              | London, Engleska    | 192 434          | 1 012         |
| Preferred Hotel Group                  | Čikago, SAD         | 161 516          | 843           |
| Keytel SA                              | Barselona, Španija  | 143 900          | 1 600         |
| Magnuson Hotels                        | Spokane, SAD        | 139 776          | 1 792         |
| Supranational Hotels Ltd.              | London, Engleska    | 118 221          | 986           |
| Best Eurasian Hotels Ltd.              | Moskva, Rusija      | 103 300          | 929           |
| Worldhotels                            | Frankfurt, Nemačka  | 100 926          | 449           |
| Associated Luxury Hotels International | Orlando, SAD        | 89 514           | 139           |
| Global Hotel Alliance                  | Ženeva, Švajcarska  | 64 142           | 275           |
| The Leading Hotels of the World        | New York, SAD       | 63 000           | 437           |
| Logis Hotels                           | Pariz, Francuska    | 53 928           | 2 766         |
| Hotel Republic                         | London, Engleska    | 33 339           | 153           |
| Sceptre Hospitality Resources          | Greenwood, SAD      | 28 894           | 431           |
| Prestige Resorts & Destinations        | Wayazata, SAD       | 27 137           | 48            |
| Res-Hotel                              | Pariz, Francuska    | 26 000           | 162           |
| Small Luxury Hotels of the World       | Surrey, Engleska    | 25 887           | 520           |
| Epoque Hotels                          | Miami, SAD          | 25 800           | 382           |
| Historic Hotels of Europe              | Pariz, Francuska    | 21 535           | 637           |
| Luxe Hotels Worldwide                  | Los Angeles, SAD    | 17 500           | 148           |
| Sercotel Hotels                        | Barselon, Španija   | 15 773           | 151           |
| Design Hotels AG                       | Berlin, Nemačka     | 15 231           | 200           |
| Inter –Hotel                           | Pariz, Francuska    | 12 772           | 296           |
| Relais & Châteaux                      | New York, SAD       | 10 650           | 465           |
| <b>UKUPNO</b>                          |                     | <b>2 482 375</b> | <b>23 660</b> |

*Izvor: „Hotels“, septembar 2011. godine, strana 35.*

Analizirajući samo podatke iz date tabele može se uočiti značajna razlika u dostignutom stepenu razvoja između najvećeg hotelskog konzorcijuma i svih ostalih na listi 10 najvećih. Najveći dobrovoljni hotelski lanac na svetu „Utell Hotels & Resorts“ je od

drugoplasiranog konzorcijuma, posmatrano brojem soba, veći za čak 3,51 puta, a od poslednjeg na listi 25 najvećih (Relais & Chateaux) , čak za 72,41 puta.

Analizirajući lokaciju poslovnih sedišta najvećih svetskih dobrovoljnih hotelskih lanaca, može se uočiti da dominiraju evropski konzorcijumi.

Posmatrajući podatke iz samo jedne godine ne mogu se uočiti razvojne tendencije. Samo informacija da je konzorcijum „Utell Hotels & Resorts” krajem 2010. godine uključivao ponudu 771.200 soba u 6.300 hotela, može svedočiti o njegovom snažnom razvoju i uspehu njegovog menadžmenta da privuče veliki broj hotela, pogotovo kada se posmatra komparativno u odnosu na ostale hotelske konzorcijume. Ipak, zaključci bi donekle bili različiti ako bi u analizu uključili podatak da je taj konzorcijum<sup>113</sup> krajem 2008. godine uključivao ponudu 1.381.379 soba u 11.282 hotela<sup>114</sup>. Jasno je da je u periodu od samo dve godine došlo do smanjenja od 44,17% posmatrano brojem soba, odnosno 44,16% posmatrano brojem hotela. Tako je i konzorcijum „Supranational Hotels Ltd.” krajem 2008. godine uključivao ponudu 297.400 soba u 1.662 hotela, što znači da su i oni u poslednje dve godine zabeležili smanjenje od 60,25 % posmatrano brojem soba, odnosno 40,67% posmatrano brojem hotela.

***Tabela 2: Hotelski kapaciteti najvećih dobrovoljnih hotelskih lanaca 2000. i 2010. godine***

| <b>Agregatna ponuda 25 najvećih hotelskih konzorcijuma</b> | <b>Broj soba</b> | <b>Broj hotela</b> |
|------------------------------------------------------------|------------------|--------------------|
| <b>2000. godine</b>                                        | 3 049 138        | 25 670             |
| <b>2010. godine</b>                                        | 2 482 375        | 23 660             |
| <b>Apsolutni prirast (smanjenje)</b>                       | -566 763         | -2010              |
| <b>Relativni prirast (smanjenje)</b>                       | -18,59%          | -7,83%             |

***Izvor: „Hotels”, jul 2001. , septembar 2011. godine i sopstveni proračun***

Pre bilo kakve analize ovih podataka, treba biti vrlo obazriv i naglasiti činjenicu da jedan hotel može biti uključen u više različitih dobrovoljnih hotelskih lanaca.

Iz podataka prezentovanih u tabeli se može videti da je tokom poslednje decenije došlo do smanjenja obima hotelskih kapaciteta uključenih u 25 najvećih dobrovoljnih hotelskih

---

<sup>113</sup> Tada „Utell/Unirez Representation System“

<sup>114</sup> „Hotels”, jul 2009. godine

lanaca na svetu i to bilo da se posmatra broj hotela, a pogotovo ako se kao kriterijum uzme broj soba čiji broj se smanjio za gotovo petinu u odnosu na stanje 2000. godine. Tokom analiziranog perioda najveći broj soba uključenih u 25 najvećih dobrovoljnih hotelskih lanaca je zabeležen 2006. godine i iznosio je čak 3.792.435 soba u 33.595 hotela. Ako bi tu godinu uzeli kao baznu, u 2010. godini bi bilo registrovano smanjenje za oko 35% posmatrano brojem hotelskih soba, odnosno oko 29,6% posmatrano brojem hotela.

Posmatrajući podatke po pojedinim godinama u tom periodu, uočava se da je do najvećeg smanjenja došlo baš tokom 2010. godine. Krajem prethodne, 2009. godine, broj hotelski soba u okviru hotela uključenih u 25 najvećih dobrovoljnih hotelskih lanaca je bio znatno veći i iznosio je 2.865.158 soba što je za 382.783 hotelske sobe više nego krajem 2010. godine. To znači da je u 2010. godini je zabeležen veliki deo ukupnog negativnog prirasta celog desetogodišnjeg perioda.

Ovaj podatak upućuje na sumnju da je u posmatranom periodu došlo do pada interesovanja nezavisnih hotelskih korporacija za uključivanje u dobrovoljne hotelske lance. Moguće je da je deo pada posledica pojave većeg broja dobrovoljnih hotelskih lanaca na tržištu koji su kreirali atraktivnu ponudu kako u smislu ponuđenih usluga, tako i finansijskih uslova, ali i većeg stepena fleksibilnosti za hotele članice i da je pojava tih konzorcijuma dovela do takve preraspodele koja je učinila da je opalo učešće najvećih dobrovoljnih hotelskih lanaca na tržištu, a samim tim i ukupan obim kapaciteta članova tih konzorcijuma. U isto vreme na hotelijerskom tržištu raste značaj brendiranja, a tek manji broj dobrovoljnih hotelskih lanaca poseduje svoje hotelske brendove (npr. „Magnuson Hotels”).

Između konzorcijuma i nezavisnih hotelskih korporacija najčešće ne dolazi do sklapanja dugoročnih ugovora. To omogućava nezavisnim hotelima viši stepen fleksibilnosti. Ukoliko menadžment hotelskog preduzeća nije zadovoljan ostvarenim rezultatima lako može istupiti iz hotelskog konzorcijuma. Ova fleksibilnost je dovela do toga da su kod hotelskih konzorcijuma zabeležene značajnije i brže oscilacije u obimu hotelskih kapaciteta uključenih u te konzorcijume, posmatrano komparativno u odnosu na hotelske korporacije.

## **2.5. FRANŠIZING KAO INVESTICIONI OBLIK U HOTELIJERSTVU**

### **2.5.1. DEFINISANJE I PRAVNO REGULISANJE FRANŠIZINGA**

Ugovor o franšizingu se može definisati kao “trajan ugovor kojim se zasniva jedan sistem saradnje između samostalnih lica, prema kome jedno od njih (davalac franšize) ustupa drugome (primaocu franšize), uz plaćanje nadoknade, pravo da koristi u svom poslovanju, pod tačno određenim uslovima, njegovo trgovačko ime, znak, spoljni izgled ili druga zaštićena prava kao i njegova tehnička i poslovna iskustva, uz obavezu druge strane da posluje po sistemu organizacije i poslovanja davaoca, pri čemu davalac franšize obezbeđuje primaocu pomoć, savet, školovanje, te vrši kontrolu.”<sup>115</sup>

Franšiza se definiše i kao poslovni odnos u kojem davalac franšize daje pravo primaocu franšize da koristi njegov brend, njegove poslovne tehnologije, kao i pristup njegovom poslovnom sistemu, a zauzvrat zahteva kompenzaciju kroz naplatu različitih nadoknada<sup>116</sup>.

Pojedini autori definišu franšizing kao sistem distribucije i marketinga u kojem nezavistan poslovni entitet (franšizant) stiče pravo da nastupa na tržištu i prodaje proizvode i usluge drugog poslovnog entiteta (franšizera), a u skladu sa ustanovljenim standardima i praksom franšizera. U toj vrsti poslovnog odnosa franšizer kontinuirano obezbeđuje savetodavnu podršku franšizantu. Franšizant plaća sticanje ovih prava kroz sistem nadoknada koje uključuju inicijalnu nadoknadu, kao i kontinuirano plaćanje royalty nadoknade<sup>117</sup>.

Međunarodno udruženje za franšizing (International Franchising Association – IFA) definiše franšizing kao kanal distribucije proizvoda i usluga i kao "ugovorni odnos između

---

<sup>115</sup> Draškić M., „*Međunarodno privredno ugovorno pravo*“, šesto izmenjeno i dopunjeno izdanje, Savremena administracija, Beograd, 1998. godina, str. 358.

<sup>116</sup> Felstad A., „*The Corporate Paradox: Power and Control in Business Franchise*“, Routledge, London, 1993., strana 58.

<sup>117</sup> Kaufmann D., „*Understanding franchising: business & legal issues*“, Practising Law institute, New York, 2001.

davaoca i primaoca franšize u kojem se davalac franšize obavezuje da održi trajan interes u poslovanju primaoca franšize u oblastima kao što su know-how i obučavanje, dok se primalac obavezuje da posluje pod zajedničkim poslovnim imenom, spoljnim izgledom ili tehnologijom koja pripada davaocu franšize, kao i da iz svojih izvora uloži osnovni investicioni kapital u poslovanje."

Franšizing se definiše i kao poslovni format u kojem dolazi do transfera intelektualne svojine (zaštićenih marki, tehničkog znanja) kojim se kreiraju obostrane koristi, kako za franšizera koji na ovaj način obezbeđuje brz rast bez direktnog ulaganja kapitala, dok franšizant stiče sve koristi koje proizilaze iz poslovanja u okviru prepoznatljivog hotelskog lanca i time značajno smanjujući rizik od poslovnog neuspeha<sup>118</sup>.

U hotelijerskom poslovanju davalac franšize daje pravo primaocu franšize da koristi njegovo ime, marku, znak, ustupa mu specifična znanja i tehnike poslovanja, uključuje ponudu tog hotela u svoj rezervacioni sistem koji ima i tačku povezivanja sa globalnim distributivnim sistemima, ali i obezbedjenu ponudu na Internetu, a kroz formu internet portala putem kojih se može izvršiti rezervacija usluga.

Predmet ugovora o franšizi u hotelijerskoj industriji je:

- Pravo na korišćenje i poslovanje pod zaštićenom hotelskom markom;
- Transfer tehnologije – odnosno prenos "know-how" kao skupa znanja, iskustva, tehnoloških postupaka koje je razvila hotelska korporacija davalac franšize;
- Korišćenje rezervacionog sistema;
- Poslovna podrška franšizeru kroz aktivnosti kao što su organizovanje obuke zaposlenih, ustupanje rezultata marketinških istraživanja, pomoć pri odabiru makro i mikro lokacije itd.;
- Marketing podrška.

Sa pravnog stanovišta poslovi vezani za franšizu se realizuju kroz ugovor o franšizingu. Ovim ugovorom dolazi do poslovnog povezivanja preduzeća, ali pri tome svako preduzeće zadržava svoj pravni subjektivitet. Sam ugovor o franšizingu je u pravnim sistemima najčešće neimenovani pravni posao. Razlog za to leži u činjenici da franšizing

---

<sup>118</sup> Lashley C., Morrison A., "Franchising hospitality services", Butterworth-Heinemann, Oxford, 2000., strana 5.

„dodiruje čitav niz oblasti prava: ugovorno pravo, zastupanje i distribucija roba, finansijske investicije, intelektualnu svojinu, pravo konkurencije, pravo trgovačkih društava, fiskalno pravo, pravo zaštite potrošača i odgovornost za štetu od proizvoda, pravo osiguranja, radno pravo, transfer tehnologije, pravo stranih ulaganja itd.“<sup>119</sup>

Ipak, u određenom broju zemalja se javljaju pokušaji donošenja pravne regulative kojom bi se regulisalo pitanje franšizinga. Takvi pokušaji zakonskog regulisanja franšizinga su zabeleženi u sledećim zemljama<sup>120</sup>:

- Rusija – Građanski zakonik Ruske federacije od 1994/95. godine, članovi 1027-1040,
- Ukrajina – Građanski zakonik od 2004. godine, članovi 1115-1129,
- Moldavija – Zakon Republike Moldavije o franšizingu iz 1997. godine,
- Litvanija – Građanski zakonik iz 2000. godine, članovi 6766-6779,
- Republika Koreja – Zakon o postupanju u odnosima transakcije franšizinga iz 2003. godine,
- Brazil – Zakon o ugovorima o franšizingu iz decembra 1994. godine,
- Meksiko – Dekret o odredbama o franšizingu, kao dodatak zakonu o intelektualnoj svojini,
- Vijetnam – Dekret o posebnim odredbama koje se dodaju Trgovačkom zakoniku u odnosu na franšizing poslovanje.

U isto vreme neke zemlje su donele posebne zakone o predugovornim obavezama strana u poslu franšize. Ustanovljena je obaveza ugovornih strana da na raspolaganje stave one informacije koje su ili mogu biti od značaja prilikom sklapanja ugovora o franšizi. Tako je u SAD proces prodaje franšize stavljen pod kontrolu vladine institucije Federalne komisije za trgovinu (Federal Trade Commission) koja taj proces kontroliše i čini transparentnim. Brojne informacije vezane za ponudu franšize uključujući i one o visini i strukturi nadoknada se objavljuju u obaveznom dokumentu koji se naziva “Uniform Franchise Offering Circular (UFOC)” ili “Franchise Disclosure Document (FDD)” I u Evropi su usvajani zakoni kojima se zahteva otkrivanje informacija relevantnih za zaključivanje ovog ugovora. Takvi pravni akti su doneti u<sup>121</sup>:

---

<sup>119</sup> „Potreba zakonskog regulisanja ugovora o franšizingu kao ugovora savremenog privrednog prava – izvod iz Izveštaja Komisije za izradu Građanskog zakonika, sa predlogom modela ugovora o franšizingu“, elektronska pravna baza Paragraf Lex, Paragraf, Beograd, 2009. godina

<sup>120</sup> „Potreba zakonskog regulisanja ugovora o franšizingu kao ugovora savremenog privrednog prava – izvod iz Izveštaja Komisije za izradu Građanskog zakonika, sa predlogom modela ugovora o franšizingu“, elektronska pravna baza Paragraf Lex, Paragraf, Beograd, 2009. godina

- Belgiji – Zakon o predugovornom informisanju u ugovorima o trgovinskoj saradnji iz 2004. godine,
- Švedskoj – Zakon o obavezi davaoca franšize da pruži informacije iz 2006. godine,
- Francuskoj – Zakon o davanju informacija iz 1999. godine.

U Srbiji, ugovor o franšizi je neimenovani pravni posao i kao takav se ne nalazi u Zakonu o obligacionim odnosima. Ugovor o franšizi predstavlja proizvod autonomne privredne prakse najrazvijenijih svetskih ekonomija. Ovaj ugovor je nastao kombinovanjem različitih imenovanih ugovornih formi.

Usled sve intenzivnijeg korišćenja franšizinga u poslovnoj praksi i čitavog niza otvorenih pravnih pitanja, javljaju se pokušaji unifikacije ovog ugovora kako bi se poslovanje učinilo transparentnijim i jednostavnijim.

Najznačajniji iskorak u tom smeru je učinio „International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT)” čiji su stručnjaci izradili „Vodič za međunarodne master franšizing aranžmane (Guide to International Master Franchise Arrangements)” iz 1998. godine sa revizijom iz 2007. god. i Zakon o obavezi predugovornog obaveštavanja kod ugovora o franšizingu (Model Franchise Disclosure Law) iz 2002. godine. Pored toga, kao pomoć učesnicima u poslovnim odnosima Međunarodna trgovačka komora iz Pariza (ICC) usvojila je 2000. godine „Tipski međunarodni ugovor o franšizingu” kao set jednoobraznih pravila kojima treba da se kompenzira nedostatak nacionalnih obligaciono-pravnih dispozitivnih normi, kojima se regulišu obaveze iz međunarodnog ugovora o franšizingu”<sup>122</sup>.

### **2.5.2. TEORIJA OGRANIČENIH RESURSA I AGENCIJSKA TEORIJA I NJIHOVA PRIMENA U HOTELIJERSKOM POSLOVANJU**

Danas je franšizing veoma zastupljen investicioni oblik koji se široko primenjuje u brojnim privrednim delatnostima. Kroz naučnu literaturu koja se bavi ovom tematikom, često se provlačilo pitanje koji su to faktori doprineli tako eksplozivnom razvoju franšizinga kao modela rasta preduzeća. Iskristalisale su se dve teorije<sup>123</sup>:

---

<sup>121</sup> Isto.

<sup>122</sup> Internet prezentacija Privredne komore Srbije, <http://www.pks.rs/Default.aspx?tabid=2446>, pristup 16.07.2010. godine

<sup>123</sup> Martin R., „*Franchising and Risk Management*”, American Economic Review, Nashville, Vol.78, Issue 5, strana 954.



- teorija ograničenih resursa,
- agencijska teorija.

Teorija ograničenih resursa sugerše da je franšizing kao metod poslovnog rasta u sektoru usluga, kao i hotelijerstvu, doživeo eksplozivan rast kao posledicu ograničenih resursa i to kapitala, ljudskih resursa i neophodnog poznavanja lokalnih tržišta.

Ova teorija sugerše da preduzeća daju franšizu kako bi na tržištu ostvarila brz rast koji za posledicu ima korišćenje efekata ekonomije obima, razvijanje konkurentnosti, prepoznatljivosti brenda itd. S obzirom da taj rast često nije moguće ostvariti iz sopstvenih izvora i to usled nedostatka kapitala potrebnog za otvaranje novih poslovnih jedinica, ali i menadžerskih veština neophodnih za uspešno rukovođenje njima, preduzeća se okreću franšizingu kao investicionom obliku.

Prisutni su i radovi koji povezuju koncept životnog ciklusa sa teorijom ograničenih resursa sugeršući da su preduzeća sklonija da koriste franšizing kao razvojnu strategiju u ranim fazama svog razvoja. Jedna od najstarijih takvih teorija je ona izneta u radu Oxenfeldt Alfreda i Kelly Anthony "Will Successful Franchise Systems Ultimately Become Wholly-Owned Chains?"<sup>124</sup>. Preduzeća koja tek ulaze na tržište i koja nisu dostigla određen stepen razvoja mogu teško prikupiti neophodan kapital na finansijskim tržištima kroz procese kako primarne, tako i sekundarne emisije akcija. U isto vreme, sredstva koja im se nalaze na raspolaganju iz sopstvenog poslovanja nisu dovoljna za brz rast koji je postao jedan osnovnih determinanti konkurentnosti na tržištu kroz efekte ekonomije obima i snažnog i prepoznatljivog brenda. Ova teorija sugerše da se u tim fazama životnog ciklusa preduzeća često okreću franšizingu kao strategiji koja će im omogućiti kako prevazilaženje nedostatka kapitala, tako i potrebnih menadžerskih resursa kao razvojnih barijera. Teorija dalje sugerše da se u kasnijim fazama životnog ciklusa preduzeća, a po dostizanju određenog obima poslovanja, fokus brzog razvoja okreće ka maksimizaciji profita svake poslovne jedinice. To je u praksi značilo da te korporacije počinju da otkupljuju one poslovne jedinice koje ostvaruju najbolje poslovne rezultate, supstituišući na taj način nevlasničke, vlasničkim formama. Kroz literaturu su

---

<sup>124</sup> Castrogiovanni G., Combs J., Justis R., "Resource Scarcity and Agency Theory Predictions Concerning the Continued Use of Franchising in Multi-outlet Networks", Journal of Small Business Management, Oxford, 2006. Vol 44, Issue 1, strana 29.

zabeleženi brojni pokušaji dokazivanja i opovrgavanja navedene hipoteze<sup>125</sup>. Jedinstven zaključak nije izveden. Ipak, na osnovu istraživanja obavljenog za potrebe ovog rada, mora se naglasiti da dobijeni podaci ne potvrđuju postavljenu teoriju.

Naime, analizirajući poslovni portfolio najvećih korporativnih hotelskih lanaca može se zaključiti da su ove korporacije sve više orijentisane ka korišćenju nevlasničkih investicionih oblika, među kojima dominira franšizing i da je u prethodnom periodu registrovano smanjenje broja hotela koji se nalaze u vlasništvu ovih hotelskih korporacija. Štaviše, analizirajući godišnje izveštaje najvećih svetskih hotelskih korporacija u kojima oni iznose i svoje investicione namere, jasno je uočljivo opredeljenje ka korišćenju nevlasničkih oblika ulaganja u budućnosti, pa čak i ka prodaji određenog broja hotelskih objekata koji se sada nalaze u njihovom vlasništvu. To samo još jednom dokazuje da visoko učešće franšiziranih objekata u ukupnom poslovnom portfoliju ovih hotelskih korporacija ne može biti objašnjeno samo poslovnim odlukama donesenim u prošlosti, već da i danas, kada su ove korporacije tržišni lideri, franšiza ostaje dominantan način njihovog daljeg razvoja.

Ipak ovim konstatacijama se ne želi osporavati validnost osnovnih postulata teorije ograničenih resursa kojim se objašnjava brz rast franšizinga u hotelijerskom poslovanju. Činjenica je da ograničenja raspoloživosti kapitala i menadžerskih veština predstavljaju limitirajući faktor koji se prevazilazi primenom franšizinga kao razvojne strategije hotelskih preduzeća.

Agencijska teorija nudi drugačiji odgovor na pitanje koji su razlozi doveli do brze ekspanzije franšizinga na tržištu.

Ukoliko se hotelska korporacija opredeli za sopstveno ulaganje (ili zakup) u novootvorenom hotelu mora delegirati menadžera koji će upravljati tim objektom. I u slučaju sklapanja ugovora o menadžmentu, hotelska korporacija angažuje menadžere koji upravljaju hotelskim objektom. Agencijska teorija svoje ishodište nalazi u potencijalno različitim interesima između vlasnika korporacija i angažovanih menadžera.

---

<sup>125</sup> Hunt S., „The Trend Toward Company-Operated Units in Franchise Chains“, *Journal of Retailing* Vol. 49, 1973; Caves R., Murphy W., „Franchising: Firms, Markets, and Intangible Assets“, *Southern Economic Journal*, 1976, Vol 42; Lafontaine F., Kaufmann P., „The Evolution of Ownership Patterns in Franchise Systems“, *Journal of Retailing*, 1994. ,Vol 70, Issue 2 – prema Castrogiovanni J. , Combs J., Justis R., „Resource Scarcity and Agency Theory Predictions Concerning the Continued Use of Franchising in Multi-outlet Networks“, *Journal of Small Business Management*, Oxford, 2006. Vol 44, Issue 1, strana 29.

Principal angažuje agenta da bi radio u skladu sa principalovim najboljim interesima. U realnosti agent ima i sopstvene interese koji utiču na njegovo ponašanje. Ti interesi ponekad mogu biti u neskladu sa interesima principala pa u tim situacijama ni ponašanje agenata nije u skladu sa najboljim interesima principala. Upravo to neslaganje interesa je osnovna premisa agencijske teorije<sup>126</sup>. To neslaganje je moguće ublažiti ili prevazići izgradnjom motivacionog sistema u kojem će agent ostvarivanjem sopstvenih interesa u isto vreme maksimizirati i koristiti za principala.

Interesi davaoca franšize i primaoca franšize su u značajnoj meri usklađeni i između njih se ne javlja agencijski problem, dok je u drugim situacijama prisutan potencijal za njegovu pojavu. Naime, maksimizacijom profita, vlasnik hotela, primalac franšize, ostvaruje svoj osnovni ekonomski interes, ali u isto vreme i interes davaoca franšize koji će kroz ugovoreni sistem nadoknada takođe ostvariti veći profit. Profit koji ostvaruju vlasnici nezavisnih hotelskih preduzeća direktno i potpuno zavisi od ostvarenih rezultata. Ostvarujući sopstvene interese, ostvaruju i interese davaoca franšize. U skladu sa postulatima ove teorije, ta činjenica značajno doprinosi ekspanziji franšizinga.

S druge strane, između principala i agenta (u situacijama kada hotelska korporacija angažuje menadžera koji će upravljati hotelom) postoji i značajna asimetrija informisanosti u smislu da su menadžeri hotelskih objekata u mogućnosti da neobjektivno i nerealno prikažu stanje lokalnog mikro i makro poslovnog okruženja. Procena okruženja utiče na formulisanje ciljeva koji u tim uslovima mogu biti postavljeni na nižem nivou od realnog. Ukoliko su ciljevi postavljeni na nižem nivou to pruža menadžerima hotela izvesnu sigurnost da će ih uspeti ostvariti, što im donosi kako neposrednu ličnu finansijsku dobit tako i profesionalnu afirmaciju na tržištu. Problem može nastati i prilikom same selekcije menadžera koji će upravljati hotelskim objektima jer u određenim situacijama mogu da daju netačne ili nepotpune informacije koje se tiču njihovih profesionalnih vještina i ostvarenih rezultata. Evidentno je da u određenim situacijama može doći do delimičnog razmimoilaženja interesa najvišeg menadžmenta hotelskih korporacija i menadžera hotelskih objekata. U tom smislu potrebno je različitim sistemima podsticaja ublažiti ta potencijalna neslaganja, ali je u isto vreme nužno uspostaviti i efektivan sistem kontrole njihovog rada.

---

<sup>126</sup> Garg V., Rasheed A. , *"Can Agency Theory Explain Why International Franchisors Prefer Multiunit Franchising"*, Small Business Advancement National Center, Small Business Institute Journal, Clinton, 2004. , strana 80.

Uvođenje takvog sistema kontrole podrazumeva utrošak resursa od strane hotelske korporacije. Ti troškovi svakako nisu zanemarljivi, a u literaturi se kao faktori od kojih će njihova visina zavisiti najčešće navode<sup>127</sup>:

- geografska disperzija objekata,
- stepen različitosti poslovnog okruženja u zemljama u kojima se otvaraju objekti.

Što je veći stepen geografske disperzije hotelskih objekata, to je i skuplje uspostavljanje sistema kontrole rada menadžera hotela. U cilju procene neophodnih troškova nije dovoljno samo znati samo broj zemalja u kojima se otvaraju hotelski objekti, već obim tih troškova zavisi direktno i od stepena različitosti tih tržišta u smislu lokalnih specifičnosti poslovnog okruženja. Hotelsko preduzeće mora razviti čitavu mrežu supervizora koji će nadgledati kvalitet rada menadžera dislociranih hotelskih objekata koji se nalaze u vlasništvu hotelske korporacije. Ti supervizori bi svakako morali dobro poznavati situaciju na lokalnim tržištima. Da bi mogli objektivno oceniti uspešnost rada hotelskih menadžera dislociranih hotelskih objekata, supervizori moraju biti dobro obučeni i upoznati sa poslovnim prilikama i specifičnostima svih tih lokalnih tržišta. Selekcija, obuka, kao i sam rad tih supervizora podrazumeva troškove za hotelsku korporaciju.

Najveće svetske hotelske korporacije imaju svoje hotele u velikom broju zemalja u svetu. One praktično posluju globalno i često se u literaturi i nazivaju globalnim hotelskim lancima.

Tako, najveća svetska hotelska korporacija „Intercontinental Hotels Group“ je prisutna u 100 zemalja, „Starwood Hotels&Resorts“ u 95, „Accor“ u 90, „Best Western International“ u 80, „Hilton Hotels Corp.“ u 78 itd<sup>128</sup>. Jasno je koliko bi bilo teško uspostaviti efikasan sistem monitoringa poslovanja hotelskih objekata lociranih u toliko velikom broju zemalja.

---

<sup>127</sup> Castrogiovanni G., James C., Justis R., *“Resource Scarcity and Agency Theory Predictions Concerning the Continued Use of Franchising in Multi-outlet Networks”*, Journal of Small Business Management, Oxford, 2006. strane 30- 31.

<sup>128</sup> Gale D., *“Hotels 325”*, Special Report, Hotels, Chicago, jul 2008. godine, strana 39.

S druge strane, vlasnici hotela koji ulaze u korporativni hotelski lanac kroz sistem franšize, imaju snažan interes da obezbede profitabilnost svog objekta što u isto vreme doprinosi i maksimizaciji poslovnih interesa franšizera. U literaturi se često pretpostavlja da je franšizant preduzeće koje poseduje samo jednu poslovnu jedinicu<sup>129</sup>, u ovom slučaju hotel. Vlasnik hotela je uložio značajan kapital, a samim tim je i njegov poslovni uspeh determinisan poslovnim uspehom tog hotela. U takvoj situaciji vlasnik je taj koji obezbeđuje snažnu kontrolu rada zaposlenih, a samim tim i preuzima troškove te kontrole.

Agencijska teorija sugerše da su interesi vlasnika nezavisnih hotelskih preduzeća, koji ugovorom o franšizi postaju deo korporativnih hotelskih lanaca, usklađeni sa interesima davaoca franšize, te stoga i nije potrebna snažna kontrola. Kako kontrola rada menadžera podrazumeva troškove, izostankom potrebe za kontrolom se ostvaruju uštede. Ipak i u slučaju franšize potrebna je barem jedna vrsta kontrole od strane matičnog korporativnog hotelskog lanca.

Hotelske korporacije, franšizeri, su uspeli da razviju snažne hotelske marke koje su postale prepoznatljive potrošačima na tržištu, kako nivoom kvaliteta usluge, tako i cenom. Da bi uključili hotelski objekat u poslovni sistem franšizera, franšizanti pored plaćanja nadoknada moraju ispuniti i propisane standarde kvaliteta usluga. Propuštanje u kontinuiranom ispunjavanju ovih standarda može dovesti do pojave nezadovoljnih potrošača koji to nezadovoljstvo neće vezivati samo za jedan konkretan hotelski objekat, već za brend u celini. Potrošači najčešće ne znaju, niti ih to zanima, da hotel može biti u vlasništvu hotelske korporacije ili nekom ugovornom formom za nju vezan. Ono što potrošače zanima je isporuka očekivanog nivoa kvaliteta po očekivanim cenama. Neispunjenje očekivanja dugoročno sasvim sigurno vodi slabljenju hotelskog brenda. Slabljenje hotelske marke za hotelsku korporaciju predstavlja mnogo veći problem i trošak u odnosu na prihode koje ostvaruje po osnovu prodaje franšize. Stoga hotelske korporacije moraju uspostaviti kontrolu kontinuiranog ispunjavanja propisanih standarda kako bi izbegli potencijalno kompromitujuću i štetnu situaciju.

---

<sup>129</sup> Castrogiovanni G., James C., Justis R., *"Resource Scarcity and Agency Theory Predictions Concerning the Continued Use of Franchising in Multi-outlet Networks"*, Journal of Small Business Management, Oxford, 2006.

Ovde se naravno može postaviti i pitanje u kojoj meri se poslovne operacije i know-how mogu kodifikovati i standardizovati, a zatim transferisati putem ugovora o franšizi na franšizante. Jasno je da se na ovaj način ne mogu preneti sva iskustva. Lično iskustvo menadžera i njegova sposobnost značajno utiče na kreiranje adekvatne i očekivane usluge. Sposobnost i iskustvo menadžera se ne mogu transferisati i stoga i primena franšizinga ima i svoja ograničenja. Javljaju se i situacije u kojima franšizer mora da da saglasnost na izbor generalnog menadžera hotela. Ipak, činjenica je da hotelske korporacije najčešće za svoje najprestižnije brendove ne daju mogućnost franšize, već se, pod uslovom ispunjavanja očekivanih standarda kvaliteta objekta, nudi ugovor o menadžmentu koji obezbeđuje da će hotelom rukovoditi tim iskusnih menadžera postavljenih od strane matične hotelske korporacije.

Ove dve teorije ipak ne treba posmatrati kao konkurentske i međusobno isključujuće, već pre kao komplementarne. Tako se kroz istraživanje Roberta Martina<sup>130</sup> tvrdi da pored razloga pomenutih u agencijskoj teoriji i teoriji ograničenih resursa kao faktori koji podstiču ekspanziju franšizinga figuriraju faktori konkurencije kao i korišćenje ekonomije velikog obima.

Prva primena franšizinga u hotelijerskoj industriji se vezuje za Kemmons Wilson-a, utemeljivača hotelskog brenda „Holiday Inn”. Hotelski lanac „Holiday Inn” je svoj brzi razvoj dugovao upravo primeni ugovora o franšizi. Wilson je nezavisnim hotelijerima ustupao pravo da koriste hotelski brend, pružio im je potrebni know-how kao i mogućnost korišćenja jedinstvenog rezervacionog sistema. Zauzvrat, hotelijeri koji bi ušli u poslovni sistem bi ustupali deo svojih ukupnih prihoda. Ovakav tržišni nastup je obezbedio mogućnost Wilson-u da poveća broj objekata pod brendom „Holiday Inn” za ukupno 100 hotela u periodu od 7 godina (1952-1959.), da bi u 1975. godini ukupan broj hotela pod ovim brendom bio 1.700<sup>131</sup>.

Ipak na hotelijerskom tržištu SAD, franšizing se kao investicioni oblik relativno retko primenjivao sve do sredine osamdesetih godina prošlog veka, kada počinje da doživljava veliku ekspanziju, a kao rezultat transformacije hotelske industrije i odgovora na

---

<sup>130</sup> Martin R., „Franchising and Risk Management”, American Economic Review, 1988. Vol. 78 Issue 5, str. 955-956.

<sup>131</sup> Brewster M., „Kemmons Wilson: America's Innkeeper”, Businessweek, 10/2004, preuzeto sa [http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/oct2004/nf2004111\\_3044\\_db078.htm](http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/oct2004/nf2004111_3044_db078.htm)

poslovne izazove uzrokovane ekonomskom krizom. Kapital na tržištu postaje skuplji, hotelske korporacije postaju opreznije i selektivnije prilikom donošenja odluke o direktnom investiranju, a svoj razvoj sve više zasnivaju na različitim ugovornim formama, među kojima je dominantno mesto zauzeo ugovor o franšizi. Pored njega, međunarodni hotelski lanci su svoj razvoj zasnivali i na ugovorima o menadžmentu.

Hotelske korporacije koje su uspele da razviju na međunarodnom tržištu prepoznatljive hotelske marke, često izbegavaju korišćenje investicionih oblika koji podrazumevaju direktno investiranje kapitala, pogotovo u fazi ulaska na novo tržište i uslovima povećanog poslovnog rizika. Sa sigurnošću se može zaključiti da je franšizing omogućio razvoj hotelskih preduzeća do tada neslučenih razmera.

Sudeći po istraživanju američke asocijacije hotelijera „American Hotel & Lodging Association” iz 2004. godine, 10 najvećih davalaca franšize u oblasti hotelijerstva je u okviru svojih brendova kontrolisalo oko 2,36 miliona soba, što je u tom trenutku predstavljalo više od polovine ukupnog broja hotelskih soba na tržištu SAD<sup>132</sup>.

Najveća hotelska korporacija na svetu, „Intercontinental Hotels Group” u svom sastavu je krajem 2009. godine imala 4.438 hotela, a od tog broja 3.799 hotela (85,6% ukupnog broja hotela) je u poslovni sistem IHG-a ušlo putem ugovora o franšizi, 622 (14%) putem ugovora o menadžmentu, a samo 17 hotela (0,4%) je bilo u vlasništvu korporacije<sup>133</sup>. U daljem radu se, naravno, sa značajno više argumenata, pokazuje da su dominantne razvojne strategije hotelskih preduzeća zasnovane prvenstveno na korišćenju ne vlasničkih oblika ulaganja, prvenstveno ugovora o franšizi, ali i ugovora o menadžmentu.

---

<sup>132</sup> Stribling D., „No place for Amateurs”, National Real Estate Investor, New York, 2006. Vol. 48, Issue 6, strana 39-42.

<sup>133</sup> Intercontinental Annual Report and Financial Statements 2009, strana 9.

### **2.5.3. VRSTE FRANŠIZINGA I NJIHOVA PRIMENA U HOTELSKOM POSLOVANJU**

U literaturi se često pojavljuje i podela na franšizing poslovnog i investicionog formata<sup>134</sup>.

Franšizing poslovnog formata podrazumeva da franšizer ustupa franšizantu razvijen metod organizacije poslovanja, tehnološki know-how, a ne samo pravo korišćenja poslovnog imena i marke.

Investicioni franšizing „je karakterističan za hotelske lance i druga preduzeća. Njegova podloga je u nadoknadi koju primaoci franšize plaćaju paušalno ili po sobi za ulazak u sistem franšizera. Takva jednokratna nadoknada je u stvari neka vrsta članarine, ali su iznosi po pravilu veoma visoki“<sup>135</sup>. U praksi, a posmatrano sa stanovišta individualnog potrošača, obim i kvalitet ponuđenih usluga u hotelu kao delu određenog hotelskog lanca, a koji posluje u jednoj zemlji, bi trebao biti potpuno isti kao i u nekom drugom hotelu iste hotelske marke u bilo kojoj drugoj zemlji, iako su vlasnici ta dva objekta potpuno različite kompanije. Franšizer ugovorom o franšizi nameće određene načine obavljanja poslovnih aktivnosti kao i standarde kvaliteta kojih se moraju pridržavati svi primaoci franšize.

Slična podela franšizinga je i na<sup>136</sup>:

- franšizing u distribuciji proizvoda (Product distribution franchises),
- franšizing poslovnog formata (Business format franchises).

Franšizing u distribuciji proizvoda kao jedan od formata franšizinga, podrazumeva situaciju u kojoj davalac franšize svom franšizantu prodaje gotove proizvode kao i pravo da na svojim prodajnim objektima koristi poslovno ime i trgovački znak franšizera. Ovaj tip franšize se često sreće u odnosima proizvođača i distributera automobila, u maloprodaji nafte i naftnih derivata (benzinske stanice) kao i distribuciji bezalkoholnih pića. Ako se sagleda situacija na tržištu Srbije, lako je uočiti da se baš u ovim delatnostim

---

<sup>134</sup> Čačić K., „Poslovanje preduzeća u turizmu“, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, 1998.

<sup>135</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010. str. 95

<sup>136</sup> Beshel B., „An Introduction to Franchising“, IFA Educational Foundation, Washington, 2001. str. 2.



intenzivno koristi ovaj oblik franšize (OMV, Eco, Mol, distributeri svih automobilskih marki itd.)

Velike međunarodne hotelske korporacije šire svoje poslovne aktivnosti na globalnom nivou. To podrazumeva poslovanje na velikom broju lokalnih tržišta od kojih svako ima čitav niz specifičnosti. Menadžment lokalnog hotelskog operatora je u poziciji da bolje poznaje specifičnosti lokalnog mikro i makroekonomskog okruženja.

Upravo kroz saradnju između davaoca franšize koji poseduje snažne brendove, veomaiskusne upravljačke strukture i manjih preduzeća, dobro upoznatih sa lokalnim uslovima poslovanja, stvara se snažan potencijal za prevazilaženje pravnih, tehničkih, kulturnih razlika i problema koje donosi internacionalizacija poslovanja. Ugovor o franšizi pruža okvir za takvu saradnju<sup>137</sup>. Preneseno na polje hotelskog poslovanja, globalni hotelski lanci su ti koji poseduju prepoznatljive hotelske marke, razvijene rezervacione sisteme i marketing podršku. Menadžment takvih hotelskih korporacija poseduje kako snažne kompetencije za posao koji obavlja, tako i veliko poslovno iskustvo. Lokalna hotelska kompanija je dobro upoznata sa uslovima poslovanja i specifičnostima lokalnog tržišta. Kroz saradnju takvih preduzeća, čiji osnov mora biti na principima obostrane koristi, stvara se kapacitet za prevazilaženje problema koje donosi internacionalizacija poslovanja.

Međunarodni hotelski lanac koji se odluči za franšizing kao oblik ulaganja mora izabrati najpovoljniju strukturu za njegovu implementaciju na tržištu. Franšiza se može podeliti i prema broju hotelskih objekata na koje se ugovor o franšizi odnosi, kao i prema načinu širenja lanca. Možemo identifikovati:

- ugovore o franšizi koji se odnose samo na jedan hotelski objekat (single unit franchise) i koji nastaju kao rezultat direktnog pregovaranja franšizera i franšizanta,
- ugovore koji se odnose na više hotelskih objekata (multi unit franchise) kao ugovore u kojima davalac franšize daje pravo primaocu franšize da otvori više od jednog hotelskog objekta pod hotelskim brendom franšizera.

---

<sup>137</sup> Abell M., *"The International Franchise Option"*, BFA Waterlow, London, 1990., strana 5.

Načelno, na raspolaganju im stoje tri moguća načina za implementaciju franšizinga kao investicionog oblika<sup>138</sup>:

- direktna franšiza (single unit franšiza),
- master franšiza (multi unit franšiza),
- korporativna franšiza (multi unit franšiza).

**Direktna franšiza** podrazumeva direktan proces pregovaranja između međunarodnog hotelskog lanca davaoca franšize i lokalnog hotelskog preduzeća, franšizanta i odnosi se na jedan hotelski objekat. Davalac franšize je taj koji direktno pronalazi i regrutuje potencijalne franšizante. Iako se na ovaj način izbegava uključivanje trećih preduzeća kao posrednika između davaoca franšize i franšizanata, a samim tim se izbegava i plaćanje nadoknada tim preduzećima, ovaj model ima nekoliko nedostataka. Proces penetracije na lokalna tržišta može biti usporen zbog vremena potrebnog za upoznavanje sa specifičnostima lokalnih tržišta. Upravo ovaj nedostatak je prevaziđen modelima master i korporativne franšize koje omogućavaju brži ulazak na određena tržišta. Takođe kao nedostatak se navodi da se u kasnijim fazama mogu pojaviti i visoki troškovi upravljanja sistemom. Ovaj model je podesan za tržišta koja su slična i geografski blizu tržišta na kojem je najsnažnije pozicioniran franšizer.

**Master franšiza** podrazumeva uključivanje posrednika u lanac između franšizera i franšizanta. Kompanija sa master franšizom ima pravo da na ugovorom definisanoj teritoriji sklapa ugovore o franšizi u ime davaoca franšize (korporativnog hotelskog lanca) sa lokalnim hotelskim preduzećima, a u isto vreme i vrši nadzor nad franšizantima.

Praktično, međunarodni hotelski lanac sklapa ugovore o master franšizi sa više različitih kompanija koje su locirane u regionima za koje dobijaju pravo, ali i obavezu, da kroz sklapanje franšiznih ugovora pod unapred definisanim kriterijumima, šire hotelski lanac. Master franšizer postaje specijalista za definisano tržište koji je dobro upoznat kako elementima makro tako i mikromarketing okruženja. Naravno, za to svoje angažovanje,

---

<sup>138</sup> Connel J., "International hotel franchise relationships- UK franchisee perspectives", International Journal of Contemporary Hospitality Management, Bradford-West Yorkshire, 1997. , Volume 9, Number 56, strana 215-216.

posredničko preduzeće od međunarodne hotelske korporacije dobija finansijsku kompenzaciju.

**Korporativna franšiza** podrazumeva situaciju u kojoj hotelski korporativni lanac, franšizer, sklapa ugovor sa određenim preduzećem koje dobija pravo da na ugovorom definisanoj teritoriji razvija hotelsku ponudu koja zatim ulazi u hotelski lanac franšizera. Preduzeće franšizant nema pravo da u ime korporativnog hotelskog lanca sa drugim preduzećima sklapa ugovore o franšizi, već stiče pravo da pod određenim uslovima sopstvenu hotelsku ponudu uključi u sistem korporativnog hotelskog lanca.

Kako se veliki broj hotelskih korporacija odlučuje za sklapanje ugovora o master franšizi i kako je na taj način u našem regionu širila poslovne aktivnosti i korporacija „Best Western International“, u nastavku će se dati prikaz osnovnih elemenata ugovora između franšizanta i primaoca master franšize, na primeru korporacije iz regiona.

„Best Western International“ sa sedištem u Phoenix-u, SAD je sklopio ugovor o afilijaciji (praktično ugovor o master franšizi) sa „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.“ (alternativno Best Western Austria) čiji je jedini akcionar korporacija „Austria Partner Hotels“, sa sedištem u Beču i na taj način je „Best Western Austria“ postao afilijacija ili regionalni centar „Best Western International“-a za geografska područja Austrije, Mađarske, Češke Republike, Slovenije, Slovačke, a kasnije su ovlašćeni i za područja Hrvatske, Crne Gore i Srbije. Taj ugovor je stupio na snagu 01.01.1996. godine.

Regionalni centar u Beču je zadužen za razvoj sistema „Best Western International“ u definisanim geografskim područjima. Dobio je ovlašćenja, odnosno pravo, da sklapa ugovore sa hotelima iz definisanog regiona koji ispunjavaju određene kriterijume.

„Best Western Austria“ se ujedno i obavezao da će na tim prostorima uključiti u sistem Best Western najmanje 38 hotela članova, kao i da će centrali „Best Western International“ dostaviti plan za dalje povećanje članstva.

„Best Western Austria“ se dalje obavezuje da će primenjivati sistem osiguranja kvaliteta kroz zahtev za ispunjavanje „16 Best Request“ minimalnih standarda kvaliteta, da će obezbediti inspekciju svakog hotela člana lanca sa tog područja, kao i da će preduzeti disciplinske mere protiv svojih članova koji ne ispunjavaju te standarde.

Ugovor između „Best Western International” i „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.” ima šesnaest delova i pet dodataka.

U prvom delu se definišu uslovi koje određena organizacija mora ispuniti da bi od „Best Western International”-a dobila master franšizu.

U drugom delu ugovora se definišu usluge koje će „Best Western International” pružiti primaocu master franšize, u ovom slučaju „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.” i tu se se navode sledeće aktivnosti:

- „Public relation” usluge;
- Usluge u domenu prodajnih aktivnosti;
- Oglašavanje;
- Korišćenje rezervacionog sistema lanca „Best Western International”;
- Obrazovanje i trening osoblja;
- Razne druge usluge iz oblasti marketinga koje će se utvrditi dogovorom.

U trećem delu ugovora se definiše odnos između „Best Western International” kao davaoca franšize i „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.” kao primaoca master franšize i hotela koji će sklopiti ugovor sa „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.” kao ovlašćenim licima sa određeno geografsko područje.

U četvrtom, petom i šestom delu ugovora se definišu međusobne obaveze koje se tiču programa garancije kvaliteta usluga, identiteta zaštitnog znaka i pitanja u vezi rezervacionog sistema.

Sedmi deo definiše obaveze primaoca franšize da prihvata određene kreditne kartice, vaučere određenih turističkih agencija i turoperatora, pitanja utvrđivanja i plaćanja provizije turističkim agencijama itd.

Osmi, deveti i deseti deo se odnose na participiranje primaoca franšize u globalnim marketing programima „Best Western International”-a, pitanja osiguranja i finansijskih obaveza, rokova i uslova plaćanja.

Jedanaesti deo definiše period važnosti ugovora, uslove za raskid ugovora od strane „Best Western International”-a i sadrži pouke o pravnom leku. Definisano je i trinaest

uslova čijim ispunjavanjem „Best Western International” stiće pravo raskida ugovora i tu se navode sledeći uslovi:

- Neuspeh primaoca master franšize da obezbedi ugovoreni broj članova lanca na području za koje je ovlašćen;
- Ukoliko primalac master franšize izmeni formu svoje organizacije poslovanja bez prethodne saglasnosti „Best Western International”-a;
- Ukoliko primalac franšize ne uspe da plati obaveze u roku od 60 dana od dana izdavanja fakture;
- U slučaju nesolventnosti, bankrota ili odluke o bankrotu primaoca franšize;
- U slučaju dodele bilo kakvih prava, privilegija i beneficija, a koje nisu definisane ovim ugovorom itd.

Trinaesti deo ovog ugovora nosi naziv obaveštenja i definiše način komunikacije između ugovornih strana.

Četrnaesti deo ugovora definiše pitanja nadležnosti zakona, a shodno tome i pravosudnog sistema. Tako se kao nadležni zakoni ugovaraju zakoni države Arizone, SAD, a kao nadležan sud za sve eventualne sporove po ovom ugovoru sud u oblasti Maricopa-e u Arizoni, SAD.

Petnaesti i šesnaesti deo ugovora definišu uslove koji se moraju ispuniti da bi ovaj ugovor postao efektivan i to se uglavnom odnosi na čin potpisivanja ovog ugovora od strane ovlašćenih lica i na ispunjenja određenih zakonskih uslova, a definišu se i završne odredbe ugovora.

Ovim ugovorom partner za pregovore eventualnom uključivanju hotela sa područja Srbije u sistem Best Western je postao je „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.” (Best Western Austria).

Nezavisni hoteli, naravno, nemaju obavezu ulaska u poslovni sistem neke veće hotelske korporacije. To je odluka koja se donosi odmeravajući potencijalne koristi i troškove. Menadžment hotelskog preduzeća može odlučiti da nastavi poslovanje pod sopstvenim imenom. Razvoj interneta i tzv. online agencija omogućava i ovim preduzećima izgradnju savremenog kanala distribucije sopstvenih usluga i prezentaciju sopstvene ponude bez

ograničenja koja su do tada postojala. U cilju ilustracije tog stava navodi se podatak dobijen istraživanjem iz 2007. godine u SAD, sprovedenog na reprezentativnom uzorku, od strane "National Leisure Travel Monitor"-a. Po tom istraživanju čak 66% turista čiji je motiv za putovanje bio odmor i zabava, koristilo je internet prilikom planiranja putovanja, a čak 57% analiziranog uzorka prijavilo da je internet iskoristilo i za rezervaciju usluge smještaja<sup>139</sup>.

Nakon što menadžment lokalnog hotelskog preuzeća donese stratešku odluku da uđe u proces pregovaranja sa ciljem sklapanja ugovora o franšizi, prvi nužni korak je izbor odgovarajuće hotelske korporacije, a zatim u okviru nje i odgovarajuće hotelske marke.

Na globalnom hotelskom tržištu posluje veliki broj hotelskih korporacija koje su često razvile više različitih hotelskih marki uvažavajući heterogenost turističke tražnje i potrebu pozicioniranja na različitim tržišnim segmentima. Izbor odgovarajućeg hotelskog brenda će se dugoročno odraziti na profitabilnost hotelske kompanije i zato se izboru mora pristupiti studiozno. Menadžment nezavisnog hotelskog preduzeća treba pažljivo i temeljno da proanalizira prednosti i nedostatke afilijacije sa određenim hotelskim lancem imajući pri tome u vidu:

- Neophodan nivo kvaliteta, a shodno tome i iznos neophodnih investicionih ulaganja;
- Troškove afilijacije u smislu visine nadoknada koje će plaćati;
- Postojanje konkurencije istog ili sličnih brendova na lokalnom nivou;
- Potencijal rezervacionog sistema hotelskog lanca;
- Snagu i prepoznatljivost hotelskog brenda;
- Usklađenost između ciljne grupe potrošača hotela i pozicioniranosti hotelskog brenda;
- Poslovnu uspešnost hotela koji su kroz ugovor o franšizi već pristupili određenom lancu;
- Pitanje ekskluzivnosti - da li korporativni hotelski lanac omogućava i drugim hotelima lociranim u istom regionu da postanu deo istog hotelskog brenda, a samim tim i neposredna i opasna konkurencija postojećim hotelima;

---

<sup>139</sup> Istraživanje "National Leisure Travel Monitor" 2007. godina, izvor <http://www.franchisedirect.com/travelfranchises/hotelfranchises/112>, pristup 12.mart 2010. godine

- Da li hotelski korporativni lanac često sprovodi strategije rebrendiranja postojećih hotelskih marki, što može prouzrokovati dodatne troškove lokalnom hotelskom preduzeću kako bi se prilagodilo novim standardima tehničkog kvaliteta.

Visina nadoknada, iako veoma važan, nije i ne sme biti jedini faktor, u procesu donošenja poslovne odluke koja će se dugoročno odraziti na uspešnost preduzeća. Mora se sagledati kompleksnija slika i uvažiti više faktora.

Veoma važan faktor prilikom donošenja odluke o hotelskom brendu mora biti i kapacitet centralnog rezervacionog sistema korporacije, odnosno očekivano učešće rezervacija koje bi bile generisane iz tog sistema. Obim rezervacija koje bi proizašle iz rezervacionog sistema franšizanta predstavljaju direktnu i merljivu korist za franšizanta. Ipak, ne treba suditi o kontribuciji povećanju prometa samo na osnovu podataka o broju rezervacija proisteklih iz centralnog hotelskog rezervacionog sistema. Turisti mogu i na neki alternativni način izvršiti rezervaciju, a da je pri tom osnovni opredeljujući faktor bila upravo pripadnost određenom hotelskom lancu.

Preduzeća koja se odluče za poslovanje pod prepoznatljivom hotelskom markom ulaze u proces pregovaranja sa međunarodnom hotelskom korporacijom.

Taj proces pregovaranja treba shvatiti kranje uslovno jer on često praktično i ne postoji u slučajevima najsnažnijih hotelskih korporacija.

Pojedine korporacije imaju ponuđene adhezijske ugovore (adhezioni ugovor „ili ugovor po pristupu jeste ugovor koji unapred priprema jedna strana koji druga strana prihvata bez mogućnosti da ga menja“<sup>140</sup>) oni njihovo potpisivanje vezuju za prihvatanje svih stavki ugovora od strane primaoca franšize. Gotovo da nisu moguće nikakve izmene ili ugovaranje drugačijih uslova od ponuđenih. Primalac franšize uslove u celini može ili prihvatiti ili odbiti.

Takve adhezione ugovore u kojima ništa ne može biti predmet pregovora mogu nametati samo hotelski lanci koji u svom sastavu imaju najsnažnije hotelske brendove i

---

<sup>140</sup> Pak J. , „Pravo osiguranja“, Univerzitet Singidunum, Beograd 2011., str 189. prema Babić I., „Leksikon obligacionog prava“, Beograd, 2008., str. 13.

to u određenim situacijama. U određenim poslovnim situacijama menadžment takvih snažnih hotelskih lanaca može biti dovoljno zainteresovan za učešće u nekim projektima, da postaje i spreman da preispita izvesne elemente svojih tipskih ugovora, a na sugestiju potencijalnog primaoca franšize.

Na tržištu ipak dominira situacija u kojoj se o određenim aspektima ugovora ipak može pregovarati sa davaocem franšize.

Kako takve ugovore sastavljaju pravne službe davaoca franšize u njima se jasno može uočiti da su temeljno razrađena ona pitanja koja su od interesa za davaoca franšize. Kao primer se mogu navesti vrlo fleksibilni uslovi za raskid ugovora od strane franšizera, a koji se ugovorom nameću franšizantima. Obavezno se kao uslov za jednostrani raskid ugovora navodi nepoštovanje korporacijskih poslovnih procedura, neispunjavanje propisanih standarda kvaliteta, neplaćanje nadoknada, ali ponekad i nepostizanje određenog nivoa poslovnih performansi.

Kao primer se mogu navesti uslovi za raskid ugovora između beogradskog hotela „M“ i kompanije „Best Western Austria“, kao master franšizanta kompanije „Best Western International“, zadužene i za region Srbije. Kao uslovi za raskid ugovora su navedeni:

- Neispunjavanje obaveze plaćanja u određenom periodu;
- Neprezentovanje računovodstvene dokumentacije na način koji je definisan ugovorom;
- Modifikacija standarda kvaliteteta usluge bez prethodne saglasnosti „Best Western Austria“ (a u smislu snižavanja kvaliteta);
- Neispunjavanje obaveza iz obavezujućih rezolucija usvojenih od strane izvršnih organa „Best Western International“ i „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.“ (Best Western Austria);
- U slučaju prodaje hotela, diskontinuiteta u poslovanju hotela;
- U slučaju raskida ugovora o afilijaciji između kompanije „Best Western International“ i kompanije „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H“ (Best Western Austria – drugim rečima ukoliko dođe do raskida ugovora o master franšizi;
- U slučaju ugrožavanja bezbednosti gostiju u hotelu ili zemlji gde je stacioniran, naročito u slučaju rata, građanskog rata, nemira, političkih promena, promena u Vladi koje nisu u skladu sa interesima Republike Austrije ili Sjedinjenih Američkih Država;



- U slučaju da hotel prekrši druge materijalne odredbe ugovora.

Obe strane su se ugovorom odrekle prava da raskinu ugovor u prve tri godine<sup>141</sup>.

Uočljivo je da se davalac franšize ovim ugovorom snažno zaštitio i obezbedio sebi legalno pravo raskida ugovora u brojnim situacijama, od kojih na neke primalac franšize uopšte ne može uticati. Primalac franšize ne može uticati na kvalitet poslovnih odnosa franšizera i primaoca master franšize, a raskid ugovora između njih može biti razlog za raskid ugovora sa svim hotelima sa kojima je primalac master franšize sklopio ugovore. Dalje, ko je taj koji tumači interese Vlada Republike Austrije i Sjedinjenih Američkih Država i od kakve je relevantnosti ovaj uslov za odnos između franšizera i franšizanta u uslovima ispunjenja ostalih ugovornih obaveza? Jednostavno franšizer je često taj koji na tržištu diktira uslove sa stanovišta svoje snažnije pregovaračke pozicije, a primalac franšize se sa tim uslovima može u potpunosti saglasiti ili ugovor odbiti. Često je vrlo teško, ako ne i nemoguće, menjati ugovorne odredbe.

Na nekim tržištima, kakvo je i jedno od najvećih, tržište u SAD, proces prodaje franšize se nalazi pod kontrolom vladine institucije, Federalne komisije za trgovinu (Federal Trade Commission), koja taj proces kontroliše i čini transparentnim. Brojne informacije vezane za ponudu franšize uključujući i one o visini i strukturi nadoknada se objavljuju u obaveznom dokumentu koji se naziva „Uniform Franchise Offering Circular (UFOC)” ili „Franchise Disclosure Document(FDD)”. Davaoc franšize mora otkriti sve uslove franšize i kasnije ih se pridržavati prilikom sklapanja ugovora o franšizi<sup>142</sup>. Ovaj dokument, koji može nastati i kao rezultat pregovora, mora biti dostupan primaocu franšize najmanje 10 radnih dana pre potpisivanja ugovora. Pomenuta dokumenta sadrže, među ostalim informacijama i<sup>143</sup>:

- Poslovno ime davaoca franšize, kao i pravnih prethodnika preduzeća;
- Informacije o menadžmentu davaoca franšize u smislu njihovog poslovnog iskustva, sadašnjih, kao i prethodnih radnih mesta;
- Informacije o tome da li je kompanija davalac franšize stranka u sudskom sporu i po kom osnovu, da li je neko iz menadžmenta kompanije (imenovanih

---

<sup>141</sup> Mašić S., *“Hotelske korporacije na tržištu Srbije i zemalja centralne i jugoistočne Evrope”*, magistarska teza, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008. strana 135.

<sup>142</sup> “2009 U.S. Hotel Franchise Fee Guide” HVS, New York, strana 4.

<sup>143</sup> “The Uniform Franchise Offering Circular”, preuzeto sa sajta “North American Securities Administrators Association (NASAA)”, [www.nasaa.org/content/Files/UniformFranchiseOfferingCircular.doc](http://www.nasaa.org/content/Files/UniformFranchiseOfferingCircular.doc) uvid 12.03.2010.

prethodnim članom) osuđivan za krivična dela ili se protiv njega trenutno vodi krivični postupak;

- Da li su kompanija, njen pravni prethodnik ili njene podružnice u prethodnih deset godina proglašavale stečaj. Da li su lica koja danas čine menadžment kompanije bila menadžeri u preduzeću koje je proglasilo bankrotsvo;
- Podaci o visini inicijalne takse;
- Informacije o visinama ostalih taksi koje primalac franšize mora plaćati sa jasno preciziranom formulom po kojoj se visina tih nadoknada utvrđuje kao i definisanim rokovima za plaćanje tih nadoknada;
- Informacije o visini troškova koje primalac franšize može imati pre početka rada pod novom hotelskom markom, a koji se mogu odnositi na potrebna unapređenja objekta, neophodnu opremu itd.;
- Restrikcije u izboru dobavljača u smislu obaveze, ukoliko postoji, primaoca franšize da vrši nabavke od dobavljača definisanih od strane davaoca franšize;
- Taksativno navedene sve obaveze primaoca franšize;
- Uslovi finansiranja ponuđeni od strane davaoca franšize ili njenih afilijacija primaocu franšize po različitim osnovama;
- Taksativno navedene obaveze davaoca franšize;
- Precizna informacija u vezi toga da li primalac franšize stiče pravo na ekskluzivitet na određenoj lokaciji, odnosno da li je moguće i pod kojim uslovima da davalac franšize sklopi ugovor i sa drugom hotelskom kompanijom koji bi se odnosio na istu lokaciju;
- Informacije o žigu;
- Informacija o tome da li davalac franšize poseduje pravo na patente, autorska prava kao i odnos primaoca franšize u smislu sticanja prava korišćenja tih patenata i autorskih prava;
- Regulisanje pitanja kontrole poslovnih aktivnosti primaoca franšize;
- Informaciju da li davalac franšize ne dozvoljava prodaju određenih proizvoda u hotelima i kojih;
- Uslove za obnavljanje, prekid ugovora kao i ugovaranje pravne nadležnosti u slučaju eventualnog spora;
- Finansijski izveštaje davaoca franšize za prethodne dve godine.

Ugovori o franšizi se najčešće sklapaju na duži vremenski period. Menadžment nezavisnog hotelskog preduzeća koje pokazuje nameru za ulazak u sistem franšize mora biti svestan da ti ugovori najčešće sadrže klauzule kojim se davalac franšize štiti u slučaju namere raskida ugovora, u roku kraćem od definisanog, kao i vezano za situaciju kada menadžment primaoca franšize ne sprovodi propisane i ugovorom definisane procedure. U slučaju takvih prevremenih raskida, davalac franšize često traži i sudsku zaštitu. Sudska praksa je pokazala da troškovi koje primalac franšize mora da plati po tom osnovu mogu biti i do vrednosti ekvivalente prosečnim trogodišnjim troškovima po osnovu franšize<sup>144</sup> (ukupne nadoknade koje bi inače primalac franšize u proseku platio tokom perioda od tri godine).

Veliki problem za primaoca franšize može biti i situacija u kojoj se u bližem okruženju pozicionira još jedan hotel u okviru istog hotelskog brenda. Nije retka situacija da davalac franšize sklopi ugovor sa više hotelskih preduzeća u istom regionu, a za isti hotelski brend. Na taj način hoteli postaju direktna konkurencija jedni drugima.

Pre ulaska u određeni lanac treba ustanoviti<sup>145</sup>:

- Da li ugovor o franšizi pruža korisniku teritorijalni ekskluzivitet u smislu da se na toj istoj lokaciji ne može pojaviti još jedan hotelski operator u okviru iste hotelske marke;
- Da li davalac franšize ima pravo da sklopi ugovor o menadžmentu sa hotelom koji se nalazi na istoj lokaciji i na taj način preuzme upravljanje nad konkurentskim hotelom, a koji bi poslovao pod istim hotelskim brendom;
- Da li davalac franšize ima pravo da sklopi ugovor o franšizi sa konkurentskim hotelom na istoj lokaciji, a koji bi poslovao pod vrlo srodnim brendom iste hotelske korporacije i imao pristup istom integrisanom hotelskom rezervacionom sistemu;

Problem za primaoca franšize može predstavljati i činjenica da hotelski lanci povremeno sprovode strategije osvežavanja hotelskih marki, odnosno strategije rebrendiranja.

---

<sup>144</sup> Stribling D., *"No place for Amateurs"*, National Real Estate Investor, New York, 2006. Vol. 48, Issue 6, strana 39-42.

<sup>145</sup> Coy J., *"Hotel Brand Impact: Can Hotel Franchisors Compete With Their Own Franchisees?"*, Hotel Online, Special Report, 10/1998. preuzeto sa:  
[http://www.hotel-online.com/News/PressReleases1998\\_4th/Oct98\\_CoyBrandImpact.html](http://www.hotel-online.com/News/PressReleases1998_4th/Oct98_CoyBrandImpact.html)

Uspostavljanjem novih standarda od primalaca franšize se traži da prema njima prilagode svoje kapacitete, što može prouzrokovati velike troškove.

U tom smislu, veoma ilustrativan može biti primer hotelske korporacije "Intercontinental Hotels Group" koja je tokom 2007. godine donela odluku o uspostavljanju novih standarda kvaliteta usluga u okviru brenda "Holiday Inn". Da bi ispunili novoustanovljene standarde, hotelima koji posluju pod tim brendom je ostavljen rok za prilagođavanje do 01.02.2010. godine. Ukupna vrednost investicija koje se moraju preduzeti kako bi se izvršilo prilagođavanje samo za teritoriju Severne Amerike je procenjena na oko milijardu američkih dolara. Krajem 2009. godine oko 300 hotela iz te grupacije još uvek nije započelo proces prilagođavanja i oni rizikuju raskid ugovora<sup>146</sup>. Kako je na tom tržištu prisutno oko 2.700 hotela, po gruboj proceni, prosečna vrednost pojedinačne investicije se procenjuje na oko 370.000 američkih dolara.

Kako je već naglašeno, prihvatanjem određene marke međunarodnih hotelskih korporacija prihvataju se kako njeni standardi kvaliteta, tako i ograničenja u formiranju cena. Hotelski brendovi se na tržištu nadmeću pozicionirajući se na određenim tržišnim segmentima kroz odgovarajuću kombinaciju instrumenata marketinga. Ulaskom nezavisnog hotela u poslovni sistem davaoca franšize ustupa se i određeni deo poslovne samostalnosti u vođenju poslovne politike.

## **2.6. UGOVOR O UPRAVLJANJU KAO OBLIK ULAGANJA U HOTELIJERSTVU**

### **2.6.1. DEFINISANJE UGOVORA O MENADŽMENTU I NJEGOVIH OSNOVNIH ELEMENATA**

U literaturi ne postoji jedinstvena definicija ugovora o upravljanju. Ipak, različite definicije imaju dosta zajedničkih elemenata.

---

<sup>146</sup> Hudson K., "Hotels Risk Losing Holiday Inn Brand", Wall Street Journal - Eastern Edition; 11/13/2009, Vol. 254 Issue 115, pB3

Jednu od starijih definicija je dao Eyster<sup>147</sup> koji ugovor o menadžmentu definiše kao pismeni sporazum između vlasnika hotela/motela po kojem vlasnik angažuje operatora kao svog agenta da preuzme potpunu odgovornost za profesionalno upravljanje objektom. Kao agent, a u ime vlasnika, operator iz tekućih novčanih tokova plaća sve operativne troškove poslovanja i zadržava ugovorenu menadžment nadoknadu. Vlasnik obezbeđuje potrebnu imovinu koja uključuje zemljište, zgradu, nameštaj, opremu, kao i obrtni kapital.

Ugovor o upravljanju se definiše kao formalni ugovor kojim vlasnik hotela angažuje operatora u cilju obezbeđenja profesionalnog upravljanja hotelom, a za unapred ugovorenu nadoknadu<sup>148</sup>, „kao ugovor kojim vlasnik hotela angažuje kompaniju operatora koja će kao agent odgovorno upravljati hotelom na profesionalan način.“<sup>149</sup>

Ugovor o upravljanju ili menadžmentu se definiše i kao ugovor sklopljen između menadžment kompanije i vlasnika hotela, a po kojem kompanija za menadžment preuzima upravljanje hotelom. U skladu sa ovim ugovorom menadžment kompanija za svoje usluge dobija ugovorenu nadoknadu, a vlasnik preostali iznos profita. Vlasnik hotela više ne donosi operativne odluke u vođenju hotela, već je odgovoran za obezbeđenje potrebnog kapitala<sup>150</sup>, odnosno kao ugovor koji omogućava menadžment kompaniji da upravlja hotelom u korist trećeg lica, odnosno vlasnika, za određenu nadoknadu. Sklapanjem ovog ugovora dolazi do razdvajanja između vlasništva i upravljanja<sup>151</sup>.

U slučaju novih hotela, investitor je taj koji ima obavezu izgradnje objekta što podrazumeva i obezbeđenje potrebnih finasijskih sredstva, kako za izgradnju tako i za finasiranje obrtnih sredstava, kao i troškova „pre-opening“ faze. Kompanija operator obezbeđuje „intelektualni kapital“, brend, operativni menadžment, pristup rezervacionim sistemima, „loyalty“ programima i marketing podršku. Menadžment

---

<sup>147</sup> Eyster J., „Factors Influencing the Adoption of Management Contracts in the Lodging Industry“, *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, Ithaca, vol. 17, 4. 1977. godina, strana 17.

<sup>148</sup> Stutts A., *„Hotel and Lodging Management – An Introduction“*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2001.

<sup>149</sup> Čačić K., *„Poslovanje hotelskih preduzeća“*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010. godina, strana 104.

<sup>150</sup> Martorell O., *„The growth strategies of hotel chains: best business practices by leading companies“*, The Haworth Hospitality Press, Binghamton, NY, 2006. godina, strana 127.

<sup>151</sup> Olsen M., Jinlin Z., *„Handbook of Hospitality Strategic Management“*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2010. godina, strana 328.

kompanija za to dobija nadoknadu koja se utvrđuje kao procenat poslovnih prihoda i kao procenat bruto operativnog profita (Gross Operating Profit – GOP)<sup>152</sup>.

Ugovor o menadžmentu je u suštini ugovor koji se sklapa između dve strane, kompanije koja je vlasnik hotelskog objekta ili će ga tek izgraditi i menadžment kompanije ili hotelske korporacije koja će preuzeti rukovođenje hotelom u zamenu za unapred definisanu nadoknadu. Vlasnik hotelskog objekta je u obavezi da obezbedi potrebna finansijska sredstva, dok hotelska korporacija, najčešće obezbeđuje prepoznatljivu hotelsku marku, iskusne profesionalne menadžere, kompletan „know-how“, pristup centralnom rezervacionom sistemu hotelskog lanca kao i globalnim distributivnim sistemima, marketing podršku, pristup programima učestalih potrošača, edukaciju zaposlenih na različitim nivoima itd. Važno je naglasiti da ovakvim ugovorima kompanije operatori praktično ne preuzimaju finasijski rizik. Međutim, čak i ovakvim situacijama i oni se suočavaju sa određenim vrstama rizika, pre svega onoga koji se tiče njihove reputacije na tržištu koju određuje njihova uspešnost na tržištu, odnosno obezbeđenje profitabilnosti hotelskih objekata kojima upravljaju.

Sklapanjem ovakvih ugovora ne zadire se u vlasničku strukturu hotelskog objekta koja ostaje nepromenjena. Danas je česta situacija da pojedini specijalizovani investicioni fondovi stiču vlasništvo nad velikim brojem hotela, a onda te objekte ugovorima o menadžmentu daju na upravljanje velikim hotelskim korporacijama. Nije neobično da jedan takav fond u svom poslovnom portfoliju ima hotele kojima upravljaju različite hotelske korporacije<sup>153</sup>.

Tipičnim ugovorom o menadžmentu se mora definisati<sup>154</sup>:

- dužina trajanja ugovora,
- uslovi za obnavljanje ugovora,
- osnovna nadoknada (base fee),
- podsticajna nadoknada (incentive fee),

---

<sup>152</sup> Armitstead M., *“Hotel management and operations options: Intellectual capital versus financial capital”*, Journal of Retail & Leisure Property, Basingstoke Hampshire, 2004. godina, Vol .3 No .4 , strana 301.

<sup>153</sup> Mašić S., *„Hotelske korporacije na tržištu Srbije i zemalja centralne i jugoistočne Evrope“*, magistarski rad, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008. godina, strana 23.

<sup>154</sup> Jones Lang LaSalle Hotels, *„Focus on Global Hotel Management Agreement Trends“*, 2005., str. 10. , preuzeto sa: <http://www.docstoc.com/docs/48119617/Global-Hotel-Management-Agreement-Trends>

- visina eventualnih drugih naknada koje bi bile naplaćene,
- garancije u vezi rezultata na koje se obavezuje hotelska korporacija koja će upravljati hotelom (operator),
- visina budžeta koji će stajati na raspolaganju operatoru u redovnom poslovanju,
- moraju se definisati i ograničenja u odlučivanju koja će operator imati prilikom upravljanja hotelom,
- potreba za eventualnim dodatnim investicijama u hotel od strane vlasnika,
- uslovi raskida ugovora,
- klauzulu o zabrani konkurencije,
- način razrešenja eventualnih sporova između strana kao i određivanje nadležnog zakonodavstva u slučajevima da se spor mora razrešiti sudskim putem.

Kao i u svakom pregovaranju ugovori odražavaju odnos snaga u pregovorima. Kako se vrlo često događalo da su se kao potencijalni partneri javljale velike hotelske korporacije na jednoj i relativno mali individualni investitori i vlasnici pojedinačnih hotelskih objekata, na drugoj strani, sklopljeni ugovori su bili izrazito u korist hotelskih operatora. Praktično, ponuđeni ugovori su često bili adhezioni ugovori o čijim elementima se nije moglo ozbiljnije pregovarati, već su mogli kao takvi biti prihvaćeni ili odbijeni. Na ustupke u pregovaračkom procesu su mogli računati samo oni čija bi ekonomska snaga, s jedne strane i velike potencijalne koristi za hotelske operatore, s druge strane, garantovali spremnost na određene ustupke. To je mogao biti slučaj kada se radilo o krupnim institucionalnim investorima koji su posedovali snažne investicione potencijale. U narednim poglavljima će kroz „case study“ pristup biti dokazan visok stepen partnerstva između najvećih američkih i evropskih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine i globalnih hotelskih lanaca. Ti fondovi su svojim investicijama značajno uticali na povećanje obima kapaciteta pod kontrolom hotelskih korporacija i sasvim očekivano, njihova pregovaračka pozicija je bila značajno snažnija u odnosu na kompanije koje su u svom vlasništvu imale manji obim hotelskih kapaciteta.

Beals P. i Denton G.<sup>155</sup> u svom radu navode da je u periodu ekonomske ekspanzije i prosperiteta takav odnos između operatora i vlasnika ipak dobro funkcionisao, jer su obe strane ostvarivale ekonomske koristi i nije se s toliko pažnje obraćalo na to da li je

---

<sup>155</sup> Beals P., Denton G., „*The current balance of power in North American hotel management contracts*“, *Journal of Retail & Leisure Property*, Basingstoke Hampshire, 2004. god., Vol .4 No .2, strana 130.

raspodela bila u potpunoj proporciji sa preuzetim rizicima. Ipak u poslednje vreme taj odnos se menja. Vlasnici sve studioznije razmatraju kakav bi uticaj sklopljeni ugovori o upravljanju imali na vrednost njihovih objekata, kao i na mogućnost ostvarenja profita kroz neku eventualnu buduću prodaju objekta. Beals i Denton dalje navode da vlasnici počinju da shvataju da njihovi interesi nisu uvek istovetni sa interesima hotelskih operatora i da je potreban određen stepen kontrole nad menadžmentom hotela od strane vlasnika kako bi se zaštitila vrednost njihove investicije. Oni zaključuju da je glavni razlog promene u odnosima između ugovornih strana viši nivo sofisticiranosti i iskustva savremenih investitora na hotelijerskom tržištu koji u svojim timovima angažuju različite vrste specijalista za obezbeđenje adekvatnije zaštite njihovih interesa.

Naravno, globalna ekonomska kriza koja je uslovlila značajno smanjenje investicionih aktivnosti u hotelijerskom sektoru sigurno je dodatno uticala na promenu u pregovaračkim pozicijama investitora i operatora, a u situaciji značajne oskudnosti kapitala na tržištu, kao i nižih poslovnih performansi u samoj hotelijerskoj industriji.

U nastavku rada će se u kratkim crtama analizirati promene na tržištu sagledane kroz izmene nekih od osnovnih ugovornih odredbi. Te promene sasvim sigurno reflektuju promene u pregovaračkim pozicijama ugovornih strana.

U studiji „Management Agreements Trends Worldwide“<sup>156</sup> se analizira tržište ugovora o upravljanju i to zasebno za tržišta Amerike, Azije i Pacifika i Evrope. U ovom trenutku pažnja će se posvetiti ugovorima sklopljenim na tržištu Evrope. Posmatrajući dužinu trajanja ugovora, može se zapaziti da preovlađuje definisanje saradnje u trajanju od 15 godina, što pokazuje tendenciju smanjenja jer je 2001. godine prosečna dužina bila 19 godina. Najveći broj ugovora ne definiše mogućnost automatskog produženja ugovora u slučaju ostvarenja pozitivnih rezultata (51,7% naspram 44,8% 2001. godine), što je sa jedne strane posledica želje vlasnika hotela za većom fleksibilnošću, ali i opreznosti hotelskih korporacija pošto je veliki broj ovih ugovora sklopljen na tržištima centralne i istočne Evrope, pa su i operatori želeli da ostave mogućnost lakog izlaska ukoliko ne bi bili zadovoljni rezultatima. Ipak neke hotelske korporacije kao što su „Ritz-Carlton“ i

---

<sup>156</sup> Analiza je zasnovana na studijama „Management Agreements Trends Worldwide“, Jones Lang LaSalle Hotels, London, 2001. i 2005.



„Four Seasons Hotels & Resorts“ sklapaju ugovore o upravljanju kod kojih je dužina inicijalnog perioda značajno duža i iznosi i do 50 godina<sup>157</sup>.

Prosečna visina osnovne nadoknade (koja se naplaćuje kao procenat od ostvarenih prihoda) na tržištu Evrope iznosi oko 2,2% što pokazuje tendenciju rasta jer je pre četiri godine iznosila 1,8%. Bader i Lababedi<sup>158</sup> navode da se raspon osnovne nadoknade (base fee) u Evropi kreće u rasponu između 2 i 4% od ukupnih prihoda hotela.

Što se tiče visine podsticajnih nadoknada (incentive fee) autori citiranog izveštaja su primetili tendenciju da je sve više ugovora u Evropi sklopljeno tako da visina te stimulativne nadoknade zavisi od uspešnosti upravljanja hotelom. Često se ugovora visina tzv. „owner priority return“ kao određen unapred ugovoreni iznos GOP (Gross Operating Profit) koji pripada vlasniku. U tim situacijama tek ukoliko je iznos ostvarenog GOP preko tog iznosa, operator stiče pravo na isplatu podsticajne nadoknade. Tako, što su ostvareni rezultati bolji, raste i procenat profita koji će pripasti operatoru. Bader i Lababedi navode da prosečna visina podsticajne nadoknade iznosi oko 10% ostvarenog GOP (Gross Operating Profit). Pojedini hotelski operatori spremni su da ugovore niže vrednosti osnovne nadoknade kao procenta ukupnih prihoda, a zauzvrat više vrednosti podsticajne nadoknade koje idu i do 15% vrednosti GOP. Neki hotelski operatori naplaćuju i tzv. „commitment fee“ kao nadoknadu utvrđenu paušalno, koja se isplaćuje tokom tzv. „pre-opening“ faze hotela, a kao nadoknada po sklopljenom ugovoru pre početka rada hotelskog objekta<sup>159</sup>.

Skraćenje trajanja ugovora, bez mogućnosti automatskog produženja, svakako više koristi vlasnicima hotelskih objekata koji na taj način obezbeđuju veću fleksibilnost u smislu promene hotelskog brenda ili nastavka samostalnog poslovanja. Ova opcija se nikako ne sme ispustiti iz vida, jer zaposleni u hotelu poslovanjem u okviru velikih hotelskih korporacija stiču neophodna znanja i iskustvo koje im može omogućiti nastavak profitabilnog poslovanja i po isteku ugovora sa hotelskim operatorom. Činjenica je da je došlo do povećanja visine osnovne nadoknade, ali je u isto vreme došlo

---

<sup>157</sup> Bader E., Lababedi A., „Hotel Management Contracts in Europe“, Journal of Retail and Leisure Property, Basingstoke Hampshire, Vol 6 No 2, 2007. godina, strana 173.

<sup>158</sup> Bader E., Lababedi A., „Hotel Management Contracts in Europe“, Journal of Retail and Leisure Property, Basingstoke Hampshire, Vol 6 No 2, 2007. godina, strana 173.

<sup>159</sup> Goddard P., „Hotel Management Contracts: Evolutionary Tendencies“, Tri Hospitality Consulting, Dubai, 2007. godina, strana 2.

do promene u načinu obračuna podsticajne nadoknade, u smislu uvođenja jedne vrste podsticajne, progresivne skale za operatore, a češće nego ranije i uz garancije određenog nivoa poslovnih rezultata.

Mali broj sklopljenih ugovora o upravljanju sadrži garancije hotelskog operatora da će ostvarivati određene poslovne rezultate i da će u slučaju neispunjenja definisanog minimuma snositi finansijske posledice. U studiji „Management Agreements Trends Worldwide“<sup>160</sup> je konstatovano da na evropskom tržištu tek oko 20% sklopljenih ugovora o menadžmentu sadrži određene garancije hotelskog operatora. U pomenutoj studiji je konstatovano i da je u periodu 2001-2005. došlo do smanjenja broja ugovora koji sadrže garancije hotelskog operatora, a odnose se na poslovne performanse hotela čije upravljanje preuzimaju. Za razliku od ugovora o menadžmentu sklopljenih u Evropi, ovakvi ugovori sklopljeni u SAD vrlo često sadrže klauzulu kojom se garantuje određeni nivo performansi od strane operatora i čijim neostvarenjem se stižu uslovi za raskid ugovora. Najčešće se kao pokazatelji čije se ispunjenje posmatra uzimaju planirani RevPar (Revenue per Available Room – prihodi po osnovu realizacije usluge smeštaja po raspoloživoj sobi) kao i planirane vrednosti neto operativnog profita. Tako Beals i Denton<sup>161</sup> navode da iako je postignut konsenzus o neophodnosti uključivanja garantovanih performansi u ugovor, to u praksi nije lako jer je potrebno postaviti fleksibilan okvir koji bi s jedne strane štitio operatore od uticaja događaja koji se ne nalaze pod njihovom kontrolom, a s druge strane i interes vlasnika hotela. Operatori i vlasnici se slažu oko uvođenje takvih testova performansi koji bi operatore zaštitili od događaja koji se kategorišu kao „viša sila“ i nepredvidivih tržišnih poremećaja, kao i o mogućnosti da se operatorima pruži prilika da koriguju eventualna odstupanja od garantovanih rezultata, kao i određeni period od trenutka preuzimanja hotela do početka testiranja poslovnih performansi. Ono oko čega se razlikuju jeste upravo to šta se sve može smatrati „višom silom“ i šta su to nepredvidivi događaji na tržištu.

Što se tiče uslova za raskid ugovora, u savremenim opcijama se kao najčešći uslov za raskid ugovora od strane vlasnika navode loše poslovne performanse, odnosno nedostizanje budžetiranog „gross operating profit – GOP“ (kao razlike između poslovnih prihoda i kontrolabilnih poslovnih rashoda), uz određeni, definisani kontinuitet loših

---

<sup>160</sup> „Management Agreements Trends Worldwide“ 2005. godine, Jones Lang, LaSalle Hotels, strana 11.

<sup>161</sup> Beals P., Denton G., „The current balance of power in North American hotel management contracts“, Journal of Retail & Leisure Property, Basingstoke Hampshire, 2004. god., Vol. 4 No. 2, strana 139.

poslovnih rezultata. Operatoru se daje mogućnost da popravi poslovne performanse ili da iz sopstvenih sredstava nadoknadi razliku između ostvarenih i budžetiranih vrednosti<sup>162</sup>. U svetlu aktuelne svetske ekonomske krize i značajnih potresa na svetskom hotelijerskom tržištu, realno je očekivati da će u uslovima smanjenog obima investicionih aktivnosti dodatno osnažiti pregovaračka pozicija vlasnika, što bi moglo dovesti i do rasta učešća ovakvih ugovora i na evropskom tržištu.

Sam izbor pokazatelja na osnovu kojeg će se suditi o ostvarenim performansama je izraz odnosa pregovaračkih snaga. Pokazatelj RevPar koji se najčešće koristi, kao što je poznato, u svom obračunu ne uzima u obzir rashodnu stranu. Sa stanovišta vlasnika hotelskih kapaciteta korisnije je da se kao test performansi koristi planirani GOP.

Ne sme se zanemariti ni činjenica da u novije vreme kapital u hotelijersku industriju često ulažu i institucionalni investitori. U ovom radu će se posebna pažnja obratiti na povezanost krupnih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine i hotelskih korporacija koje upravljaju novoizgrađenim i/ili kupljenim hotelima. Ovi fondovi, kao i drugi institucionalni investitori koji ulažu novac u hotelijersku industriju, raspolazu specifičnim znanjima i ekspertima, što ih čini značajno sofisticiranijim od tipičnih investitora u hotelijerstvu od pre nekoliko decenija. Njihov pregovarački potencijal je neuporedivo snažniji i neki od tih fondova su izgradili partnerski odnos sa nekim od najvećih svetskih hotelskih korporacija. Ugovori između njih su rezultat pregovora između partnera, a ne više izraz nametanja uslova od strane hotelskih korporacija.

De Roos<sup>163</sup> navodi da je na tržištu zabeležena tendencija razdvajanja ugovora o menadžmentu na dva dela i to na ugovor kojim se definiše upravljanje hotelom i zaseban ugovor („brend licence agreement“) kojim hotelska korporacija ustupa pravo korišćenja hotelskog brenda i svih prednosti povezanih sa njegovim korišćenjem. Nadoknada po osnovu prvog ugovora se<sup>164</sup> kreće nešto ispod 1% ostvarenih prihoda, dok se po osnovu ugovora o ustupanju prava korišćenja brenda osnovna nadoknada kreće oko 2% realizovanih prihoda, a ustanovljava se i podsticajna nadoknada koja

---

<sup>162</sup> De Roos J., „Hotel Management Contracts – Past and Present“, Cornell Hospitality Quarterly, Ithaca, 2010. godina, Vol 51., 1, strana 69.

<sup>163</sup> De Roos J., „Hotel Management Contracts – Past and Present“, Cornell Hospitality Quarterly, Ithaca, 2010. godina, Vol 51., 1, strana 69.

<sup>164</sup> na američkom tržištu

visinom korespondira sa vrednostima incentive nadoknada u tradicionalnim ugovorima, a o čemu je već bilo reči. Inače ugovor o upravljanju je kompleksan ugovor koji može podrazumevati uspostavljanje saglasnosti i sklapanje čitavog niza ugovora o sledećim pitanjima: ugovor o upravljanju koji se odnosi na tzv. „preopening“ fazu hotela, ugovor o upravljanju u „postopening“ fazi, odnosno po otvaranju hotela, ugovor o ustupanju prava korišćenja brenda, ugovor o marketing aktivnostima itd.

### **2.6.2. PRIMENA UGOVORA O UPRAVLJANJU U HOTELSKOM POSLOVANJU**

Pojava da vlasnici hotelskih objekata angažuju profesionalne menadžere koji će upravljati hotelima nije nova. Još u 19 veku poznati hotelijeri Cezar Ritz i Marcel Escoffier su bili angažovani od strane vlasnika hotelskih objekata da kao profesionalni menadžeri upravljaju hotelima širom Evrope. Reputacija takvih hotelskih menadžera je investitorima i obezbeđivala lakše prikupljanje potrebnog kapitala<sup>165</sup>.

Ipak takva vrsta angažovanja je značajno različita od današnjeg koncepta koji proizilazi iz ugovora o upravljanju. Naime, koncept ugovora o upravljanju, kao što je već rečeno, podrazumeva formalni ugovor između dva nezavisna pravna subjekta pri čemu operator preuzima vođenje hotela i za to dobija, ne platu, već ugovorom definisanu nadoknadu. U literaturi se kao preteče savremenih ugovora o upravljanju najčešće spominju ugovori koje je sklapala hotelska korporacija „Hilton“. Vlasti Portorika su 50-tih godina prošlog veka želeli da obezbede prisustvo renomirane hotelske korporacije na svom tržištu u cilju obezbeđenja dodatnog podsticaja razvoju turizma. Vlada Portorika je sa korporacijom „Hilton“ sklopila tzv. „profit-sharing lease“ prema kojem je preuzela obavezu da izgradi i opremi hotel u skladu sa potrebnim standardima, a da ga zatim iznajmi korporaciji „Hilton“ koja bi obezbedila široko međunarodno prepoznatljivu hotelsku marku, kao i potrebna menadžerska znanja, a pri tom bi se ostvareni profit delio na način da korporacija „Hilton“ zadržava jednu trećinu. Korporacija „Hilton“ je po ugovoru imala i obavezu da pokrije troškove „pre-opening“ faze kao i da finasira potrebna obrtna sredstva. Na osnovu istih ugovora korporacija „Hilton“ je otvorila

---

<sup>165</sup> Ransley J., Hadyn I. *“Developing hospitality properties and facilities”*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2004. godina, strana 96.

hotele i u Turskoj (Istanbulu), Meksiku i Kubi. Kubanska revolucija je dovela do situacije u kojoj je popunjenost kapaciteta tog hotela na Kubi bila izrazito niska, ostvareni su značajni gubici i na kraju je objekat preuzet od strane novih kubanskih vlasti. Ti događaji su menadžmentu „Hilton“-a jasno ukazali da, faktori eksternog karaktera, koji se ne nalaze pod kontrolom menadžmenta kompanije, mogu uzrokovati kreiranje značajnih gubitaka za korporaciju i na osnovu izvučenih pouka došlo je do izmena ugovora koje će zaštititi hotelsku korporaciju – operatora, a rizik poslovanja potpuno prebaciti na vlasnike hotelskih objekata<sup>166</sup>.

Ransley i Ingram<sup>167</sup> navode da je fenomen ugovora o upravljanju u hotelijerstvu u bliskoj vezi sa pojavom globalno prepoznatljivih hotelskih brendova i rastom njihovog značaja na tržištu, kao i rastom u međunarodnom putničkom vazдушnom saobraćaju. Oni ukazuju na ogromnu pregovaračku moć koju su u to vreme imale, tada retke, hotelske korporacije sa izgrađenim međunarodno prepoznatljivim brendom, pristupom tržištima kapitala i vezama sa globalnim avio prevozniciima.

Bell<sup>168</sup> navodi da je deset najvećih američkih hotelskih korporacija 1970. godine imalo sklopljenih ukupno samo 22 ugovora, da bi taj broj do 1975. godine porastao na 182. Nakon 2000. godine dolazi do snažnog porasta broja ugovora o menadžmentu u hotelijerstvu. Rast na tržištu nekretnina je bio glavni faktor koji je uslovio i porast broja ovih ugovora. U tom periodu najveći broj ugovora o menadžmentu je sklopljen sa hotelskim korporacijama koje su posedovale snažne hotelske brendove. Tražnja za menadžment uslugama je u ovom periodu nadmašivala ponudu tih usluga i hotelske korporacije sa najsnažnijim hotelskim markama su često bile u prilici da biraju sa kojim investitorom i za koji projekat na određenom lokalitetu će sklopiti ugovor o menadžmentu. Ta činjenica je doprinela da su se od 2000. godine do nastupanja ekonomske krize ponovo često sklapali ugovori koji su bili veoma povoljni za hotelske operatore.<sup>169</sup>

---

<sup>166</sup> Bell C., *“Agreements with Chain-Hotel Companies”*, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, 1993., vol 34, 1, str. 28.

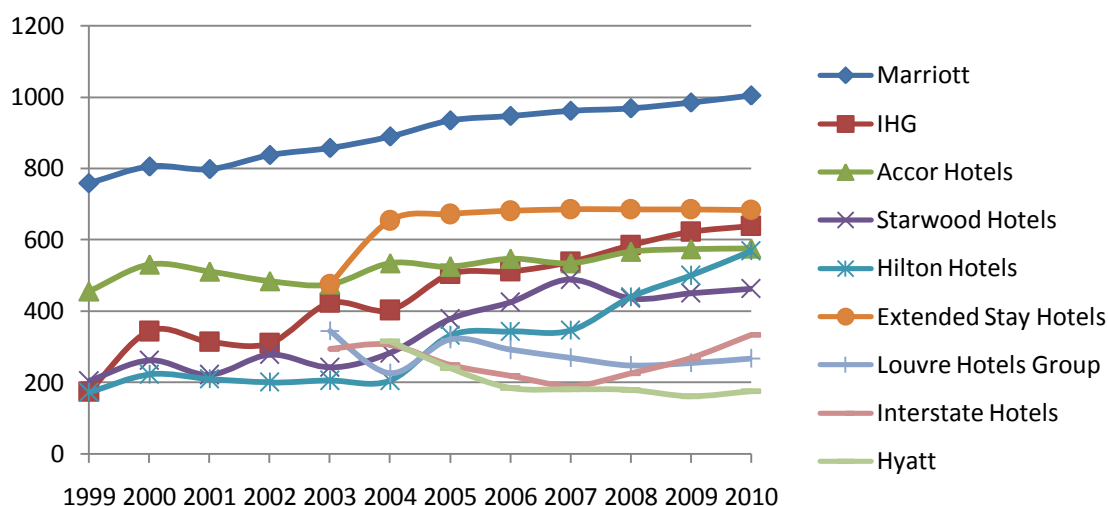
<sup>167</sup> Ransley J., Hadyn I. *“Developing hospitality properties and facilities”*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2004., strana 96.

<sup>168</sup> Bell C., *“Agreements with Chain-Hotel Companies”*, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, 1993., vol 34, 1

<sup>169</sup> De Roos J., „Hotel Management Contracts – Past and Present“, Cornell Hospitality Quarterly, 2010., Vol 51, 1, strana 69-70.

Časopis „Hotels“ je svake godine objavljivao listu 300 najvećih hotelskih korporacija na svetu koja je uključivala i analizu u kojoj su izneti podaci o onim korporacijama koji po osnovu ugovora o menadžmentu upravljaju sa najviše hotela. Ta analiza se objavljivala u julskom izdanju i odnosila se na podatke iz prethodne godine. Poslednja dostupna analiza te vrste je bila iz septembra 2011. godine (i odnosi se na podatke s kraja 2010. godine). U oktobru 2010. godine publikovana je lista 300 najvećih hotelskih korporacija, ali bez dodatka koji se odnosi na korporacije sa najvećim brojem sklopljenih ugovora o menadžmentu. Kako bi prikaz bio što je moguće informativniji, podaci za 2009. godinu su uglavnom preuzimani iz godišnjih izveštaja koje su ove korporacije publikovale, a u manjem broju slučajeva i sa njihovih web portala.

**Grafikon 19:** Broj hotela kojima upravljaju korporativni hotelski lanci po osnovu ugovora o upravljanju u periodu 1999-2010. godina

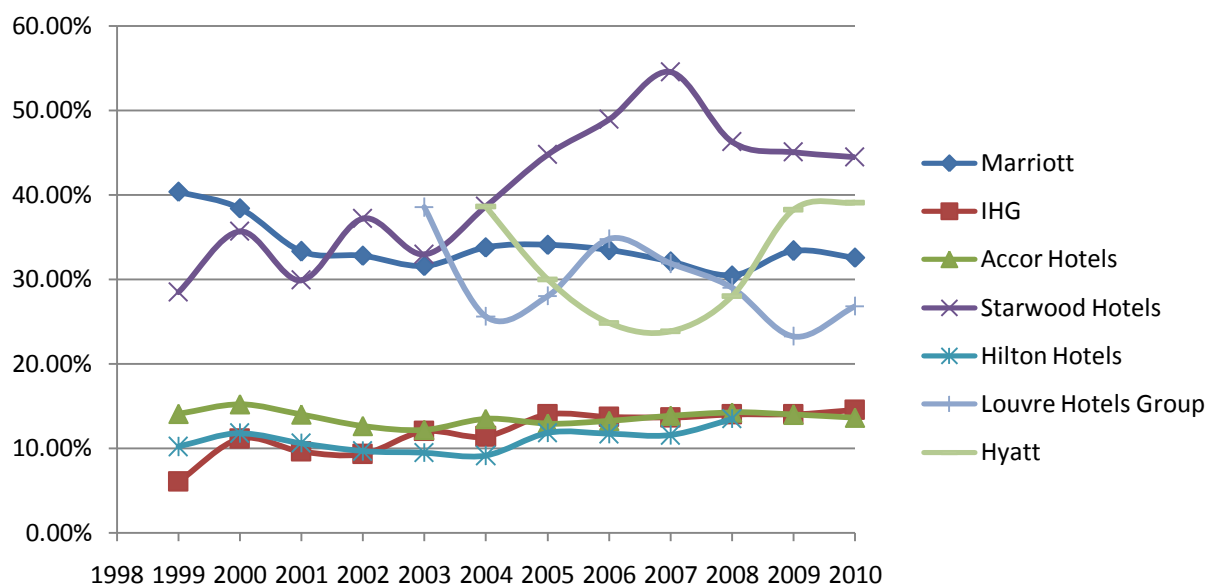


*Izvor: Statistički podaci iz časopisa „Hotels“, godišnjih izveštaja i internet portala korporacija*

Analizom grafikona možemo uočiti trend porasta broja hotela koje globalni hotelski lanci integrišu u svoj poslovni sistem po osnovu ugovora o upravljanju. Prikazanih 9 korporacija je krajem 2010. godine po osnovu ugovora o menadžmentu upravljalo sa oko 4.700 hotela. Da će ugovori o menadžmentu i u budućnosti zadržati, ako ne i povećati svoju popularnost, dokazuju i namere menadžmenta nekih od najvećih hotelskih korporacija iznete u njihovim godišnjim izveštajima. Ilustracije radi, korporacija „Accor“ u svom godišnjem izveštaju izražava ambiciju da do 2015. godine svoj hotelski portfolio sa stanovišta vlasničke strukture izmeni na način da se poveća

učešće hotela po osnovu ugovora o upravljanju na 30%, učešće franšiziranih hotela na 24%, dok bi se smanjilo učešće hotela u vlasništvu korporacije na 16% i objekata u zakupu na 30%<sup>170</sup>.

**Grafikon 20:** *Učešće hotela kojim hotelske korporacije upravljaju po osnovu ugovora o menažmentu u ukupnom broju hotela koje te korporacije kontrolišu*



**Izvor:** *Sopstveni proračun na osnovu podataka časopisa „Hotels“  
i istraživanja godišnjih izveštaja navedenih hotelskih korporacija*

Iz grafikona se može uočiti jedna grupa korporacija kod koje postoji blago rastuće učešće ovakvih hotela kao i druga grupa korporacija kod kojih su zabeležene i značajnije oscilacije, ali pri višim vrednostima tog učešća. Ipak i prilikom analize ovih podataka treba biti krajnje obazriv. Ako za primer uzmemo korporaciju Hyatt iz Grafikona 19 se može uočiti pad broja hotela koji su postali deo ponude korporacije po osnovu ugovora o menadžmentu, a u isto vreme Grafikon 20 pokazuje relativni rast učešća tih hotela u ukupnom broju hotela. Naravno, to je posledica smanjenja broja hotela koje ovaj lanac kontroliše<sup>171</sup>, ali uz najmanje smanjenje broja hotela kojima upravljaju u odnosu na smanjenje franšiziranih, zakupljenih ili sopstvenih objekata.

---

<sup>170</sup> „2009 Annual Report“, Accor, strana 29.

<sup>171</sup> Krajem 2007. godine korporacija Hyatt je kontrolisala 721 hotel, a krajem 2008. godine 375. Krajem 2009. godine korporacija je kontrolisala 424 hotela (izvor časopis „Hotels“) da bi krajem 2010. godine broj kontrolisanih hotela bio 453 hotela (godišnji izveštaj za 2010. godinu, forma 10-K, strana 4.)

U literaturi se identifikuju brojni faktori koji su uticali na porast popularnosti ugovora o upravljanju u hotelijerskoj industriji. Bell<sup>172</sup> kao glavni razlog porasta popularnosti ugovora o menadžmentu na hotelijerskom tržištu Sjedinjenih Američkih Država navodi ponovnu pojavu institucionalnih investitora kao ulagača na hotelijerskom tržištu. Bell navodi da institucionalni investitori, poučeni iskustvom iz doba velike ekonomske krize, ulaze samo u one investicije u hotelijerstvu kod kojih je unapred ugovoreno da će hotelom upravljati neka od većih hotelskih korporacija.

Beals<sup>173</sup> među ostalim navodi da je rastu popularnosti ugovora o upravljanju doprinela pojava menadžment kompanija koje su nudile brojne pogodnosti poslovanja pod međunarodnim hotelskim brendom, korišćenje velikih rezervacionih sistema, mogućnosti stručnog usavršavanja itd. On dalje navodi da su ugovori o upravljanju omogućili i investitorima da ulažu u kupovinu hotelskih kapaciteta bez preuzimanja odgovornosti za upravljanje hotelima.

Ono što je sigurno je da tako brz rast broja sklopljenih ugovora o upravljanju u hotelijerskoj industriji svakako predstavlja proizvod preklapanja interesa investitora i hotelskih korporacija. Hotelske korporacije na ovaj način obezbeđuju brz rast bez neophodnog ulaganja kapitala (osim u slučajevima zajedničkog ulaganja), dalje jačanje snage svoje hotelske marke i porast korporativnih prihoda kroz isplatu ugovorom utvrđenih nadoknada. Investitori su sa druge strane oslobođeni obaveze operativnog rukovođenja hotelskim objektima i taj posao su prepustili profesionalnim menadžerima, poslovanje se obavlja pod prepoznatljivim hotelskim markama, hotelska ponuda je uključena u centralne rezervacione sisteme tih hotelskih korporacija, ali i u globalne distributivne sisteme itd.

Ugovori o upravljanju, kao investicioni oblik, najčešće se koriste u slučaju prestižnijih hotelskih marki. Ugovor o franšizi ne pruža dovoljno garancija da će isporučena usluga biti na adekvatnom nivou i da neće ugroziti opšti imidž hotelskog brenda. Činjenica je da se veliki deo „know-how“ može standardizovati i transferisati, ali je isto tako jasno da postoji deo tzv. „intelektualnog kapitala“ koji se ne može tako jednostavno preneti na franšizante. U tim situacijama hotelske korporacije najčešće optiraju za ugovore o

---

<sup>172</sup> Bell C., „*Agreements with Chain-Hotel Companies*“, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, 1993., vol 34, 1, str. 29.

<sup>173</sup> Harris P., „*Accounting and Finance for the International Hospitality Industry*“, Butterworth-Heinemann, Oxford, 1995., strana 278-294 prema Beals P., „*The hotel management contract: lessons from the North American experience*“.



upravljanju kao investicioni oblik koji obezbeđuje rast korporacije, stabilne i uvećane prihode, a uz zaštitu imidža hotelskog brenda.

Tržišna praksa je ipak pokazala da ovakvi poslovni odnosi imaju i određene nedostatke. Kao osnovni nedostatak u literaturi se često navodi tzv. problem vremenskog horizonta<sup>174</sup>, odnosno potencijala za postojanje određenih razlika u interesima između vlasnika i operatora. Dok su operatori fokusirani na kratkoročne rezultate, interesi vlasnika se odnose i na dugoročne posledice. Operatori ponekad mogu povući izvesne poslovne poteze koji će uticati na poboljšanje kratkoročnih performansi, ali ti potezi neće uvek delovati pozitivno na dugi rok. Kako je dalja izgradnja i snaženje hotelskog brenda veoma važno za hotelske korporacije, menadžeri koje je ta korporacija postavila mogu ponekad donositi poslovne odluke koje će biti u skladu sa tim ciljem, ali ne nužno i u skladu sa interesima vlasnika hotela.

---

<sup>174</sup>Turner M., Guilding C., "Hotel Management Contracts and Deficiencies in Owner-Operator Capital Expenditure Goal Congruency", *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 2010. , vol. 34, 4, strana 482.

### **3. NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI ZA NAJVAŽNIJE OBLIKE ULAGANJA U HOTELIJERSTVO**

#### **3.1. SPECIJALIZOVANI INVESTICIONI FONDOVI ZA ULAGANJE U NEKRETNINE KAO NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI NA TRŽIŠTU SAD**

U mnogim zakonodavstvima zakonski preduslov za formiranje i funkcionisanje specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine (REIT) je zahtev za kotiranjem akcija fonda na berzi. Takvi fondovi se nazivaju „publicly traded” REIT<sup>175</sup>. Potencijalni investitori akcije ovog fonda mogu kupiti isključivo na berzi po ceni koja se formirala tržišno u trenutku kupovine. Da bi se specijalizovani investicioni fondovi pojavili na berzi oni, kao i sve druge kompanije čijim se akcijama javno trguje, moraju proći kroz proces inicijalne javne ponude. Treba naglasiti da zakonodavstva pojedinih zemalja čak nameću i obavezu postojanja minimalnog procenta ukupnog broja akcija koji se nalaze u slobodnom prometu (free float) da bi se obezbedila likvidnost ulaganja u akcije REIT-a.

##### **3.1.1. VRSTE SPECIJALIZOVANIH INVESTICIONIH FONDOVA I NJIHOVA TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA U SAD**

Najčešće citirana podela specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine je na:

- imovinski („equity”) REIT,
- hipotekarni REIT,
- hibridni REIT.

**Imovinski REIT** ulažu u nekretnine, u konkretnu imovinu. Ovi fondovi se dodatno specijalizuju prema vrsti nekretnine u koju ulažu, tako da postoje oni koji su specijalizovani za ulaganje u više različitih vrsta nekretnina. Često je citirana podela

---

<sup>175</sup> Postoje i privatni fondovi za ulaganje u nekretnine

Američke nacionalne asocijacije REIT (NAREIT) prema investicionom fokusu fondova na<sup>176</sup>:

- REIT koji kupuju ili finansiraju izgradnju poslovnih prostora i industrijskih objekata koje se zatim iznajmljuju zainteresovanim kompanijama;
- REIT koji ulažu u izgradnju velikih šoping centara u kojima je lociran veliki broj maloprodajnih objekata, a REIT stiže dobit po osnovu naplate rente od zakupaca tih lokala;
- REIT koji ulažu u stambene objekte apartmanskog tipa ili čak u izgradnju čitavih stambenih naselja, a prihod se generiše na osnovu naplate rente;
- REIT koji ulažu u hotelske kapacitete koje zatim najčešće prepuštaju na upravljanje veliki hotelskim korporacijama kroz ugovore o menadžmentu ili zakupu na određeni vremenski period;
- REIT koji ulažu u izgradnju bolnica, medicinskih ustanova koje zatim iznajmljuju zdravstvenim fondovima na upravljanje;
- REIT koji su specijalizovani za magacinske prostore;
- REIT koji se nisu uže opredelili za pojedini tip nekretnina, već se u njihovom portfoliju nalaze različiti tipovi nekretnina;
- Pored pobrojanih tipova postoje i oni koji su se opredelili za visoko specijalizovana ulaganja u razne tipove nekretnina (zatvori, tereni za golf, pozorišta itd.).

Pored prikazane specijalizacije imovinskih REIT-a po tipu nekretnina u koji ulažu, ovi REIT mogu biti specijalizovani i prema geografskim regionima u kojima obavljaju svoje poslovne aktivnosti<sup>177</sup>. Na taj način menadžeri ovih fondova pokušavaju iskoristiti specifična znanja vezana za tržište nekretnina i finansijsko tržište tog regiona.

**Hipotekarni** specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine za razliku od imovinskih REIT-a ne ulažu u realne nekretnine sa ciljem njihovog razvoja i upravljanja njima i po tom osnovu kreiranja profita, već svoj kapital plasiraju u kredite namenjene izgradnji ili akviziciji nekretnina, uz obavezno hipotekarno obezbeđenje. Hipotekarni REIT na tržištu otkupljuju i hartije od vrednosti koje sadrže založno pravo nad

---

<sup>176</sup> Brueggeman W., Fisher J., "Real Estate Finance and Investments", McGraw-Hill Irwin, New York, 2005., str. 584.

<sup>177</sup> Lucas D., Goodman L., Fabozzi F., "Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis", John Wiley & Sons, New Jersey, 2006., strana 121.

nekretninama. Kapital kojim se finansiraju opisani poslovi može biti pribavljen kroz proces inicijalne javne ponude, a kasnije i proces dokapitalizacije na tržištu, ali to mogu biti i pozajmljena sredstva od komercijalnih banaka. Praksa je pokazala da su kod ovih fondova dominirala pozajmljena sredstva. Rezon je u tome da se pozajmljena sredstva pribave po nižoj ceni kapitala, a da se plasiraju po višoj ceni kapitala i da se ostvari dobitak na razlici između pasivne i aktivne kamatne stope<sup>178</sup>.

**Hibridni** specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine predstavljaju kombinaciju imovinskih i hipotekarnih REIT-a. Oni svoj kapital ulažu kako u pribavljanje nekretnina koje će izdavati, ali i u obezbeđenje hipotekarnih kredita i kupovinu hartija od vrednosti koje sadrže založno pravo nad nekretninama.

Rizik ulaganja u REIT nije isti za sve vrste ovih fondova. Na tržištu je dokazano da vrednost akcija hipotekarnih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine pokazuje veću sklonost ka oscilacijama cene u odnosu na vrednost akcija imovinskih REIT-a<sup>179</sup>.

Značajno je sagledati obim i dinamiku tržišnih kapitalizacija (ukupna tržišna vrednost emitovanih akcija) imovinskih, hipotekarnih i hibridnih REIT-a na finansijskom tržištu SAD u periodu od 1971. do 2008. godine. Iz ovog prikaza će se jasno uočiti da danas na tržištu ubedljivo najveću kapitalizaciju imaju imovinski specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine.

Početkom sedamdesetih godina to nije bio slučaj. Razlog za rastuću popularnost imovinskih REIT je bio ekonomske prirode. Naime, oni su investitorima obezbeđivali više stope prinosa, a uz niži stepen rizika<sup>180</sup>. Samim tim postali su atraktivnija investiciona opcija.

---

<sup>178</sup> Peters J., *"The Ultimate Dividend Playbook: Income, Insight, and Independence for Today's Investor"*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2007. , strana 298.

<sup>179</sup> Faerber E., *"All about Stocks: The Easy Way to Get Started"*, McGraw-Hill, New York, 2007. strana 267.

<sup>180</sup> He L., „Cointegration and Price Discovery Between Equity and Mortgage REITs“, *Journal of Real Estate Research*, Tempe, 1998., Vol. 16 Issue 3., str. 336.

**Tabela 3:** Tržišna kapitalizacije specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu SAD (utvrđena na dan 31.12. tekuće godine, u milionima USD)

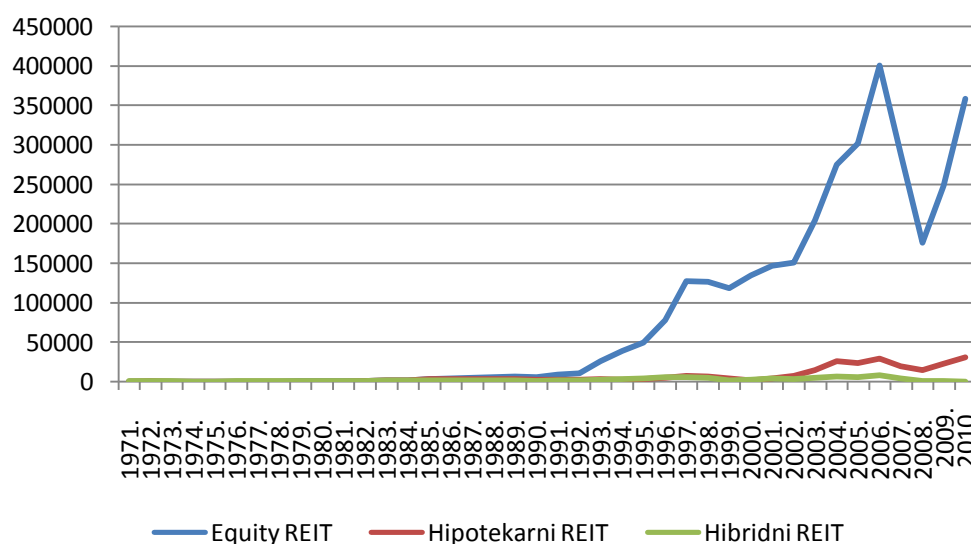
| <b>TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA REIT (u milionima USD)</b> |                       |                         |                      |               |
|------------------------------------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|---------------|
| <b>Godina</b>                                        | <b>Imovinski REIT</b> | <b>Hipotekarni REIT</b> | <b>Hibridni REIT</b> | <b>UKUPNO</b> |
| 1971.                                                | 332                   | 570.8                   | 591.6                | 1 494.4       |
| 1972.                                                | 377.3                 | 774.7                   | 728.9                | 1 880.9       |
| 1973.                                                | 336                   | 517.7                   | 540.2                | 1 393.9       |
| 1974.                                                | 241.9                 | 238.8                   | 231.7                | 712.4         |
| 1975.                                                | 275.7                 | 312                     | 312                  | 899.7         |
| 1976.                                                | 409.6                 | 415.6                   | 428.8                | 1254          |
| 1977.                                                | 538.1                 | 398.3                   | 591.6                | 1528          |
| 1978.                                                | 575.7                 | 340.3                   | 496.4                | 1 412.4       |
| 1979.                                                | 743.6                 | 377.1                   | 633.3                | 1754          |
| 1980.                                                | 942.2                 | 509.5                   | 846.8                | 2 298.5       |
| 1981.                                                | 977.5                 | 541.3                   | 920.1                | 2 438.9       |
| 1982.                                                | 1 071.4               | 1 133.4                 | 1 093.8              | 3 298.6       |
| 1983.                                                | 1 468.6               | 1 460                   | 1328.7               | 4 257.3       |
| 1984.                                                | 1 794.5               | 1 801.3                 | 1 489.4              | 5 085.2       |
| 1985.                                                | 3 270.3               | 3 162.4                 | 1 241.2              | 7 673.9       |
| 1986.                                                | 4 336.1               | 3 625.8                 | 1 961.7              | 9 923.6       |
| 1987.                                                | 4 758.5               | 3 161.4                 | 1 782.4              | 9 702.3       |
| 1988.                                                | 6 141.7               | 3 620.8                 | 1 672.6              | 11 435.1      |
| 1989.                                                | 6 769.6               | 3 536.3                 | 1 356.3              | 11 662.2      |
| 1990.                                                | 5 551.6               | 2 549.2                 | 636.3                | 8 737.1       |
| 1991.                                                | 8 785.5               | 2 586.3                 | 1 596.4              | 12 968.2      |
| 1992.                                                | 11 171.1              | 2 772.8                 | 1 968.1              | 15 912        |
| 1993.                                                | 26 081.9              | 3 398.5                 | 2 678.2              | 32 158.6      |
| 1994.                                                | 38 812                | 2 502.7                 | 2 991.3              | 44 306        |
| 1995.                                                | 49 913                | 3 395.4                 | 4 232.9              | 57 541.3      |
| 1996.                                                | 78 302                | 4 778.6                 | 5 695.8              | 88 776.4      |
| 1997.                                                | 127 825.3             | 7 370.3                 | 5 338.2              | 140 533.8     |
| 1998.                                                | 126 904.5             | 6 480.7                 | 4 916.2              | 138 301.4     |
| 1999.                                                | 118 232.7             | 4 441.7                 | 1 587.5              | 124 261.9     |
| 2000.                                                | 134 431               | 1632                    | 2 652.4              | 138 715.4     |
| 2001.                                                | 147 092.1             | 3 990.5                 | 3 816                | 154 898.6     |
| 2002.                                                | 151 271.5             | 7 146.4                 | 3 519.4              | 161 937.3     |
| 2003.                                                | 204 800.4             | 14 186.51               | 5 225                | 224 211.91    |

|              |            |           |          |            |
|--------------|------------|-----------|----------|------------|
| <b>2004.</b> | 275 291.04 | 25 964.32 | 6 639.37 | 307 894.73 |
| <b>2005.</b> | 301 490.98 | 23 393.73 | 5 806.61 | 330 691.32 |
| <b>2006.</b> | 400 714.4  | 29 195.3  | 8 134.3  | 438 044    |
| <b>2007.</b> | 288 694.6  | 19 054.1  | 4 260.3  | 312 009    |
| <b>2008.</b> | 176 237.7  | 14 280.5  | 1 132.9  | 191 651.1  |
| <b>2009.</b> | 248 355.2  | 22 103.2  | 740.8    | 271 199.2  |
| <b>2010.</b> | 358 908.2  | 30 387.2  | ---      | 389 295.4  |

*Izvor: NAREIT, www.reit.com, uvid 09.12.2011. godine*

Ako posmatramo vrednosti tržišne kapitalizacije osnovnih podvrsta specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine, jasno se može uočiti da je ubedljivo najviše ulaganja bilo u imovinski REIT. Tendencija se može najjasnije uočiti iz grafičkog prikaza.

**Grafikon 21:** Tržišna kapitalizacije specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu SAD (utvrđena na dan 31.12. tekuće godine, u milionima USD)



*Izvor: NAREIT, www.reit.com, uvid 09.12.2011. godine*

Tendencija je još uočljivija ako se vrednosti ne posmatraju u apsolutnim izrazima, već u relativnoj vrednosti. U tabeli su data učešća pojedinih oblika specijalizovanih investicionih fondova u ukupnoj vrednosti svih REIT fondova u posmatranoj godini.

**Tabela 4:** Učešće pojedinih oblika specijalizovanih investicionih fondova u ukupnoj kapitalizaciji svih REIT fondova

| Godina | Imovinski REIT | Hipotekarni REIT | Hibridni REIT | UKUPNO |
|--------|----------------|------------------|---------------|--------|
| 1971.  | 22.21%         | 38.20%           | 39.59%        | 100%   |
| 1972.  | 20.06%         | 41.19%           | 38.75%        | 100%   |
| 1973.  | 24.11%         | 37.14%           | 38.75%        | 100%   |
| 1974.  | 33.96%         | 33.52%           | 32.52%        | 100%   |
| 1975.  | 30.64%         | 34.68%           | 34.68%        | 100%   |
| 1976.  | 32.67%         | 33.14%           | 34.19%        | 100%   |
| 1977.  | 35.22%         | 26.07%           | 38.72%        | 100%   |
| 1978.  | 40.76%         | 24.09%           | 35.15%        | 100%   |
| 1979.  | 42.39%         | 21.50%           | 36.11%        | 100%   |
| 1980.  | 40.99%         | 22.17%           | 36.84%        | 100%   |
| 1981.  | 40.08%         | 22.19%           | 37.73%        | 100%   |
| 1982.  | 32.48%         | 34.36%           | 33.16%        | 100%   |
| 1983.  | 34.50%         | 34.29%           | 31.21%        | 100%   |
| 1984.  | 35.29%         | 35.42%           | 29.29%        | 100%   |
| 1985.  | 42.62%         | 41.21%           | 16.17%        | 100%   |
| 1986.  | 43.69%         | 36.54%           | 19.77%        | 100%   |
| 1987.  | 49.05%         | 32.58%           | 18.37%        | 100%   |
| 1988.  | 53.71%         | 31.66%           | 14.63%        | 100%   |
| 1989.  | 58.05%         | 30.32%           | 11.63%        | 100%   |
| 1990.  | 63.54%         | 29.18%           | 7.28%         | 100%   |
| 1991.  | 67.75%         | 19.94%           | 12.31%        | 100%   |
| 1992.  | 70.21%         | 17.43%           | 12.36%        | 100%   |
| 1993.  | 81.10%         | 10.57%           | 8.33%         | 100%   |
| 1994.  | 87.60%         | 5.65%            | 6.75%         | 100%   |
| 1995.  | 86.74%         | 5.90%            | 7.36%         | 100%   |
| 1996.  | 88.20%         | 5.38%            | 6.42%         | 100%   |
| 1997.  | 90.96%         | 5.24%            | 3.80%         | 100%   |
| 1998.  | 91.76%         | 4.69%            | 3.55%         | 100%   |
| 1999.  | 95.15%         | 3.57%            | 1.28%         | 100%   |
| 2000.  | 96.91%         | 1.18%            | 1.91%         | 100%   |
| 2001.  | 94.96%         | 2.58%            | 2.46%         | 100%   |
| 2002.  | 93.42%         | 4.41%            | 2.17%         | 100%   |
| 2003.  | 91.34%         | 6.33%            | 2.33%         | 100%   |
| 2004.  | 89.41%         | 8.43%            | 2.16%         | 100%   |

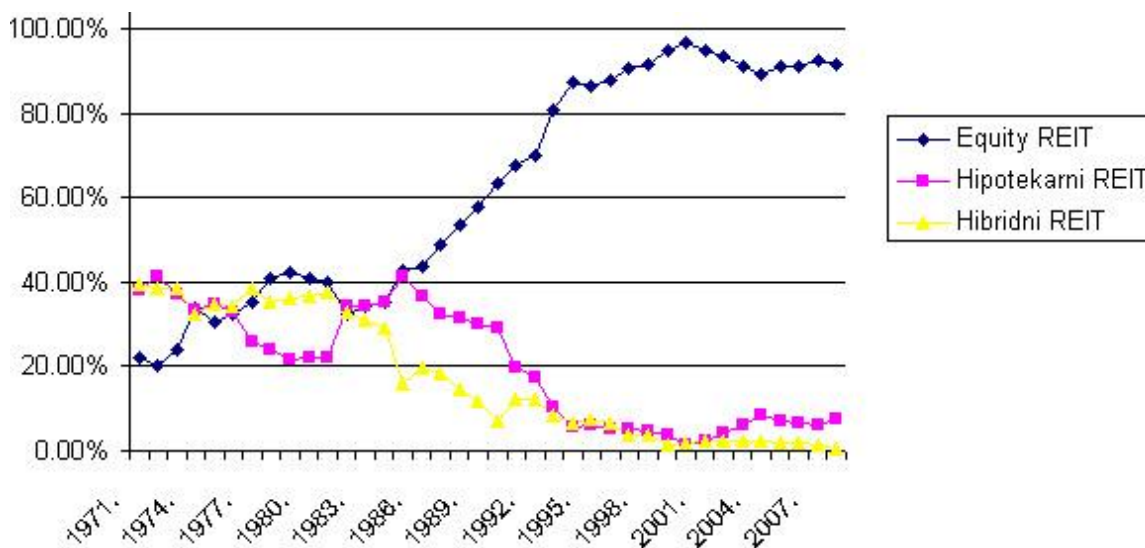
**Mašić Saša - doktorska disertacija**  
**Investicioni oblici za razvoj hotelijerstva Srbije**

|              |        |       |       |      |
|--------------|--------|-------|-------|------|
| <b>2005.</b> | 91.17% | 7.07% | 1.76% | 100% |
| <b>2006.</b> | 91.48% | 6.66% | 1.86% | 100% |
| <b>2007.</b> | 92.52% | 6.11% | 1.37% | 100% |
| <b>2008.</b> | 91.96% | 7.45% | 0.59% | 100% |
| <b>2009.</b> | 91.58% | 8.15% | 0.27% | 100% |
| <b>2010.</b> | 92.19% | 7.81% | ---   | 100% |

*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka NAREIT*

Iz ovog tabelarnog pregleda kao i Grafikona 22 je sasvim uočljiva tendencija preuzimanja primata imovinskih REIT u odnosu na hipotekarne i hibridne oblike ovih fondova. Ako se posmatraju vrednosti s početka sedamdesetih godina uočljivo je da su primat na tržištu imali hipotekarni i hibridni specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine. Imovinski REIT počinju da preuzimaju primat na tržištu sredinom osamdesetih godina. Danas kapitalizacija imovinskih REIT-a na američkom tržištu čini i preko 90% ukupne tržišne kapitalizacije svih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Grafički izraz najbolje dokazuje evidentne tendencije.

**Grafikon 22:** Učešće pojedinih oblika specijalizovanih investicionih fondova u ukupnoj kapitalizaciji svih REIT fondova



*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka NAREIT*



Značajno je sagledati i dinamiku rasta tržišne kapitalizacije specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu Sjedinjenih Američkih Država kako bi se identifikovali periodi u kojima su REIT beležili najviši rast.

***Tabela 5: Godišnje stope rasta (smanjenja) kapitalizacije specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu Sjedinjenih Američkih Država – (lančane stope rasta)***

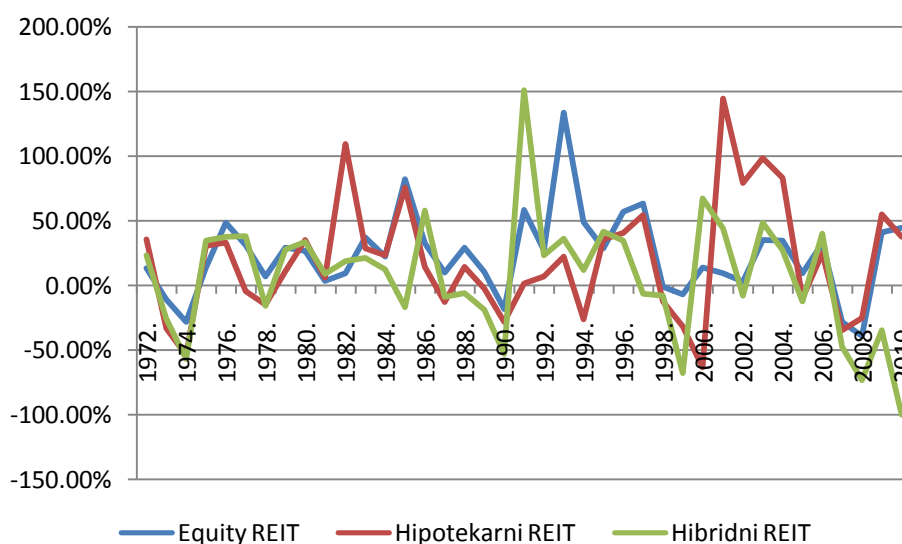
| <b>Godina</b> | <b>Imovinski REIT</b> | <b>Hipotekarni REIT</b> | <b>Hibridni REIT</b> | <b>UKUPNO REIT</b> |
|---------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|--------------------|
| <b>1972.</b>  | 13.64%                | 35.72%                  | 23.21%               | 25.86%             |
| <b>1973.</b>  | -10.95%               | -33.17%                 | -25.89%              | -25.89%            |
| <b>1974.</b>  | -28.01%               | -53.87%                 | -57.11%              | -48.89%            |
| <b>1975.</b>  | 13.97%                | 30.65%                  | 34.66%               | 26.29%             |
| <b>1976.</b>  | 48.57%                | 33.21%                  | 37.44%               | 39.38%             |
| <b>1977.</b>  | 31.37%                | -4.16%                  | 37.97%               | 21.85%             |
| <b>1978.</b>  | 6.99%                 | -14.56%                 | -16.09%              | -7.57%             |
| <b>1979.</b>  | 29.16%                | 10.81%                  | 27.58%               | 24.19%             |
| <b>1980.</b>  | 26.71%                | 35.11%                  | 33.71%               | 31.04%             |
| <b>1981.</b>  | 3.75%                 | 6.24%                   | 8.66%                | 6.11%              |
| <b>1982.</b>  | 9.61%                 | 109.38%                 | 18.88%               | 35.25%             |
| <b>1983.</b>  | 37.07%                | 28.82%                  | 21.48%               | 29.06%             |
| <b>1984.</b>  | 22.19%                | 23.38%                  | 12.09%               | 19.45%             |
| <b>1985.</b>  | 82.24%                | 75.56%                  | -16.66%              | 50.91%             |
| <b>1986.</b>  | 32.59%                | 14.65%                  | 58.05%               | 29.32%             |
| <b>1987.</b>  | 9.74%                 | -12.81%                 | -9.14%               | -2.23%             |
| <b>1988.</b>  | 29.07%                | 14.53%                  | -6.16%               | 17.86%             |
| <b>1989.</b>  | 10.22%                | -2.33%                  | -18.91%              | 1.99%              |
| <b>1990.</b>  | -17.99%               | -27.91%                 | -53.09%              | -25.08%            |
| <b>1991.</b>  | 58.25%                | 1.46%                   | 150.89%              | 48.43%             |
| <b>1992.</b>  | 27.15%                | 7.21%                   | 23.28%               | 22.70%             |
| <b>1993.</b>  | 133.48%               | 22.57%                  | 36.08%               | 102.10%            |
| <b>1994.</b>  | 48.81%                | -26.36%                 | 11.69%               | 37.77%             |
| <b>1995.</b>  | 28.60%                | 35.67%                  | 41.51%               | 29.87%             |
| <b>1996.</b>  | 56.88%                | 40.74%                  | 34.56%               | 54.28%             |
| <b>1997.</b>  | 63.25%                | 54.24%                  | -6.28%               | 58.30%             |
| <b>1998.</b>  | -0.72%                | -12.07%                 | -7.91%               | -1.59%             |
| <b>1999.</b>  | -6.83%                | -31.46%                 | -67.71%              | -10.15%            |
| <b>2000.</b>  | 13.70%                | -63.26%                 | 67.08%               | 11.63%             |

**Mašić Saša - doktorska disertacija**  
**Investicioni oblici za razvoj hotelijerstva Srbije**

|              |         |         |          |         |
|--------------|---------|---------|----------|---------|
| <b>2001.</b> | 9.42%   | 144.52% | 43.87%   | 11.67%  |
| <b>2002.</b> | 2.84%   | 79.09%  | -7.77%   | 4.54%   |
| <b>2003.</b> | 35.39%  | 98.51%  | 48.46%   | 38.46%  |
| <b>2004.</b> | 34.42%  | 83.02%  | 27.07%   | 37.32%  |
| <b>2005.</b> | 9.52%   | -9.90%  | -12.54%  | 7.40%   |
| <b>2006.</b> | 32.91%  | 24.80%  | 40.09%   | 32.46%  |
| <b>2007.</b> | -27.96% | -34.74% | -47.63%  | -28.77% |
| <b>2008.</b> | -38.95% | -25.05% | -73.41%  | -38.58% |
| <b>2009.</b> | 40.92%  | 54.78%  | -34.59%  | 41.51%  |
| <b>2010.</b> | 44.51%  | 37.48%  | -100.00% | 43.55%  |

*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka NAREIT*

**Grafikon 23:** Stope rasta tržišne kapitalizacije specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu Sjedinjenih Američkih Država



*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka NAREIT*

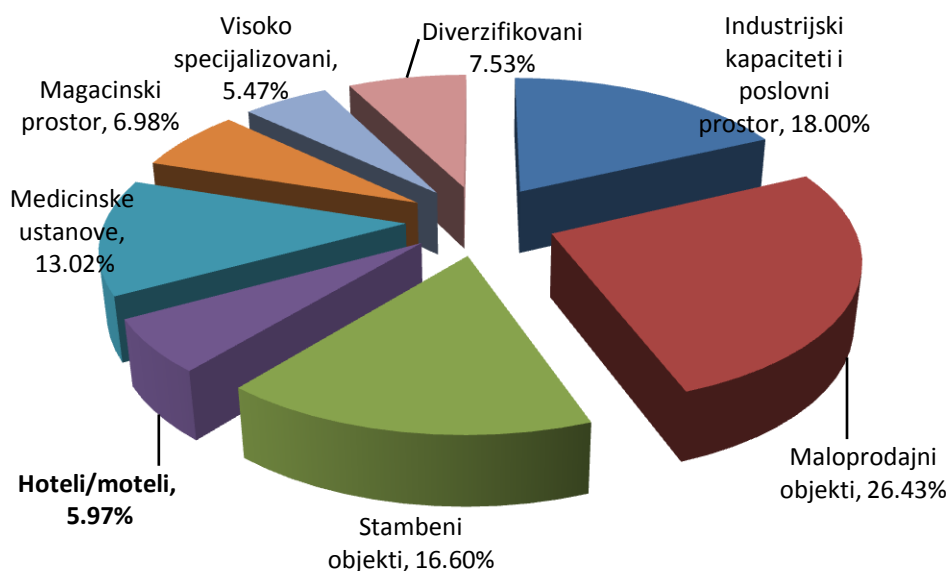
Već je rečeno da imovinski specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine ulažu u konkretnu imovinu i da je krajem osamdesetih i početkom devedesetih došlo do izrazite specijalizacije fondova po tipu nekretnina u koji ulažu. Interesantno bi bilo sagledati vrednosti tržišne kapitalizacije, prinosa po osnovu dividendi i ukupnih prinosa za pojedine vrste imovinskih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu SAD.

**Tabela 6:** Struktura imovinskih REIT fondova po tipu nekretnina u koji ulažu

| Sektor                                     | Broj REIT  | Tržišna kapitalizacija (u hiljadama USD) | Učešće u ukupnoj kapitalizaciji |
|--------------------------------------------|------------|------------------------------------------|---------------------------------|
| Industrijski kapaciteti i poslovni prostor | 30         | 69 783 042                               | 18.00%                          |
| Maloprodajni objekti                       | 28         | 102 462 917                              | 26.43%                          |
| Stambeni objekti                           | 18         | 64 362 626                               | 16.60%                          |
| Hoteli/moteli                              | 14         | 23 127 297                               | 5.97%                           |
| Medicinske ustanove                        | 12         | 50 478 484                               | 13.02%                          |
| Magacinski prostor                         | 4          | 27 043 215                               | 6.98%                           |
| Visoko specijalizovani                     | 4          | 21 198 470                               | 5.47%                           |
| Diverzifikovani                            | 13         | 29 198 470                               | 7.53%                           |
| <b>UKUPNO</b>                              | <b>123</b> | <b>387 655 021</b>                       | <b>100%</b>                     |

*Izvor: NAREIT, www.reit.com, uvid 09.12.2011.*

**Grafikon 24:** Struktura imovinskih REIT fondova po tipu nekretnina u koji ulažu



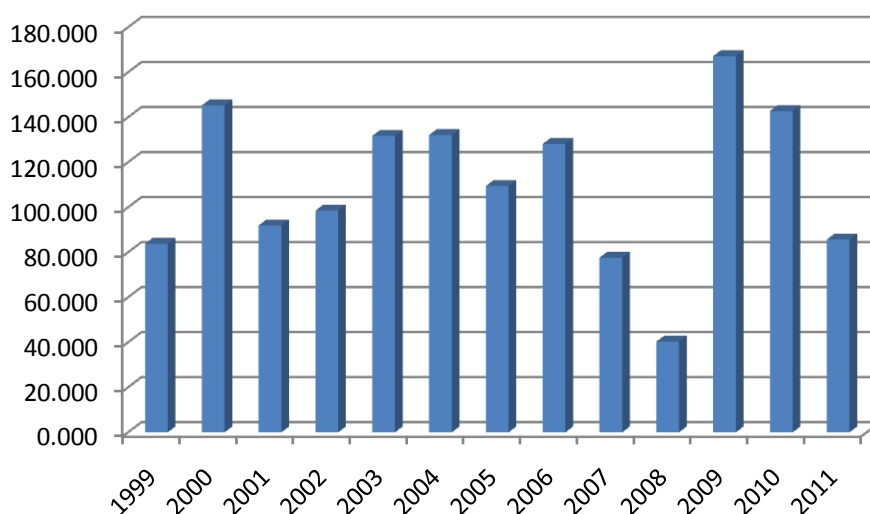
*Izvor: Sopstveni proračun na osnovu podataka NAREIT*

Jasno je iz tabelarnog i grafičkog prikaza da su dana 31.12.2010. godine REIT specijalizovani za ulaganje u hotelijersku industriju imali učešće u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji svih REIT na američkom tržištu od oko 5,97%. Iako je to značajno manje u odnosu na recimo kapitalitaciju fondova koji ulažu u maloprodajne objekte, treba znati da je u poslednjih dve godine to učešće ipak značajno poraslo pošto je krajem 2008. godine iznosilo 3,69%.

Ukupan prinos na ulaganje u investicione fondove specijalizovane za ulaganje u hotelijerstvo u 2011. godini bio je negativan i iznosio je  $-14,31\%^{181}$ . Ukupan prinos predstavlja sumu prinosa po osnovu isplaćenih dividendi i potencijalnih prinosa po osnovu apresijacije cene akcija specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine, u našem slučaju u hotelske kapacitete. Jasno je da je zabeležena negativna vrednost posledica depresijacije cena akcija REIT na tržištu.

Značajno je sagledati i dinamiku ukupnih prinosa na investicije u hotelske REIT.

**Grafikon 25:** Kretanje ukupnih prinosa na ulaganje u hotelski REIT na tržištu SAD u periodu 1999-2011. godina – lančani indeksi



**Izvor:** Sopstveni proračun na osnovu „REITWATCH“, A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry- NAREIT, februarski izveštaji 2000-2012. godina

Iz grafikona je uočljivo da je najveći pad zabeležen u 2007. i posebno u 2008. godini. Postavlja se pitanje koji faktori su doveli do pada tržišne vrednosti akcija hotelskih REIT? Investitori na berzi vrednuju kako postojeću, tako i očekivanu profitabilnost fonda. Imajući to u vidu, jasno je da je pad cena akcija REIT usledio kako usled tekućih poslovnih performansi, tako i usled očekivanja loših budućih rezultata u svetlu nastupajuće globalne ekonomske krize.

---

<sup>181</sup> „REITWATCH“, A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry- NAREIT, „preuzeto sa [www.reit.com](http://www.reit.com), februar 2012., str. 4

Tražnja za hotelskim uslugama se nalazi u direktnoj korelaciji sa kretanjem BDP. PriceWaterhouseCooper<sup>182</sup> je sproveo istraživanje elastičnosti tražnje za hotelskim uslugama u odnosu na kretanje BDP, a rezultati su dati u tabeli 7<sup>183</sup>.

**Tabela 7:** Koeficijenti elastičnosti tražnje za hotelskim uslugama u odnosu na BDPu SAD

| Period     | Koeficijent elastičnost tražnje<br>u odnosu na BDP |
|------------|----------------------------------------------------|
| 1967-1991. | 1,2                                                |
| 1991-2000. | 0,7                                                |
| 2002.      | 0,2                                                |
| 2003.      | 0,5                                                |
| 2004.      | 1,01                                               |
| 2005.      | 0,91                                               |

Izvor: PriceWaterhouseCooper

Koeficijent elastičnosti 0,2 u 2002. godini je posledica terorističkog napada 11.09.2001. Naime, usled terorističkog napada na SAD i posledica koje je on prouzrokovao, osećanja nesigurnosti i straha, smanjen je obim putovanja i tražnja za hotelskim uslugama nije porasla u meri u kojoj se to moglo očekivati na osnovu iskustva iz prošlosti<sup>184</sup>.

Evidentno je da postoji snažna međuzavisnost u kretanju tražnje i BDP. Imajući u vidu da aktuelnu krizu upoređuju sa nekim od najvećih svetskih kriza jasno je da će se to negativno odražava na stepen iskorišćenja hotelskih kapaciteta, a sledstveno tome i RevPar-a (Revenue Per Available Room – prihodi po raspoloživoj sobi). Te tendencije su već vrlo jasno uočljive na tržištu. Prema istraživanjima renomiranog časopisa Hotels<sup>185</sup> objavljenih u novembru 2008. godine na tržištu SAD pad vrednosti RevPar-a u odnosu na novembar 2007. se kretao od 8,9 (Atlanta) do 21,9% (New York), na tržištu Evrope od 18,3 (Berlin) do 35%(Madrid), a slična je situacija i na ostalim tržištima. Retki su primeri destinacija u kojima su hotelijeri zabeležili rast RevPar-a. Ni prognoze kretanja RevPar-a ne daju prostora za optimizam. Slične prognoze imaju i menadžmenti vodećih REIT za ulaganje u hotelijerstvo, kao i nekih od najjaćih hotelskih korporacija.

---

<sup>182</sup> Izvor [www.ehotelier.com](http://www.ehotelier.com), uvid 17.11.2008. godine

<sup>183</sup> Podaci se odnose na SAD

<sup>184</sup> Na osnovu podataka Svetske banke (<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?page=1>) BDP per capita u SAD je u posmatranom periodu beležio rast vrednosti

<sup>185</sup> Internet prezentacija časopisa "Hotels", <http://www.hotelsmag.com>, uvid 15.12.2008.

Jasno je da smanjenje profitabilnosti hotela direktno utiče na smanjenje profitabilnosti REIT specijalizovanih za ulaganje u hotelijerstvo. Sumorne prognoze u vezi trajanja krize dodatno utiču na smanjenje tražnje za akcijama ovih fondova na berzama, što vodi daljem padu cene tih akcija.

Po istom istraživanju PriceWaterhouseCooper-a postoji direktna korelacija između tražnje za hotelskim uslugama i cene nafte na svetskom tržištu u smislu da povećanje cene nafte od 10% uzrokuje pad tražnje od 0,5%. Cena nafte je u prvoj polovini 2008. godine dostigla rekordne vrednosti koje su prelazile i 147 USD za barel, da bi pred kraj godine značajno opala čak i do 35 USD za barel. Tokom 2011. godine cena nafte je opet išla i preko 100 USD za barel. Rekordno visoke cene nafte su dodatno doprinele padu prihoda hotelskih preduzeća, sledstveno tome i cena akcija REIT.

Pored aktuelnih problema na strani tražnje za hotelskim uslugama, problem se u pojedinim destinacijama javlja i na strani ponude. Naime, u periodu optimističnih prognoza mnoge kompanije su započele investicije u proširenje ponude što je dovelo do izgradnje predimenzioniranih hotelskih kapaciteta. Ako se ta pojava sagleda u svetlu smanjenja hotelske tražnje uzrokovane ulaskom mnogih snažnih svetskih ekonomija u period recesije, jasno je da dodatno utiče na poslovne rezultate hotelske industrije i pad vrednosti RevPar-a, a samim tim i vrednosti akcija REIT specijalizovanih za ulaganje u hotelijerstvo.

Menadžment pojedinih REIT fondova je na osnovu optimističnih prognoza daljeg rasta tržišta nekretnina, a iz tih projekcija izvedenih percepcija niskog poslovnog rizika, odlučio da nastavi finansiranje izgradnje i kupovine nekretnina kapitalom sa visokim učešćem kredita dobijenim od banaka. Na taj način su sebe doveli u situaciju visokog rizika. To i ne bi bio problem da nije došlo do snažne krize koja je ovim fondovima donela velike poslovne probleme i rizike. Prethodno preuzete obaveze su kreirale visoke fiksne rashode finansiranja sa kojim se pojedini fondovi nisu mogli izboriti i jednostavno su propali. Za razliku od američkog zakonodavstva koje ne nameće ograničenja u

izvorima finansiranja, mnoga evropska zakonodavstva koja regulišu problematiku REIT postavljaju striktno uslove u pogledu maksimalnog učešća pozajmljenog kapitala<sup>186</sup>.

U nastavku rada će se u kratkim crtama analizirati prosečan ostvareni prinos na ulaganja investitora u akcije specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu Severne Amerike i Evrope.

***Tabela 8: Prinosi od akcija REIT na tržištu Evrope i Severne Amerike***

| Godina       | Ukupan prinos |                    | Prinos od dividende |                    | Apresijacija/depresijacija<br>cene akcija REIT |                    |
|--------------|---------------|--------------------|---------------------|--------------------|------------------------------------------------|--------------------|
|              | Evropa        | Severna<br>Amerika | Evropa              | Severna<br>Amerika | Evropa                                         | Severna<br>Amerika |
| <b>1999.</b> | -3.23%        | -4.38%             | 3.65%               | 6.89%              | -6.88%                                         | -11.27%            |
| <b>2000.</b> | 8.12%         | 31.24%             | 3.87%               | 8.57%              | 4.24%                                          | 22.67%             |
| <b>2001.</b> | -6.12%        | 9.98%              | 3.29%               | 5.90%              | -9.14%                                         | 4.09%              |
| <b>2002.</b> | 21.69%        | 2.42%              | 4.88%               | 6.21%              | 16.81%                                         | -3.79%             |
| <b>2003.</b> | 44.68%        | 37.70%             | 5.96%               | 8.05%              | 8.05%                                          | 29.65%             |
| <b>2004.</b> | 52.73%        | 33.51%             | 5.78%               | 6.63%              | 46.95%                                         | 26.88%             |
| <b>2005.</b> | 9.43%         | 13.21%             | 3.39%               | 5.12%              | 6.03%                                          | 8.09%              |
| <b>2006.</b> | 66.99%        | 36.26%             | 4.20%               | 5.38%              | 62.79%                                         | 30.89%             |
| <b>2007.</b> | -24.50%       | -14.92%            | 2.13%               | 3.33%              | -26.63%                                        | -18.25%            |
| <b>2008.</b> | -51.13%       | -40.63%            | 2.17%               | 3.25%              | -53.30%                                        | -43.88%            |
| <b>2009.</b> | 40.45%        | 32.22%             | 7.45%               | 7.04%              | 33%                                            | 25.18%             |
| <b>2010.</b> | 9.23%         | 28.65%             | 4.82%               | 5.01%              | 4.41%                                          | 23.63%             |

*Izvor: „REITWATCH“, A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry-  
NAREIT, februar 2011., strana 37.*

Koristeći podatke date u Tabeli 8 možemo izračunati koeficijent korelacije ukupnih prinosa na tržištu Evrope i Severne Amerike. Taj koeficijent iznosi 0,8762 i može se tumačiti da postoji visoka koreliranost prihoda od akcija specijalizovanih investicionih fondova na tržištima Evrope i Severne Amerike.

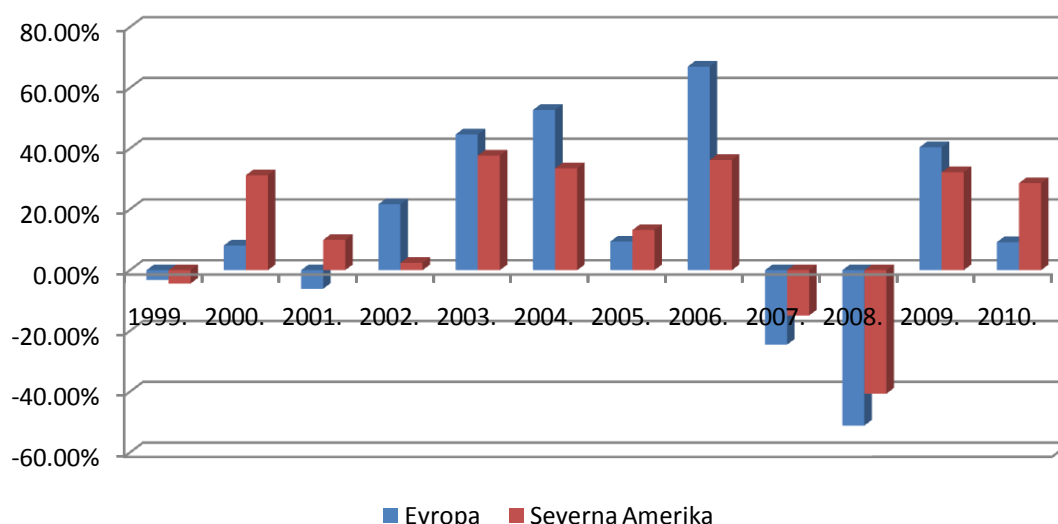
Ako se analizira visina ostvarenih prinosa, zaključak je da su ostvareni prosečni ukupni prinosi u Evropi (14,03%) malo veći od prosečnih ukupnih prinosa u Severnoj Americi

<sup>186</sup> iznet stav prema podacima iz „Global REIT Survey“, European Public Real Estate Association, Brisel, 2009.

(13,77%). Ako se analizira struktura ukupnih prinosa, uočljivo je da se u Severnoj Americi prosečna isplaćena dividenda kretala na nivou od 5,95%, a u Evropi je bila niža i iznosila je 4,30%.

Ova značajna razlika u visini dividende se delimično može objasniti razlikom u zakonskoj regulativi koja se tiče obaveze specijalizovanih investicionih fondova na isplatu određenog procenta ostvarenog dobitka. U Severnoj Americi REIT postoje u SAD i Kanadi (MFT)<sup>187</sup>. U Sjedinjenim Američkim Državama REIT ima zakonsku obavezu isplate 90% dobitka. U Kanadi ne postoji tako izričita klauzula, ali postoji zakonsko rešenje koje stimuliše fondove na distribuciju najvećeg dela profita<sup>188</sup>. U Evropi se nije jedinstveno rešilo ovo pitanje. Neke zemlje su potpuno preuzele zakonsku odredbu od SAD, dok su neke, recimo Turska, zakonskim rešenjima izbegli nametanje obaveze isplate određenog procenta ostvarenog dobitka.

**Grafikon 26:** Ukupan prinos od akcija specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištima Severne Amerike i Evrope



**Izvor:** „REITWATCH“, A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry- NAREIT

Postojećim zakonskim rešenjima u Srbije je moguće formirati zatvorene investicione fondove za ulaganje u nekretnine. Ipak, postojeća zakonska rešenja nisu ovim fondovima omogućila kreiranje komparativnih prednosti koje ulaganja u njih čini

---

<sup>187</sup> „Global REIT Survey“, European Public Real Estate Association, Brisel, 2009., str. 270.

<sup>188</sup> „Global REIT Survey“, European Public Real Estate Association, Brisel, 2009., str. 276.



atraktivnom opcijom i po kojima su REIT prepoznatljivi. Tu se pre svega misli na oslobađanje plaćanja poreza na dobitak, kao i ustanovljavanja obaveze isplate određenog procenta ostvarenog dobitka kroz dividende. U slučaju donošenja odluke da se i u Srbiji omogući formiranje i funkcionisanje REIT, bilo bi korisno detaljno proučiti iskustva zemalja u kojima ovi fondovi posluju već duži niz godina i izabrati model koji bi omogućio kreiranje atraktivne investicione opcije za strane i domaće investitore.

### **3.1.2. RAZVOJNE KARAKTERISTIKE HOTELSKIH REIT I DETERMINANTE NJIHOVOG POSLOVNOG USPEHA**

Tokom poslednje dve decenije značajno se povećao broj hotelskih REIT na tržištu, kao i obim njihove tržišne kapitalizacije. U 1993. godini na tržištu su bila prisutna samo dva REIT specijalizovana za ulaganje u hotelijerstvo ukupne tržišne kapitalizacije od oko 100 miliona USD<sup>189</sup>. Po najnovijim podacima tržišna kapitalizacija REIT specijalizovanih za ulaganje u hotelijerstvo na tržištu Sjedinjenih Američkih Država je oko 23,1 milijardi USD<sup>190</sup>. Prilikom procene ostvarenog rasta treba imati u vidu da su 2007. i 2008. godina bile godine u kojima je pod uticajem svetske ekonomske krize došlo do značajnog pada vrednosti tržišne kapitalizacije ovih fondova. Samo u 2008. godini tržišna vrednost akcija ovih fondova je opala za oko 73%. Pre aktelne svetske krize vrednosti kapitalizacije ovih fondova su bile višestruko veće. Tokom 2009. i 2010. godine je povraćen deo prethodne vrednosti.

Prvi REIT specijalizovan za ulaganje u hotelijerstvo je bio „Hotel Investors Trust”. Ovaj fond se pojavio na tržištu 1969. godine i to u formi hibridnog REIT. „Hotel Investors Trust” je poslovao koristeći već objašnjenu „paired share” strukturu.

Fond „Hotel Investors Trust” je 1994. godine preuzet od strane „Starwood Capital Group”. Povezane kompanije koje su činile pomenutu „paired share” strukturu su preimenovane tako da je sam fond nazvan „Starwood Lodging Trust”, a filijala „Starwood Lodging Corporation”. Te povezane kompanije su 1998. godine formirale

---

<sup>189</sup> Zheng G., Hyunjoon K., „An Examination of the Determinants of Hotel Reits' Unsystematic Risk”, *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 2003., Vol. 27, No. 2, strana 166-184

<sup>190</sup> „REITWATCH A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry”, NAREIT, Washington DC, 2011. – odnosi se na fondove koji kotiraju akcije na NY Stock Exchange

„Starwood Hotels & Resorts”<sup>191</sup>. „Starwood Lodging” je u jednom trenutku svog razvoja postao hotelski REIT sa najvećom kapitalizacijom na tržištu<sup>192</sup>.

Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine u hotelijerstvu su svoju ekspanziju započeli sredinom devedesetih godina prošlog veka.

Osamdesete godine je karakterisala ekstenzivna gradnja hotelskih kapaciteta koja je za posledicu imala činjenicu da je na kraju tog periodu na tržištu bila prisutna značajno veća ponuda hotelskih kapaciteta u odnosu na prethodni period. Kraj osamdesetih i početak devedesetih je bio period smanjenja ekonomskih aktivnosti, što je neumitno vodilo smanjenju tražnje hotelskih usluga. Ta dva faktora pojedinačno, a svakako još intenzivnije udruženo, su uticala na smanjenje stopa popunjenosti hotelskih kapaciteta, a sledstveno i smanjenju RevPar-a.

Problemi sa kojima se suočavala hotelijerska industrija su učinili da je bilo ekonomski isplativije kupiti postojeći hotelski objekat nego ući u proceduru izgradnje i razvoja novog. Investitori su uočili potencijal ovog tržišta. Velikom broju hotela su bila potrebna ulaganja u renoviranje objekata, izgradnja ili prihvatanje snažnog hotelskog brenda, promena menadžmenta i tržišno repozicioniranje. Postojeća preduzeća za tu investiciju nisu imali dovoljno raspoloživih finansijskih sredstava, a ni know-how. Strategija potencijalnih investitora je bila da se na tržištu pronađu takvi hotelski objekti. Zatim bi se išlo na formiranje specijalizovanog investicionog fonda koji bi otkupio te hotelske objekte, uneo potreban kapital i menadžersko znanje i učinio ih profitabilnim. Kupljene hotele bi putem različitih ugovornih formi REIT zatim prepustio na upravljanje hotelskim korporacijama i iz njih bi izvlačio profit. REIT su kroz proces dokapitalizacije na berzi prikupljali dodatna finansijska sredstva, a koristili su i raspoložive kreditne linije za finansiranje akvizicije. Ovaj proces bi se ponavljao što bi vodilo brzom rastu ovih fondova<sup>193</sup>.

Zabeleženi su i slučajevi da hotelski operatori izgrade hotelski objekat koji zatim prodaju delom ili u celini REIT-u uz uslov sklapanja ugovora o menadžmentu i nastavak

---

<sup>191</sup> Kagan R., *“Real Life Heroes: Practitioner's Manual”*, Haworth Press, Binghamton NY, 2007. , strana 65.

<sup>192</sup> DeFranco A., Lattin Thomas, *“Hospitality Financial Management”*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2006. , strana 164.

<sup>193</sup> DeFranco A., Lattin Thomas, *“Hospitality Financial Management”*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2006. , strana 164.

upravljanja objektom. U tom smislu je ilustrativan primer Mariott korporacije koja je 80-tih prva krenula sa takvim projektima<sup>194</sup>. Jasno se uočava tendencija odvajanja vlasništva nad hotelima od upravljanja tim hotelima koje je najčešće prepušteno veoma stručnim kadrovima samih hotelskih lanaca u čijem okviru ti hoteli i posluju.

Za ilustraciju uticaja REIT fondova na poslovanje hotelskih kompanija navešće se primer kompanije „Starwood Hotels & Resorts” koja kontroliše 1.041 hotel sa 308.700 soba u 100 zemalja sveta<sup>195</sup>. Hotelski lanac „Starwood Hotels & Resorts Worldwide” je formiran od strane „Starwood Capital”, prvobitno pod imenom „Starwood Lodging”, a u formi „paired share” specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine. Kompanija je na tržištu otkupila hotelske lance i brendove „Westin”, „Sheraton”, „Four Points”, „The Luxury Collection”, „St. Regis”, „Le Méridien”. Ono što je vrlo važno primetiti i naglasiti je da je „Starwood Hotels & Resorts Worldwide” kreirao i svoje sopstvene hotelske brendove „W Hotels” i „aLoft Hotels” sa kojima ima vrlo ambiciozne planove. To dokazuje da su specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine u svoju razvojnu politiku uključili ne samo kupovinu postojećih objekata već i razvoj snažnih hotelskih marki<sup>196</sup>. Na taj način REIT smanjuju odliv finansijskih sredstava iz svog poslovnog sistema po osnovu plaćanja naknada koji proističu iz ugovora o franšizi koje hotelski operator angažovan od strane specijalizovanog investicionog fonda sklapa sa poznatim hotelskim lancima u cilju pribavljanja prava korišćenja snažne hotelske marke u svom poslovanju. Dodatna pogodnost je u činjenici da su nekadašnji REIT došli u priliku da se nađu u poziciji franšizera na hotelskom tržištu, što im donosi dodatne prihode i uvećava profit. Investiranje u razvoj sopstvenih brendova se, barem na primeru „Starwood Hotels & Resorts Worldwide” pokazalo kao dugoročno dobra odluka i isplativa investicija.

Postoji nekoliko razloga zašto su hotelski REIT postali atraktivni za ulaganje investitorima sredinom devedesetih godina<sup>197</sup>:

---

<sup>194</sup> Imperiale R., *“Getting Started in Real Estate Investment Trusts”*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006, str. 189.

<sup>195</sup> Web sajt kompanije Starwood Hotels&Resorts Worldwide Inc., uvid 07.07.2011.

<sup>196</sup> Beals P., Arabia J., *“Lodging REITs: Ready for an Encore?”*, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, 1998. vol. 39, str. 52 - 59.

<sup>197</sup> Zheng G., Hyunjoon K., *“An Examination of the Determinants of Hotel Reits' Unsystematic Risk”*, Journal of Hospitality & Tourism Research, 2003., Vol. 27, No. 2, strana 166-184

- Promena propisa iz 1993. godine (Revenue Reconciliation Act) je doprinela povećanju atraktivnosti ulaganja institucionalnim investitorima u specijalizovane investicione fondove za ulaganje u nekretnine;
- Hotelska industrija je započela proces ekonomskog oporavka posle krize u koju je zapala prethodnih godina usled ekonomske recesije, ali i kao posledice prevelike izgradnje hotelskih kapaciteta. Kao posledica prevelike izgradnje hotelskih kapaciteta prosečan stepen iskorišćenosti kapaciteta je smanjen sa 70,6% u 1980. godini na 60,9% u 1990. godini<sup>198</sup>;
- Investitori su hotelske REIT videli kao dodatan način diverzifikacije postojećeg investicionog portfolija;
- Generalno posmatrajući, ulaganje u specijalizovane investicione fondove, a samim tim i u hotelske REIT, investitori su videli kao priliku da zaštite svoju investiciju od posledica inflacije. Brojna istraživanja su potkrepila tezu da se ulaganjem u REIT investitor štiti od negativnih uticaja inflacije na profitabilnost samog ulaganja.

Ulaganje u hotelijerstvo je kapitalno intenzivna delatnost. Ulaganja u hotelski objekat moraju biti gotovo kontinuirana u cilju održavanja i unapređenja nivoa postojeće ponude u cilju izgradnje što povoljnijeg konkurentskog položaja.

Kroz rad je već objašnjeno da specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine da bi ostvarili i zadržali svoj povlašćeni poreski status moraju kroz dividendu isplatiti akcionarima 90% ostvarenog profita.

Ako se zna da su hotelski REIT i dalje u obavezi da upravljanje hotelskog objekta prepuste trećim licima kroz određeni ugovorni aranžman jasno je da se na ovaj način jedan deo ostvarenog profita izvlači iz poslovnog sistema specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine. Ovaj problem se dodatno potencira primerima iz prakse da su upravljačke strukture specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine ponekad angažovale preduzeća za upravljanje tim nekretninama u kojima su i sami imali izvesnih poslovnih interesa. Ugovori koji su u tim slučajevima sklapani su često bili nepovoljni po sam specijalizovani investicioni fond u smislu prevelikih izdvajanja u korist preduzeća hotelskih operatora.

---

<sup>198</sup> Mullaney J., *“REITs: Building Profits with Real Estate Investment Trusts”*, John Wiley and Sons, New Jersey, 1997. , strana 189.

Kao primer iz prakse koji dokazuje prethodno iznetu tvrdnju može se navesti slučaj hotelskog REIT „RFS Hotel Investors” koji je 1997. godine kompaniji „Doubletree” prodao kompaniju koju je razvio za upravljanje svojim hotelskim portfoliom. Za tu menadžment kompaniju „Doubletree” je platio 72 miliona USD. Postavlja se pitanje zašto bi već afirmisana korporacija u poslu upravljanja hotelskim kapacitetima platila toliku cenu za akviziciju manje menadžment kompanije osim ako na taj način nisu kupili i veoma povoljne, ranije sklopljene, ugovore o upravljanju hotelskim kapacitetima fonda „RFS Hotel Investors”<sup>199</sup>. Jasno je da je visoka profitabilnost te kompanije za menadžment ostvarena sklapanjem za nju veoma povoljnih, a za akcionare specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine nepovoljnih ugovora o upravljanju hotelskim portfoliom samog fonda, kao i da je to bio razlog spremnosti kompanije „Doubletree” da plati tako visoku cenu za akviziciju pomenute kompanije za menadžment.

Jasno je da REIT mora isplatiti veoma visok procenat ostvarenog profita kroz dividende. Na visinu samog profita dodatno negativno utiče obaveza postojanja nezavisnog hotelskog operatora koji će upravljati hotelima. Na ovaj način veoma mali iznos novčanih sredstava preostaje za reinvestiranje. Specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine do svežeg kapitala može doći:

- dokapitalizacijom na tržištu kapitala,
- kroz razne oblike zaduživanja na finansijskom tržištu.

U slučaju dokapitalizacije na tržištu, odnosno izdavanja i prodaje novih akcija fonda, prikupljeni kapital se ređe koristi za ulaganje u modernizaciju postojećih objekata koji se nalaze u poslovnom sistemu fonda, kao i za ulaganje u izgradnju i razvoj novih hotelskih kapaciteta. Najveći obim prikupljenog kapitala se najčešće usmerava ka kupovini i prilagođavanju hotelskih objekata koji već posluju na tržištu. Razlog je jednostavan.

Ulaganjem u izgradnju i razvoj novog hotelskog objekta prvi profit po osnovu te investicije se može očekivati tek posle nekoliko godina. Cena akcija samog fonda na berzi je determinisana brojnim faktorima, ali jedan od osnovnih jeste i trenutna profitabilnost fonda. Ulaganje u nove hotele ne doprinosi tekućem povećanju

---

<sup>199</sup> Beals P., Arabia J., *“Lodging REITs: Ready for an Encore?”*, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, 1998, vol. 39, strana. 52 - 59.

profitabilnosti već predstavlja investiciju u budućnost. Kako su sami REIT konstantno upućeni na dokapitalizaciju i zaduživanje kao način prikupljanja sredstava za finansiranje poslovnih aktivnosti, menadžment ovih investicionih fondova specijalizovanih za ulaganje u hotelijerstvo je u konstantnom naporu za povećanjem tekuće i kratkoročne profitabilnosti da bi se ispunila očekivanja potencijalnih investitora. To je osnovni razlog zašto hotelski REIT često kupuju hotelske objekte koji već posluju na tržištu, jer na taj način u kraćem roku mogu povećati kako stvarnu profitabilnost, tako i profitna očekivanja. U jednom trenutku razvoja ovih fondova na tržištu jednostavno se smanjila ponuda atraktivnih hotelskih kapaciteta na domaćem tržištu pa su se neki od ovih fondova opredelili i za investicije van Sjedinjenih Američkih Država u cilju dodatnog povećanja sopstvene profitabilnosti.

Ekonomski uspeh investicionog fonda za ulaganje u nekretnine specijalizovanog za investicije u hotelijerstvo je determinisan mnoštvom faktora od kojih su neki internog karaktera, odnosno nalaze se pod kontrolom samog REIT-a koji na njih može značajno uticati, a neki su eksternog karaktera i sam investicioni fond na njih ni na koji način ne može uticati.

Osnovni eksterni faktor uspeha investicionog fonda za ulaganje u nekretnine specijalizovanog za ulaganje u hotelijerstvo je trenutno stanje u ekonomiji, dok je kritični interni faktor uspeha sposobnost menadžmenta hotelskih objekata u sastavu samog REIT.

Investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine specijalizovani za ulaganje u hotelijerstvo su najviše od svih oblika REIT zavisni od ekonomskih kretanja. Ovi fondovi pokazuju superiornije performanse od većine ostalih tipova imovinskih REIT u periodima ekonomskog rasta, dok u periodima ekonomske recesije ostvaruju inferiornije rezultate. Njihova velika zavisnost od generalnog stanja ekonomije je posledica činjenice da je tražnja za hotelskim uslugama snažno determinisana upravo stanjem ekonomije. I ova konstatacija se odnosi na sve glavne segmente hotelske tražnje.

Putovanja i turizam se ponekad smatraju luksuzom. Ovo je pogotovo tačno u vremenima ekonomske recesije. Turističke potrebe se zadovoljavaju tek po zadovoljenju osnovnih životnih potreba, pa kao rezultantu imamo dohodovno elastičnu tražnju za hotelskim uslugama.

Ako se posmatra poslovni segment putovanja, jasno je da smanjenje obima ekonomskih aktivnosti kao posledicu ima smanjen obim poslovnih putovanja, često izostanak incentive putovanja, kao i pokušaje značajnih ušteda kompanija u svim ostalim segmentima. I kod ovog segmenta tražnje je evidentna snažna elastičnost u odnosu na stanje ekonomije.

Tražnja za hotelskim uslugama se nalazi u direktnoj korelaciji sa kretanjem BDP. Papatheodorou navodi da prosečna dohodovna elastičnost tražnje iznosi 1,76%<sup>200</sup>. Mora se napomenuti da se dohodovna elastičnost tražnje razlikuje ne samo u različitim vremenskim periodima već i u različitim zemljama sveta. Tako Vanhove u svom radu navodi sledeće vrednosti koeficijenta dohodovne elastičnosti tražnje<sup>201</sup>:

**Tabela 9:** Dohodovna elastičnost tražnje turističkih usluga u različitim zemljama

| Zemlja           | Dohodovna elastičnost tražnje |
|------------------|-------------------------------|
| Australija       | 1,24                          |
| Austrija         | 1,21                          |
| Nemačka          | 0,61                          |
| Švajcarska       | 1,60                          |
| Danska           | 1,36                          |
| Francuska        | 1,11                          |
| Italija          | 2,12                          |
| Japan            | 2,10                          |
| Španija          | 2,45                          |
| Švedska          | 2,47                          |
| SAD              | 2,06                          |
| Velika Britanija | 0,52                          |

*Izvor: Norbert Vanhove, "The Economics of Tourism Destinations"*

Za uspešno upravljanje hotelom je potreban specifičan know-how kao i dosta tržišnog iskustva. Trajanje, uslovno rečeno, zakupa soba u hotelu je ubedljivo najkraće od trajanja zakupa bilo kog drugog tipa nekretnine u koje ulažu specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine. Kod REIT koji su investirali u poslovni prostor ili

---

<sup>200</sup> Papatheodorou A., "Corporate Rivalry and Market Power: Competition Issues in the Tourism Industry", I.B.Tauris, New York, 2006., str. 24.

<sup>201</sup> Vanhove N., "The Economics of Tourism Destinations", Elsevier, London, 2005., str. 19.

industrijske kapacitete prosečna dužina zakupa nekretnine od strane klijenata iznosi od 10-30 godina, kod apartmana je ta dužina od jedne do dve godine. U slučaju hotelskih REIT dužina trajanja zakupa se meri danima<sup>202</sup>.

Kod ugovora koji se sklapaju između industrijskih, poslovnih, stambenih REIT i zakupaca visina rente je određena za duži vremenski period unapred, a postavljani su i uslovi i rokovi u kojima se ta visina rente može menjati. Za razliku od njih, visina cene hotelskih usluga je znatno podložnija promenama pa je znatno teže planirati prihode hotela, a samim tim i investicionog fonda za ulaganje u nekretnine specijalizovanog za ulaganje u hotelijerstvo.

Za uspeh na visoko konkurentnom hotelskom tržištu je često potrebno vezati hotelski objekat za neku snažnu hotelsku marku. Upravljačke strukture hotela imaju izbor<sup>203</sup>:

- nastaviti rad kao nezavistan hotel,
- putem ugovora o franšizi, ili
- nekom drugom ugovornom formom, pre svih ugovorom o menadžmentu, nastaviti poslovanje pod poznatim hotelskim brendom.

Ulaskom u poslovni sistem neke snažne hotelske korporacije i obezbeđenjem mogućnosti korišćenja afirmisanog hotelskog brenda ostvaruje se čitav niz prednosti i mogućnosti za podizanje profitabilnosti hotela u vlasništvu hotelskih REIT. Osnovne prednosti su<sup>204</sup>:

- najčešće se uz pomoć jakog brenda osvaja veće tržište,
- naplaćuju se više cene od potrošača,
- postiže se viši nivo prinosa na investiciju, što je naročito važno potencijalnim investitorima,
- kreira se bolja osnova za dalji rast i razvoj,
- lakše se izgrađuje lojalnost potrošača, a samim tim i obezbeđuju stabilni prihodi u budućnosti.

---

<sup>202</sup> Imperiale R., *"Getting Started in Real Estate Investment Trusts"*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006. str. 7.

<sup>203</sup> Rutherford D., O'Fallon M., *"Hotel Management and Operations"*, 4th Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006., str. 7

<sup>204</sup> Martorell O, *"The Growth Strategies of Hotel Chains"*, The Haworth Press, Binghamton, NY, 2006. str. 156.



Vrlo je česta situacija u praksi da hotelski REIT po akviziciji hotela na tržištu kroz različite ugovorne forme uključuju svoje objekte u ponudu renomiranih hotelskih lanaca, obezbeđujući na taj način prednosti koje proizilaze iz korišćenja snažne hotelske marke, a u pojedinim slučajevima i menadžerskih ekspertskih znanja.

Sledi prikaz nekoliko investicionih fondova (REIT) koji su se specijalizovali za ulaganja u hotelsku industriju<sup>205</sup>. U drugoj koloni je data tržišna kapitalizacija tih fondova na dan 8.5.2007. godine, a u trećoj koloni tržišna kapitalizacija na dan 02.06.2012. godine. Vidi se da je kapital pojedinih fondova premašivao iznose i od 13 milijardi američkih dolara, ali i da se, pod uticajem trenutne finansijske krize, tržišna vrednost većine ovih fondova smanjila. Ovi investicioni fondovi ulažu širom sveta, a svoje akcije kotiraju na Njujorškoj berzi.

**Tabela 10:** Tržišna kapitalizacija pojedinih američkih REIT(u milionima USD)

| REIT / (TIK SIMBOL)                  | Tržišna kapitalizacija<br>(8.5.2007. godine) | Tržišna kapitalizacija<br>(02.06.2012. godine) |
|--------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------|
| Host Hotels & Resorts Inc. (HST)     | 13 200                                       | 10 380                                         |
| Hospitality Properties Trust (HPT)   | 4 300                                        | 2 790                                          |
| LaSalle Hotel Properties (LHO)       | 1 900                                        | 2 250                                          |
| Diamondrock Hospitality Co. (DRH)    | 1 800                                        | 1 580                                          |
| Strategic Hotels & Resorts, In (BEE) | 1 700                                        | 1 220                                          |
| Sunstone Hotel Investors Inc. (SHO)  | 1 800                                        | 1 140                                          |
| Hersha Hospitality Trust (HT)        | 490                                          | 1 000                                          |
| FelCor Lodging Trust Inc. (FCH)      | 1 600                                        | 490                                            |
| Supertel Hospitality, Inc. (SPPR)    | 158                                          | 20                                             |
| <b>UKUPNO</b>                        | <b>26 948</b>                                | <b>20 870</b>                                  |

*Izvor: NY Stock Exchange*

Ukupna tržišna kapitalizacija analiziranih REIT je 08.05.2007. godine iznosila 26,948 milijardi američkih dolara, a 02.06.2012. je iznosila 20,870 milijardi američkih dolara, odnosno 22,55% manje u odnosu na vrednost iz 2007. godine. Samo dva fonda iz grupe analiziranih su tokom posmatranog perioda povećali vrednost svoje tržišne kapitalizacije.

---

<sup>205</sup> Yahoo Finance, uvid 8.maj 2007.

Hotelski REIT kroz procese akvizicija na tržištu kao i izgradnje novih kapaciteta kontrolišu vlasničke udele u velikom broju hotela. Tako 16 najvećih američkih REIT ima ukupno vlasničke udele u 979 hotela ukupnog kapaciteta 227.307 hotelskih soba.

**Tabela 11:** Hotelski kapaciteti u vlasništvu najvećih američkih REIT

| INVESTICIONI FOND            | BROJ HOTELA | BROJ SOBA      |
|------------------------------|-------------|----------------|
| Host Hotels and Resorts      | 124         | 63 653         |
| Hospitality Property Trust   | 289         | 42 908         |
| Felcor Lodging Trust         | 84          | 24 196         |
| Ashford Hospitality Trust    | 101         | 21 910         |
| Sunstone Hotel Investors     | 31          | 11 709         |
| Innkeepers USA               | 73          | 10 051         |
| Hersha Hospitality Trust     | 76          | 10 037         |
| Diamondrock Hospitality      | 23          | 10 002         |
| LaSalle Hotel Properties     | 34          | 8 909          |
| Strategic Hotels and Resorts | 17          | 7 640          |
| Supertel Hospitality Inc     | 77          | 7 232          |
| MHI Hospitality Corporation  | 11          | 2 589          |
| Innsuites Hospitality Trust  | 16          | 1 883          |
| Pebblebrook Hotel Trust      | 6           | 1 686          |
| Chatam Lodging Trust         | 13          | 1 633          |
| Chesapeake Lodging Trust     | 4           | 1 269          |
| <b>UKUPNO</b>                | <b>979</b>  | <b>227 307</b> |

Izvor: Sopstveno istraživanje (podaci iz novembra 2010. godine)

U nastavku rada će se kroz kratku analizu investicionih portfelja najvećih hotelskih REIT na tržištu Sjedinjenih Američkih Država pokazati da oni učestalo optiraju za uključivanje svojih hotelskih objekata ugovornim formama u međunarodne hotelske lance i korišćenje prednosti snažnih hotelskih brendova.

### **3.1.3. NAJVEĆI AMERIČKI HOTELSKI REIT-ovi I NJIHOVA SARADNJA SA GLOBALNIM HOTELSKIM LANCIMA**

Analizirajući podatke iz Tabele 11 uočljivo je da je polarizacija među najvećim hotelskim REIT. Nekoliko ih je dostiglo takve poslovne dimenzije da kontrolišu veliki deo ukupne hotelske ponude ovih fondova. Jasno je da investicioni fondovi „Host Hotels and Resorts“ i „Hospitality Property Trust“ svojim poslovnim dimenzijama značajno odskoču od najbližih konkurenata i za njih se može slobodno ustvrditi da predstavljaju dominantne hotelske specijalizovane investicione fondove za ulaganje u nekretnine na američkom tržištu. Svojom veličinom odskoču i fondovi „Felcor Lodging Trust“ i „Ashford Hospitality Trust“. Ova četiri fonda poseduju 152.667 soba u 598 hotela, što čini ukupno 67,16% ukupnog broja soba u vlasništvu svih šesnaest fondova, odnosno 61,08% ukupnog broja hotela.

Ono što je uočljivo u poslovnim portfoliju najvećih hotelskih REIT jeste činjenica da su hotele u svom vlasništvu putem različitih ugovornih formi vezali za najveće svetske hotelske korporacije. Ako se za relevantan uzme izveštaj prestižnog časopisa „Hotels“, objavljen jula 2009. godine, 10 najvećih hotelskih korporacija na svetu su, po tadašnjim podacima bili:

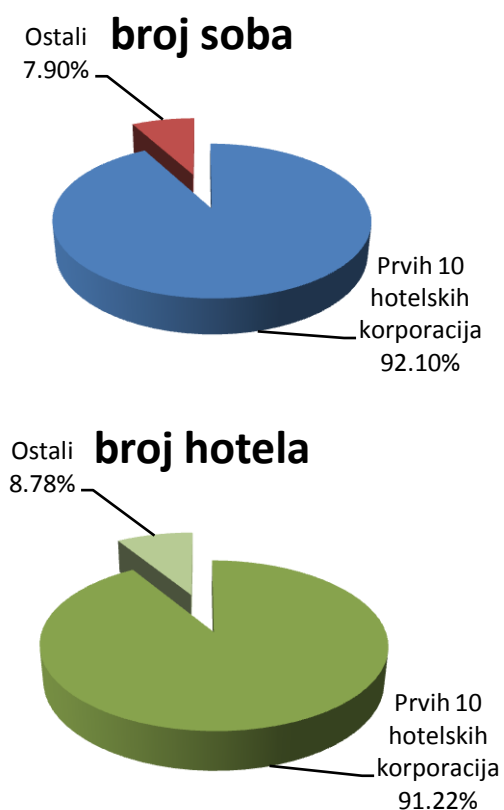
***Tabela 12: Najveće hotelske korporacije***

| Hotelska korporacija                    | Broj soba | Broj hotela |
|-----------------------------------------|-----------|-------------|
| <b>1.</b> Intercontinental Hotels Group | 619 851   | 4 186       |
| <b>2.</b> Wyndham Hotel Group           | 592 880   | 7 043       |
| <b>3.</b> Marriott International        | 560 681   | 3 178       |
| <b>4.</b> Hilton Hotels                 | 545 725   | 3 265       |
| <b>5.</b> Accor                         | 478 975   | 3 982       |
| <b>6.</b> Choice Hotels International   | 472 526   | 5 827       |
| <b>7.</b> Best Western International    | 305 000   | 4 000       |
| <b>8.</b> Starwood Hotels & Resorts     | 284 800   | 942         |
| <b>9.</b> Carlson Hotels Worldwide      | 151 077   | 1 013       |
| <b>10.</b> Hyatt                        | 114 332   | 375         |

*Izvor: Podaci časopisa „Hotels“*

Istraživanje sprovedeno za potrebe ovog rada pokazuje da od ukupno 227.307 soba u vlasništvu 16 najvećih hotelskih REIT čak 209.343 soba (92,10%) posluje pod nekim od hotelskih brendova 10 najvećih hotelskih korporacija. Posmatrano po broju hotela dolazimo do sličnog zaključka. Od ukupno 979 hotela čak 893 hotela (91,22%) posluju pod markama nekih od pomenutih hotelskih lanaca.

**Grafikon 27:** Distribucija ukupnog broja soba i hotela u vlasništvu 16 najvećih hotelskih REIT na brendove 10 najvećih hotelskih korporacija i ostale hotelske brendove



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

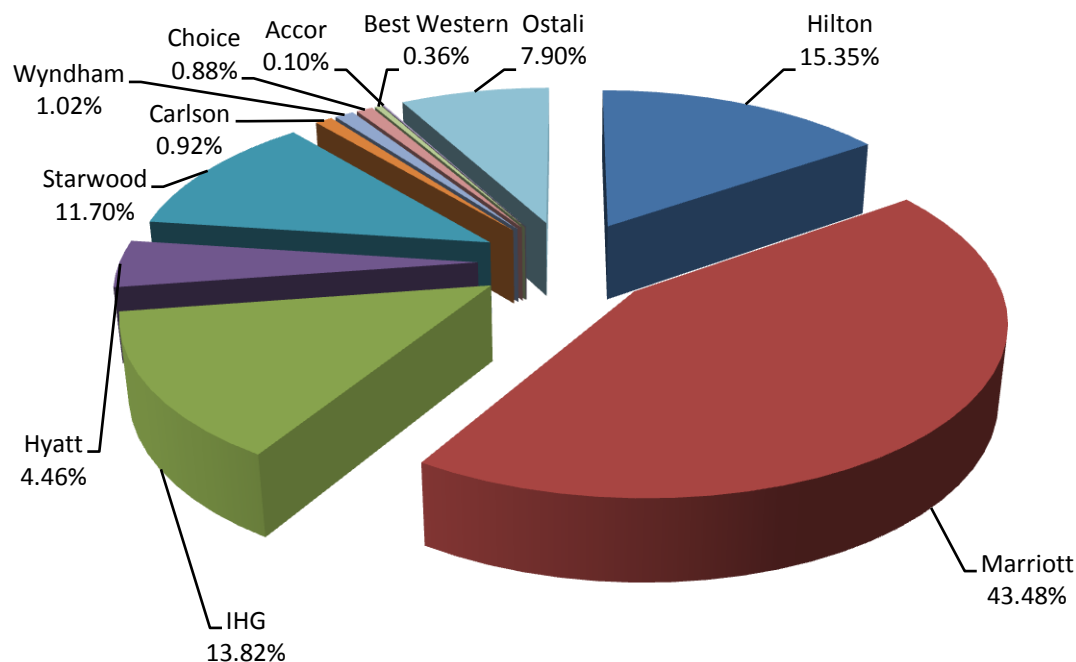
Ako se detaljnije analizira pod kojim hotelskim markama posluju kapaciteti u vlasništvu REIT-ova, može se uočiti bliska poslovna povezanost najvećih REIT sa nekoliko najvećih svetskih hotelskih korporacija. U tom smislu mogu biti ilustrativni podaci dati u Tabeli 13.

**Tabela 13:** Distribucija hotelskih kapaciteta najvećih američkih REIT po markama globalnih hotelskih lanaca

| Hotelski lanac | broj soba           | učešće      |
|----------------|---------------------|-------------|
| Marriott       | 98 843              | 43.484%     |
| Hilton         | 34 898              | 15.353%     |
| IHG            | 31 413              | 13.820%     |
| Starwood       | 26 594              | 11.700%     |
| Hyatt          | 10 130              | 4.457%      |
| Fairmont       | 2 549               | 1.121%      |
| Wyndham        | 2 320               | 1.021%      |
| Carlson        | 2 096               | 0.922%      |
| Choice         | 1 996               | 0.878%      |
| Four Seasons   | 1 219               | 0.536%      |
| Best Western   | 816                 | 0.359%      |
| Swissotel      | 661                 | 0.291%      |
| Accor          | 237                 | 0.104%      |
| Nezavisni      | 13 535              | 5.955%      |
| <b>UKUPNO</b>  | <b>227 307 soba</b> | <b>100%</b> |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

**Grafikon 28:** Poslovni portfolio 16 najvećih američkih REIT sa stanovišta hotelskih korporacija pod čijim brendovima posluju (posmatrano po broju soba)



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz tabelarnog i grafičkog prikaza je sasvim uočljivo da se hotelski specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine na američkom tržištu najčešće odlučuju za poslovnu saradnju sa globalnom hotelskom korporacijom „Marriott International“ pod čijim hotelskim markama posluje čak 43,48% ukupnog broja soba koje se nalaze u vlasništvu ovih fondova. U delu rada u kojem će se pojedinačno analizirati poslovni portfelji najvećih hotelskih REIT biće pokazano je da je sa nekim od njih hotelska korporacija „Marriott International“ razvila odnose strateškog partnerstva. Na drugom, trećem i četvrtom mestu se nalaze hotelske korporacije „Hilton Hotels“ (15,35%), „Intercontinental Hotels Group“ (13,82%) i „Starwood Hotels & Resorts“ (11,70%).

Pokazalo se da su na tržištu hotelski brendovi ove četiri globalne hotelske korporacije najatraktivnija opcija prilikom izbora hotelske marke pod kojim će poslovati hoteli u vlasništvu hotelskih REIT. Ovu tezu je vrlo lako dokazati prostim sabiranjem njihovih učešća. Pod hotelskim brendovima te četiri hotelske korporacije posluje ukupno 84,35% od ukupnog broja soba u vlasništvu najvećih američkih hotelskih REIT.

Da bi se dodatno dokazao visok stepen međuzavisnosti u poslovnim operacijama navedenih globalnih hotelskih korporacija i najvećih hotelskih REIT koristiće se i obrnuti pristup. Naime, analiziraće se učešće hotela u vlasništvu navedenih investicionih fondova u ukupnom poslovnom portfelju globalnih hotelskih lanaca.

***Tabela 14:*** *Učešće soba u vlasništvu najvećih američkih hotelskih REIT u ukupnom poslovnom portfelju globalnih hotelskih korporacija (globalnih hotelskih lanaca)*

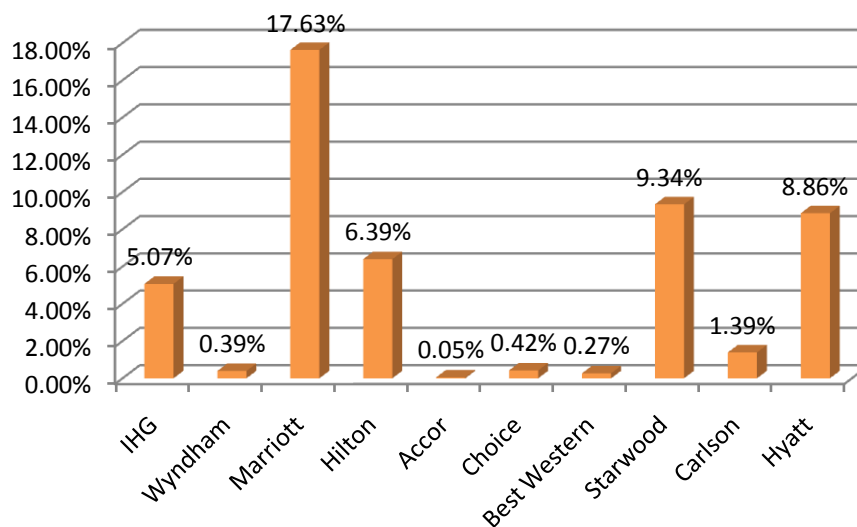
| <b>Hotelska korporacija</b>          | <b>Ukupan broj soba<br/>pod kontrolom<br/>korporacije</b> | <b>Sobe u vlasništvu<br/>16 najvećih REIT u<br/>okviru portfolija<br/>hotelskog<br/>korporacije</b> | <b>Učešće soba u<br/>vlasništvu REIT u<br/>ukupnom<br/>portfoliju hotelske<br/>korporacije</b> |
|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Marriott International</b>        | 560 681                                                   | 98 843                                                                                              | 17,63%                                                                                         |
| <b>Intercontinental Hotels Group</b> | 619 851                                                   | 31 413                                                                                              | 5,07%                                                                                          |
| <b>Hilton Hotels</b>                 | 545 725                                                   | 34 898                                                                                              | 6,39%                                                                                          |
| <b>Starwood Hotels &amp; Resorts</b> | 284 800                                                   | 26 594                                                                                              | 9,34%                                                                                          |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz tabele se jasno može izvući zaključak o visokom stepenu međuzavisnosti u razvoju između globalnih hotelskih korporacija i hotelskih REIT. Hotelske korporacije su te koje su na tržištu usluga izgradile snažne, prepoznatljive hotelske brendove, a hotelski REIT su jednako uspešno na finansijskom tržištu uspele da agregiraju značajan kapital koji su uložili u hotelijersku delatnost. Hotelske korporacije i REIT se zatim povezuju putem različitih ugovornih formi među kojima dominiraju ugovor o menadžmentu, ugovor o franšizi i ugovor o zakupu hotelskih kapaciteta.

U slučaju određenog broja hotelskih korporacija može se ustvrditi da hotelski REIT predstavljaju jedan od osnovnih generatora razvoja hotelske ponude tih kompanija. Iz podataka prezentovanih u Tabeli 14 može se videti da je čak 17,63% ukupnog broja soba koje se nalaze pod kontrolom kompanije „Marriott International“ u vlasništvu šesnaest najvećih hotelskih REIT u SAD. Samo „Host Hotels & Resorts“ u svom vlasništvu ima 40.375 soba koje se nalaze u hotelima koji posluju pod nekom od hotelskih marki korporacije „Marriott International“. U relativnom izrazu to je 7,2% ukupnog broja soba jedne od najvećih svetskih hotelskih korporacija.

***Grafikon 29:*** *Učešće soba najvećih američkih REIT u ukupnom broju soba najvećih hotelskih korporacija*



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Na osnovu prezentovanih podataka se može zaključiti da je jedan broj hotelskih korporacija prepoznao veliki potencijal za rast kroz uspostavljanje različitih oblika partnerstva sa specijalizovanim investicionim fondovima za ulaganje u nekretnine.

Ako nastavimo dalje analizu i sa nivoa hotelske korporacije pređemo na nivo hotelske marke uočava se da je lider jedna od hotelskih marki korporacije „Marriott International“ i to jedan od nosećih brendova „Marriott Hotels“. Pod ovom hotelskom markom se nalazi čak 49.167 soba u vlasništvu najvećih američkih REIT. Na drugom mestu se nalazi još jedan „Marriott“-ov brend, „Courtyard“ pod kojim posluje 17.356 soba u vlasništvu ovih investicionih fondova, dok je na trećem mestu „Hilton“-ov brend „Embassy Suites“ sa 16.845 soba. U tabeli 15 je dat prikaz distribucije soba u vlasništvu analiziranih REIT po različitim hotelskim brendovima.

**Tabela 15:** *Distribucija hotelskih kapaciteta u vlasništvu najvećih američkih hotelskih REIT po različitim hotelskim brendovima*

| Hotelska marka           | Broj soba      | Učešće u ukupnom broju soba u vlasništvu najvećih REIT | Hotelski lanac            |
|--------------------------|----------------|--------------------------------------------------------|---------------------------|
| <b>Marriott Hotels</b>   | 49 167         | 21,63%                                                 | Marriot International     |
| <b>Courtyard</b>         | 17 356         | 7,64%                                                  | Marriot International     |
| <b>Embassy Suites</b>    | 16 845         | 7,41%                                                  | Hilton Hotels             |
| <b>Residence Inn</b>     | 14 101         | 6,20%                                                  | Marriot International     |
| <b>Sheraton</b>          | 12 618         | 5,55%                                                  | Starwood Hotels & Resorts |
| <b>Westin</b>            | 12 004         | 5,28%                                                  | Starwood Hotels & Resorts |
| <b>Candlewood Suites</b> | 9 389          | 4,13%                                                  | Intercontinental HG       |
| <b>Hilton</b>            | 9 249          | 4,07%                                                  | Hilton Hotels             |
| <b>Renaissance</b>       | 6 477          | 2,85%                                                  | Marriot International     |
| <b>Crowne Plaza</b>      | 6 092          | 2,68%                                                  | Intercontinental HG       |
| <b>Holiday Inn</b>       | 6 063          | 2,67%                                                  | Intercontinental HG       |
| <b>Hyatt Regency</b>     | 4 737          | 2,08%                                                  | Hyatt                     |
| <b>Staybridge Suites</b> | 4 359          | 1,92%                                                  | Intercontinental HG       |
| <b>Hampton Inn</b>       | 4 006          | 1,76%                                                  | Hilton Hotels             |
| <b>Intercontinental</b>  | 3 704          | 1,63%                                                  | Intercontinental HG       |
| <b>Ritz Carlton</b>      | 3 682          | 1,62%                                                  | Marriot International     |
| <b>JW Marriott</b>       | 3 273          | 1,44%                                                  | Marriot International     |
| <b>Hyatt Place</b>       | 2 792          | 1,23%                                                  | Hyatt                     |
| <b>Fairmont</b>          | 2 549          | 1,12%                                                  | Fairmont                  |
| <b>SpringHill Suites</b> | 2 381          | 1,05%                                                  | Marriott International    |
| <b>Ostali</b>            | 36 463         | 16,04%                                                 | ---                       |
| <b>UKUPNO</b>            | <b>227 307</b> | <b>100%</b>                                            | ---                       |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

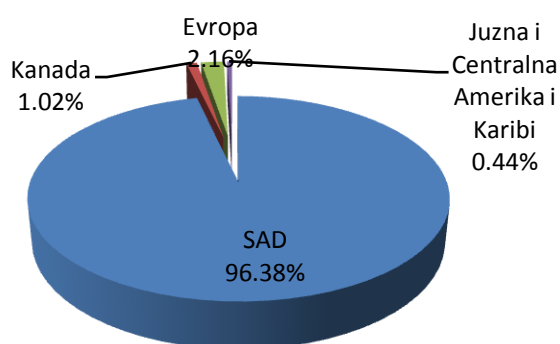


Ovi podaci jasno dokazuju da je hotelska korporacija „Marriott International“ uspela da svoje hotelske brendove učini vrlo atraktivnom opcijom za analizirane REIT. Kao što se iz Tabele 15 može videti najsnažniji hotelski brend u analiziranom segmentu je „Marriott Hotels“ čije učešće u ukupnom broju soba u vlasništvu REIT višestruko premašuje pojedinačna učešća ostalih hotelskih brendova. U Tabeli 15 su dati podaci o 20 najsnažnijih hotelskih marki na analiziranom tržišnom segmentu. Čak 7 od tih 20 hotelskih marki su brendovi hotelske korporacije „Marriott International“. U isto vreme hotelske marke „Marriott International“ su prisutne u čak 12 od ukupno 16 analiziranih hotelskih REIT.

Posmatrano pojedinačno po hotelskim markama „Marriott Hotels“ je prisutan u portfoliju 10 fondova, baš kao i hotelski brend „Hilton“. U portfelju 8 analiziranih fondova se nalaze hotelske marke „Sheraton“ i „Courtyard“, a kod 7 fondova i brendovi „Residence Inn“ i „Westin“.

Ako se posmatra teritorijalna distribucija objekata u vlasništvu analiziranih fondova uočljivo je da je daleko najveći procenat hotelskih soba lociran u hotelima na teritoriji SAD – 96,38%.

**Grafikon 30:** *Teritorijalna distribucija hotelskih soba u vlasništvu analiziranih REIT*



***Izvor:** Sopstveno istraživanje*

U geografskom smislu specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine su diverzifikovale svoj investicioni portfolio uglavnom tako što su ulagali u različitim

regionima SAD, a tek nekoliko fondova je ulagalo van teritorije SAD u pokušaju pronalaženja povoljnijih investicionih opcija. Ovi fondovi van SAD poseduju ukupno 8.234 sobe. Najveći investitor van SAD je najveći američki hotelski REIT „Host Hotels and Resorts“ koji u svom vlasništvu van SAD ima ukupno 6.040 soba (73,35% od ukupnog broja soba koje analizirani fondovi poseduju van SAD).

U nastavku će se dati kratka analiza poslovanja 5 najvećih američkih REIT.

### **3.1.4. INVESTICIONI OBLICI NA PRIMERIMA RAZVOJA NAJVEĆIH HOTELSKIH REIT (CASE STUDY)**

#### **3.1.4.1. HOST HOTELS & RESORTS**

Specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine „Host Hotel & Resort“ je REIT koji raspolaže sa najvećim hotelskim kapacitetima na svetu. U vlasništvu specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine „Host Hotel & Resort“ se nalazi ukupno 124 hotela visoke kategorije sa ukupno 63.653 soba koji posluju pod 23 različite hotelske marke<sup>206</sup>. Hotelima u vlasništvu „Host Hotel & Resorts“ upravlja kompanija “Host Hotels & Resorts, L.P” koja se nalazi u potpunom vlasništvu ovog REIT<sup>207</sup>.

Na osnovu detaljne analize investicionog portfolija fonda “Host Hotel & Resort” došlo se do pokazatelja koji mogu ukazati na neke osnovne odrednice poslovne politike fonda.

Ako se posmatra distribucija ukupnog broja hotelskih soba, koji se nalaze u vlasništvu fonda po raznim hotelskim brendovima, dobijaju se sledeći podaci:

---

<sup>206</sup> Podatak o broju soba je dobijen na osnovu temeljne pretrage sajtovi svih 124 hotela koji se nalaze u vlasništvu fonda. Informacija o hotelima u vlasništvu fonda je preuzeta sa zvaničnog sajta “Host Hotel & Resort”, <http://www.hosthotels.com>, - uvid 13.11.2010. godine

<sup>207</sup> New York Stock Exchange, [www.nyse.com](http://www.nyse.com), podatak od 28.02.2008., uvid 21.02.2009.

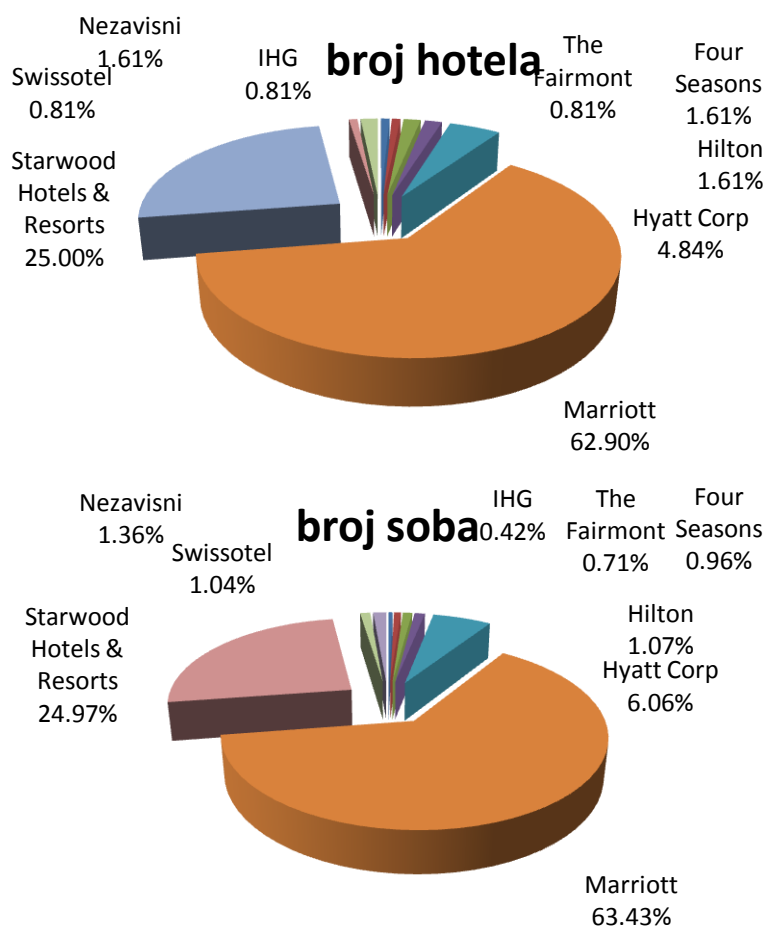
**Tabela 16:** Distribucija hotelskih kapaciteta fonda „Host Hotel&Resorts“ po različitim hotelskim markama

| HOTELSKA MARKA               | BROJ HOTELA | UČEŠĆE | BROJ SOBA | UČEŠĆE |
|------------------------------|-------------|--------|-----------|--------|
| Marriott Hotels & Resorts    | 59          | 47.58% | 33 277    | 52.28% |
| Westin                       | 15          | 12.10% | 7 004     | 11.00% |
| Sheraton                     | 10          | 8.06%  | 6915      | 10.86% |
| Hyatt Regency                | 5           | 4.03%  | 3417      | 5.37%  |
| The Ritz-Carlton             | 8           | 6.45%  | 3025      | 4.75%  |
| JW Marriott Hotels & Resorts | 6           | 4.84%  | 2936      | 4.61%  |

*Izvor:* Sopstveno istraživanje na osnovu podataka sa sajta fonda kao i sa sajtova 124 hotela u vlasništvu fonda

Ako se posmatra distribucija po korporativnim hotelskim lancima dobija se sledeća slika:

**Grafikon 31:** Distribucija hotela i hotelskih soba u vlasništvu specijalizovanog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine „Host Hotel & Resort“ po korporativnim hotelskim lancima



*Izvor:* Sopstveno istraživanje na osnovu podataka sa sajta fonda

*kao i sa sajtova 124 hotela u vlasništvu fonda*

Iz prezentovanih podataka je uočljivo da se menadžment fonda „Host Hotel & Resort” opredelio da najveći deo svojih hotelskih kapaciteta različitim ugovornim formama veže za hotelsku korporaciju „Marriott”. Od ukupnog broja hotelskih soba, čak 40 375 soba je u hotelima koji posluju pod različitim brendovima Marriott-a, što je u relativnom izrazu 63,43% ukupnog broja soba, odnosno 78 hotela - 62,90% ukupnog broja hotela. Kako se uvek radi o ugovornim odnosima koji se odnose na duži vremenski rok, jasno je da je na ovaj način profitabilnost fonda velikim svojim delom vezana za uspešnost hotelskog lanca „Marriott”.

U isto vreme, ako posmatramo u obrnutom pravcu, investicioni fond „Host Hotel & Resort” u svom vlasništvu ima oko 7,2% ukupnog broja soba<sup>208</sup> koje kontroliše hotelski lanac „Marriott”, tako da se može konstatovati da je na tržištu razvijeno partnerstvo između ove dve korporacije i da je na taj način došlo do uspešnog povezivanja tržišta kapitala sa jedne strane i tržišta usluga sa druge strane.

Naime, „Host Hotel & Resort” na berzi agregira kapital koji ulaže u hotelske objekte koje zatim, u velikom procentu, svoj poslovni život na tržištu nastavljaju ili započinju pod nekom od hotelskih marki hotelske korporacije „Marriott”. Tezu o uzajamnoj povezanosti fonda „Host Hotel & Resort” i hotelske korporacije „Marriott” dodatno ilustruje podatak da korporacija „Marriott” poseduje 2,4% ukupnog broja akcija fonda<sup>209</sup>.

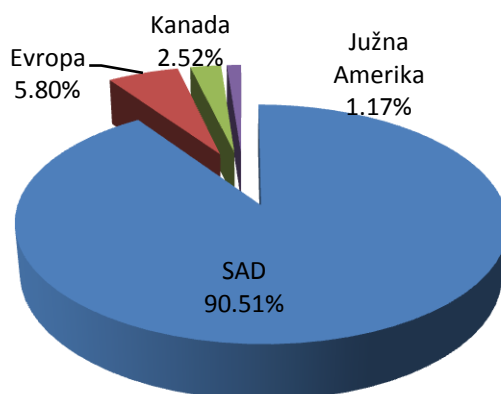
Ipak, jasno je da se menadžment „Host Hotel & Resort” nije opredelio samo za saradnju sa korporacijom „Marriott”, već je jedan deo svojih hotela vezao za hotelske brendove drugih hotelskih korporacija, među kojima preovlađuju marke hotelskog lanca „Starwood Hotels & Resorts” pod kojim posluje 24,97% ukupnih kapaciteta fonda „Host Hotel & Resort”. Pod hotelskim brendovima ova dva lanca posluje ukupno 88,4% kapaciteta fonda „Host Hotel & Resort”. Menadžment „Host Hotel & Resort” je izvršio i geografsku diverzifikaciju svog portfolija.

---

<sup>208</sup> Do podatka se došlo tako što je u odnos stavljen broj soba u vlasništvu fonda koji posluju pod hotelskim brendovima hotelske korporacije „Marriott International” sa ukupnim brojem soba u vlasništvu korporacije objavljenog u časopisu „Hotels” (jul/2009)

<sup>209</sup> Zvanična prezentacija fonda “Host Hotels&Resorts”,  
<http://ir.hosthotels.com/phoenix.zhtml?c=60734&p=irol-ownershipSummary> – uvid 3.12.2010. godine

**Grafikon 32:** Geografska diverzifikacija portfolija „Host Hotel & Resort“



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

U Evropi fond ima svoje hotele u Belgiji (3 hotela, 497 soba), Italiji (3 hotela, 1.053 sobe), Holandiji (1 hotel, 270 soba), Poljskoj (1 hotel, 350 soba), Španiji (2 hotela, 950 soba) i Velikoj Britaniji (2 hotela 569 soba). Na evropskom tržištu fond „Host Hotel & Resort“ ima značajno drugačiju strukturu portfolija sa stanovišta hotelskih marki pod kojim nastupaju. Tako od ukupno 3.689 soba u vlasništvu ovog fonda na evropskom tržištu, najveći broj njih posluje pod brendom „Sheraton“ (1.340 soba) i „Westin“ (880 soba). Poznato je da su to brendovi hotelske korporacije „Starwood Hotels&Resorts“ pod čijim brendovima na evropskom tržištu, fond „Host Hotel & Resort“ ima čak 90,7% ukupnih hotelskih kapaciteta. Razloge treba tražiti u široj prepoznatljivosti brendova „Starwood Hotels and Resorts“-a na evropskom tržištu i uvažavanjem te činjenice od strane menadžmenta fonda.

Dodatnu diversifikaciju portfelja menadžment je postigao tako što je ukupno 105 hotela koji se nalaze na teritoriji Sjedinjenih Američkih Država raspoređeno u ukupno 27 saveznih država.

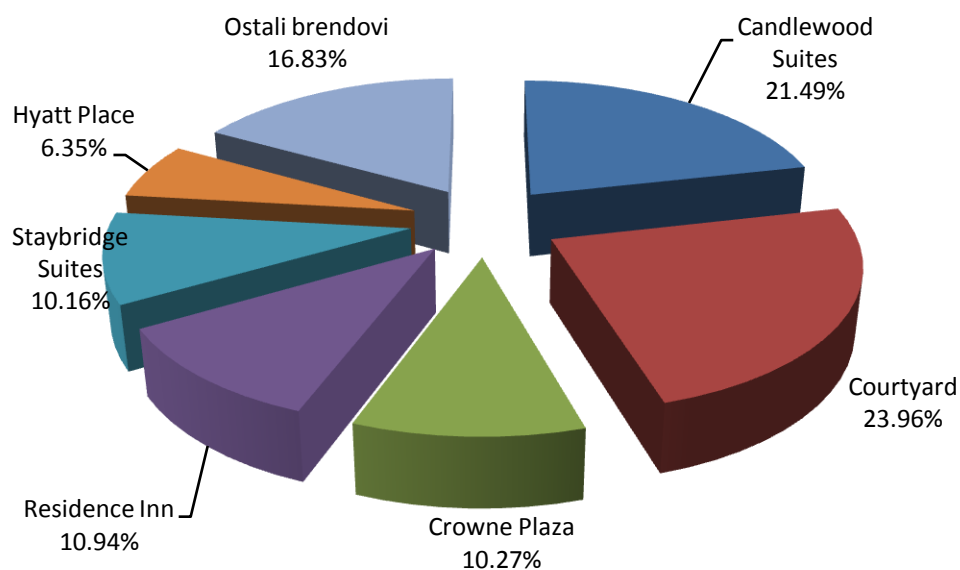
U prethodnom delu rada je izneta tvrdnja da su se pojedini fondovi u određenom razvojnom trenutku usled nedostatka atraktivnih hotelskih objekata za akviziciju na domaćem tržištu, ali i zbog potrebe dodatne diverzifikacije rizika, opredelili za ekspanziju na međunarodno tržište. Primer „Host Hotel & Resort“ to upravo i dokazuje.

#### **3.1.4.2. HOSPITALITY PROPERTIES TRUST**

Kompanija poseduje 289 hotela sa 42 908 soba<sup>210</sup>. Kako u skladu sa zakonskim rešenjem imovinom fonda mora upravljati nezavisna upravljačka kompanija, imovinom ovog fonda upravlja kompanija „Reit Management & Research LLC (RMR)”<sup>211</sup>. Ona je zatim sklopila razne oblike ugovora sa različitim hotelskim korporacijama pod čijim brendovima posluju hotelski objekti u vlasništvu „Hospitality Properties Trust”.

Ako se posmatra distribucija ukupnog broja hotelskih soba, koji se nalaze u vlasništvu fonda po raznim hotelskim brendovima, dobijaju se podaci prezentovani u grafikonu.

**Grafikon 33:** *Distribucija hotelskih soba u vlasništvu “Hospitality Properties Trust” po hotelskim brendovima*



***Izvor:** Sopstveno istraživanje*

Analizirajući izbor hotelskih brendova, uočljivo je da je fond izvršio diverzifikaciju rizika tako što u svom portfoliju poseduje hotele koji posluju pod 14 različitih hotelskih marki četiri globalne hotelske korporacije.

---

<sup>210</sup> Sopstveno istraživanje web prezentacija hotela u vlasništvu fonda – uvid 15.11.2010. godine

<sup>211</sup> Internet sajt kompanije “Hospitality Properties Trust”, <http://www.hptreit.com>, uvid 23.02.2009.

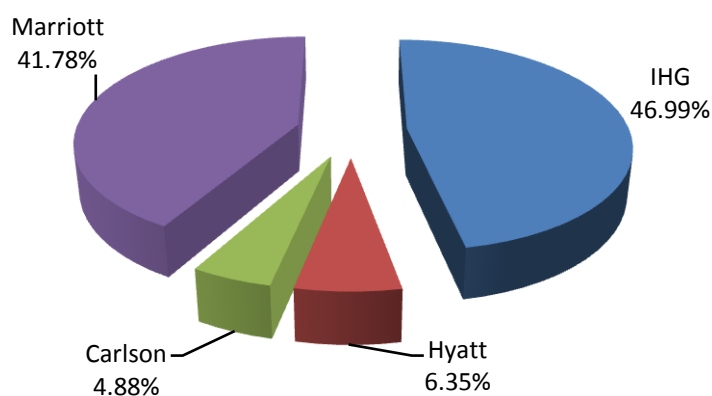
**Tabela 17:** Distribucija hotelskih kapaciteta fonda „Hospitality Properties Trust“ po različitim hotelskim lancima i brendovima

| Korporacija                          | Hotelski brend       | Broj hotela | Učešće | Broj soba    | Učešće        |
|--------------------------------------|----------------------|-------------|--------|--------------|---------------|
| <b>Intercontinental Hotels Group</b> | Candlewood Suites    | 76          | 26.30% | <b>9220</b>  | <b>21.49%</b> |
|                                      | Crowne Plaza         | 12          | 4.15%  | <b>4406</b>  | <b>10.27%</b> |
|                                      | Holiday Inn          | 3           | 1.04%  | <b>697</b>   | <b>1.62%</b>  |
|                                      | Intecontinental      | 5           | 1.73%  | <b>1479</b>  | <b>3.45%</b>  |
|                                      | Staybridge Suites    | 35          | 12.11% | <b>4359</b>  | <b>10.16%</b> |
| <b>Carlson</b>                       | Park Plaza           | 1           | 0.35%  | <b>209</b>   | <b>0.49%</b>  |
|                                      | Radisson             | 5           | 1.73%  | <b>1134</b>  | <b>2.64%</b>  |
|                                      | Country Inn & Suites | 5           | 1.73%  | <b>753</b>   | <b>1.75%</b>  |
| <b>Marriott</b>                      | Residence Inn        | 37          | 12.80% | <b>4695</b>  | <b>10.94%</b> |
|                                      | SpringHill Suites    | 2           | 0.69%  | <b>264</b>   | <b>0.62%</b>  |
|                                      | TownePlace Suites    | 12          | 4.15%  | <b>1331</b>  | <b>3.10%</b>  |
|                                      | Marriot Hotel        | 3           | 1.04%  | <b>1356</b>  | <b>3.16%</b>  |
|                                      | Courtyard            | 71          | 24.57% | <b>10280</b> | <b>23.96%</b> |
| <b>Hyatt Hotels and Resorts</b>      | Hyatt Place          | 22          | 7.61%  | <b>2725</b>  | <b>6.35%</b>  |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Već iz tabelarnog prikaza se može videti da najveći broj hotela ovog fonda posluje pod markama „Candlewood Suites“ i „Cortyard“. Pod te dve hotelske marke posluje 50,87% ukupnog broja hotela (45,45% ukupnog broja soba).

**Grafikon 34:** Distribucija hotelskih soba u vlasništvu „Hospitality Properties Trust“ po hotelskim lancima



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz prezentovanih podataka se može zaključiti da se menadžment fonda opredelio za strateško partnerstvo sa hotelskim korporacijama „Intercontinental Hotels Group“ i „Marriott“ pod čijim brendovima, zbirno posmatrano, posluje čak 88,77% ukupnog broja svih hotelskih soba u vlasništvu fonda.

Analizirajući geografsku distribuciju hotela investicionog fonda „Hospitality Properties Trust“ možemo zaključiti da je ogromna većina hotela locirana u SAD i to u 44 američke savezne države. Pored hotelskih objekata u SAD imaju svoje objekte u Kanadi (2 hotela) i Portoriku (1 hotel).

#### **3.1.4.3. FELCOR LODGING TRUST**

„FelCor Lodging“ Trust je investicioni fond za ulaganje u nekretnine specijalizovan za ulaganje u hotelijerstvo čijom imovinom upravlja „FelCor Lodging Limited Partnership“ koji se nalazi u gotovo stoprocentnom vlasništvu samog REIT. Fond u svom vlasništvu ima ukupno 84 hotela koji posluju pod brendovima različitih hotelskih korporacija<sup>212</sup>.

Ako se analizira distribucija hotelskih soba i objekata u vlasništvu fonda „FelCor Lodging Trust“ po hotelskim brendovima i lancima dobijaju se sledeći podaci:

***Tabela 18: Distribucija hotelskih kapaciteta fonda „FelCor Lodging Trust“ po različitim hotelskim brendovima***

| <b>Hotelski lanac</b>                | <b>Hotelski brend</b> | <b>Broj hotela</b> | <b>Učešće</b> | <b>Broj soba</b> | <b>Učešće</b> |
|--------------------------------------|-----------------------|--------------------|---------------|------------------|---------------|
| <b>Hilton Hotels &amp; Resorts</b>   | Doubletree            | 7                  | 8.33%         | <b>1472</b>      | <b>6.08%</b>  |
|                                      | Embassy Suites        | 46                 | 54.76%        | <b>12 405</b>    | <b>51.27%</b> |
|                                      | Hilton                | 2                  | 2.38%         | <b>559</b>       | <b>2.31%</b>  |
| <b>Marriott</b>                      | Renaissance           | 2                  | 2.38%         | <b>921</b>       | <b>3.81%</b>  |
|                                      | Marriott Hotel        | 1                  | 1.19%         | <b>400</b>       | <b>1.65%</b>  |
| <b>Starwood Hotels &amp; Resorts</b> | Sheraton              | 8                  | 9.52%         | <b>2 682</b>     | <b>11.08%</b> |
|                                      | Westin                | 1                  | 1.19%         | <b>536</b>       | <b>2.22%</b>  |
| <b>Intercontinental Hotels Group</b> | Holiday Inn           | 16                 | 19.05%        | <b>4 838</b>     | <b>20.00%</b> |
| <b>Fairmont Hotels &amp; Resorts</b> | Fairmont              | 1                  | 1.19%         | <b>383</b>       | <b>1.58%</b>  |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

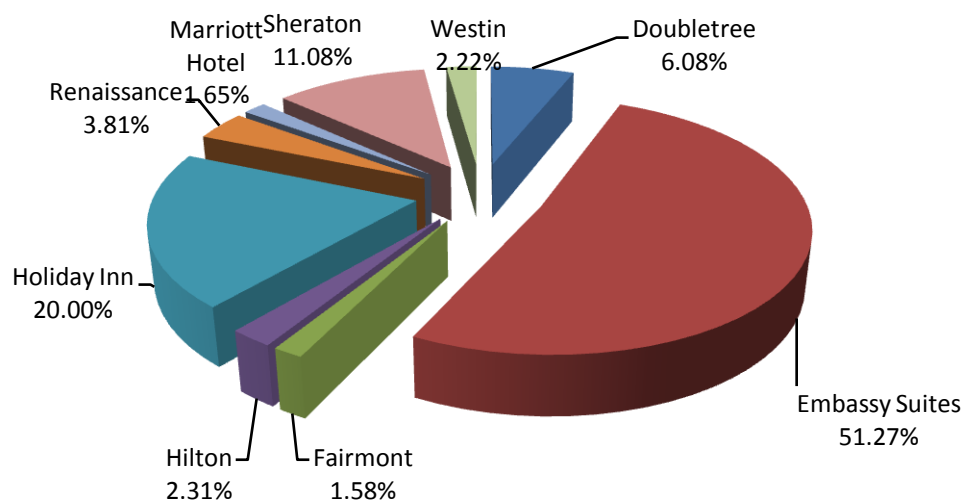
---

<sup>212</sup> Podaci sa zvanične prezentacije fonda, uvid 26.11.2010. godine



Uočljivo je da u portfelju fonda preovlađuju hoteli koji posluju pod brendom „Embassy Suites“ (46 hotela sa ukupno 12 405 hotelskih soba).

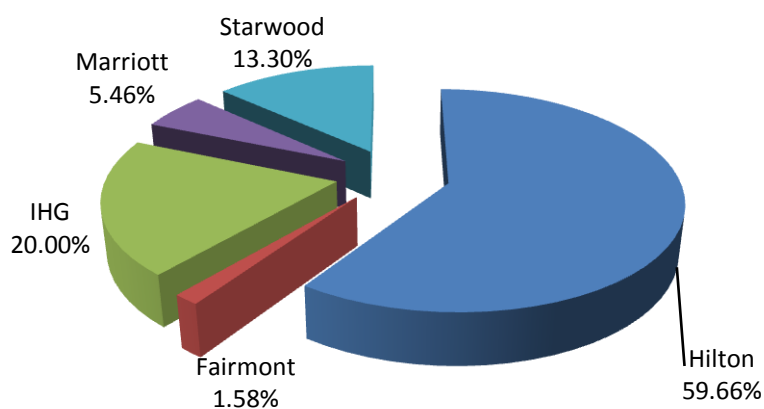
**Grafikon 35:** *Distibucija hotelskih soba u vlasništvu investicionog fonda „FelCor Lodging Trust“ po hotelskim brendovima*



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

„FelCor Lodging Trust“ preko svoje filijale „FelCor Lodging Limited Partnership“ ima vrlo blisku saradnju sa globalnom hotelskom korporacijom „Hilton International“ pod čijim hotelskim brendovima posluje čak 14.436 soba u 55 hotela u vlasništvu fonda ili oko 59,66% ukupnog broja soba, odnosno 65,47% od ukupnog broja hotela fonda.

**Grafikon 36:** *Distibucija hotelskih soba u vlasništvu investicionog fonda „FelCor Lodging Trust“ po hotelskim lancima*



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

„FelCor Lodging Limited Partnership” je sa korporacijom “Hilton International” sklopio ugovor o menadžmentu na osnovu kojeg su hoteli ušli u poslovni sistem „Hilton“-a. Te dve kompanije u 12 hotela imaju zajedničko ulaganje sa vlasničkim udelima od po 50%. Pored zajedničkog ulaganja sa Hiltonom fond ima i zajedničko ulaganje u dva hotela sa korporacijom „Starwood Hotels and Resorts”<sup>213</sup>.

Generalno, fond „FelCor Lodging Trust” preko filijale „FelCor Lodging Limited Partnership” sa globalnim hotelskim operatorima sklapa ugovore o menadžmentu i prepušta upravljanje hotelima stručnjacima ovih korporacija koji imaju i iskustvo i potrebnu ekspertizu za ovaj posao. S druge strane, globalne hotelske korporacije bez velikih ulaganja povećavaju broj hotela pod svojom kontrolom i uvećavaju svoje poslovne prihode.

Što se tiče geografske distribucije hotela analizom se može utvrditi da su oni u ogromnoj većini locirani na tržištu SAD. „FelCor Lodging Trust” van SAD ima u vlasništvu samo dva hotela u Kanadi. Prilikom izvođenja zaključaka treba imati u vidu veličinu tržišta SAD kao i činjenicu da „FelCor Lodging Trust” ima hotele u 23 savezne države.

---

<sup>213</sup> Internet prezentacija kompanije FelCor ,[http://www.felcor.com/brand\\_relationships.html](http://www.felcor.com/brand_relationships.html), uvid 24.02.2009. godine

#### 3.1.4.4. ASHFORD HOSPITALITY TRUST

„Ashford Hospitality Trust” je investicioni fond za ulaganje u hotelijerstvo koji je struktuiran u UPREIT formi. Hotelima u vlasništvu ovog fonda upravlja preduzeće „Ashford Hospitality Limited Partnership” koje se nalazi u vlasništvu samog fonda. Fond ima većinske vlasničke udele u 101 hotelu<sup>214</sup> sa ukupno 21.910 soba<sup>215</sup> koji posluju pod 18 različitih hotelskih brendova 5 globalnih hotelskih lanaca, dok dva hotela posluju pod nezavisnim hotelskim markama manjih hotelskih korporacija.

**Tabela 19:** *Distribucija hotelskih kapaciteta fonda “Ashford Hospitality Trust” po različitim hotelskim brendovima*

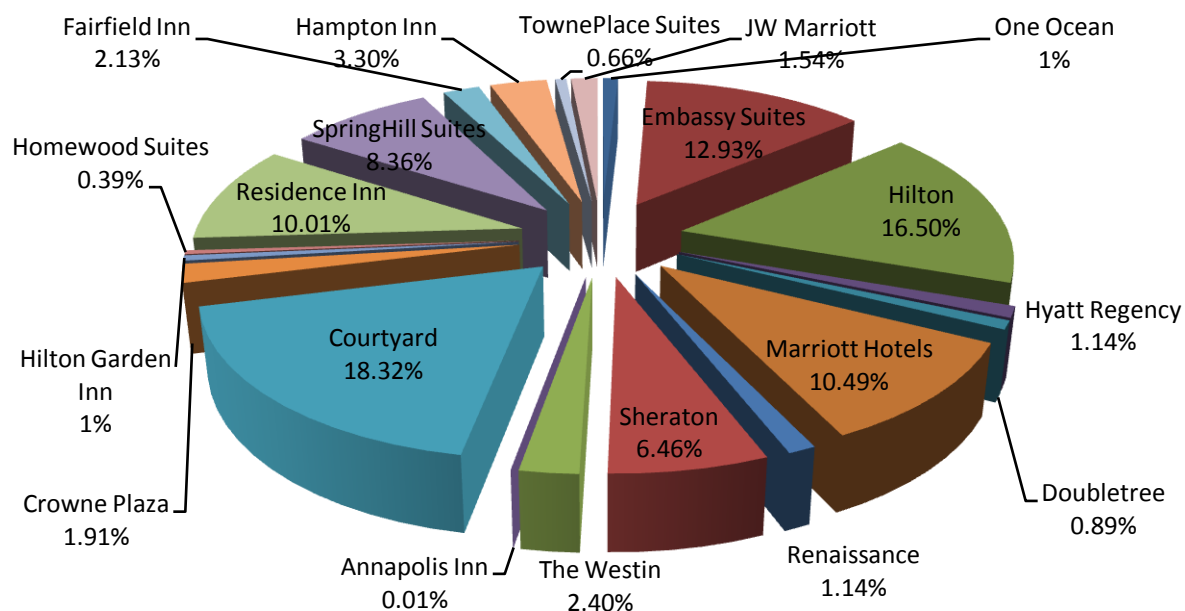
| Korporacija                          | Hotelski brend    | Broj hotela | Učešće | Broj soba   | Učešće        |
|--------------------------------------|-------------------|-------------|--------|-------------|---------------|
| <b>Hilton Hotels &amp; Resorts</b>   | Doubletree        | 1           | 0.99%  | <b>194</b>  | <b>0.89%</b>  |
|                                      | Embassy Suites    | 14          | 13.86% | <b>2834</b> | <b>12.93%</b> |
|                                      | Hilton            | 10          | 9.90%  | <b>3616</b> | <b>16.50%</b> |
|                                      | Hilton Garden Inn | 1           | 0.99%  | <b>119</b>  | <b>0.54%</b>  |
|                                      | Hampton Inn       | 6           | 5.94%  | <b>723</b>  | <b>3.30%</b>  |
|                                      | Homewood Suites   | 1           | 0.99%  | <b>86</b>   | <b>0.39%</b>  |
| <b>Marriott</b>                      | Marriott Hotels   | 6           | 5.94%  | <b>2298</b> | <b>10.49%</b> |
|                                      | Renaissance       | 1           | 0.99%  | <b>250</b>  | <b>1.14%</b>  |
|                                      | Courtyard         | 20          | 19.80% | <b>4014</b> | <b>18.32%</b> |
|                                      | SpringHill Suites | 12          | 11.88% | <b>1831</b> | <b>8.36%</b>  |
|                                      | JW Marriott       | 1           | 0.99%  | <b>337</b>  | <b>1.54%</b>  |
|                                      | TownePlace Suites | 1           | 0.99%  | <b>144</b>  | <b>0.66%</b>  |
|                                      | Fairfield Inn     | 2           | 1.98%  | <b>466</b>  | <b>2.13%</b>  |
|                                      | Residence Inn     | 14          | 13.86% | <b>2193</b> | <b>10.01%</b> |
| <b>Intercontinental Hotels Group</b> | Crowne Plaza      | 2           | 1.98%  | <b>418</b>  | <b>1.91%</b>  |
| <b>Starwood Hotels &amp; Resorts</b> | Sheraton          | 5           | 4.95%  | <b>1416</b> | <b>6.46%</b>  |
|                                      | The Westin        | 1           | 0.99%  | <b>525</b>  | <b>2.40%</b>  |
| <b>Hyatt Hotels and Resorts</b>      | Hyatt Regency     | 1           | 0.99%  | <b>250</b>  | <b>1.14%</b>  |
| <b>Nezavisni</b>                     | One Ocean Resort  | 1           | 0.99%  | <b>193</b>  | <b>0.88%</b>  |
|                                      | Hotels            |             |        |             |               |
|                                      | Annapolis Inn     | 1           | 0.99%  | <b>3</b>    | <b>0.01%</b>  |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

<sup>214</sup> web prezentacija kompanije <http://www.ahtreit.com>, uvid 16.11.2010.

<sup>215</sup> Podatak dobijen sopstvenim istraživanjem prezentacija svih 101 hotela u vlasništvu fonda

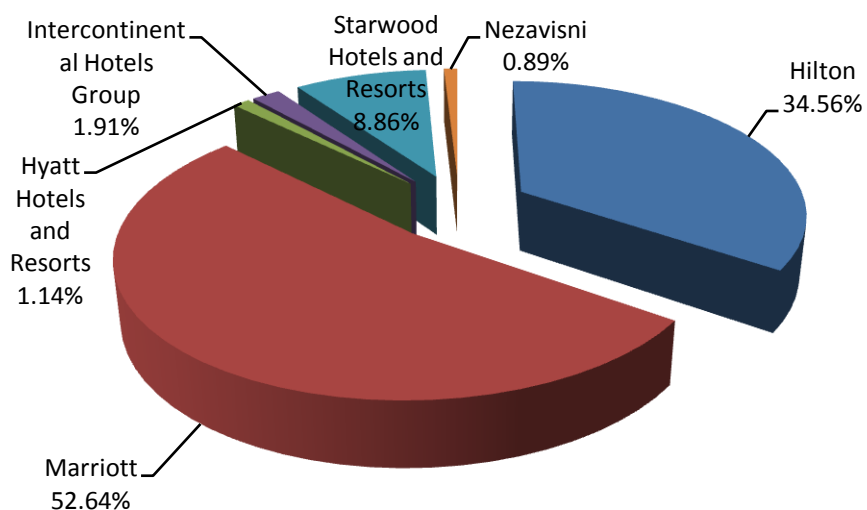
**Grafikon 37:** Distribucija hotelskih soba u vlasništvu investicionog fonda „FelCor Lodging Trust“ po hotelskim brendovima



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz datog pregleda se može videti da se fond opredelio za poslovanje pod velikim brojem različitih hotelskih marki. Naime 101 hotel u vlasništvu fonda posluje pod 21 različitom hotelskom markom. Već iz prezentovanih podataka se može uočiti da su to u najvećem broju slučajeva marke hotelskih lanaca „Marriott“ i „Hilton Hotels&Resorts“.

**Grafikon 38:** Distribucija hotelskih soba u vlasništvu investicionog fonda „FelCor Lodging Trust“ po hotelskim korporacijama



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz datog pregleda se može zaključiti da je fond uspostavio odnose strateškog partnerstva sa globalnim hotelskim korporacijama „Marriott“ i „Hilton Hotels & Resorts“ pod čijim hotelskim markama posluje čak 87,2% ukupnog broja soba u vlasništvu fonda.

Očigledno je opredeljenje fonda da se pozicionira na različitim tržišnim segmentima. Taj zaključak se može potkrepiti činjenicom da na tržištu nastupaju pod osam različitih hotelskih marki „Marriott“-a, kao i šest hotelskih brendova korporacije „Hilton Hotels & Resorts“, a poznato je da hotelske korporacije izgrađuju različite hotelske marke kao integrisane hotelske proizvode kojima se pozicioniraju na različitim tržišnim segmentima.

#### **3.1.4.5. SUNSTONE HOTEL INVESTORS, INC.**

„Sunstone Hotel Investors, Inc.“ je investicioni fond za ulaganje u nekretnine specijalizovan za ulaganje u hotelijerstvo koji u svom poslovnom portfiliju ima ukupno 31 hotel koji na tržištu nastupaju pod različitim hotelskim markama. „Sunstone Hotel Investors, Inc.“ je strukuiran u obliku UPREIT<sup>216</sup>.

Imovinom fonda upravlja „Sunstone Hotel Partnership, LLC“ koji se nalazi u potpunom vlasništvu samog „Sunstone Hotel Investors, Inc.“<sup>217</sup>.

Ako se posmatra udeo pojedinih hotelskih marki i hotelskih lanaca u strukturi portfelja „Sunstone Hotel Investors, Inc.“-a dobijaju se sledeći podaci.

---

<sup>216</sup> Internet prezentacija fonda, [www.sunstonehotels.com](http://www.sunstonehotels.com), uvid 25.05.2009.

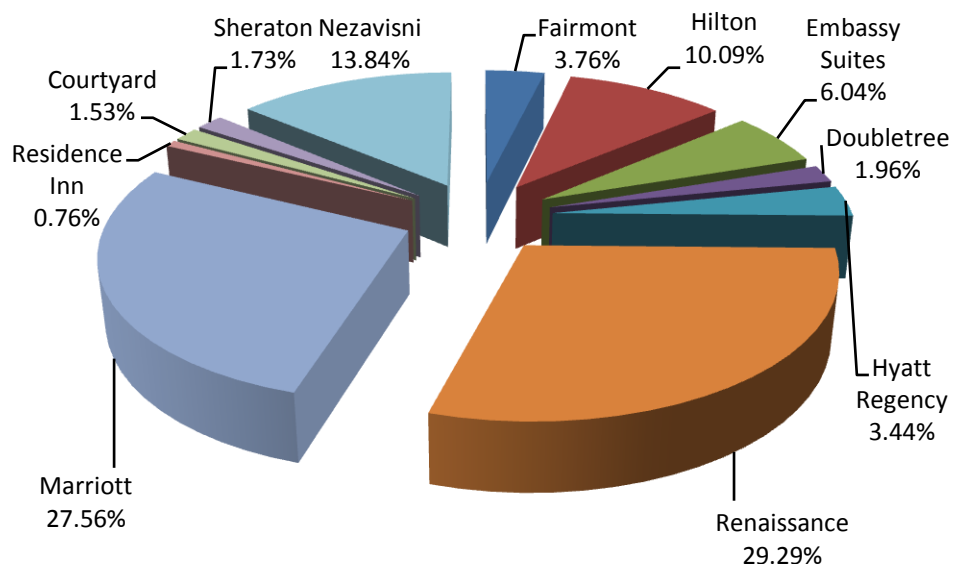
<sup>217</sup> New York Stock Exchange, uvid 24.02.2008.

**Tabela 20:** Distribucija hotelskih kapaciteta fonda "Sunstone Hotel Investors, Inc." po različitim hotelskim brendovima

| Korporacija               | Hotelski brend | Broj hotela | Učešće | Broj soba | Učešće |
|---------------------------|----------------|-------------|--------|-----------|--------|
| Fairmont Hotels & Resorts | Fairmont       | 1           | 3.23%  | 440       | 3.76%  |
| Hilton Hotels & Resorts   | Hilton         | 3           | 9.68%  | 1181      | 10.09% |
|                           | Embassy Suites | 2           | 6.45%  | 707       | 6.04%  |
|                           | Doubletree     | 1           | 3.23%  | 230       | 1.96%  |
| Hyatt Hotels & Resorts    | Hyatt Regency  | 1           | 3.23%  | 403       | 3.44%  |
| Marriott                  | Renaissance    | 6           | 19.35% | 3430      | 29.29% |
|                           | Marriott       | 10          | 32.26% | 3227      | 27.56% |
|                           | Residence Inn  | 1           | 3.23%  | 89        | 0.76%  |
|                           | Courtyard      | 1           | 3.23%  | 179       | 1.53%  |
| Starwood Hotels & Resorts | Sheraton       | 1           | 3.23%  | 203       | 1.73%  |
| Nezavisni                 | Nezavisni      | 4           | 12.90% | 1620      | 13.84% |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

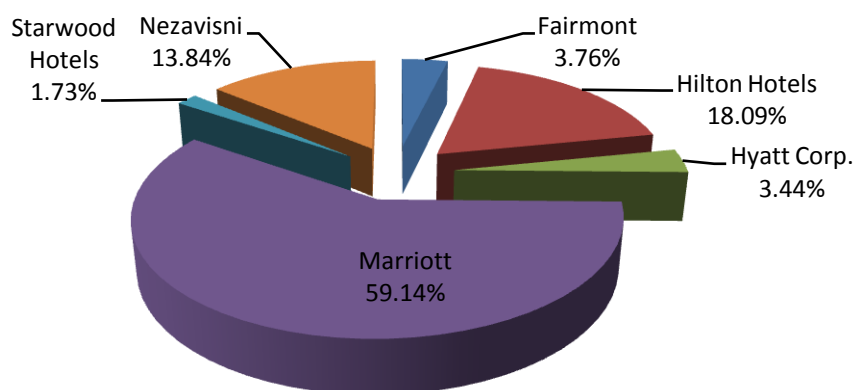
**Grafikon 39:** Distribucija hotelskih soba u vlasništvu investicionog fonda „Sunstone Hotels Investors“ po hotelskim brendovima



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Hoteli ovog fonda posluju pod 11 različitih marki. Preovlađuju hotelske marke korporacije „Marriott“.

**Grafikon 40:** *Distibucija hotelskih soba u vlasništvu investicionog fonda „Sunstone Hotels Investors“ po hotelskim lancima*



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Svi hotelski objekti ovog fonda su locirani unutar Sjedinjenih Američkih Država u 15 saveznih država.

### **3.2. INVESTICIONI OBLICI U RAZVOJU GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA**

Globalni hotelski lanci su u prethodnih 14 godina značajno uvećali svoje kapacitete. Krajem 1997. godine pod različitim markama ovih hotelskih lanaca je bilo ukupno 5.040.261 hotelskih soba, a 2010. godine 8.355.715 soba<sup>218</sup>. Tokom analiziranog perioda ukupni kapaciteti pod kontrolom globalnih hotelskih lanaca su uvećani za 65,78%. Postavlja se pitanje koji su investicioni oblici najviše korišćeni od strane globalnih

---

<sup>218</sup> Sopstveni proračun na osnovu podataka preuzetih iz časopisa „Hotels“

hotelskih lanaca, obezbeđujući tako značajan porast ukupnih kapaciteta pod njihovom kontrolom?

Da bi odgovorili na to pitanje, moramo analizirati poslovni portfolio najvećih svetskih hotelskih korporacija. Izvori podataka za navedenu analizu su u pronađeni u godišnjim izveštajima ovih hotelskih korporacija, a koje su one, ukoliko posluju u formi akcionarskog društva i kotiraju svoje akcije na berzi, dužne objavljivati.

Među deset najvećih hotelskih korporacija su i one čije se akcije, trenutno, ne nalaze na berzama, kao što su „Hilton Hotels Corp.“ i „Carlson Hotels Worldwide“. Kompanija „Hilton Hotels Corp.“ je dugo godina kotirala svoje akcije na berzi u Njujorku. Sredinom 2007. godine je prihvaćena ponuda za preuzimanje i sve akcije korporacije „Hilton“ otkupila je kompanija „Blackstone Group“ za 26 milijardi američkih dolara, što je ujedno i istorijski najveća transakcija na hotelskom tržištu<sup>219</sup>. Za kompanije koje nisu listirane na berzama<sup>220</sup> je teže pronaći relevantne podatke i u njihovom slučaju su korišćeni podaci dostupni na internet prezentacijama, kao i podaci renomiranog časopisa „Hotels“.

U Tabeli 21 je dat prikaz poslovnog portfolia deset najvećih svetskih hotelskih korporacija, a sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu. Ovi podaci vrlo ilustrativno ukazuju na primenjene investicione oblike<sup>221</sup> tih hotelskih korporacija. Procenti su izračunati tako što se za obračun koristio broj hotela u okviru korporacije.

---

<sup>219</sup> Butler J., „Biggest Hotel Deal in History - Blackstone Buys Hilton for \$26 billion“, Hotel On Line, <http://www.hotel-online.com>, 2007.

<sup>220</sup> Korporacije „Hilton Hotels Corp“, „Carlson Hotels Worldwide“, „Best Western International“

<sup>221</sup> „Vlasništvo ili fiksni zakup“ je statistička kategorija koja se koristi u izveštajima hotelskih lanaca, kao i u statističkim izveštajima časopisa „Hotels“. Iako se pod tom kategorijom nalaze kapaciteti pribavljeni po osnovu korišćenja dva različita investiciona oblika (vlasništvo je stečeno kroz direktna ulaganja hotelskih lanaca, a fiksni zakup je ne vlasnički oblik ulaganja) usled nedostatka podataka ih nije bilo moguće razdvojiti.



**Tabela 21:** Poslovni portfolio najvećih svetskih hotelskih korporacija sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu – posmatrano po broju soba (2010. godina)

|    | Hotelska korporacija                | Ugovor o franšizi | Ugovor o menadžmentu | Vlasništvo ili fiksni zakup | Ukupno |
|----|-------------------------------------|-------------------|----------------------|-----------------------------|--------|
| 1. | Intercontinental Hotels Group       | 85,35%            | 14,40%               | 0,25%                       | 100%   |
| 2. | Wyndham Hotel Group                 | 99,58%            | ---                  | 0,42%                       | 100%   |
| 3. | Marriott International              | 67,45%            | 28,35%               | 4,20%                       | 100%   |
| 4. | Hilton Hotels Corp.                 | 83,60%            | 15,17%               | 1,23%                       | 100%   |
| 5. | Accor                               | 34,97%            | 13,62%               | 51,41%                      | 100%   |
| 6. | Choice Hotels International         | 100%              | ---                  | ---                         | 100%   |
| 7. | Best Western International          | 100%              | ---                  | ---                         | 100%   |
| 8. | Starwood Hotels & Resorts Worldwide | 48,22%            | 44,48%               | 7,30%                       | 100%   |
| 9. | Carlson Hotels Worldwide            | 82,92%            | 17,08%               | ---                         | 100%   |
| 10 | Hyatt Hotels Corp.                  | 15,88%            | 63,34%               | 20,78%                      | 100%   |

*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja hotelskih korporacija*

Iz prezentovanih podataka se jasno može zaključiti da je franšizing postao investicioni oblik najčešće korišćen od strane najvećih svetskih hotelskih korporacija. Tri od deset najvećih svetskih hotelskih lanaca je celokupan svoj razvoj zasnovalo na korišćenju ugovora o franšizi. Analizirajući prikazane podatke za deset najvećih hotelskih lanaca može se zaključiti da je prosečno po hotelskoj korporaciji čak oko 72% kapaciteta uključeno u njihovu hotelsku ponudu putem ugovora o franšizingu, oko 20% putem ugovora o menadžmentu, a samo oko 8% se nalazi u vlasništvu ili dugoročnom zakupu.

Treba konstatovati i da sve analizirane hotelske korporacije koriste franšizing. Nijedna od njih se nije odrekla korišćenja ovog investicionog oblika, već naprotiv, u svojim razvojnim planovima fokus se najčešće stavlja upravo na korišćenje ugovornih formi, među kojima preovlađuje ugovor o franšizingu.

Franšizing su u najmanjoj meri koristile hotelske korporacije „Accor“ i „Global Hyatt“ kod kojih je učešće takvih hotela 34,97% i 15,88%. Ipak, iz analize godišnjih izveštaja (Annual Reports) ovih korporacija iz 2009. i 2010. godine, jasno je da i ove dve korporacije u budućnosti planiraju u značajnijoj meri koristiti franšizing kao investicioni oblik kojim će

obežbeđivati rast na tržištu. Korporacija „Hyatt“ u svojim razvojnim planovima akcenat stavlja na intenzivnije korišćenje franšizinga i to prvenstveno na tržištu SAD i Kanade<sup>222</sup>. Generalno, može se uočiti trend smanjenja obima investicija, čak i dezinvestiranja, na šta je verovatno snažno uticala i aktuelna globalna ekonomske kriza.

Hotelska korporacija „Starwood Hotels & Resorts Worldwide“ se opredelila za sličnu strategiju. Ova hotelska korporacija je od 2006. godine prodala 56 hotela od kojih su neki ostali deo portfelja po osnovu korišćenja ugovornih formi. U budućem razvoju korporacije, fokus će biti na implementaciji ugovornih formi, pre svih ugovora o franšizi i ugovora o menadžmentu<sup>223</sup>, što će omogućiti značajno povećanje broja hotela koji će svake godine pristupiti hotelskom lancu, a posledično i značajno povećanje ukupnog broja hotela koji će poslovati pod hotelskim markama korporacije „Starwood Hotels & Resorts Worldwide“<sup>224</sup>.

Hotelska korporacija „Hilton Hotels Corp“ je još u godinama pre njihove akvizicije od strane kompanije „Blackstone Group“ najavljivala i sprovodila strategiju prodaje dela hotela koje je imala u vlasništvu. Ti hoteli bi i u ovom slučaju i dalje ostali deo hotelske ponude „Hilton“-a, a kroz sklopljene ugovore o franšizi ili menadžmentu. Tako je tokom 2006. godine prodato 11 hotela koji su ugovornim formama ostali deo ponude korporacije. Poslovni portfolio „Hilton“-a u smislu vlasničke strukture se polako, ali kontinuirano pomerao u korist različitih ugovornih formi kao načina rasta hotelske korporacije<sup>225</sup>.

Navedene tendencije postaju još očiglednije ako se sagledaju zbirni podaci za 5 najvećih svetskih hotelskih korporacija<sup>226</sup> i to za period 1999-2010. godina.

---

<sup>222</sup> Hyatt Annual Report – Form 10-K, strana 9.

<sup>223</sup> „Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. 2009 Proxy Statement 2008 Annual Report“, Form 10-K, str. 5., preuzeto sa <http://www.starwoodhotels.com>

<sup>224</sup> „Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. 2009 Proxy Statement 2008 Annual Report“, Form 10-K, str. 17., preuzeto sa <http://www.starwoodhotels.com>

<sup>225</sup> „Hilton Hotels Corporation Annual Report 2006.“, str 3., preuzeto sa <http://www.docstoc.com>

<sup>226</sup> „Intercontinental Hotels Group“, „Marriott International“, „Wyndham Worldwide“, Hilton Worldwide“, „Accor“

**Tabela 22:** *Primena franšizinga i ugovora o upravljanju kao investicionih oblika od strane najvećih hotelskih lanaca*

|                                                  |                                  | '99          | '00          | '01          | '02          | '03          | '04          | '05          | '06          | '07          | '08          | '10          |
|--------------------------------------------------|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 5 NAJVEĆIH HOTELSKIH KORPORACIJA – ZBIRNI PRIKAZ | Broj hotela                      | 16015        | 17033        | 17936        | 18516        | 18707        | 18804        | 19573        | 20108        | 20363        | 21654        | 23168        |
|                                                  | Broj hotela-franšiza             | 11744        | 12431        | 13242        | 13577        | 13865        | 13874        | 14259        | 14792        | 15410        | 16583        | 17969        |
|                                                  | <b>Franšiza (%)</b>              | <b>73.3%</b> | <b>73.0%</b> | <b>73.8%</b> | <b>73.3%</b> | <b>74.1%</b> | <b>73.8%</b> | <b>72.9%</b> | <b>73.6%</b> | <b>75.7%</b> | <b>76.6%</b> | <b>77.6%</b> |
|                                                  | Broj hotela-ugovor o upravljanju | 1563         | 1904         | 1833         | 1833         | 1962         | 2033         | 2295         | 2349         | 2382         | 2560         | 2789         |
|                                                  | <b>Ugovor o upravljanju (%)</b>  | <b>9.8%</b>  | <b>11.2%</b> | <b>10.2%</b> | <b>9.9%</b>  | <b>10.5%</b> | <b>10.8%</b> | <b>11.7%</b> | <b>11.7%</b> | <b>11.7%</b> | <b>11.8%</b> | <b>12.0%</b> |
|                                                  | Broj hotela-vlasništvo, zakup    | 2708         | 2698         | 2861         | 3106         | 2880         | 2897         | 3019         | 2967         | 2571         | 2511         | 2410         |
|                                                  | <b>Vlasništvo/zakup (%)</b>      | <b>16.9%</b> | <b>15.8%</b> | <b>16.0%</b> | <b>16.8%</b> | <b>15.4%</b> | <b>15.4%</b> | <b>15.4%</b> | <b>14.8%</b> | <b>12.6%</b> | <b>11.6%</b> | <b>10.4%</b> |

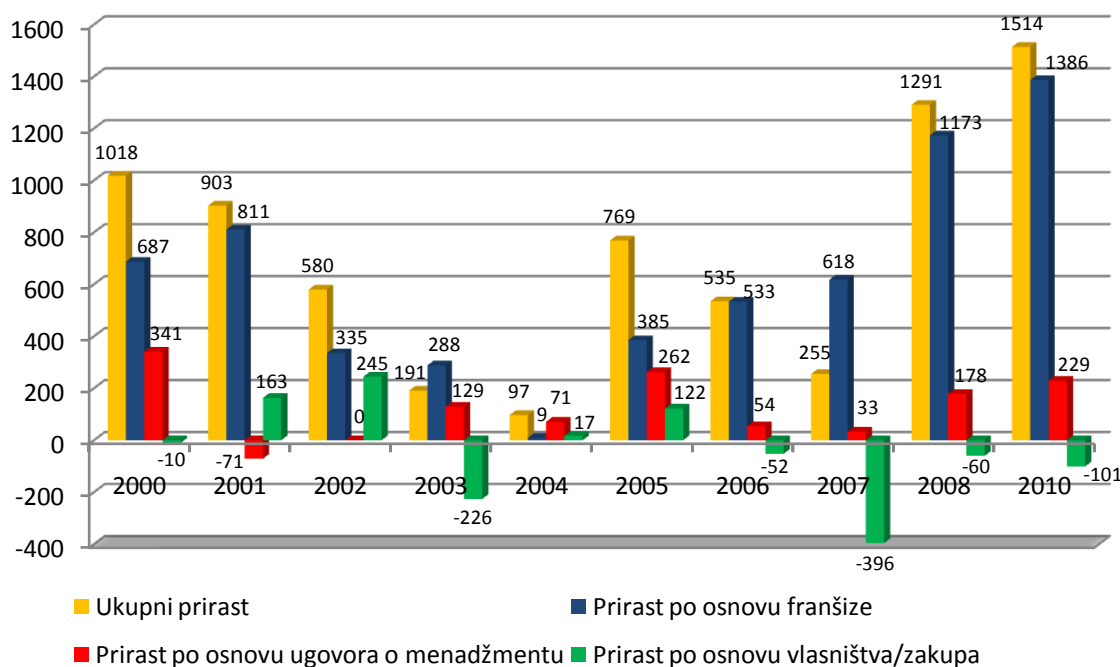
*Izvor:* Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja

Na osnovu podataka prezentovanih u zbirnom prikazu pet najvećih globalnih korporativnih lanaca mogu se izvući određeni zaključci. Veoma je uočljivo da je u poslovnom portfelju ovih kompanija došlo do smanjenja učešća hotelskih objekata po osnovu vlasništva i/ili dugoročnog zakupa. To učešće je u posmatranom periodu smanjeno sa 16,91% na 10,4%. Jasno je da su ove hotelske korporacije u prethodnom periodu prodale (ili raskinule ugovore o zakupu) oko 298 hotelskih objekata (u periodu 1999-2010.) koji su se nalazili u njihovom vlasništvu da bi, najčešće, zatim te hotelske objekte zadržali u svojoj ponudi kroz sklapanje ugovora o franšizi ili menadžmentu sa novim vlasnicima.

Kako je u isto vreme došlo do značajnog povećanja ukupne hotelske ponude ovih hotelskih korporacija, jasno je da su one svoj rast zasnivale na sve intenzivnijem korišćenju ugovora o franšizi i ugovora o menadžmentu kao primenjenih investicionih oblika. Ovu konstantaciju potvrđuju i podaci izneti Tabeli 22. U analiziranom periodu učešće hotela u poslovnom portfelju korporacija po osnovu franšizinga je poraslo sa početnih 73,33% u 1999. godini, na 77,6% u 2010. godini, dok je učešće po osnovu ugovora o menadžmentu poraslo sa 9,76% na 12% ukupnog broja hotelskih objekata.

Značajno je sagledati i apsolutni godišnji prirast broja hotela po osnovu ugovora o franšizi kao i ugovora o menadžmetu i uporediti ga sa ukupnim apsolutnim godišnjim prirastom hotela.

**Grafikon 41:** Zbirni prikaz poslovnog portfelja pet najvećih hotelskih korporacija sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu



**Izvor:** Sopstveni proračuni

Tokom celokupnog analiziranog perioda evidentiramo pozitivan prirast broja hotela po osnovu ugovora o franšizi. U pojedinim posmatranim periodima je vrlo uočljivo opredeljenje hotelskih korporacija ka supstituciji direktnog ulaganja nevlasničkim investicionim formama. U 2007. godini je zabeleženo smanjenje broja hotela u vlasništvu/zakupu za 396 objekata, a u isto vreme je zabeležen značajan prirast broja hotela po osnovu ugovora o franšizi (618) i nešto manje po osnovu ugovora o menadžmentu (53). Slična situacija je bila i tokom 2003. godine. Poslednjih pet godina posmatranog perioda, počevši od 2006. godine, beležen je negativni prirast po osnovu vlasništva i/ili dugoročnog zakupa, a u isto vreme značajan rast po osnovu ugovora o franšizi i menadžmentu.

Argumentovano se može tvrditi da su nevlasnički investicioni oblici (prvenstveno franšizing i ugovor o menadžmentu) preuzeli primat, obezbeđujući rast globalnih hotelskih korporacija, kao i da se u budućnosti mogu očekivati dalje promene u tom

smeru. U tom svetlu treba sagledavati i mogućnost ulaska globalnih hotelskih operatora na hotelsko tržište Srbije.

### 3.2.1. PRIMERI (CASE STUDY) PET NAJVEĆIH GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA

Kako bi se što jasnije dokazala teza da najveći hotelski lanci sve intenzivnije koriste ne vlasničke oblike ulaganja (prvenstveno ugovor o franšizi i ugovor o menadžmentu), analizirani su relevantni podaci iz perioda 1999-2010. godina za pet najvećih svetskih hotelskih korporacija. Podaci i njihova analiza su prezentovani u narednim tabelama.

#### 3.2.1.1. RAZVOJNE AKTIVNOSTI „INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP“

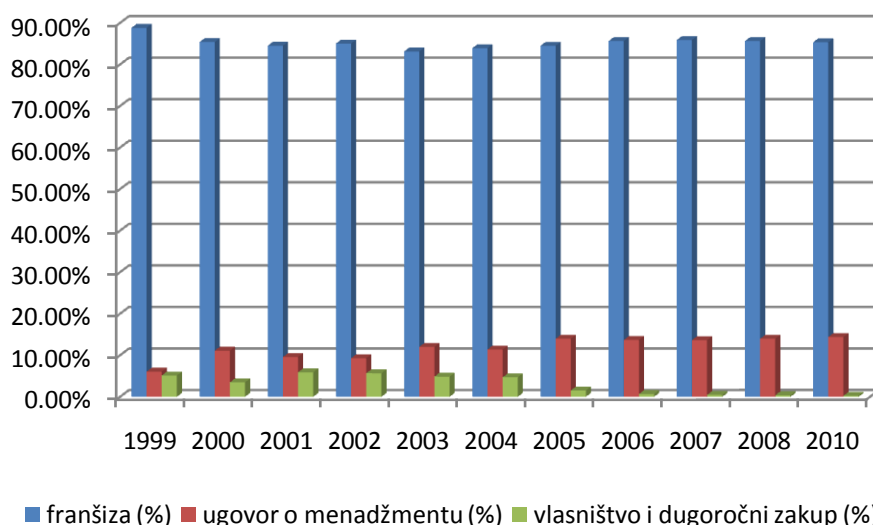
Značajno je sagledati razvojne aktivnosti najveće svetske hotelske korporacije „Intercontinental Hotels Group“. Iz prezentovanih podataka u Tabeli 23 se jasno može uočiti da je kompanija u analiziranom periodu značajno povećala broj hotela koji je postao integralni deo njene ponude kroz primenu ugovora o menadžmentu, a da je u isto vreme značajno smanjeno učešće hotela koji se nalaze u vlasništvu ili fiksnom zakupu hotelske korporacije.

**Tabela 23:** Poslovni portfolio „Intercontinental Hotels Group“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu (period od 1999-2010. godine)

|                                  | '99          | '00          | '01          | '02          | '03          | '04          | '05          | '06          | '07          | '08          | '10          |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Broj hotela                      | 2886         | 3096         | 3274         | 3333         | 3520         | 3540         | 3606         | 3741         | 3949         | 4186         | 4437         |
| Broj hotela-franšiza             | 2563         | 2644         | 2767         | 2834         | 2926         | 2971         | 3047         | 3204         | 3392         | 3585         | 3787         |
| <b>Franšiza (%)</b>              | <b>88.8%</b> | <b>85.4%</b> | <b>84.5%</b> | <b>85.0%</b> | <b>83.1%</b> | <b>83.9%</b> | <b>84.5%</b> | <b>85.6%</b> | <b>85.9%</b> | <b>85.6%</b> | <b>85.3%</b> |
| Broj hotela-ugovor o upravljanju | 175          | 344          | 314          | 310          | 423          | 403          | 504          | 512          | 539          | 585          | 639          |
| <b>Ugovor o upravljanju (%)</b>  | <b>6.1%</b>  | <b>11.1%</b> | <b>9.6%</b>  | <b>9.3%</b>  | <b>12.0%</b> | <b>11.4%</b> | <b>14.0%</b> | <b>13.7%</b> | <b>13.6%</b> | <b>14.0%</b> | <b>14.4%</b> |
| Broj hotela-vlasništvo, zakup    | 148          | 108          | 193          | 189          | 171          | 166          | 55           | 25           | 18           | 16           | 11           |
| <b>Vlasništvo/zakup (%)</b>      | <b>5.13%</b> | <b>3.49%</b> | <b>5.89%</b> | <b>5.67%</b> | <b>4.86%</b> | <b>4.69%</b> | <b>1.53%</b> | <b>0.67%</b> | <b>0.46%</b> | <b>0.38%</b> | <b>0.25%</b> |

*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja*

**Grafikon 42:** Poslovni portfolio „Intercontinental Hotels Group“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu



*Izvor:* Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja

Učešće franšiziranih objekata je u analiziranom periodu smanjeno za oko 3%. Kao što se vidi po prirastu broja hotela po osnovu franšize to smanjenje nije bilo posledica smanjenja broja objekata koji se nalaze u poslovnom sistemu po osnovu ugovora o franšizi. Naprotiv, posmatrajući broj hotela koji je uključen u portfolio korporacije po osnovu ugovora o franšizi vidi se da je došlo do značajnog porasta. Naime, 1999. godine takvih hotela je bilo 2.563, a 2010. godine 3.787, što predstavlja porast od oko 48%. Smanjenje učešća franšiziranih hotela u ukupnom portfelu hotelskog lanca je pre svega posledica još snažnijeg porasta broja ugovora o menadžmentu koje je hotelska korporacija sklopila u analiziranom periodu. Naime 1999. broj takvih ugovora je bio 175, a 2010. godine 639. U posmatranom periodu je došlo do konstantnog i značajnog smanjenja broja hotela koji se nalaze u vlasništvu ili pod dugoročnim zakupom korporacije „Intercontinental Hotels Group“. Tako je korporacija 1999. godine u vlasništvu i/ili pod dugoročnim zakupom imala 148 hotela, a 2010. godine samo njih 11.

### **3.2.1.2. STRUKTURA ULAGANJA „WYNDHAM HOTELS & RESORTS“**

U slučaju hotelske korporacije „Wyndham Hotels and Resorts“ je više nego očigledno da je razvoj u potpunosti zasnovan na franšizingu. Od jedanaest analiziranih godina, tek u četiri godine hotelska korporacija je imala u zakupu/vlasništvu određeni broj hotela čije učešće u relativnom izrazu nikad nije prelazilo 1%.

**Tabela 24:** Poslovni portfolio „Wyndham Hotels and Resorts“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu

|                                     | '99          | '00          | '01          | '02          | '03          | '04          | '05          | '06           | '07          | '08           | '10          |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>WYNDHAM HOTELS &amp; RESORTS</b> |              |              |              |              |              |              |              |               |              |               |              |
| Broj hotela                         | 6315         | 6455         | 6624         | 6513         | 6402         | 6396         | 6344         | 6473          | 6544         | 7043          | 7207         |
| Broj hotela-franšiza                | 6258         | 6455         | 6624         | 6513         | 6402         | 6396         | 6344         | 6441          | 6544         | 7016          | 7177         |
| <b>Franšiza (%)</b>                 | <b>99.1%</b> | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>100%</b>  | <b>99.51%</b> | <b>100%</b>  | <b>99.62%</b> | <b>99.6%</b> |
| Broj hotela-ugovor o upravljanju    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0            | 0             | 0            |
| <b>Ugovor o upravljanju (%)</b>     | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b>  | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b>  | <b>0.00%</b> |
| Broj hotela-vlasništvo, zakup       | 57           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 32            | 0            | 27            | 30           |
| <b>Vlasništvo/zakup (%)</b>         | <b>0.90%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.00%</b> | <b>0.49%</b>  | <b>0.00%</b> | <b>0.38%</b>  | <b>0.42%</b> |

*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja*

Obzirom na broj obim hotelskih kapaciteta koji ovaj lanac kontroliše može se reći da predstavlja jednog od najvećih franšizera na međunarodnom hotelskom tržištu.

### **3.2.1.3. POSLOVNE AKTIVNOSTI „MARRIOTT INTERNATIONAL“**

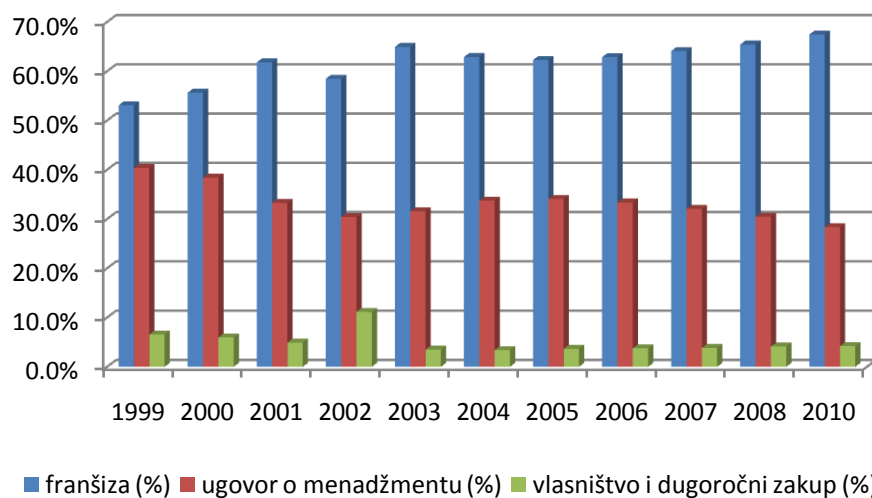
U slučaju hotelske korporacije „Marriott International“ uočljivo je značajno povećanje relativnog učešća hotela koji su postali integralni deo hotelske ponude korporacije „Marriott“ putem ugovora o franšizi.

**Tabela 25:** Poslovni portfolio „Marriott International“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu

|                                              | '99          | '00          | '01          | '02          | '03          | '04          | '05          | '06          | '07          | '08          | '10          |
|----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>MARRIOTT INTERNATIONAL</b><br>Broj hotela | 1880         | 2099         | 2398         | 2757         | 2718         | 2636         | 2741         | 2838         | 2999         | 3178         | 3545         |
| Broj hotela-franšiza                         | 998          | 1168         | 1482         | 1612         | 1765         | 1658         | 1707         | 1784         | 1922         | 2079         | 2391         |
| <b>Franšiza (%)</b>                          | <b>53.1%</b> | <b>55.6%</b> | <b>61.8%</b> | <b>58.5%</b> | <b>64.9%</b> | <b>62.9%</b> | <b>62.3%</b> | <b>62.9%</b> | <b>64.1%</b> | <b>65.4%</b> | <b>67.4%</b> |
| Broj hotela-ugovor o upravljanju             | 759          | 806          | 798          | 838          | 858          | 889          | 934          | 947          | 962          | 968          | 1005         |
| <b>Ugovor o upravljanju (%)</b>              | <b>40.4%</b> | <b>38.4%</b> | <b>33.3%</b> | <b>30.4%</b> | <b>31.6%</b> | <b>33.7%</b> | <b>34.1%</b> | <b>33.4%</b> | <b>32.1%</b> | <b>30.5%</b> | <b>28.3%</b> |
| Broj hotela-vlasništvo, zakup                | 123          | 125          | 118          | 307          | 95           | 89           | 100          | 107          | 115          | 131          | 149          |
| <b>Vlasništvo/zakup (%)</b>                  | <b>6.5%</b>  | <b>6.0%</b>  | <b>4.9%</b>  | <b>11.1%</b> | <b>3.5%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>3.6%</b>  | <b>3.8%</b>  | <b>3.8%</b>  | <b>4.1%</b>  | <b>4.2%</b>  |

*Izvor:* Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja

**Grafikon 43:** Poslovni portfolio „Marriott International“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu



*Izvor:* Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja



Kao što se može videti iz Tabele 25 to učešće je 1999. godine iznosilo 53,09%, a 2010. godine 67,4%. U isto vreme je smanjeno relativno učešće hotela u poslovnom portfelju po osnovu ugovora o menadžmentu i relativno učešće hotela u vlasništvu i dugoročnom zakupu- sa 6.5% na 4.2%. Ipak, analizirajući podatke iz tabelarnog prikaza, jasno je da se radi samo o smanjenju relativnog učešća, dok je u apsolutnom izrazu došlo do povećanja broja hotela pod kontrolom hotelske korporacije „Marriott“ po osnovu ugovora o upravljanju (korporacija je 2010. godine upravljala sa 246 hotela više u odnosu na 1999. godinu), ali i onih u vlasništvu i/ili pod dugoročnim zakupom (26 hotela više na kraju posmatranog perioda). Na ovom mestu se treba naglasiti da je hotelska korporacija „Marriott International“ vodeća u svetu po broju hotela (1005 hotela) kojima upravljaju po osnovu sklopljenih ugovora sa vlasnicima tih hotela<sup>227</sup>.

I u slučaju korporacije „Marriott International“, kao i u prethodnim, može se uočiti dominacija ne vlasničkih oblika ulaganja, pre svih ugovora o franšizi i menadžmentu.

#### **3.2.1.4. RAZVOJNE AKTIVNOSTI „HILTON HOTELS CORP.“**

Pre detaljnije analize treba naglasiti da u podacima publikovanim u septembarskom broju (2011. godine) časopisa Hotels<sup>228</sup> postoji neslaganje<sup>229</sup>. Iz tog razloga podatak o ukupnom broju hotela za 2010. godinu, prezentovan u tabeli, je preuzet sa internet prezentacije ove hotelske korporacije.

---

<sup>227</sup> „Hotels 325“, Hotels, septembar 2011. godine, str. 32.

<sup>228</sup> „Hotels 325“, Hotels, septembar 2011. godine, str. 32.

<sup>229</sup> Ukupan broj hotela pod kontrolom korporacije „Hilton“ iskazan na strani 22. je manji od zbira hotela za koje je ova korporacija sklopila ugovor o franšizi i menadžmentu, a koji je dat na strani 32.

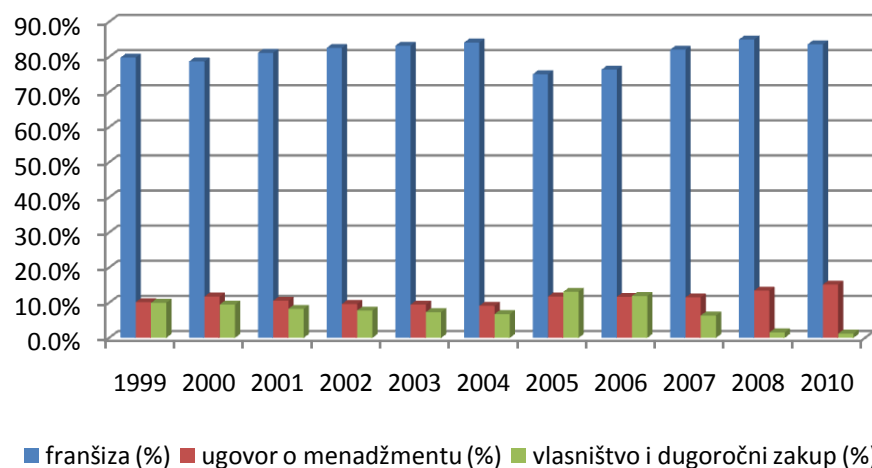
**Tabela 26:** Poslovni portfolio „Hilton Hotels Corp.“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu

|                                  | '99          | '00          | '01          | '02          | '03          | '04          | '05          | '06          | '07          | '08          | '10          |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Broj hotela                      | 1700         | 1895         | 1986         | 2084         | 2173         | 2259         | 2817         | 2935         | 3000         | 3265         | 3750         |
| Broj hotela-franšiza             | 1357         | 1492         | 1612         | 1721         | 1808         | 1900         | 2115         | 2242         | 2463         | 2774         | 3135         |
| <b>Franšiza (%)</b>              | <b>79.8%</b> | <b>78.7%</b> | <b>81.2%</b> | <b>82.6%</b> | <b>83.2%</b> | <b>84.1%</b> | <b>75.1%</b> | <b>76.4%</b> | <b>82.1%</b> | <b>85.0%</b> | <b>83.6%</b> |
| Broj hotela-ugovor o upravljanju | 173          | 223          | 210          | 201          | 206          | 206          | 332          | 343          | 346          | 440          | 569          |
| <b>Ugovor o upravljanju (%)</b>  | <b>10.2%</b> | <b>11.8%</b> | <b>10.6%</b> | <b>9.6%</b>  | <b>9.5%</b>  | <b>9.1%</b>  | <b>11.8%</b> | <b>11.7%</b> | <b>11.5%</b> | <b>13.5%</b> | <b>15.2%</b> |
| Broj hotela-vlasništvo, zakup    | 170          | 180          | 164          | 162          | 159          | 153          | 370          | 350          | 191          | 51           | 46           |
| <b>Vlasništvo/zakup (%)</b>      | <b>10.0%</b> | <b>9.5%</b>  | <b>8.3%</b>  | <b>7.8%</b>  | <b>7.3%</b>  | <b>6.8%</b>  | <b>13.1%</b> | <b>11.9%</b> | <b>6.4%</b>  | <b>1.6%</b>  | <b>1.2%</b>  |

HILTON HOTELS CORP.

*Izvor:* Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja i internet prezentacije korporacije

**Grafikon 44:** Poslovni portfolio „Hilton Hotels Corp.“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu



*Izvor:* Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja i internet prezentacije korporacije

Ono što je jasno uočljivo iz tabele je da je u analiziranom periodu došlo do izrazitog pada učešća broja hotela u vlasništvu i/ili zakupu i to sa 10% na 1,2%. Ako te podatke sagledamo u apsolutnom izrazu, može se zaključiti da je hotelska korporacija „Hilton Hotels“ u posmatranom periodu prodala (ili raskinula ugovor o zakupu) oko 124 hotelska objekta jasno potvrđujući opredeljenje ka ne vlasničkim investicionim oblicima. Verovatno je da je za neke od tih hotela odmah po kupoprodaji sklopljen i odgovarajući ugovorni aranžman koji je omogućio da takav hotelski objekat ostane integralni deo hotelske ponude.

Posmatrajući prezentovane podatke hronološki, vidi se da je proces smanjenja broja hotela u vlasništvu i/ili zakupu značajno ubzan po prodaji hotelske korporacije „Hilton“ sredinom 2007. godine. Tako je već u 2008. godini učešće takvih hotela u poslovnom portfelju opalo sa 6,4% 2007. na 1,6% 2008. godine, odnosno 1,2% u 2010. godini. U isto vreme došlo je do povećanja učešća onih hotela koji se nalaze pod kontrolom korporacije „Hilton“ po osnovu ugovora o franšizi i ugovora o upravljanju.

### **3.2.1.5. STRUKTURA ULAGANJA KORPORACIJE „ACCOR“**

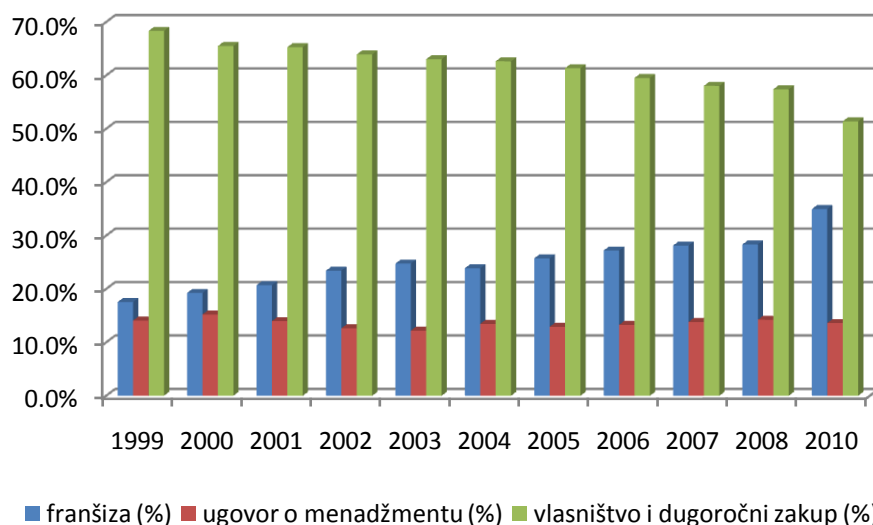
Za razliku od prethodno analiziranih portfelja, u poslovnom portfelju hotelske korporacije „Accor“ preovlađuju hotelski objekti koji se nalaze u vlasništvu korporacije ili su pod dugoročnim zakupom.

***Tabela 27: Poslovni portfolio „Accor“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu***

|                                  | '99          | '00          | '01          | '02          | '03          | '04          | '05          | '06          | '07          | '08          | '10          |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Broj hotela                      | 3234         | 3488         | 3654         | 3829         | 3894         | 3973         | 4065         | 4121         | 3871         | 3982         | 4229         |
| Broj hotela-franšiza             | 568          | 672          | 757          | 897          | 964          | 949          | 1046         | 1121         | 1089         | 1129         | 1479         |
| <b>Franšiza (%)</b>              | <b>17.6%</b> | <b>19.3%</b> | <b>20.7%</b> | <b>23.4%</b> | <b>24.8%</b> | <b>23.9%</b> | <b>25.7%</b> | <b>27.2%</b> | <b>28.1%</b> | <b>28.4%</b> | <b>35.0%</b> |
| Broj hotela-ugovor o upravljanju | 456          | 531          | 511          | 484          | 475          | 535          | 525          | 547          | 535          | 567          | 576          |
| <b>Ugovor o upravljanju (%)</b>  | <b>14.1%</b> | <b>15.2%</b> | <b>14.0%</b> | <b>12.6%</b> | <b>12.2%</b> | <b>13.5%</b> | <b>12.9%</b> | <b>13.3%</b> | <b>13.8%</b> | <b>14.2%</b> | <b>13.6%</b> |
| Broj hotela-vlasništvo, zakup    | 2210         | 2285         | 2386         | 2448         | 2455         | 2489         | 2494         | 2453         | 2247         | 2286         | 2174         |
| <b>Vlasništvo/zakup (%)</b>      | <b>68.3%</b> | <b>65.5%</b> | <b>65.3%</b> | <b>63.9%</b> | <b>63.0%</b> | <b>62.6%</b> | <b>61.4%</b> | <b>59.5%</b> | <b>58.0%</b> | <b>57.4%</b> | <b>51.4%</b> |

*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja*

**Grafikon 45:** Poslovni portfolio „Accor“ sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu



*Izvor:* Sopstveni proračuni na osnovu podataka iz časopisa „Hotels“ i podataka prikupljenih iz godišnjih izveštaja

Ipak, u analiziranom periodu njihov relativni udeo se smanjio sa 68,3% na 51,4%. U isto vreme relativno učešće objekata koji posluju pod nekom od „Accor“-ovih hotelskih brendova po osnovu ugovora o franšizi je povećano sa 17,6% na 35%. Tokom analiziranog perioda udeo hotela koji su za korporaciju „Accor“ vezani ugovorom o menadžmentu je ostao vrlo stabilan na oko 14%. Iz ove analize se može uočiti jasno opredeljenje menadžmenta hotelske korporacije „Accor“ ka delimičnoj supstituciji vlasničkih formi, onim nevlasničkim, u ovom konkretnom slučaju franšizingom. Indikativno je da je učešće hotela, koji su deo poslovnog portfelja „Accor“-a, po osnovu ugovora o franšizi duplirano, dok je taj broj u apolutnom izrazu gotovo utrostručen. U isto vreme je značajno smanjeno učešće statističke kategorije vlasništvo/dugoročni zakup u ukupnom broju hotela pod kontrolom korporacije „Accor“. Jasno je uočljivo opredeljenje ka nevlasničkim oblicima ulaganja. To opredeljenje se iskazuje i u godišnjim izveštajima ove korporacije.

### 3.2.2. RAZVOJNE AKTIVNOSTI NAJVEĆIH EVROPSKIH HOTELSKIH KORPORACIJA

Analizirajući poslovni portfolio evropskih hotelskih korporacija koje se nalaze među trideset najvećih svetskih hotelskih korporacija može se doći do zaključka da je franšizing znatno manje zastupljen u odnosu na prosek utvrđen u okviru grupe najvećih svetskih hotelskih korporacija.

**Tabela 28:** Zbirni prikaz poslovnog portfolia najvećih evropskih hotelskih korporacija sa stanovišta načina pristupanja hotela lancu

| RB | Hotelska korporacija    | Ugovor o franšizi | Ugovor o menadžmentu | Vlasništvo ili fiksni zakup | UKUPNO |
|----|-------------------------|-------------------|----------------------|-----------------------------|--------|
| 1. | Accor <sup>230</sup>    | 35%               | 14%                  | 51%                         | 100%   |
| 2. | TUI Hotels              | 5%                | 37%                  | 58%                         | 100%   |
| 3. | The Rezidor Hotel Group | 29%               | 44%                  | 27%                         | 100%   |
| 4. | Melia Hotels Internat.  | 11%               | 44%                  | 45%                         | 100%   |
| 5. | Louvre Hotels Group     | 68%               | 29%                  | 3%                          | 100%   |
| 6. | NH Hotels SA            | 14%               | -                    | 86%                         | 100%   |
| 7. | Barcelo Hotels          | 1%                | 46%                  | 53%                         | 100%   |
| 8. | RIU Hotels              | 6%                | 31%                  | 63%                         | 100%   |
| 9. | Iberostar Hotels        | 5%                | 49%                  | 46%                         | 100%   |
|    | prosek                  | 19%               | 33%                  | 48%                         | 100%   |

**Izvor:** Forteza Mulet, „Four papers about the development, market concentration, mobility, profitability and factors influencing choice of entry mode in the hotel chains”, Universitat Jaume I, Castello de la Plana, 2009. god., strana 77. kao i sopstveno istraživanje godišnjih izveštaja hotelskih korporacija

Analizirajući prikazane podatke za devet najvećih evropskih hotelskih lanaca može se zaključiti da je prosečno po hotelskoj korporaciji oko 19% hotela uključeno u njihovu ponudu putem ugovora o franšizingu, 33% putem ugovora o menadžmentu, a 48% se nalazi u vlasništvu ili dugoročnom zakupu. To je značajno drugačije od prethodno utvrđenih prosečnih vrednosti 10 najvećih svetskih hotelskih korporacija.

Ipak, prethodno izračunate prosečne vrednosti, a zbog različitih pondera usled značajno različitih veličina hotelskih korporacija, mogu navesti na pogrešan zaključak. Kako bi se

<sup>230</sup> Hotelska korporacija „Accor“ je već uključena u analizu razvojnih aktivnosti globalnih hotelskih korporacija, ali kako je reč o najvećoj evropskoj hotelskoj korporaciji uključena je i ovaj tabelarni prikaz

došlo do objektivnijih podataka, na osnovu prezentovanih podataka izračunato je učešće soba koje su ugovorom o franšizi postali deo korporacije u ukupnom obimu hotelskog kapaciteta svih korporacija. Na ovaj način se dobija aproksimacija učešća broja soba koji su ugovorom o franšizi postali deo najvećih evropskih hotelskih lanaca.

**Tabela 29:** Procena ukupnog broja soba koje su putem franšize i ugovora o menadžmentu postale deo ponude najvećih evropskih hotelskih lanaca

| Hotelski lanac          | Ukupan broj soba | Ugovor o franšizi | Broj soba pod ugovorom o franšizi | Ugovor o menadž. | Broj soba pod ugovorom o menadžmentu | Vlasništvo/zakup | Broj soba u vlasništvu ili pod zakupom |
|-------------------------|------------------|-------------------|-----------------------------------|------------------|--------------------------------------|------------------|----------------------------------------|
| Accor                   | 507 306          | 35%               | 177 557                           | 14%              | 71 023                               | 51%              | 258 726                                |
| The Rezidor Hotel Group | 87 868           | 29%               | 25 482                            | 44%              | 38 662                               | 27%              | 23 724                                 |
| Melia Hotels Internat.  | 87 000           | 11%               | 9 570                             | 44%              | 38 280                               | 45%              | 39 150                                 |
| TUI Hotels              | 79 511           | 5%                | 3 976                             | 37%              | 29 419                               | 58%              | 46 116                                 |
| Louvre Hotels Group     | 78 230           | 68%               | 53 196                            | 29%              | 22 687                               | 3%               | 2 347                                  |
| Iberostar Hotels        | 67 400           | 5%                | 3 370                             | 49%              | 33 026                               | 46%              | 31 004                                 |
| NH Hotels SA            | 58 687           | 14%               | 8 216                             | -                | -                                    | 86%              | 50 471                                 |
| Barcelo Hotels          | 46 922           | 1%                | 470                               | 52%              | 24 584                               | 47%              | 21 868                                 |
| RIU Hotels              | 42 000           | 6%                | 2 520                             | 31%              | 13 020                               | 63%              | 26 460                                 |
| <b>UKUPNO</b>           | <b>1 054 924</b> | <b>27%</b>        | <b>284 357</b>                    | <b>26%</b>       | <b>270 701</b>                       | <b>47%</b>       | <b>499 866</b>                         |

Uočljivo je da je kod najvećih evropskih hotelskih korporacija učešće hotelskih kapaciteta po osnovu vlasništva i/ili dugoročnog zakupa hotelskih kapaciteta i dalje značajno više od proseka utvrđenog za najveće svetske hotelske korporacije. Na osnovu ove procene, oko 47 % kapaciteta je bilo u vlasništvu i/ili pod dugoročnim zakupom. Ipak i na evropskom tržištu se uočavaju pomaci ka ekstenzivnijem korišćenju ne vlasničkih oblika investiranja.

Tako se analizom godišnjeg izveštaja (iz 2009. godine) najveće evropske hotelske korporacije „Accor“ uočava namera menadžmenta korporacije da u narednih nekoliko godina prodaju zainteresovanim investitorima određen broj hotelskih objekata koji bi zatim nastavili da posluju pod nekom od hotelskih marki „Accor“-a, a kroz sklapanje

ugovora o franšizi ili ugovora o menadžmentu<sup>231</sup>. Menadžment kompanije je kao cilj postavio da u vlasništvu korporacije ostane oko 15% hotelskih kapaciteta, a da 85% bude vezano za „Accor“ raznim ugovornim formama<sup>232</sup>.

---

<sup>231</sup> „Accor- Annual Report” 2009, str. 20-21., preuzeto sa [www.accor.com](http://www.accor.com)

<sup>232</sup> „Accor- Annual Report” 2009, str. 27., preuzeto sa [www.accor.com](http://www.accor.com)

## **4. PREDNOSTI I NEDOSTACI UGOVORNIH OBLIKA ULAGANJA U HOTELIJERSTVO**

### **4.1. PREDNOSTI I NEDOSTACI FRANŠIZINGA KAO INVESTICIONOG OBLIKA**

Franšizing kao investicioni oblik u turizmu ne koriste samo hotelske korporacije i konzorcijumi već ga primenjuju i restoraterska preduzeća, turoperator i itd. Obzirom na temu ovog rada prednosti i nedostaci franšizinga će biti analizirani na primeru hotelskih korporacija i to kako sa stanovišta davaoca franšize, franšizera, tako i primaoca franšize, franšizanta.

#### **4.1.1. KORISTI I NEDOSTACI ZA FRANŠIZERA**

Franšiza pruža brojne koristi kako davaocu franšize tako i primaocima. I jedni i drugi pokušavaju da kroz svoje poslovne strategije kapitalizuju brojne koristi ostvarene sklapanjem ugovora o franšizi. Ipak, pre svake dalje diskusije treba jasno naglasiti da sam ulazak u poslovni sistem određenog hotelskog lanca, a kroz ugovor o franšizi, ma kolike koristi i komparativne prednosti može doneti nezavisnom hotelskom preduzeću, nikako ne predstavlja garanciju poslovnog uspeha na tržištu. Prilikom izbora hotelskog brenda i hotelske korporacije sa kojom se sklapa ugovor o franšizi, treba biti oprezan jer je to izbor koji će se dugoročno odraziti na konkurentnost i profitabilnost hotela-primaoca na lokalnom tržištu.

Sa stanovišta hotelske korporacije franšizera, osnovne prednosti korišćenja tog načina širenja poslovnih aktivnosti su<sup>233</sup>:

- Brzo i jeftino širenje i snaženje hotelskog brenda uz nizak stepen rizika za davaoca franšize. Davalac franšize može bez značajnih ulaganja da poveća tržišno učešće. Umesto tradicionalnih načina širenja poslovnih aktivnosti koji su podrazumevali ulaganje značajnog kapitala u kupovinu postojećih ili izgradnju

---

<sup>233</sup> Rushmore S., Baum E., "Hotels and Motels: Valuations and Market Studies", Appraisal Institute, Chicago, 2001. , strana 180-181.



novih hotelskih objekata, ugovor o franšizi omogućava brzu ekspanziju uz minimalno ulaganje kapitala. U isto vreme može, bez velikih rizika za hotelsku korporaciju, da se uđe na do tada, nepoznata tržišta i pri tome poveća ukupni obim prodaje, ali u isto vreme i značajno osnaži brend. Otvarajući hotelski objekat na određenom području, hotelska korporacija čini taj brend prepoznatljivijim i onima kojima je, do tada, sama hotelska marka bila nedovoljno prepoznatljiva na tržištu. To za posledicu može imati i preferiranje te hotelske marke od strane domicilnog stanovništva prilikom putovanja u druge regione i zemlje;

- U određenim slučajevima davalac franšize je u poziciji da postavlja uslove primaocu franšize u pogledu izbora dobavljača neophodnih proizvoda i/ili usluga. Ponekad upravo hotelska korporacija osniva povezana preduzeća koja se nalaze u kapital odnosu sa davaocem franšize, a koja se ugovorima definišu kao kompanije koje obezbeđuju franšizerima neke od neophodnih proizvoda i/ili usluga što otvara potencijal za ostvarenje dodatnog profita;
- U skladu sa prethodno pomenutom agencijskom teorijom, hotelska korporacija štedi i novac i vreme koji bi bio utrošen na sprovođenje monitoringa nad upravljanjem mrežom svojih hotela širom sveta. Tu kontrolu, a u skladu sa svojim sopstvenim poslovnim interesima, sprovode vlasnici tih objekata.

Hotelske korporacije davaoci franšize su obično velike hotelske kompanije koje često kotiraju svoje akcije na nekoj od svetskih berzi. Širenje putem franšizinga omogućava brz rast tim kompanijama, ne zahteva kapitalna ulaganja, a vrlo brzo utiče na porast poslovnih prihoda hotelske korporacije kroz naplatu raznih nadoknada od hotelskih preduzeća franšizanata. Profit kompanija koji svoj rast zasnivaju na ugovornim formama često raste brže, čineći akcije ovih korporacija atraktivnim investicijom za potencijalne investitore na berzi. Atraktivnost vlasničkih hartija od vrednosti ovih korporacija otvara mogućnost dodatnog izvora finansiranja poslovnih aktivnosti, a putem pribavljanje kapitala kroz sekundarne emisije akcija.

Kako je brz rast i ekspanzija poslovnih aktivnosti postao jedan od osnovnih ciljeva međunarodnih hotelskih lanaca<sup>234</sup>, ugovorne forme, među kojima dominira ugovor o

---

<sup>234</sup> Altinay L., "Factor influencing entry mode choices: Empirical findings from an international hotel organization", Journal of Hospitality & Leisure Marketing, 2005., vol 12/3, str. 8.

franšizi, su postale atraktivan investicioni oblik često korišćen od strane međunarodnih hotelskih korporacija. Ova teza je već potkrepljena empirijskim podacima.

U isto vreme davalac franšize se ipak suočava i sa izvesnim poslovnim rizicima od kojih je svakako najznačajniji rizik od slabljenja hotelskog brenda usled neobezbeđenja očekivanog nivoa kvaliteta od strane hotela primaoca franšize.

Ustupanjem prava korišćenja hotelskog brenda, a bez mogućnosti uspostavljanja operativne kontrole nad poslovnim operacijama primaoca franšize, javlja se mogućnost da primalac franšize ne ispunjava u punoj meri postavljene i ugovorene standarde kvaliteta koji su jedinstveni za celu hotelsku marku. Takva situacija znači da bi u okviru iste hotelske marke poslovali objekti koji bi pružali usluge različitog stepena kvaliteta. Potrošači ne bi mogli biti sigurni kakvu uslugu mogu očekivati u različitim hotelima istog hotelskog brenda, što bi u krajnjoj liniji vodilo gubitku poverenja i gostiju. Davalac franšize mora organizovano i sistematski pratiti ispunjavanje propisanih standarda od strane primaoca franšize i u slučaju odstupanja mora pravovremeno reagovati.

Hotelski lanac koji je svoje širenje uglavnom zasnovao na franšizi kao razvojnoj strategiji najveći deo svog prihoda naplaćuje po osnovu *royalty* nadoknade. Kako se ta nadoknada često utvrđuje kao procenat od prihoda po osnovu realizacije usluga smeštaja, jasno je da prihodi hotelske korporacije franšizera počinju direktno da zavise od poslovnog uspeha lokalnih hotelskih operatora, franšizanata, a hotelski lanac ne može uticati na mnoge aspekte poslovne politike lokalnog hotelskog preduzeća koje ulazi u lanac.

Menadžment lokalnog hotelskog preduzeća u toku procesa afilijacije sa nekim od snažnih hotelskih brendova prolazi različite programe korporacijske obuke. Franšizant stiče uvid u tehnološke postupke koji spadaju u domen poslovne tajne. Menadžment lokalnog hotelskog preduzeća sada već dobro poznaje potrebe, želje i ponašanje potrošača u okviru poslovnog segmenta kojeg opslužuje, kao i značaja izgradnje prepoznatljivog hotelskog brenda. Upoznati su sa mogućnostima distribucije putem savremenih kanala prodaje i načina prezentacije sopstvene hotelske ponude putem različitih distributivnih sistema. Jednom rečju, stiču se specifična znanja koja se uz naknadno stečeno poslovno iskustvo u okviru hotelskog lanca, mogu iskoristiti za uspešan samostalni nastup na tržištu. Lokalno hotelsko preduzeće može vremenom prerasti u snažnog konkurenta na lokalnom tržištu, tim pre što veoma dobro poznaje

način funkcionisanja kao i pojedine elemente poslovne strategije hotelske korporacije franšizera. Hotelska korporacija davalac franšize se od potencijalno nelojalne konkurencije pokušava zaštititi primenom odgovarajućih pravnih instrumenata. Po izlasku iz franšiznog sistema hotelske korporacije, bivši franšizant nastavlja poslovanje koristeći stečena specifična znanja i veštine kao i kreirane baze podataka, postajući direktna konkurencija hotelskom lancu - franšizeru. Retko se dešava da po izlasku iz sistema bivši franšizant nastavi nezakonito da posluje pod zaštićenom markom franšizera, ali nisu retki slučajevi da se poslovanje nastavi pod nazivom koji je vrlo sličan i asocira na zaštićeni brend franšizera<sup>235</sup>.

Čak i u situaciji da bivši franšizant ne koristi u svom budućem poslovanju sličan naziv, on će, kao što je već rečeno, koristiti stečeni know-how kao i izgrađene baze podataka. Rizik za franšizera nastaje u tom smislu što će jedan deo dotadašnjih gostiju nastaviti da koristi usluge smatrajući da ne postoji razlika u kvalitetu, a što su pojedine studije i potvrdile<sup>236</sup>.

#### **4.1.2. KORISTI I NEDOSTACI ZA FRANŠIZANTA**

Mogu se identifikovati brojne koristi koje nezavisno hotelsko preduzeće ostvaruje po potpisivanju ugovora o franšizi sa određenim hotelskim lancem<sup>237</sup>:

- poslovanje pod široko prepoznatljivom hotelskom markom,
- korišćenje korporacijskog rezervacionog sistema,
- u određenim situacijama i pomoć u upravljanju,
- korišćenje ekonomije obima u određenim nabavkama,
- poslovna podrška davaoca franšize poslovnim aktivnostima franšizanta.

Hotelski brend međunarodnih hotelskih korporacije je poznat potrošačima kako u smislu kvaliteta koji se može očekivati, tako i sa stanovišta očekivane cene. Kako se pitanje kategorizacije često rešava na nacionalnom nivou, ne može se govoriti o jedinstvenim

---

<sup>235</sup> Frazer L., Merrilees B., Wright O., *"Brand Piracy By Franchisees"*, ANZMAC 2005 Conference Proceedings, Perth, 2005. , str. 16.

<sup>236</sup> Arghavan N., Zaichkowsky J., *"Do counterfeits devalue the ownership of luxury brands?"*, Journal of Product and Brand Management, Emerald Group Publishing, West Yorkshire, Volume 9, Issue 7., 2000. str.485-497.

<sup>237</sup> Rushmore S., Baum E., *"Hotels and Motels: Valuations and Market Studies"*, Appraisal Institute, Chicago, 2001., str. 170-171.

standardima kvaliteta koje hotelski objekat mora ispuniti da bi dobio određenu kategoriju. To praktično znači da se podrazumevani standardi kvaliteta razlikuju za istu kategoriju od zemlje do zemlje, ali i da sam način obeležavanja kategorija varira.

Kako onda turista može sa izvesnom dozom sigurnosti utvrditi vrstu i kvalitet usluge koju može očekivati u slučaju nezavisnih hotela? Sama zvanična kategorija hotela, ukoliko postoji, često mu ne može biti od koristi. S druge strane, svi hotelski brendovi imaju zajedničke standarde kvaliteta od kojih se ne sme odstupati, bez obzira u kom delu sveta je hotel lociran. Pripadnost određenom hotelskom lancu je sa stanovišta ocene kvaliteta hotelskih usluga mnogo informativniji u odnosu na zvaničnu kategoriju. Hotelska korporacija kontinuirano ulaže snažne marketinške napore na jačanje svojih hotelskih marki. Dakle, osnovna prednost je u tome što nezavisno hotelsko preduzeće po potpisivanju ugovora o franšizi sa izabranom hotelskom korporacijom dobija pravo poslovanja pod snažnom hotelskom markom, prepoznatljivom u regionalnim ili globalnim okvirima. Samostalni razvoj hotelske marke je dug, skup i često veoma neizvestan proces.

Nezavisni hotelijer stiče pravo pristupa hotelskom rezervacionom sistemu, odnosno ponuda tog hotela postaje integralni deo ponude hotelskog lanca. Sami hotelski rezervacioni sistemi obavezno imaju svoj „gateway” prema Internet-u, odnosno ukupna ponuda je dostupna korisnicima za pretraživanje i rezervaciju putem internet portala kompanije. Ova pogodnost je od naročitog značaja u savremenim uslovima poslovanja u kojim je Internet postao veoma značajan kanal distribucije. Hotelski rezervacioni sistemi su povezani i sa mnogim globalnim distributivnim sistemima, kao što su Amadeus, Galileo, Worldspan, Sabre.

U slučaju da se ugovor o franšizi sklapa za hotelski objekat koji tek treba da se izgradi, franšizeri često pružaju podršku primaocu franšize u domenu izbora lokacije za objekat, izbora arhitektonskih rešenja, treninga kadrova koji će raditi u objektu itd.

Nezavisni hotelijeri po ulasku u međunarodni hotelski lanac prihvataju obavezu primene odgovarajućih upravljačkih procedura. U isto vreme usvajaju nove načine izrade finansijskih izveštaja, pored standardnih i obaveznih za državu u kojoj posluju. Hotelska korporacija obezbeđuje treninge zaposlenih na svim nivoima kako bi bili obučeni za

obezbeđenje zahtevanih standarda i primenu neophodnih procedura<sup>238</sup>. Ako se zna da menadžment hotelskih korporativnih lanaca poseduje veliko poslovno iskustvo, da su dobro upoznati sa opštim trendovima na tržištu, sa željama i potrebama potrošača, sa konkurencijom na tržištu, onda je jasno koliku korist mogu imati zaposleni i menadžment primaoca franšize od ponuđenih obuka, savetodavne pomoći itd.

Međunarodna hotelska korporacija, davalac franšize, svojim korisnicima pruža mogućnost kontinuirane edukacije i unapređenja ljudskih resursa koji u savremenom poslovanju predstavljaju jedan od najznačajnijih instrumenata konkurentske borbe. Naravno sve te aktivnosti su komercijalnog karaktera i korist od njih je obostrana. Ukoliko bi izostala adekvatna obuka od strane međunarodnog hotelskog lanca, davaoca franšize, moguće je da bi lokalni operator pokušao sprovesti neophodnu obuku zaposlenih na neki alternativni način. U tom slučaju se već može postaviti pitanje kakvog bi kvaliteta bila ta obuka i kakve bi rezultate dala, odnosno koliko bi realno zaposleni bili sposobni da ispunjavaju propisane standarde. Neodržavanje jedinstvenih standarda kvaliteta usluge na nivou hotelske marke bi dovelo do slabljenja brenda i gubitka poverenja potrošača. Jasno je da korporativni hotelski lanac ima dodatne razloge, pored čisto komercijalnih, da sprovede kvalitetnu obuku menadžmenta i zaposlenih u hotelu koji je u procesu pristupanja hotelskom lancu.

Analizirajući iskustva hotelskih kompanija primaoca franšize na tržištu Evrope, a pogotovo na tržištu Azije, evidentno je da se može govoriti i o nedostacima ovog poslovnog koncepta. Naime istraživanja su pokazala da se ovaj koncept, sa stanovišta franšizanta, nije pokazao toliko uspešnim u slučaju afilijacije sa u tom delu sveta relativno nepoznatim hotelskim brendovima. U isto vreme i benefiti od korišćenja hotelskog rezervacionog sistema ponekada nisu bili veliki jer jednostavno nisu generisali očekivani nivo prometa<sup>239</sup>.

Ulazak u korporativni hotelski lanac i poslovanje pod određenim hotelskim markama podrazumeva usklađivanja standarda kvaliteta usluga. Kako bi ispunile date standarde, lokalne hotelske kompanije često moraju investirati značajna sredstva u adaptaciju svog

---

<sup>238</sup> Fancher J., *"Regulating Franchise Relationships: Empirical Efficacy and Recommendations for Reform"*, Center for Research in Economics & Strategy – Olin School of Business, Washington University in St. Louis, 2009., str. 9.

<sup>239</sup> Bell C., *"Agreements With Chain-Hotel Companies"*, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, Feb 1993; 34, 1, str. 31.

objekta u cilju ispunjavanja propisanih tehničko-tehnoloških standarda. Ta investicija predstavlja uslov afilijacije sa željenim hotelskim lancem.

Hotelske kompanije koje imaju najizgrađenije i najpopularnije hotelske brendove mogu nametnuti i najstrožije standarde koje hotel mora ispuniti da bi poslovao pod tom hotelskom markom<sup>240</sup>, a u isto vreme zahtevati i visoke iznose nadoknada koje primalac franšize mora platiti. Sam način obračuna nadoknade može biti takav da uključuje fiksni i/ili varijabilni deo nadoknade. Varijabilni deo će zavisiti od ostvarenih prihoda, ali u isto vreme fiksni deo nadoknade ostaje nepromenljiv i pruža davaocu franšize određenu sigurnost, dok u isto vreme zarada primaoca franšize u potpunosti zavisi od ostvarenih rezultata. Na taj način franšizer je izložen manjem poslovnom riziku od franšizanta<sup>241</sup>.

U procesu tehničke standardizacije davalac franšize može ugovorom obavezati lokalno hotelsko preduzeće na kupovinu neophodnih proizvoda i usluga od unapred definisanih dobavljača. Ti dobavljači su ponekad kapital odnosom povezane sa matičnom hotelskom korporacijom i na taj način se obezbeđuju dodatni prihodi, ponekad kroz plaćanje cena viših od tržišnih i na štetu franšizanta.

Po ispunjenju propisanih standarda tehničkog kvaliteta hotelsko preduzeće primalac franšize stiče pravo poslovanja u okviru poslovnog sistema franšizera, ali to pravo podrazumeva obavezu plaćanja različitih vrste nadoknada. Struktura naknada koje primalac franšize mora da plati franšizeru se svodi na<sup>242</sup>:

- inicijalnu taksu koja se plaća jednokratno,
- godišnju nadoknadu (tantijemu, licencnu nadoknadu - royalty) koja se plaća kao procenat ostvarenih prihoda,
- taksu za korišćenje rezervacionog sistema,
- taksu za razne marketing aktivnosti kompanije,
- taksa po osnovu učešća u programu učestalih potrošača,
- takse po osnovu ostalih programa i aktivnosti.

---

<sup>240</sup> Farbozzi F., „*The Handbook of Financial Instruments*“, John Wiley & Sons, New Jersey, 2000. , str. 415.

<sup>241</sup> Chathoth P., Olsen M., „Strategic alliances: a hospitality industry perspective“, *International Journal of Hospitality Management*, Volume 22, Issue 4, 2003, str. 424.

<sup>242</sup> Rushmore S., „*Understanding Franchise Fees*“, *Lodging Hospitality*, New York, 2009., Vol. 65 Issue 13., str. 18

Procentualno posmatrano, najveći izdatak za franšizanta, a u isto vreme najznačajniji izvor prihoda za hotelsku korporaciju franšizera, predstavlja "royalty" nadoknada čiji način obračuna može biti utvrđen kao<sup>243</sup>:

- procenat od prihoda otvorenih po osnovu naplate usluge smeštaja, ali
- može se obračunati i shodno ukupnom broju raspoloživih soba, bez obzira na stepen popunjenosti kapaciteta.

U slučaju naplate procenta od prihoda po osnovu realizacije usluge smeštaja, takav trošak je za preduzeće u suštini varijabilni trošak, dok je u slučaju obračuna u kojem se koristi podatak o broju soba, a bez obzira na stepen popunjenosti kapaciteta, fiksni trošak za hotelsko preduzeće. Prvi metod obračuna pogoduje onim hotelskim preduzećima čiji gosti ostvaruju veću vanpansionsku potrošnju u samom hotelu, a drugi metod obračuna onim hotelima koji ostvaruju visoke stope popunjenosti kapaciteta.

Kako hotelski brendovi više kategorije vrlo često i podrazumevaju veće objekte, tako se povećava i iznos royalty nadoknade, bez obzira koji od opisanih metoda primenili.

Ukupan iznos nadoknada koji se plaća davaocu franšize zavisi od hotelskog brenda do brenda, ali generalno posmatrano to nisu mali iznosi. Ako se posmatra struktura troškova hotela koji je ušao u sistem franšize, troškovi franšize se obično nalaze na drugom mestu, iza troškova radne snage<sup>244</sup>.

Da bi se dobili uporedivi podaci o visini troškova franšize, neophodno je komparirati nadoknade u okviru iste ili slične kategorije. Poznata konsultantska organizacija „HVS“ na čelu sa Rushmore S. je tokom 2009. godine sprovedla obimno istraživanje koje je za cilj imalo utvrđivanje visine ukupnih troškova franšize, kao i same strukture tih troškova na tržištu SAD<sup>245</sup>. Za potrebe navedenog istraživanja hotelske marke su grupisane u tri kategorije:

- ekonomska kategorija,
- srednja kategorija,
- visoka kategorija.

---

<sup>243</sup> Rushmore S., "Understanding Franchise Fees", *Lodging Hospitality*, New York, 2009., Vol. 65 Issue 13.

<sup>244</sup> Frabotta D., "The price of franchising", *Hotel & Motel Management*, Duluth, 2001., Vol. 216 Issue 9, str. 39.

<sup>245</sup> Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., "2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide", HVS, New York, 2009.

Istraživanje je ukazalo na činjenicu da postoje značajne razlike u visini ukupnih troškova za primaoca franšize u okviru različitih hotelskih marki iste ili slične kategorije. Sve nadoknade koje primalac franšize mora da plati davaocu franšize su obračunate na osnovu informacija o strukturi, visini i načinu obračuna tih troškova za svaki od hotelskih brendova pojedinačno, a na bazi nekih unapred definisanih pretpostavki<sup>246</sup>. Po utvđivanju ukupnog iznosa troškova franšize, oni su izraženi kao procenat od ostvarenih prihoda od realizacije usluge smeštaja.

**Tabela 30:** Prikaz troškova franšize po pojedinim hotelskim markama različitih kategorija

| HOTELSKI BRENDovi EKONOMSKE KATEGORIJE |                          |                                     |
|----------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|
| Najjeftiniji                           | Budget Host              | 0,1% prihoda od soba <sup>247</sup> |
| Najskuplji                             | Days Inns                | 12,6% prihoda od soba               |
| HOTELSKI BRENDovi SREDNJE KATEGORIJE   |                          |                                     |
| Najjeftiniji                           | Best Western             | 2,9% prihoda od soba                |
| Najskuplji                             | Holiday Inn Express      | 11,8% prihoda od soba               |
| HOTELSKI BRENDovi VISOKE KATEGORIJE    |                          |                                     |
| Najjeftiniji                           | Historic Inns of America | 0,6% prihoda od soba                |
| Najskuplji                             | Westin Hotels            | 15% prihoda od soba                 |

**Izvor:** Rushmore S., "Understanding Franchise Fees", Lodging Hospitality, New York, 2009., Vol. 65 Issue 13., str. 18 i Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., "2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide", HVS, New York, 2009., str. 10-19.

U okviru istog istraživanja utvrđena je i struktura troškova franšize za hotele u okviru različitih kategorija. Utvrđeno je sa kolikim prosečnim učešćem u ukupnim troškovima koje primalac franšize mora da plati, učestvuju plaćanja po osnovu inicijalne nadoknade, „royalty“ nadoknade, nadoknade za korišćenje rezervacionog sistema, nadoknade po osnovu programa učestalih potrošača itd. i to za svaku kategoriju hotela posebno.

---

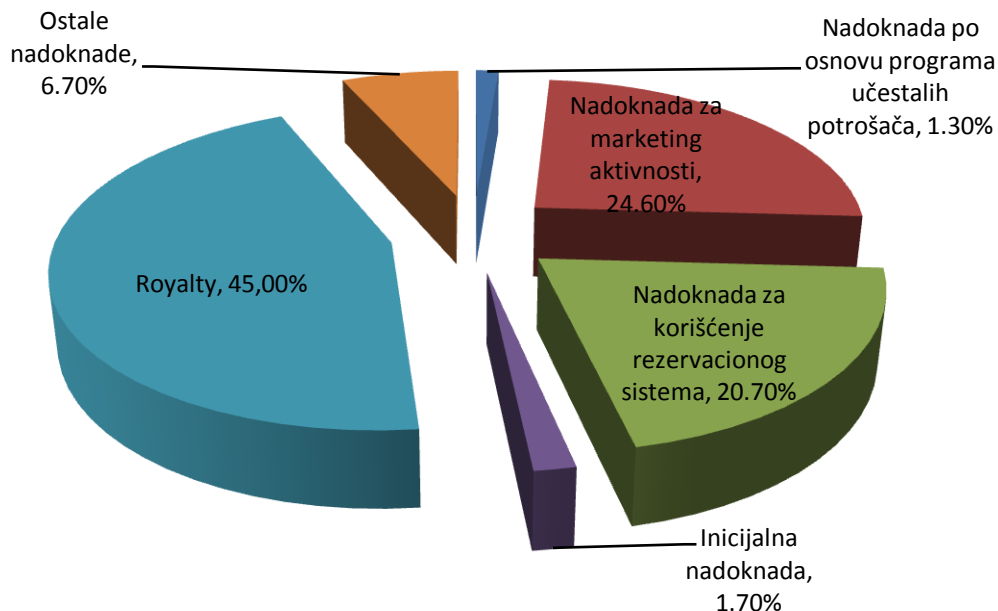
<sup>246</sup> Pretpostavke za hotele u okviru ekonomske kategorije su da imaju 100 soba; da je prosečna cena sobe 50 USD i da se ta cena povećava po stopi od 3% godišnje; da je stepen iskorišćenosti kapaciteta u prvoj godini 60%, drugoj 70% i trećoj 75% itd. Pretpostavke za hotele u okviru srednje kategorije su da imaju 200 soba; da je prosečna cena sobe 80 USD i da se ta cena povećava po stopi od 3% godišnje; da je stepen iskorišćenosti kapaciteta u prvoj godini 60%, drugoj 70% i trećoj 75% itd. Pretpostavke za hotele u okviru visoke kategorije su da imaju 300 soba; da je prosečna cena sobe 110 USD i da se ta cena povećava po stopi od 3% godišnje; da je stepen iskorišćenosti kapaciteta u prvoj godini 60%, drugoj 70% i trećoj 75% itd. Za više detalja o pretpostavkama korišćenim pri obračunu troškova franšize po brendovima videti Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., "2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide", HVS, New York, 2009., str. 5.

<sup>247</sup> Prihodi od realizacije usluga smeštaja



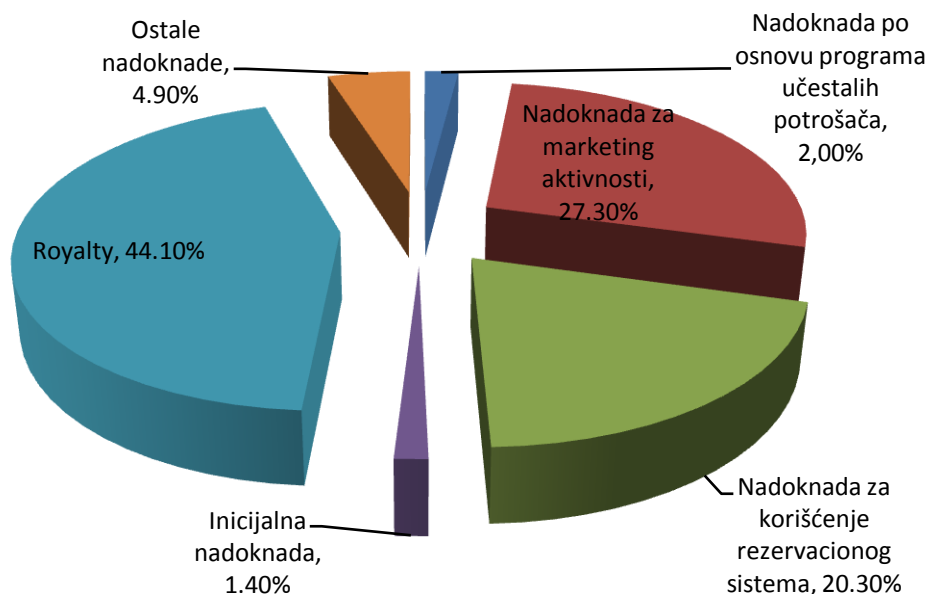
Analizirajući prosečnu strukturu troškova franšize po navedenim kategorijama, dobijeni su sledeći rezultati:

**Grafikon 46:** Struktura troškova franšize hotela ekonomske kategorije



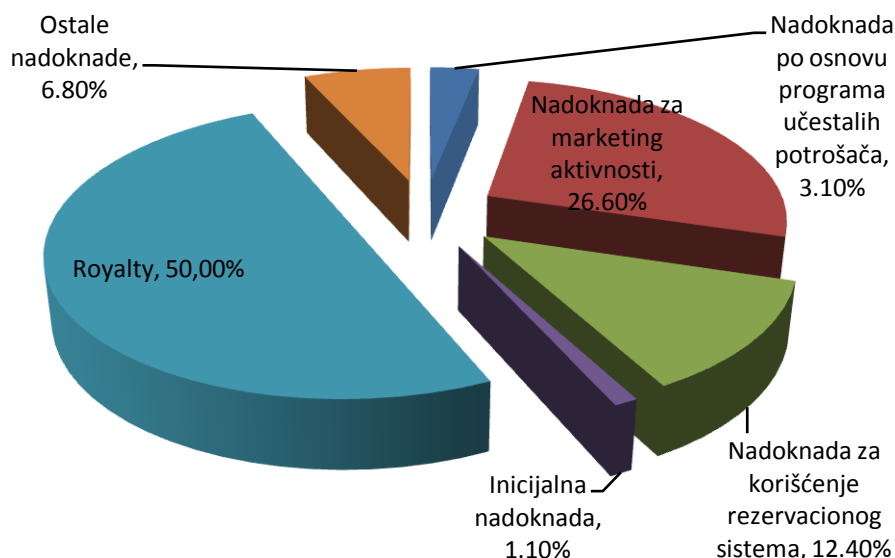
*Izvor:* Rushmore S., "Understanding Franchise Fees", Lodging Hospitality, New York, 2009., Vol. 65 Issue 13., str. 18 i  
Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., "2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide", HVS, New York, 2009., str. 10-19.

**Grafikon 47:** Struktura troškova franšize hotela srednje kategorije



*Izvor:* Rushmore S., "Understanding Franchise Fees", Lodging Hospitality, New York, 2009., Vol. 65 Issue 13., str. 18 i  
Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., "2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide", HVS, New York, 2009., str. 10-19.

**Grafikon 48:** Struktura troškova franšize hotela viših kategorija



*Izvor:* Rushmore S., "Understanding Franchise Fees", Lodging Hospitality, New York, 2009., Vol. 65 Issue 13., str. 18 i Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., "2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide", HVS, New York, 2009., str. 10-19.

Analizirajući predstavljene vrednosti može se doći do zaključka da se relativno učešće inicijalne takse u ukupni troškovima franšize smanjuje u slučaju hotelskih brendova viših kategorija. To smanjenje, naravno, nije posledica smanjenja visine tih nadoknada u apsolutnom iznosu, već je posledica povećanja ostalih troškova franšize. Tako se može uočiti da *royalty* nadoknada, kao i nadoknada po osnovu učešća u programima učestalih potrošača povećavaju svoje učešće u strukturi ukupnih troškova franšize.

Da bi se dobila kompletnija slika o troškovima franšize korisno je sagledati i koliko su ti troškovi iznosili u prošlosti. Naime, brojne studije pokazuju da je iznos tih troškova porastao u prethodne dve decenije, kako u brendovima ekonomske, tako i srednje i visoke kategorije.

Radi ilustracije navodi se podatak da su troškovi franšize za hotelski lanac<sup>248</sup>:

- "Best Western" 1989. godine iznosili 0,9%, a 2000. godine 2,1%.

---

<sup>248</sup> Frabotta D., "The price of franchising", Hotel & Motel Management, Duluth, 2001., Vol. 216 Issue 9, str. 40.

- “Holiday Inn” 1989. godine iznosili 6,4%, a 2000. godine 9,6% ,
- “Crowne Plaza” 1989. godine iznosili 6,8%, a 2000. godine 9,6% ,
- “Sheraton” 1989. godine iznosili 5,8%, a 2000. godine 8,8% ,
- “Hilton” 1989. godine iznosili 5,9%, a 2000. godine 10,1% .

Časopis „Lodging Hospitality“ u julskom i decembarskom broju objavljuje „Franchise Fact File“ u kojem iznosi troškove franšize za različite hotelske brendove. Kako u Srbiji već više godina posluje hotel pod brendom „Holiday Inn“, a po osnovu takvog ugovora, bilo bi interesantno da se na osnovu podataka publikovanih u časopisu „Lodging Hospitality“ izvede hronološki prikaz osnovnih troškova franšize, a na osnovu hotela veličine 100 soba. Na osnovu datih podataka<sup>249</sup>, može se uočiti porast troškova franšize. Tako je, recimo, inicijalna nadoknada za brend „Holiday Inn“ 1993. godine iznosila 400 USD po sobi (minimalni iznos inicijalne nadoknade je postavljen na 30.000 USD)<sup>250</sup>, da bi u 2010. godini ona iznosila 500 USD po sobi (minimalni iznos inicijalne nadoknade je postavljen na 50.000 USD)<sup>251</sup>. U celokupnom posmatranom periodu *royalty* nadoknada se obračunavala u iznosu od 5% od vrednosti prihoda ostvarenih po osnovu realizacije usluge smeštaja. Nadoknada za marketing aktivnosti je u periodu 1993-1998. obračunavana kao 1.5% od vrednosti prihoda ostvarenih po osnovu realizacije usluge smeštaja. Taksa po osnovu rezervacija se obračunavala u iznosu od oko 1% od vrednosti prihoda ostvarenih po osnovu realizacije usluge smeštaja. Naknadno je promenjena struktura nadoknada i nadoknada za marketing aktivnosti se obračunavala kao 2,5% od vrednosti prihoda ostvarenih po osnovu realizacije usluge smeštaja, dok je rezervaciona taksa već bila uključena u postojeće troškove. Ono što se na ovom mestu svakako mora pomenuti jeste i značajan porast troškova izgradnje (po hotelskoj sobi) u okviru brenda „Holiday Inn“. Korporacije, a prateći zahteve tržišta, povremeno sprovode strategije rebrendiranja koje uključuju izmene standarda za taj brend, što često može imati za posledicu povećanje troškova izgradnje. Naravno, nikako se u analizi ne može prenebregnuti činjenica da je u posmatranom periodu na porast cena u određenoj meri

---

<sup>249</sup> „Franchise Fact File“, Lodging Hospitality, New York, 1993., Vol.49 Issue 13. str. 36.; 1994., Vol.50 Issue 7. str. 33; 1995., Vol.51 Issue 7. str. 41; 1996., Vol.52 Issue 7. str. 26, 1997., Vol.53 Issue 12. str. 37; 1998., Vol.54 Issue 7. str. 36; 1999., Vol.55 Issue 8. str. 31; 2000., Vol.56 Issue 7. str. 31; 2001., Vol.57 Issue 15. str. 94; 2003., Vol.59 Issue 16. str. 109; 2004., Vol.60 Issue 16. str. 130; 2005., Vol.61 Issue 16. str. 134; 2006., Vol.62 Issue 17. str. 119; 2007., Vol.63 Issue 17 str. 125; 2008., Vol.64 Issue 16. str. 102; 2009., Vol.65 Issue 15 str. 65; 2010., Vol.66 Issue 15 str. 79.

<sup>250</sup> “Franchise Fact File”, Lodging Hospitality, New York, 1993., Vol.49 Issue 13. str. 36.

<sup>251</sup> “Franchise Fact File”, Lodging Hospitality, New York, 2010., Vol.66 Issue 15. str. 79.

uticala i inflacija, a potencijalno i neki drugi ovde nepomenuti faktori. U člancima<sup>252</sup> je dat raspon troškova (od-do) izgradnje po jednoj sobi, jer konkretni troškovi zavise i od specifičnosti i uslova koji vladaju na lokalnim tržištima. Za potrebe ove kratke ilustracije, uzeta je srednja vrednost datih troškova, a zatim ih komparirana po godinama. Prosečni troškovi izgradnje po hotelskoj sobi su u 2001. godini iznosili 59.150 USD (raspon od 47.885–70.414 USD)<sup>253</sup>, a u 2010. godini čak 92.606 USD (raspon od 70.240–114.972 USD)<sup>254</sup>, što predstavlja povećanje od preko 56% za 9 godina. Na primeru izgradnje i opremanja hotela od 100 soba to bi podrazumevalo povećani investicioni izdatak za oko 3,35 miliona USD. Naime, 2001. godine izgradnja hotela koji će poslovati pod brendom „Holiday Inn“ bi u proseku koštala oko 5.915.000 USD, dok bi izgradnja hotela „Holiday Inn“ istog kapaciteta 2010. godine u proseku koštala oko 9.260.600 USD.

Razloge za takav porast nadoknada svakako treba tražiti u činjenici da je sve veći broj investitora (i postojećih vlasnika hotela), prepoznajući značaj snažnih hotelskih brendova na hotelskom tržištu, želeo da uključi svoje hotele u poznate hotelske lance. Naime, to je period ekspanzivnog porasta broja hotela u okviru mnogih hotelskih brendova, što je uticalo na poboljšanje pregovaračke pozicije hotelskih korporacija, davaoca franšize. U isto vreme pojavljuju se i veoma brzo razvijaju specijalizovani investicioni fondovi za nekretnine (REIT) koji su fokus svojih investicija usmerili na hotelijerstvo. Hotelski REIT su agregirali značajan kapital koji su ulagali u kupovinu postojećih i izradnju novih hotelskih objekata, a koji bi vrlo brzo kroz različite ugovorne forme, među kojima je dominirao ugovor o franšizi, postajali deo poznatih hotelskih lanaca.

Banke su investitorima vrlo često kao uslov za odobravanje kredita tražile sklopljen ugovor o franšizi ili menadžmentu sa renomiranom hotelskom korporacijom prepoznajući koristi od poslovanja pod prepoznatljivom hotelskom markom, korišćenja razvijenih rezervacionih sistema, koordiniranih marketing aktivnosti na nivo hotelske

---

<sup>252</sup> „Franchise Fact File“, Lodging Hospitality, New York, 1993., Vol.49 Issue 13. str. 36.;1994., Vol.50 Issue 7. str. 33; 1995., Vol.51 Issue 7. str. 41; 1996., Vol.52 Issue 7. str. 26, 1997., Vol.53 Issue 12. str. 37; 1998., Vol.54 Issue 7. str. 36; 1999., Vol.55 Issue 8. str. 31; 2000., Vol.56 Issue 7. str. 31; 2001., Vol.57 Issue 15. str. 94; 2003., Vol.59 Issue 16. str. 109; 2004., Vol.60 Issue 16. str. 130; 2005., Vol.61 Issue 16. str. 134; 2006., Vol.62 Issue 17. str. 119; 2007., Vol.63 Issue 17 str. 125; 2008., Vol.64 Issue 16. str. 102; 2009., Vol.65 Issue 15 str. 65; 2010., Vol.66 Issue 15 str. 79.

<sup>253</sup> „Franchise Fact File“, Lodging Hospitality, New York, 2001., Vol.57 Issue 15. str. 94.

<sup>254</sup> „Franchise Fact File“, Lodging Hospitality, New York, 2010., Vol.66 Issue 15. str. 79.

korporacije kao i učešća u programima učestalih potrošača<sup>255</sup>. Sve je to u posmatranom periodu doprinelo porastu troškova hotelskih franšiza.

Ipak, poslednjih godina, pod uticajem krize, smanjuje se obim raspoloživog kapitala koji se investira u hotelijerstvo. U isto vreme u analiziranom periodu razvijeni su novi hotelski brendovi koji su se uključili u tržišnu konkurentsku utakmicu, što je dovelo do situacije u kojoj se smanjila tražnja, a povećala ponuda na tržištu hotelske franšize. Ti trendovi su se neminovno odrazili na povećanje pregovaračke pozicije primalaca franšize i konsekvntno na ukupnu cenu franšize.

Na kraju treba naglasiti da postoji još jedan potencijalni problem. Naime, poslovni uspeh svakog pojedinačnog hotela u lancu u određenom stepenu zavisi od toga u kojoj će meri ostali hoteli u lancu ispunjavati propisane standarde. Ukoliko se ne obezbedi standardizovan kvalitet usluge u svim objektima, lošiji kvalitet usluga u pojedinim hotelskim objektima se neće reflektovati samo na njihove poslovne performanse, već potencijalno i dugoročno i na rezultate svih hotela u lancu jer će dovesti do gubitka poverenja potrošača. Gubitkom poverenja potrošača u određeni hotelski brend, oni neće izbegavati samo objekte čijim kvalitetom usluge nisu bili zadovoljni, već sve hotele u lancu. Obaveza hotelske korporacije davaoca franšize je da kroz pažljivu selekciju hotelskih korporacija primaoca franšize, kao i kroz kontinuirani proces obučavanja, ali i stroge kontrole, obezbedi jedinstven standard kvaliteta usluge.

## **4.2. PREDNOSTI I NEDOSTACI UGOVORA O UPRAVLJANJU**

Svaki poslovni odnos, pa i odnos između operatora i vlasnika u slučaju ugovora o menadžmentu u hotelijerstvu, sa sobom nosi određene prednosti, ali i nedostatke. Pod pretpostavkom sklapanja ugovora o menadžmentu sa poznatim i snažnim hotelskim korporacijama, sa stanovišta vlasnika hotela mogu se identifikovati sledeće osnovne prednosti koje proističu iz takvog ugovora<sup>256</sup>:

- prepuštanje upravljanja hotelom iskusnim profesionalcima postavljenim od strane hotelske korporacije,

---

<sup>255</sup> Rushmore S., „*What do Hotel Franchises Actually Costs?*“, Hotels, Chicago, jun 2001. strana 36.

<sup>256</sup> Pizam A., „*International Encyclopedia of Hospitality Management*“, Butterworth-Heinemann, Oxford, 2010., str.328

- obezbeđuje se transfer znanja i tehnologije,
- poslovanje pod prepoznatljivom hotelskom markom,
- u određenim situacijama, korišćenje ekonomije obima u nabavkama,
- marketing podrška,
- korišćenje hotelskog rezervacionog sistema.

Upravljanje hotelom može biti prepušteno i nezavisnoj kompaniji za upravljanje koja ne predstavlja nijedan brend<sup>257</sup>. To su kompanije koje nisu povezane ni sa jednim hotelskim brendom. Ove upravljačke kompanije obezbeđuju uslugu profesionalnog upravljanja hotelima kao što to čine i hotelske korporacije, s tim da ugovor o upravljanju sklopljen sa ovim kompanijama ne obezbeđuje poslovanje pod prepoznatljivom hotelskom markom, pristup centralnim rezervacionim sistemima hotelskih korporacija i marketing podršku koju obezbeđuju hotelske korporacije<sup>258</sup>. Nije retka situacija na tržištu u kojoj vlasnik hotelskog objekta sklapa ugovor o franšizi sa hotelskom korporacijom obezbeđujući tako pristupanje određenom hotelskom lancu, a zatim za isti hotelski objekat sklapa ugovor o upravljanju sa nezavisnom kompanijom za upravljanje.

Kao nedostaci i izazovi u odnosima između vlasnika hotela i operatora mogu se navesti:

- Činjenica je da je sklapanje ugovora o menadžmentu često skupa opcija za vlasnike hotela imajući u vidu nadoknade koje se plaćaju kako kao deo ukupnih poslovnih prihoda hotela, tako i kao deo ukupno ostvarenog profita. Hotelske korporacije, operatori, pored standardnih nadoknada (osnovna i podsticajna nadoknada) često dodatno naplaćuju od vlasnika troškove koji se odnose na programe učestalih potrošača, licence za korišćeni softver, obavezne programe obuke zaposlenih itd. tako da ukupna cena koja se plaća operatoru svakako nije zanemarljiva;
- Kako su to dugoročni poslovni ugovori koji se ne mogu jednostavno jednostrano raskinuti, poslovna sudbina, ali vrednost hotelskog objekta, je u značajnoj meri determinisana pozicijom hotelskog brenda pod kojom posluje na hotelijerskom

---

<sup>257</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 89.

<sup>258</sup> Ismail A., „Front Office Operations and Management“, Thomson-Delmar, Albany NY, 2002., str. 10-11

tržištu. Narušena tržišna pozicija hotelskog brenda pod kojom hotel posluje će se odraziti i na rezultate i tržišnu vrednost hotelskog objekta;

- Beals i Denton<sup>259</sup> navode da sklopljeni ugovori o upravljanju mogu i negativno uticati na visinu ostvarene kupoprodajne cene u slučaju prodaje hotela. Naime, određeni broj potencijalnih kupaca ne favorizuje brend pod kojim hotel posluje, a drugi potencijalni kupci su možda već u nekoj vrsti poslovne povezanosti sa konkurentskim hotelskim korporacijama. Na taj način se smanjuje potencijalni broj kupaca, što može negativno uticati na prodajnu cenu. Naravno, važno je naglasiti da ovo ne mora biti slučaj, već se navodi samo kao potencijalni problem. Rushmore<sup>260</sup> navodi da na ovaj način tržišna vrednost hotela u slučaju prodaje može biti niža i do 25%. Ipak, da bi se predupredili ovakvi potencijalni problemi, pojedini ugovori o upravljanju kao jedan od uslova za mogući raskid ugovora navode i prodaju hotelskog objekta. Naravno, u toj situaciji hotelski operator stiče pravo na adekvatnu kompenzaciju čiji se način obračuna utvrđuje ugovorom. Bader i Lababedi<sup>261</sup> navode da se iznos te kompozicije najčešće utvrđuje kao proizvod iznosa godišnje nadoknade i koeficijenta čija vrednost zavisi od toga koliko je ostalo vremena do isteka ugovora između vlasnika i hotelske korporacije – operatora;
- Javlja se i potencijalni problem da menadžeri hotela postavljeni po osnovu ugovora o upravljanju ponekad povlače poslovne poteze koji vode snaženju matičnog hotelskog brenda, ali po cenu nešto niže profitabilnosti hotela kojim upravljaju. Snaga hotelske marke je osnovni kapital hotelskih korporacija na savremenom hotelijerskom tržištu, a izraz te snage se često može meriti cenom akcija hotelskih korporacija na najvećim svetskim berzama. Ponekad je sa stanovišta hotelske korporacije isplativije povući neke poslovne poteze koji će uticati na dodatno jačanje brenda, pa makar i na štetu kratkoročnog profita hotela kojim upravljaju. Kratkoročni gubitak procenta poslovnih prihoda i profita koje ostvaruju po osnovu ugovora o upravljanju je za njih ponekad manji od dugoročne dobiti koje ostvaruju snaženjem hotelskog brenda;

---

<sup>259</sup> Beals P., Denton G., *"The current balance of power in North American hotel management contracts"*, Journal of Retail & Leisure Property, Palgrave Macmillan, Hampshire, Vol .4 No .2, 2004. god. str. 133-134.

<sup>260</sup> Rushmore S., *"Structuring Management Contracts"*, Hotels, Chicago, maj 1999. godine, str. 42.

<sup>261</sup> Bader E., Lababedi A., *"Hotel Management Contracts in Europe"*, Journal of Retail and Leisure Property, Palgrave Macmillan, Hampshire, Vol 6 No 2, 2007. godina, str. 177-178.

- Po tradicionalnom konceptu, vlasnik gubi mogućnost kontrole nad operativnim poslovnim aktivnostima. On je taj koji daje saglasnost na budžet, ali njegov stepen kontrole često nije na onom nivou koji je srazmeran preuzetom riziku. Naime, hotelom upravlja menadžment kompanija, donosi operativne odluke, ali poslovni rizik, posledice neadekvatnih odluka snosi vlasnik;
- Barth i Hayes<sup>262</sup> kao izazov u odnosima između vlasnika i operatora navode i situaciju koja može prosteći upravo iz ekonomije obima u nabavkama od strane operatora. Naime, hotelski operator je taj koji je ugovorom ovlašćen da vrši nabavke potrebnih roba i usluga, a u ime vlasnika hotela. Kako operatori upravljaju većim brojem hotela, često se radi o velikim nabavkama. Problem nastaje u tome što dobavljači u želji da budu izabrani kao snabdevači, često odobravaju dodatne rabate operatoru, a ti rabati nisu prikazani vlasnicima hotela. Ukazuje se i na činjenicu da u pojedinim situacijama operator nabavlja robu i usluge i od kompanija u kojima i sam preko povezanih preduzeća ima vlasničke interese. Sve ovo znači da se može desiti da u pojedinim situacijama operator sprovodi nabavke prvenstveno u skladu sa svojim poslovnim interesima koji nužno ne moraju biti podudarni sa interesima vlasnika;

Sa stanovišta hotelske korporacije – operatora, korišćenje ugovora o upravljanju obezbeđuje niz prednosti:

- obezbeđuje se rast na hotelijerskom tržištu bez investiranja kapitala,
- vlasnik hotelskog objekta je taj koji preuzima daleko veći poslovni rizik,
- obezbeđuje se zaštita brenda od dilutacije obzirom na činjenicu da upravljanje hotelom preuzimaju menadžeri postavljeni od strane operatora,
- obezbeđuje se stabilan priliv prihoda po osnovu naplaćenih nadoknada,
- otvaraju se objekti pod korporacijskim brendovima i u područjima koja bi inače bila ocenjena kao rizična za direktno investiranje.

Kao nedostatak ugovora o menadžmentu sa stanovišta operatora se može navesti da „menadžment kompanija zavisi od kompanije koja je angažuje“<sup>263</sup>. Obaveza vlasnika

---

<sup>262</sup> Barth S., Hayes D., *“Hospitality law: managing legal issues in the hospitality industry”*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2008., str. 134.

<sup>263</sup> Čačić K., *„Poslovanje hotelskih preduzeća“*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 89.



hotela je da obezbedi potrebna finansijska sredstva za poslovanje hotela. Operator zavisi od mogućnosti vlasnika hotela da obezbedi finansijska sredstva za potrebne investicije. Takođe, kvalitetno upravljanje hotelom vodi povećanoj profitabilnosti hotela koja u slučaju prodaje hotela znači i višu tržišnu vrednost. Sam operator od toga ne ostvaruje korist.

Jasno je da ugovor o menadžmentu ima i svoje nedostatke, kako za operatora, tako i za nezavisno hotelsko preduzeće. Iz tržišne prakse se ipak može zaključiti da prednosti ovog investicionog oblika značajno prevazilaze njegove nedostatke što ga čini atraktivnim i često primenjivanim investicionim oblikom.

## **5. NOSIOCI INVESTICIONIH AKTIVNOSTI I INVESTICIONI OBLICI NA TRŽIŠTU CENTRALNE I JUGOISTOČNE EVROPE**

### **5.1. PRIKAZ NAJVEĆIH HOTELSKIH REIT U EVROPI**

Svi prethodno analizirani investicioni fondovi locirani su i uglavnom posluju na tržištima Severne Amerike. Najrazvijeniji su, kako je već naglašeno, na tržištu SAD gde je na berzama listirana veliki broj REIT-a.

Interesantno je sagledati stepen njihovog razvoja na evropskom tržištu sa posebnim akcentom na zemlje Jugoistočne Evrope u kojim je zakonom omogućen rad ovih fondova: Bugarska, Grčka i Turska. Za razliku od SAD i Kanade gde REIT imaju najduži istorijat poslovanja i gde su se specijalizovali u imovinski REIT, hipotekarni REIT i hibridni REIT, a onda u okviru imovinskih REIT-a po tipu nekretnina u koje se najčešće ulaže, takva specijalizacija, nije, ili bar ne u tom stepenu, zabeležena na evropskom tržištu, sa izuzetkom nekoliko zemalja.

Krajem 2007. godine REIT fondovi su, pod različitim imenima, bili prisutni u sledećim evropskim zemljama: Belgija (SICAFI-od 1995.), Bugarska (SPIC-od 2004. godine), Francuska (SIIC- od 2003. godine), Nemačka (G-REIT- od 2007. godine), Grčka (REIC –od 1999.godine), Italija (SIIQ- od 2007. godine) , Litvanija (IC– od 2007. godine), Holandija (FBI- od 1969. godine), Španija (RECII-od 1984, a zakonsko rešenje je promenjeno 2003.godine), Turska (REIT – od 1995.godine), Velika Britanija (UK-REIT od 2007. godine)<sup>264</sup>.

Kao primer većih REIT na evropskom tržištu treba pomenuti francuske fondove „Unibail-Rodamco“, „Gecina“, „Klepierre“, britanske fondove „Land Securities“, „British Land“, „Liberty International“, holandske fondove „Corio“, „Wereldhave“, belgijski „Cofinimmo“, nemačke „Alstria Office REIT-AG“, „Fair Value REIT-AG“, grčki „Eurobank Properties“, italijanski „Immobiliare Grande Distribuzione“. Svi ti fondovi raspolažu

---

<sup>264</sup> European Public Real Estate Association, [www.epra.com](http://www.epra.com), uvid 22.12.2008.

značajnim kapitalom, a ilustracije radi valja reći da je tržišna kapitalizacija fonda Unibail-Rodamco oko 9,5 milijardi evra<sup>265</sup>.

Zakonska rešenja, kojim su omogućena osnivanja ovih fondova, nisu jednoobrazna i primenjeni su različiti modeli kojima su definisana pitanja<sup>266</sup>:

- zakonskih procedura za osnivanje fonda,
- oblika privrednog društva pod kojim moraju biti organizovani kao i minimalnog kapitala fonda,
- imovine kojom fond može upravljati,
- maksimalnog učešća pozajmljenog kapitala,
- iznosa profita koji mora biti raspodeljen kroz dividende,
- regulatornog i kontrolnog tela i eventualnih sankcija za nepoštovanje zakonskih uslova i ograničenja,
- poreskog tretmana REIT-a na nivou korporacije,
- poreskog tretmana investitora, kako domaćih, tako i stranih.

Sigurno se mogu očekivati značajne promene u EU pošto već sada postoje ideje da se pitanje pravne regulative, neophodne za osnivanje i poslovanje REIT-a, reši jedinstveno na nivou EU<sup>267</sup>.

Iako na evropskom tržištu ne postoje REIT koji su se specijalizovali isključivo za ulaganje u hotelske objekte, najbliži klasičnim hotelskim REIT je francuski specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine "Fonciere des Murs" (FMU) koji u svom portfoliju ima ukupno 192 hotela. Fond svoje akcije kotira na „Euronext“ berzi. U prilog tome da se radi o najznačajnijem evropskom specijalizovanom fondu za ulaganje u hotelske objekte, pored podatka o broju hotela u vlasništvu, govori i podatak da je na berzi fond svrstan u sektor 8670 – Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine, a zatim u podsektor 8677 – hotelski REIT. Indikativan je i podatak da je to jedini evropski REIT listiran u okviru podsektora 8677 – hotelski REIT na NYSE Euronext berzi. Najveći broj hotela ovog fonda posluje pod hotelskim brendovima „Accor“-a, a manji broj njih pod brendom hotelske korporacije „All Seasons“. Procenjuje se da je

---

<sup>265</sup> [www.euronext.com](http://www.euronext.com), podaci sa zatvaranja berze od 09.01.2009. godine

<sup>266</sup> prema „Epra Global Reit Survey - A comparison of the major REIT regimes in the world“, European Public Real Estate Association, Brisel, 2007.

<sup>267</sup> „EU REITS“, Michele Lerner, oktobar 2006. , preuzeto sa [www.nareit.com](http://www.nareit.com)

krajem prošle godine oko 58% ukupnog kapitala fonda bilo uloženo u hotelske objekte, a ostatak u izgradnju kliničkih centara, domova za penzionere, kao i u restorane<sup>268</sup>.

Jedan od najvećih evropskih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine, britanski fond „Land Securities“ u svom portfelju ima i 29 hotela sa ukupno 4.928 soba. Fond je te hotele kupio od hotelske korporacije „Accor“, da bi zatim sa njom sklopio i dugoročni ugovor o zakupu tih objekata na osnovu kojeg svi hoteli posluju pod „Accor“-ovim brendovima „Ibis“ i „Novotel“<sup>269</sup>. REIT „Land Securities“ nije specijalizovan samo za ulaganje u jedan tip nekretnina, već ima diverzifikovan portfolio u kojem značajan udeo imaju trgovački i poslovni objekti.

Francuski REIT „Gecina“ u svom vlasništvu ima četiri hotela (1.304 sobe) koji posluju pod brendom hotelske korporacije „Club Med“ od koje su ih i kupili tokom 2005. godine. Po završetku renoviranja hoteli su nastavili da posluju pod istim hotelskim markama i to na osnovu ugovora o zakupu. Inače hotelski objekti čine samo 2,56% ukupne vrednosti imovine fonda, dok najveće učešće imaju nekretnine koje se koriste kao poslovni prostor i rezidencijalni objekti<sup>270</sup>.

Ako se posmatra tržišna kapitalizacija pomenutih evropskih specijalizovanih investicionih fondova koji su deo svog kapitala uložili u hotelske objekte može se zaključiti da oni ne zaostaju za najrazvijenijim svetskim REIT. Tako je tržišna kapitalizacija fonda „Gecina“ 5,92 milijardi evra<sup>271</sup>, fonda „Fonciere des Murs“ oko 1,296 milijardi evra<sup>272</sup>, a fonda „Land Securities“ oko 5,63 milijardi britanskih funti<sup>273</sup>.

---

<sup>268</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Fonciere des Murs“ , [www.foncieredesmurs.fr](http://www.foncieredesmurs.fr), pritup 19.03.2011. godine

<sup>269</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Land Securities“ , <http://www.landsecurities.com> , pritup 19.03.2011. godine

<sup>270</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Gecina“ , <http://www.gecina.fr> , pritup 19.03.2011. godine

<sup>271</sup> 20.03.2009. godine

<sup>272</sup> Berza „NYSE Euronext“, <http://www.euronext.com>, pristup 22.03.2011. godine

<sup>273</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Land Securities“, <http://www.landsecurities.com/investors/share-price> , pristup 03.06.2012.

## **5.2. REIT U POJEDINIM ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EVROPE**

Obzirom da Srbija pripada regionu Jugoistočne Evrope<sup>274</sup> značajno je identifikovati koje su to zemlje u regionu usvojile (i kakva) zakonska rešenja kojim je omogućeno formiranje REIT. Prema „Epra Global Reit Survey“<sup>275</sup> REIT u regionu Jugoistočne Evrope posluju u tri zemlje: Bugarskoj, Grčkoj i Turskoj. Cilj ovog dela rada je i da se detaljnije analiziraju iskustva u poslovanju REIT na tim tržištima, s posebnim osvrtom na poslovanje onih fondova koji su svoj kapital usmerili ka hotelijerskoj industriji.

### **5.2.1. BUGARSKA**

Zakonska osnova za osnivanje i rad specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine u Bugarskoj je data donošenjem zakona „Special Investment Purpose Companies Act (SPIC)“ početkom januara 2004. godine što znači da se na primeru Bugarske već mogu analizirati sedmogodišnja iskustva i izvući adekvatne pouke iz njih<sup>276</sup>.

Sredinom 2009. godine na tržištu Bugarske je poslovalo 19 specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine sa ukupnom tržišnom kapitalizacijom od oko 200 miliona evra. Ovi fondovi nisu specijalizovani za ulaganje u jednu posebnu vrstu nekretnina, već svoj investicioni portfolio izgrađuju ulažući u nekretnine koje svoju poslovnu namenu pronalaze u različitim privrednim delatnostima, što je imajući u obzir još uvek nizak stepen njihovog razvoja i obima agregiranog kapitala i sasvim očekivano.

Neke od osnovnih delova bugarskog zakonskog rešenja kojim je regulisano osnivanje i rad specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine su<sup>277</sup>:

---

<sup>274</sup> Region Jugoistočne Evrope obuhvata: Hrvatsku, Bosnu i Hercegovinu, Srbiju, Rumuniju, Crnu Goru, Albaniju, Makedoniju, Bugarsku, Grčku, Kipar i Tursku

<sup>275</sup> Prema „Epra Global Reit Survey - A comparison of the major REIT regimes in the world“, European Public Real Estate Association, Brisel, 2007.

<sup>276</sup> Kao osnova za stavove i pokazatelje iznete u ovom delu rada korišćena je publikacija: „Global REIT Survey 2009“, EPRA Reporting, Brisel, 2009., str. 17-23.

<sup>277</sup> Prema „EPRA Global REIT Survey – A comparasion of major REIT regimes in the world“, EPRA, Brisel, 2007.

- Da bi se fond registrovao i dobio dozvolu za rad, potrebno je da dobije dozvolu odgovarajućeg regulatornog tela – „Bulgarian Financial Supervision Commission“ (Komisija za finansijski nadzor);
- Minimalni osnivački kapital je 500 000 leva<sup>278</sup>;
- Najmanje 30% akcija u ovim fondovima kontrolišu institucionalni investitori;
- Ne može biti više od 50 osnivača ovih fondova;
- Najduže 6 meseci od dana registracije fondovi moraju krenuti u process inicijalne javne ponude akcija kojim će se potom trgovati na “Bulgarian Stock Exchange”. Ipak ulaskom u EU situacija se promenila i te promene su morale biti ispraćene i izmenom zakonske regulative, te je početkom 2007. godine usvojen amandman kojim se ostavlja mogućnost da se akcijama fondova koji imaju poslovne aktivnosti u Bugarskoj trguje i na drugim berzama u EU;
- Nekretnine u koje se ulaže moraju biti na teritoriji Bugarske;
- Sam fond (SPIC) ne može direktno upravljati nekretninama koje poseduje;
- Učešće kratkoročnih zajmova ne sme prelaziti 20% vrednosti bilansne aktive fonda;
- Fond kroz dividende mora distribuirati najmanje 90% ostvarenog profita u tekućoj godini;
- Regulatorno telo može oduzeti fondu dozvolu za rad ako ne počne sa poslovnim aktivnostima 12 meseci od dobijanja dozvole za rad, ako je prilikom podnošenja zahteva za izdavanje dozvole za rad dostavio netačne podatke i ako fond u svom poslovanju krši pravila propisana zakonom kojima se reguliše njihov rad;
- Fond je oslobođen plaćanja poreza na dobitak, a investitori i poreza na kapitalni dobitak – što predstavlja dodatni podsticaj za ulaganje u ove fondove;
- Domaći institucionalni investitori plaćaju zakonom određen porez na dobit korporacija, a domaća fizička lica plaćaju porez na te prihode u iznosi od 5%;
- Strani institucionalni investitori plaćaju 5% poreza na prihode ostvarene po osnovu isplaćenih dividendi, baš kao i strana fizička lica. Ovo rešenje onemogućava situaciju po kojoj bi neko strano preduzeće ulaganjem u bugarske specijalizovane investicione fondove za ulaganje u nekretnine izbeglo plaćanje poreza na dobitak u Bugarskoj;
- Strani specijalizovani investicioni fondovi koji poseduju nekretnine na teritoriji Bugarske plaćaju 10% porez na ostvarene prihode po osnovu tih nekretnina<sup>279</sup>.

---

<sup>278</sup> Preračunato u evre to je 255 640 evra –preračunato 10.03.2011. godine

Imajući u vidu prethodno prezentovane podatke vezane za regulaciju rada specijalizovanih investicionih fondova na tržištu SAD, može se pretpostaviti da je bugarsko zakonsko rešenje uglavnom zasnovano na američkim, ali ipak uz određene modifikacije koje se kao karakteristika mogu prepoznati u evropskim zakonskim rešenjima. Tu se pre svega misli na zakonsko regulisanje pitanja strukture kapitala, tj. odnosa sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Prema podacima sa berze "Bulgarian Stock Exchange" pet najvećih bugarskih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine su:

- „Advance Terrafund”,
- „Bulgarian Real Estate Fund Inc. ”,
- „Elana Agricultural Land Opportunity”,
- „Sopharma Properties REIT”,
- „Prime Property BG”.

Analizom investicionih portfolija bugarskih specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine, identifikovano je nekoliko fondova koji su deo agregiranog kapitala usmerili na finansiranje izgradnje hotelskih kapaciteta.

Fond „Bulgarian Real Estate Fund Inc.” ima ukupnu tržišnu kapitalizaciju od oko 40 miliona evra<sup>280</sup>. Ulaganje u hotelske objekte obuhvata oko 8% ukupnog investicionog portfolija. Ulaganje u turističke kapacitete je jedan od trenutno aktuelnih projekata ovog investicionog fonda – „Seaside Holiday Village-Lozenec”, objekat na obali Crnog mora koji će imati ukupno 291 luksuzno opremljen apartman<sup>281</sup>.

Fond „Prime Property BG” na tržištu vredi oko 26 miliona evra. Ulaže u različite tipove nekretnina, od poslovnih i stambenih objekata do hotela i apartmanskih naselja. Trenutno je aktuelan projekat izgradnje kompleksa „Coral Residence Resort” koji će biti izgrađen na obali Crnog mora, blizu mesta Lozenets. U okviru kompleksa će biti dovršena izgradnja hotela sa 4 zvezdice. U isto vreme aktuelan je i projekat izgradnje

---

<sup>279</sup> „Global REIT Survey 2010 – Bulgaria”, EPRA Reporting, Brisel, 2010. god. , str. 6.

<sup>280</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=5BU:BU>, pristup 10.03.2011. godine

<sup>281</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Bulgarian Real Estate Fund Inc”. , <http://brefbg.spnet.net/>, pristup 10.03.2011. godine

apartmanskog kompleksa „The Lighthouse Resort Vacation Village” koji se nalazi u mestu Sveti Vlas, takođe na obali Crnog mora<sup>282</sup>.

Specijalizovani investicioni fond „Fair Play Properties” u svom investicionom porfoliju ima nekoliko hotelskih objekata<sup>283</sup>:

- Hotel „Sveti Ivan Rilski” u Banskome sa 199 soba i apartmana;
- Hotel „Marina Hill” u mestu Chernomorets na obali Crnog mora sa 47 soba i apartmana;
- U planu je izgradnja luksuznog hotelskog kompleksa u mestu Panichishte na planini Rila. Planirano je da hotelski kompleks bude završen 2014. godine.

U planu je i izgradnja apartmanskog kompleksa „Santa Marina” koji bi po planovima investitora trebao biti izgrađen do kraja 2013. godine.

Bugarski specijalizovani investicioni fond „City Properties REIT” investira u izgradnju hotela „Kapriz” koji će po otvaranju biti hotel najviše kategorije. Hotel će imati 44 sobe i bice lociran u mestu Madjare<sup>284</sup>.

U porfoliju fonda „Florimont Properties REIT” se nalaze sledeći hoteli<sup>285</sup>:

- „Best Western Florimont Hotel & Casino & Spa” u mestu Bansko sa 180 soba,
- „Florimont Heights Hotel” u mestu Bansko sa 52 sobe,
- „Florimont Casa Hotel” u Banskome – 30 soba,
- „Casa Boyana Hotel (Hotel Boyana)” – u Sofiji – 20 soba,
- „Apart Hotel Florimont” u mestu Bansko.

U planu je i izgradnja hotela na jezeru Batak.

Samo na osnovu prezentovanih podataka, koji svakako ne obuhvataju ukupna ulaganja ovih fondova u razvoj hotelijerstva u Bugarskoj, može se zaključiti da je izmena

---

<sup>282</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Prime Property BG”, <http://www.primepropertybg.com/>, pristup 10.03.2011. godine

<sup>283</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Fair Play Properties”, <http://www.fpp.bg/>, pristup 10.03.2011. godine

<sup>284</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „City Properties REIT”, <http://www.citypropertiesreit.com/>, pristup 11.03.2011. godine

<sup>285</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Florimont Properties REIT”, <http://www.florimont.bg>, pristup 11.03.2011. godine



bugarskog zakonodavstva kojom je omogućeno osnivanje i funkcionisanje specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine, dovela do dodatnog ulaganja u razvoj hotelijerstva Bugarske. Uočljivo je da ovi fondovi nisu specijalizovani za ulaganje u samo jedan tip nekretnina, što je i očekivano obzirom na dostignuti stepen njihovog razvoja. Ipak kod pojedinih fondova se i u postojećoj fazi razvoja može uočiti sklonost ka snažnijem ulaganju u određeni tip nekretnina pa i u hotelske objekte.

Ako se posmatra lokacija već izgrađenih hotelskih objekata, ali i onih koji su još uvek u procesu izgradnje, uočljivo je da su uglavnom locirani u planinskim centrima, primorju i Sofiji kao glavnom gradu. To potpuno korespondira sa glavnim pravcima usmerenja turističke tražnje.

Većina hotela funkcionišu pod sopstvenim hotelskim brendovima, ali ipak i na tržištu Bugarske se može uočiti pojava povezivanja REIT i velikih hotelskih lanaca koji su razvile snažne i međunarodno prepoznatljive hotelske brendove. Za ilustraciju navedenog stava služi primer hotela „Best Western Florimont Hotel & Casino & Spa” u mestu Bansko. Sa povećanjem broja stranih turista iz najrazvijenijih svetskih ekonomija može očekivati i relativno povećanje učešća ukupnog broja hotela koji će poslovati pod nekom od međunarodno prepoznatljivih hotelskih brendova.

### **5.2.2. TURSKA**

Zakonska osnova za osnivanje i rad specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine na tržištu Turske je doneta tokom 1995. godine. Prvi REIT na tržištu Turske je osnovan 1996. godine, a svoje akcije kotira na berzi u Istanbulu od 1996. godine<sup>286</sup>. Od tada su ovi fondovi doživeli snažnu ekspanziju i sredinom 2009. godine su raspolagali imovinom vrednom oko 2,1 milijardu evra<sup>287</sup>. U daljem tekstu navode se neke od osnovnih zakonskih rešenja u Turskoj kojima su regulisana pitanja REIT<sup>288</sup>:

---

<sup>286</sup> „REITs Sparkle in the Market”, Boryad, januar 2008., str. 66.

<sup>287</sup> „Global REIT Survey 2009”, EPRA Reporting, Brisel, 2009., str. 111.

<sup>288</sup> Kao osnova za stavove i pokazatelje iznete u ovom delu rada korišćene su publikacije:

- „Global REIT Survey 2009”, EPRA Reporting, Brisel, 2009., str. 111 - 120.
- Aydinogly C., „Turkish REITs – An Overview of the Industry and its Performance”, master rad, Massachusetts Institute of Technology, 2004. godina, str.12-26.

- Kompanija mora biti organizovana u obliku akcionarskog društva i to može biti neka novoosnovana kompanija, ali pod određenim zakonom propisanim uslovima taj status može steći i već postojeća kompanija;
- U 2009. godini osnivački kapital nije mogao biti manji od 11,2 miliona turskih lira, a državno regulatorno telo ima pravo da svake godine utvrdi novi iznos tog minimuma;
- U nazivu firme mora biti istaknuto da se radi o specijalizovanoj investicionoj kompaniji – „Real Estate Investment Company REIC”, odnosno „Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS” (GYO) na turskom jeziku;
- Akcije se moraju kotirati na berzi u Istanbulu – „Istanbul Stock Exchange” ;
- U „*free float*”-u mora biti najmanje 49% ukupnog broja akcija;
- Mora postojati jedan osnivač koji će biti „vodeći” i kontrolisati najmanje 20% akcija;
- Najmanje 49% ukupnog kapitala mora biti ponuđeno javnom ponudom i to u periodu od jedne do pet godine, zavisno od vrednosti osnivačkog kapitala;
- Obavezni su da najmanje 50% vrednosti portfolia imaju u poslovima sa nekretninama. Ovaj procenat je u prvobitnoj verziji zakona iznosio 75%, ali je kasnijim amandmanima smanjen na 50%;
- Ulaganja moraju biti diverzifikovana, po nameni nekretnine i/ili teritorijalnom principu;
- REIC ne može samostalno upravljati komercijalnim aktivnostima koje se obavljaju u nekretninama koje su u njihovom vlasništvu. Ipak amandmanima usvojenim 2004. godine REIC je dozvoljeno da samostalno obavljaju poslove tehničkog održavanja, kao i obezbeđenja objekata;
- REIC sme ulagati u nekretnine u inostranstvu, ali njihova vrednost ne sme biti viša od 49% vrednosti ukupnog portfolia;
- Zakonom je ustanovljen i limit u kratkoročnom zaduživanju, kao racio u odnosu na vrednost portfolia;
- Što se tiče podele dividende zakonsko rešenje u Turskoj je drugačije u odnosu na rešenje iz SAD koje je često primenjeno i u drugim delovima sveta. Naime zakonskim rešenjem nisu ustanovljena posebna ograničenja za REIC u odnosu na druge oblike akcionarskih društava u Turskoj što znači da bi trebali da podele minimum 20% neto profita, u gotovini, akcijama ili njihovoj kombinaciji, ali uz

moгуćnost da skupština akcionara odluči da ceo profit zadrži u rezervama. Na ovaj način REIC ima mogućnost da ukupan profit reinvestira u svoje poslovne aktivnosti i na taj način obezbedi resurse za dalji rast i razvoj;

- Korporacije u Turskoj plaćaju porez na dobitak u iznosu od 20%, a REIC su oslobođeni plaćanja tog poreza;
- Fizička lica, investitori u REIC su oslobođeni i plaćanja poreza na kapitalni dobitak ostvaren prodajom akcija REIC;
- Fizička lica, investitori u REIC, su oslobođeni plaćanja poreza na prihode po osnovu dividende na 50% ukupno isplaćenog iznosa, dok se preostalih 50% oporezuje primenom progresivnih poreskih stopa;
- Strane kompanije i fizička lica su oslobođene plaćanja poreza na kapitalnu dobit, dok način utvrđivanja poreza po osnovu isplaćenih dividendi zavisi od nacionalnosti investitora, odnosno od sporazuma koje ta zemlja ima sa Turskom.

Specijalizovane investicione kompanije za ulaganje u nekretnine na tržištu Turske se nisu dodatno specijalizovali za ulaganje u određene tipove nekretnina prema njihovoj nameni. Potpuna specijalizacija i nije bila moguća jer se samim zakonskim rešenjem koje reguliše rad ovih fondova insistira na diverzifikaciji po tipu nekretnine u koji se ulaže.

Turska je jedna od svetskih turističkih sila, bogata raznim turističkim atraktivnostima i sigurno je da se i u budućnosti mogu očekivati ulaganja u dodatni razvoj receptivnih faktora, pa u okviru njih i hotelijerskih kapaciteta. Investicione kompanije za ulaganje u nekretnine (REIC) pružaju mogućnost značajnog agregiranja kapitala i njegovog plasmana u izgradnju različitih tipova nekretnina. Do izmene zakonske regulative ne može se očekivati pojava posebnih hotelskih REIC iako bi oni, imajući u vidu stepen razvijenosti turizma u Turskoj, verovatno predstavljali posebno atraktivnu investicionu opciju. Ipak i danas postoje fondovi koji su ogroman procenat svog kapitala plasirali upravo u izgradnju hotelskih objekata, kao što je npr. fond „Akfen GYO”. Mnoge specijalizovane investicione kompanije su deo svog kapitala plasirale u izgradnju, ali i akviziciju i modernizaciju postojećih hotelskih objekata.

U nastavku rada se analiziraju investicioni portfelji nekoliko turskih specijalizovanih investicionih fondova koji su deo svog kapitala uložili u kupovinu i/ili izgradnju hotelskih objekata. U isto vreme se analiziraju i način poslovanja tih hotelskih objekata na tržištu u

smislu izbora hotelske marke pod kojom će nastupati na tržištu, kao i načini povezivanja specijalizovanih investicionih fondova i hotelskih lanaca.

Specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine „Akfen Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS” je deo svog investicionog potencijala usmerio u izgradnju i akviziciju hotelskih kapaciteta. Ovaj fond u svom portfoliju ima vlasničke udele (50%) u sledećim hotelima u Turskoj i na Kipru<sup>289</sup>:

- Hotel „Novotel Zeytinbur Istanbul” u Istanbulu, kapaciteta 208 soba;
- Hotel „Ibis Zeytinbur Istanbul” u Istanbulu, kapaciteta 228 soba;
- Hotel „Ibis Eskisehir” u Eskisehiru, kapaciteta 108 soba;
- Hotel „Novotel Trabzon” u Trabzonu, kapaciteta 200 soba;
- Hotel „Novotel Gaziantep” u Gaziantepu, kapaciteta 92 soba;
- Hotel „Ibis Gaziantep” u Gaziantepu, kapaciteta 177 soba;
- Hotel „Novotel Kayseri” u Kayseri, kapaciteta 96 soba;
- Hotel „Ibis Kayseri” u Kayseri, kapaciteta 160 soba;
- Hotel „Ibis Bursa” u Bursi, kapaciteta 200 soba;
- Hotel „Mercure Kyrenia” na Kipru, kapaciteta 299 soba.

U ovom trenutku kompanija poseduje vlasničke udele u 10 hotela sa ukupno 1.768 hotelskih soba. U toku je izgradnja nekoliko hotelskih objekata čije se otvaranje očekuje tokom 2011. i 2012. godine:

- Hotel „Ibis Esenyurt” u Istanbulu, kapacita 150 soba. Hotel je u izgradnji, a otvaranje je planirano za prvi kvartal 2012. godine;
- Hotel „Ibis Adana” u Adani, kapaciteta 161 soba. Hotel je u izgradnji, planirano otvaranje tokom 2012. godine;
- Hotel „Ibis Izmir” u Izmiru, kapaciteta 140 soba – hotel je u izgradnji, planirano otvaranje u 2012. godini;
- Hotel „Ibis Samara” u Samari, Rusija, kapaciteta 204 sobe – hotel je u izgradnji, planirano je otvaranje tokom 2011. godine;
- Hotel „Ibis Yaroslavl” u Yaroslavl-u, Rusija, kapaciteta 177 soba – hotel je u izgradnji, planirano je otvaranje tokom 2011. godine ;

---

<sup>289</sup> Zvanična internet prezentacija fonda “Akfen Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS” <http://www.akfengyo.com.tr>, pristup 18.03.2011. godine

- Hotel „Ibis Kaliningrad“ u Kaljningradu, Rusija, kapaciteta 167 soba – hotel je u izgradnji, planirano otvaranje tokom 2012. godine.

Po završetku izgradnje već započetih objekata, REIC će u svom portfoliju imati ukupno 2.767 hotelskih soba u 16 hotela u Turskoj, Rusiji i Kipru.

Pored već izgrađenih i hotela u fazi izgradnje, REIC „Akfen Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“ ima i velike investicione planove u nastupajućem periodu, a najveći deo njih se odnosi na izgradnju novih hotelskih objekata kako u Turskoj, tako i u inostranstvu.

Iz prezentovanih podataka se može jasno uočiti povezanost fonda „Akfen Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“ i najveće evropske i jedne od najvećih svetskih hotelskih korporacija „Accor“. Partnerstvo se zasniva na potpisanom memorandumu o razumevanju između ove dve kompanije. Evidentno je da svi navedeni hoteli posluju pod „Accor“-ovim hotelskim markama „Ibis“ i „Novotel“ i to po osnovu ugovora o dugoročnom zakupu koji je sklopljen sa kompanijom „Tamaris Tourism Co. Inc“ koja je „Accor“-ova podružnica.

Ono što se takođe može uočiti na primeru ovog fonda je interancionalizacija poslovnih aktivnosti. Kako turski zakon kojim se reguliše osnivanje i rad ovih investicionih kompanija (REIC – GYO) ne postavlja ograničenje u smislu imperativne odredbe da ulaganje mora biti samo u nekretnine u Turskoj, ovaj fond je svoje poslovanje proširio i van granica Turske ulažući dominantno u razvoj hotelskih kapaciteta (ali i nekretnina koje će služiti kao poslovni prostor) u Rusiji i na Kipru.

Specijalizovani investicioni fond „Is Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“ je takođe investirao u hotelske kapacitete – oko 8% od ukupne vrednosti portfolia. Fond u svom vlasništvu ima sledeće hotele sa ukupno 712 soba<sup>290</sup>:

- „Lykia Lodge Kapadokya Hotel“ – hotel sa četiri zvezdice, 146 soba u mestu Nevsehir. Hotel je zatim iznajmljen korporaciji „Silkar Turizm ve Yatirim İletmeleri A.S.“, a fond prihoduje godišnju rentu od oko 550 000 evra;
- „Club Magic Life Kemer Imperial Hotel“ – hotel sa pet zvezdica, 208 soba u mestu Kemer. Hotel je zatim iznajmljen korporaciji „Magic Life Der Club International

---

<sup>290</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Is Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“, [www.isgyo.com](http://www.isgyo.com), pritup 11.03.2011. godine

Turizm Hizmetleri A.S.“ (deo globalne grupacije TUI AG). Godišnji zakup je oko 1.750 000 evra;

- „Seven Seas Hotel“ – hotel sa pet zvezdica, 358 soba u mestu Antalija. Sa već pomenutom kompanijom „Magic Life“ (deo TUI AG) je sklopljen ugovor o menadžmentu.

Specijalizovani investicioni fond „Alarko Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“ u svom vlasništvu ima hotel sa pet zvezdica „Hillside Beach Club“ sa 330 soba<sup>291</sup>.

REIC „Akmerkez Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“ je vlasnik jednog od najvećih trgovačkih centara u Istanbulu i Turskoj koji se prostire na oko 180.000 m<sup>2</sup>. U okviru „Akmerkez Shopping Center“ se nalazi i hotel „Akmerkez Residence Apart Hotel“<sup>292</sup>

Fond „Atakule Gayrimenkul Yatirim Ortakligi“ u svom portfoliju ima „Aladdin Hotel Alanya“ sa 232 sobe<sup>293</sup>.

Specijalizovani investicioni fond „Marti Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“ u svom vlasništvu ima<sup>294</sup> hotel „Marti Hemitea“ u Marmarisu (28 soba), a u 2011. godini su otvorili i „Hotel Marti Sarigerme“ kapaciteta 416 soba. Tokom 2012. godine se očekuje završetak izgradnje i otvaranje hotela „Marti Giova“ koji će imati 35 soba. U svom razvoju fond se nije orijentisao samo na izgradnju novih hotelskih objekata, već i na kupovinu i renoviranje postojećih. U tom smislu se tokom 2013. godine očekuje završetak adaptacije i modernizacije hotela „Marti Myra“ (552 sobe) u Kemeru<sup>295</sup>. Na taj način će ovaj fond će do kraja 2013. godine u svom vlasništvu imati ukupno 1.035 hotelskih soba u četiri hotela. Pored investicija u razvoj hotelskih kapaciteta, fond investira i u razvoj rezidencijalnih objekata.

---

<sup>291</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Alarko Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“ , [www.alarkoyatirim.com.tr](http://www.alarkoyatirim.com.tr) , pritup 11.03.2011. godine

<sup>292</sup> Anual Report 2009 fonda „Akmerkez Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“, preuzeto sa <http://www.akmgyo.com/> , str.3

<sup>293</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Atakule Gayrimenkul Yatirim Ortakligi“, [www.atakulegyo.com.tr](http://www.atakulegyo.com.tr) , pritup 11.03.2011. godine

<sup>294</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Marti Gayrimenkul Yatirim Ortakligi“, [www.martigyo.com.tr](http://www.martigyo.com.tr) , pritup 11.03.2011. godine

<sup>295</sup> Zvanična internet prezentacija fonda „Marti Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS“, <http://www.martigyo.com.tr> , pritup 15.03.2011. godine

**Tabela 31:** *Turski specijalizovani investicioni fondovi za ulaganju u hotelijerstvo*

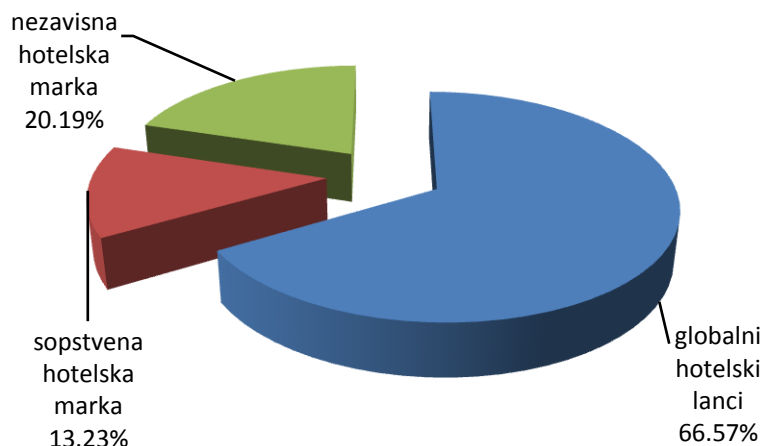
| REIT         | Broj hotela | Broj soba | Preovlađujući hotelski brend (% broja soba) | Hotelska korporacija (učešće u %) | Lokacija hotela              |
|--------------|-------------|-----------|---------------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| Akfen GYO    | 10          | 1 768     | Ibis 49,4%                                  | Accor 100%                        | Turska(83,1%), Kipar (16,9%) |
|              |             |           | Novotel 33,7%                               |                                   |                              |
| Is GYO       | 3           | 712       | Seven Seas (50,3%)                          | TUI AG (79,5%)                    | Turska                       |
|              |             |           | Club Magic Life (29,2%)                     |                                   |                              |
| Marti GYO    | 2           | 444       | Sopstveni brend "Marti Hotels"              | ----                              | Turska                       |
| Alarko GYO   | 1           | 330       | -----                                       | Nezavisna                         | Turska                       |
| Atakule GYO  | 1           | 232       | -----                                       | Nezavisna                         | Turska                       |
| Akmerkez GYO | 1           | 20        | Sopstveni brend                             | -----                             | Turska                       |
| UKUPNO       | 18          | 3 506     |                                             |                                   |                              |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Na osnovu datog zbirnog pregleda uočavaju se različiti pristupi turskih REIC. Neki se opredeljuju za poslovanje hotela pod poznatim hotelskim markama, neki razvijaju sopstvene hotelske marke, a neki posluju kao nezavisni hoteli. Najveći investitor u hotelske objekte „Akfen GYO” je sve hotele u kojima ima vlasničke udele iznajmio najvećoj evropskoj hotelskoj korporaciji „Accor” i oni na tržištu nastupaju pod hotelskim brendovima „Novotel” i „Ibis”. Na osnovu potpisanih ugovora „Akfen GYO” dobija zakupninu koja se utvrđuje kao procenat ostvarenih prihoda hotela. Rizik za „Akfen GYO” je smanjen jer hotelima upravljaju dokazani profesionalni menadžeri uz punu podršku matične kompanije, a pod svetski prepoznatljivim brendovima. U isto vreme i REIC „Is GYO” je ušao u ugovorne aranžmane sa globalnim operatorom TUI AG.

„Marti GYO” i „Akmerkez GYO” su se odlučile za razvoj sopstvenih hotelskih brendova, a hoteli kompanija „Alarko GYO” i „Atakule GYO” posluju pod nezavisnim hotelskim markama.

**Grafikon 49:** Distribucija hotelskih soba u vlasništvu navedenih turskih REIC po hotelskim brendovima



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz Grafikona 49 se jasno uočava da REIC preferiraju saradnju sa globalnim hotelskim lancima, minimizirajući na taj način tržišne rizike poslovanja. U isto vreme može se konstatovati da iako ne postoje zakonska ograničenja te vrste, turski REIT su se u dosadašnjem razvoju orijentisali uglavnom na izgradnju/kupovinu hotelskih objekata na teritoriji Turske. Situacija će se malo promeniti 2011. i 2012. godine usled otvaranja novih objekata na teritoriji Rusije (investicije fonda „Akfen GYO”).

Što se tiče izvora finansiranja REIT u Turskoj, može se primetiti značajna razlika u odnosu na tržište SAD. Razlika se ogleda u činjenici da je udeo institucionalnih investitora u turske REIT daleko niži u odnosu na učešće na tržištu SAD. Taj udeo se u Turskoj kreće oko 5%<sup>296</sup> i obuhvata ulaganja osiguravajućih kuća, penzionih fondova, investicionih fondova itd.

### **5.2.3. GRČKA**

Zakon kojim je omogućeno osnivanje specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine je u Grčkoj donet 1999. godine, a izmenjen 2002. godine<sup>297</sup>. Tim zakonom je omogućen rad REIC (Real Estate Investment Company).

---

<sup>296</sup> „REITs Sparkle in the Market“, Boryad- Turkish Shareholders Association, Istanbul, januar 2008., strana 66.

<sup>297</sup> „Global REIT Survey 2007“, EPRA Reporting, Brisel, 2007. godine, str. 39.



Jedan od većih REIC u Grčkoj je „MIG Real Estate REIC”. „MIG Real Estate REIC” je deo mnogo snažnije investicione kompanije „Marfin Investment Group”. Sam „MIG Real Estate REIC” u svom portfelju nema hotelske kapacitete za razliku od matičnog preduzeća „Marfin Investment Group” koje je poseduje značajan obim hotelskih kapaciteta.

„Marfin Investment Group” je agregirani kapital ulagao u više različitih tipova nekretnina, a među njima i u hotelske objekte<sup>298</sup>. U svom portfoliju poseduje 50% vlasničkog udela u hrvatskoj korporaciji „Sunce koncern” d.o.o., a samim tim i hotelima koji se nalaze u vlasništvu ove hotelske korporacije, a koji posluju kao deo hrvatskog hotelskog lanca „Bluesun” u čijem sastavu se nalazi 13 hotela sa ukupno 2.477 hotelskih soba<sup>299</sup>:

- „Bluesun Hotel Elaphusa” hotel sa četiri zvezdica, lociran na Bolu, ostrvo Brač – 306 soba;
- „Bluesun Resort Afrodita” – četiri zvezdice, lociran u mestu Tučepi – 155 soba;
- „Bluesun Berulia Hotel” – četiri zvezdice, mesto Brela – 199 soba;
- „Bluesun hotel Alga” – četiri zvezdice, mesto Tučepi, 330 soba;
- „Bluesun hotel Kaštelet” – četiri zvezdice, mesto Tučepi, 28 soba;
- „Bluesun hotel Borak” – četiri zvezdice, lociran na Bolu, ostrvo Brač, 184 sobe;
- „Bluesun hotel Soline” - četiri zvezdice, mesto Brela, 206 soba;
- „Bluesun hotel Kaj” - četiri zvezdice, mesto Marija Bistrica, 66 soba;
- „Bluesun hotel Marina” – tri zvezdice, mesto Brela, 281 soba;
- „Bluesun hotel Maestral” - tri zvezdice, mesto Brela, 69 soba;
- „Bluesun hotel Neptun” - tri zvezdice, mesto Tučepi, 254 soba;
- „Bluesun hotel Alan” - tri zvezdice, mesto Paklenica, 163 sobe;
- „Bluesun resort Bonaca” - tri zvezdice, lociran na Bolu, ostrvo Brač, 236 soba.

„Marfin Investment Group” je u isto vreme vlasnik i 75,1% udela u luksuznom hotelu „Hilton Cyprus” lociranom u Nikoziji, kapaciteta 313 soba i apartmana.

---

<sup>298</sup> Zvaničan sajt fonda „Marfin Investment Group”, <http://www.marfininvestmentgroup.com/Detail.aspx?amid=11885>, pristup 11.03.2011. godine

<sup>299</sup> Internet prezentacija hotelskog lanca „Bluesun Hotels & Resorts”, <http://www.bluesunhotels.com/kategorije-hotela.aspx>, pristup 11.03.2011. godine

Iz prezentovanih podataka se može zaključiti da ovaj fond kontroliše 14 hotela sa ukupno 2.790 soba. Ipak ni ovaj fond nije specijalizovan samo za ulaganje u hotelijerstvo. U njegovom portfoliju se mogu naći restorani, transportna preduzeća, zdravstvene ustanove, kasino, telekomunikacije, trgovinski objekti itd.

### **5.3. HOTELSKI LANCI U REGIONU CENTRALNE I JUGOISTOČNE EVROPE**

Za potrebe ovog rada istraživanja su sprovedena na tržištima 14 zemalja<sup>300</sup> regiona Centralne i Jugoistočne Evrope. Istraživanjem je obuhvaćena identifikacija globalnih hotelskih lanaca<sup>301</sup> koji imaju svoje poslovne aktivnosti u tim zemljama, brendova pod kojim posluju hoteli koje oni kontrolišu, kao i lokacija tih objekata. Posebna pažnja u analizi je posvećena regionu CEFTA<sup>302</sup>. Cilj istraživanja je bio da se identifikuju primenjeni investicioni oblici u regionu, sa perspektivom njihove eventualne primene na tržištu Srbije. Imajući u vidu činjenicu da se ponudom određenih brendova hotelski lanci pozicioniraju na određenim tržišnim segmentima, identifikacijom dominirajućih brendova moguće je utvrditi i targetirane segmente.

Istraživanje je sprovedeno tako što su, u prvoj fazi, preko rezervacionih sistema svakog pojedinačnog globalnog hotelskog lanca<sup>303</sup>, dostupnih na internet portalima tih korporacija, identifikovani hoteli pod njihovom kontrolom u analiziranom regionu. Zatim je preko web portala pojedinačnih hotela, ali i iz drugih referentnih izvora<sup>304</sup> identifikovan kapacitet svakog od tih hotela i ti podaci su korišćeni u daljoj analizi.

---

<sup>300</sup> Slovenija, Hrvatska, Srbija, Crna Gora, Makedonija, Albanija, Poljska, Češka, Slovačka, Mađarska, Rumunija, Bugarska, Grčka, Turska.

<sup>301</sup> Zbog dimenzija hotelskih korporacija, izrazite koncentracije tržišne moći, prisustva u velikom broju zemalja, pod globalnim hotelskim lancima, za potrebe ovog rada, podrazumeva deset najvećih hotelskih korporacija na svetu. Po izveštaju renomiranog časopisa „Hotels“ (septembar 2011. godine, strana 22.) to su: Intercontinental Hotels Group, Marriott International, Wyndham Worldwide, Hilton Worldwide, Accor, Choice Hotels International, Starwood Hotels and Resorts Worldwide, Best Western International, Carlson Hotels Worldwide, Hyatt Hotels Corp. – uvid 18.10.2011. godine

<sup>302</sup> CEFTA – Central European Free trade Agreement – Centralnoevropski ugovor o slobodnoj trgovini. Obuhvata sledeće zemlje: Srbija, Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Makedonija, Crna Gora, Moldavija, Albanija.

<sup>303</sup> Analizirana je ponuda 10 najvećih hotelskih lanaca sveta

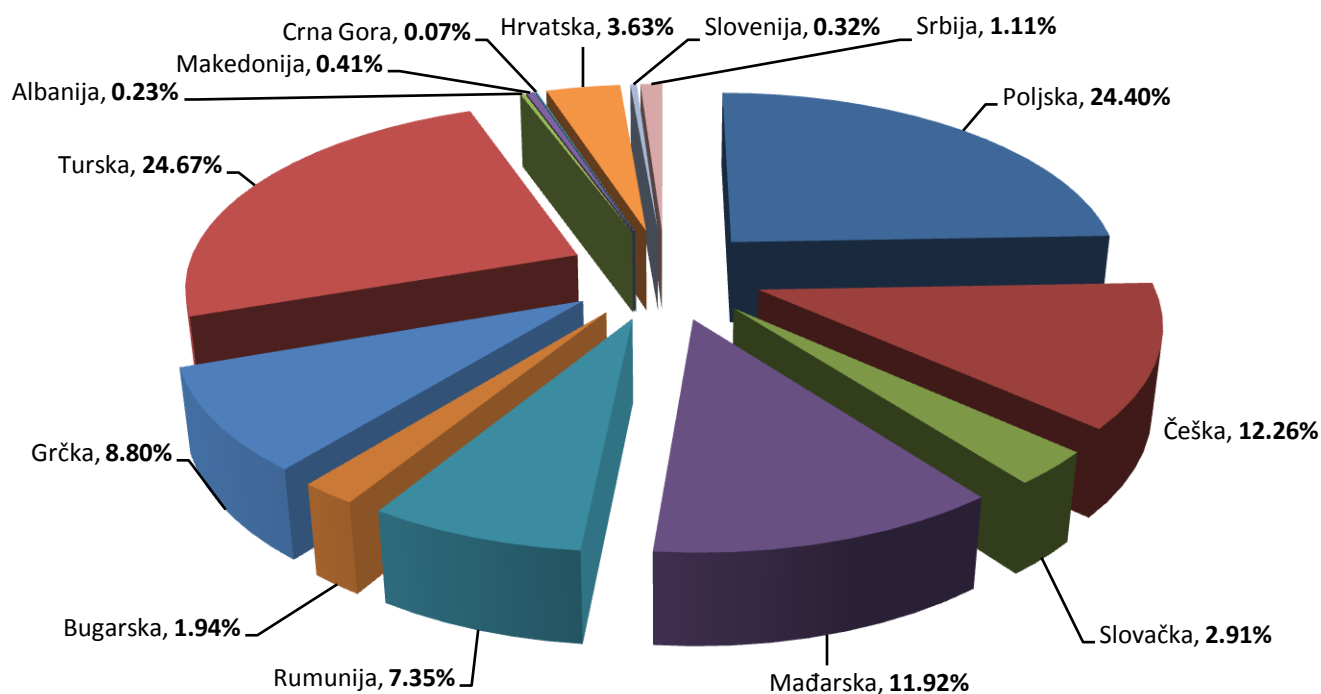
<sup>304</sup> preko portala Trip Advisor, [www.tripadvisor.com](http://www.tripadvisor.com)

### 5.3.1. KAPACITETI GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA KAO NOSILACA INVESTICIONIH AKTIVNOSTI U CENTRALNOJ I JUGOISTOČNOJ EVROPI

Istraživanjem se došlo do podatka da u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope globalni hotelski lanci pod svojom kontrolom imaju 403 hotela sa ukupno 72.031 soba. To čini 1,19% od ukupnog broja hotela pod kontrolom ovih korporacija, odnosno 1,64% ukupnog broja soba.

Distribucija tih hotelskih kapaciteta nije ravnomerna i lako se mogu identifikovati zemlje u kojima globalni hotelski lanci imaju izražene svoje poslovne interese.

**Grafikon 50:** Distribucija ukupnog broja soba pod kontrolom globalnih hotelskih lanaca u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope



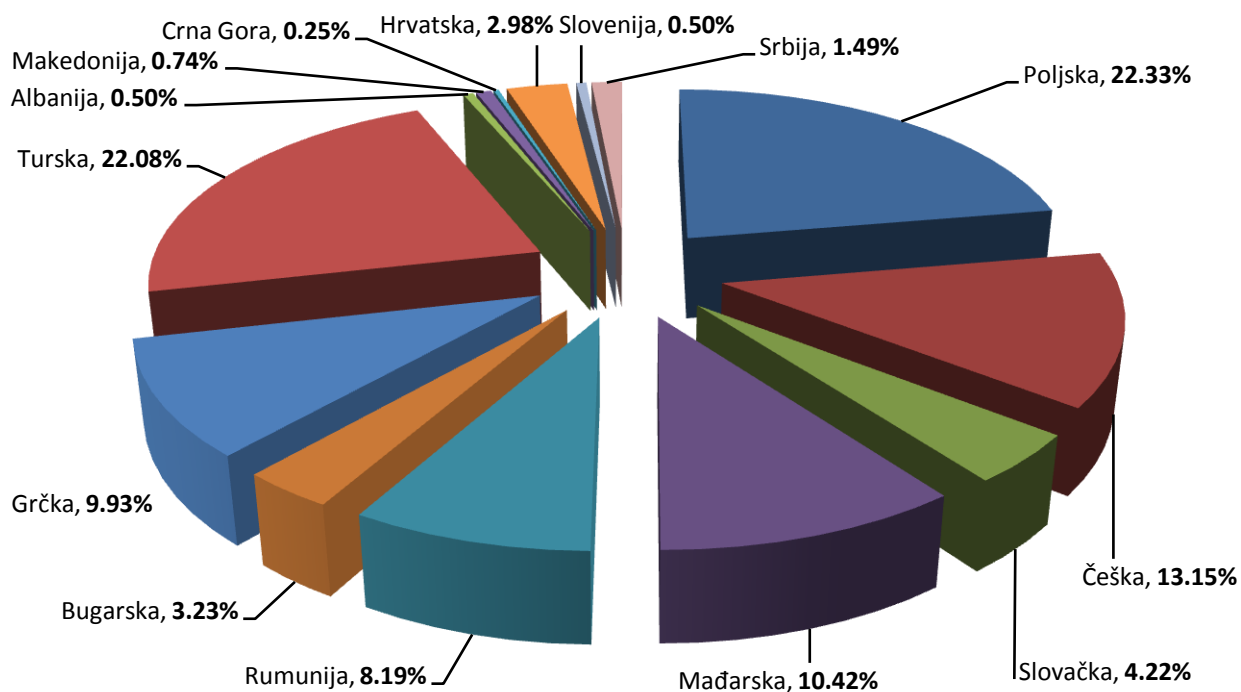
*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz grafikona se može uočiti da je najveći broj hotelskih kapaciteta pod kontrolom globalnih hotelskih lanaca lociran u Turskoj i Poljskoj. U te dve zemlje zajedno se nalazi gotovo polovina ukupnog broja soba globalnih hotelskih lanaca u analiziranom regionu. Na drugoj strani se nalazi veći broj zemalja u kojima su locirani mali kapaciteti pod

kontrolom globalnih hotelskih korporacija kao što su Crna Gora, Albanija, Makedonija i Slovenija.

Slični podaci se dobijaju i kada se posmatra distribucija ukupnog broja hotela pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija u analiziranom regionu.

**Grafikon 51:** *Distribucija ukupnog broja hotela pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope*



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Ako za kriterijum uzmemo broj hotela koji se nalazi pod kontrolom najvećih svetskih hotelskih korporacija, kao dva najrazvijenija tržišta se pojavljuju Poljska i Turska u kojima je zajedno locirano ukupno 179 takvih hotela. Jedina razlika u odnosu na broj soba je u tome što je najveći broj hotela registrovan u Poljskoj.

**Tabela 32:** Prosečna veličina hotela pod kontrolom globalnih hotelskih lanaca na tržištu zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope

| Zemlja                   | Prosečna veličina hotela<br>pod kontrolom<br>globalnih hotelskih lanaca | Ukupan broj hotela pod<br>kontrolom<br>globalnih hotelskih lanaca |
|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| Hrvatska                 | 217,75                                                                  | 12                                                                |
| Mađarska                 | 204,45                                                                  | 42                                                                |
| Turska                   | 199,66                                                                  | 89                                                                |
| Poljska                  | 195,26                                                                  | 90                                                                |
| Češka                    | 166,57                                                                  | 53                                                                |
| Rumunija                 | 160,52                                                                  | 33                                                                |
| Grčka                    | 158,53                                                                  | 40                                                                |
| Srbija                   | 133,17                                                                  | 6                                                                 |
| Slovačka                 | 123,12                                                                  | 17                                                                |
| Slovenija                | 114,00                                                                  | 2                                                                 |
| Bugarska                 | 107,46                                                                  | 13                                                                |
| Makedonija               | 98,00                                                                   | 3                                                                 |
| Albanija                 | 81,50                                                                   | 2                                                                 |
| Crna Gora <sup>305</sup> | 48,00                                                                   | 1                                                                 |
| <b>REGION - UKUPNO</b>   | <b>178,74</b>                                                           | <b>403</b>                                                        |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Prosečna veličina hotela u sklopu globalnih hotelskih lanaca na nivou celog regiona je 178,74 soba.

Istraživanjem se dolazi do saznanja da u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope svoje poslovne aktivnosti imaju svih deset globalnih hotelskih lanaca. U analiziranom regionu one su prisutne sa ponudom ukupno 44 različita hotelska brenda. Njihova distribucija u regionu je dosta različita.

Turska, kao zemlja u kojoj se nalazi najveći broj hotelskih soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija, u isto vreme je i zemlja u kojoj svoje poslovne aktivnosti ima najveći broj tih korporacija (9) sa ukupno 28 različitih hotelskih brendova. Poljska, u kojoj se nalazi najveći broj hotela globalnih operatora je na prvi pogled na iznenađujućem trećem mestu u ovom pregledu. Objašnjenje se može pronaći u strateškom partnerstvu „Accor“-a i poljske hotelske korporacije „Orbis SA“. Naime, hotelski lanac „Orbis SA“ ima ukupno 67 hotela, od kojih 38 posluje pod raznim

<sup>305</sup> Ne može se govoriti o proseku, pošto se radi o samo jednom hotelu

hotelskim markama „Accor“-a, a izgrađeni su zajedničkim ulaganjem<sup>306</sup>. Na osnovu istraživanja sprovedenog za potrebe ovog rada, došlo se do zaključka da hotelska korporacija „Accor“ u Poljskoj kontroliše 59,92% ukupnog broja svih hotelskih soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija, kao i 61,11% tih hotela.

**Tabela 33:** Broj globalnih hotelskih korporacija i njihovih hotelskih brendova u regionu centralne i jugoistočne Evrope

| Zemlja     | Prisutno globalnih<br>hotelskih korporacija | Prisutno hotelskih brendova<br>globalnih hotelskih<br>korporacija |
|------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| Turska     | 9                                           | 28                                                                |
| Češka      | 9                                           | 20                                                                |
| Poljska    | 8                                           | 19                                                                |
| Mađarska   | 8                                           | 19                                                                |
| Grčka      | 7                                           | 14                                                                |
| Rumunija   | 7                                           | 13                                                                |
| Slovačka   | 6                                           | 9                                                                 |
| Bugarska   | 5                                           | 8                                                                 |
| Hrvatska   | 4                                           | 9                                                                 |
| Srbija     | 3                                           | 3                                                                 |
| Makedonija | 2                                           | 2                                                                 |
| Albanija   | 2                                           | 2                                                                 |
| Slovenija  | 1                                           | 1                                                                 |
| Crna Gora  | 1                                           | 1                                                                 |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Za potpuniju sliku poslovanja globalnih hotelskih lanaca u posmatranom regionu je potrebno izvršiti i detaljniju analizu geografske distribucije hotelskih kapaciteta pod kontrolom globalnih operatora unutar svake pojedinačne zemlje kao i na nivou tih korporacija i njihovih hotelskih brendova. Na taj način bi se mogle identifikovati zemlje u kojima su globalne hotelske korporacije prešle sa strategije međunarodne hotelske marke i plitkog ulaska na tržište, na strategiju nacionalne hotelske marke koja podrazumeva dublji prodor na tržište i snažniju geografsku diverzifikaciju. „Strategija međunarodne hotelske marke zasniva se na razvoju hotela samo na određenim, po pravilu kvalitetnijim lokacijama u različitim zemljama, sa namenom uglavnom za međunarodna poslovna putovanja. Ovo vodi do relativno niskog nivoa penetracije na tržište konkretne zemlje. Odnosno, ide se na pokrivenost tržišta kroz uključivanje većeg

<sup>306</sup> Mašić S., „Hotelske korporacije na tržištu zemalja centralne i jugoistočne Evrope“, magistarski rad, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008. godina, strana 81.

broja zemalja, umesto na veći broj objekata u konkretnoj zemlji. Strategija nacionalne marke više je orjentisana ka segmentima sa srednjim i nižim nivoom prihoda i upotrebljavaju je hotelske kompanije koje na inostranim tržištima žele da privuku prvenstveno domaću tražnju, lociranu u tim zemljama. Znači manje se oslanjaju na segment poslovnih putovanja kao što je to u slučaju međunarodne marke. Strategija nacionalne marke zahteva znatno veću penetraciju na tržište konkretne zemlje i bolje poznavanje njene ukupne ekonomije, uslova poslovanja i drugih bitnih elemenata.<sup>307</sup> Prelaskom sa strategije međunarodne na strategiju nacionalne marke hotelske korporacije značajno utiču na podizanje kvaliteta hotelske ponude i u manje razvijenim turističkim centrima unutar pojedinačnih zemalja. Ponuda prepoznatljivih hotelskih marki doprinosi i široj međunarodnoj prepoznatljivosti tih destinacija i boljem pozicioniranju na međunarodnom turističkom tržištu.

U analizi su identifikovana mesta u kojima je lociran najveći deo hotelskih kapaciteta pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija unutar svake zemlje. Te lokacije su označene kao primarne lokacije. U gotovo svim slučajevima kao primarna lokacija je identifikovan glavni grad te zemlje. Izuzetak je Turska u kojoj je primarni centar Istanbul.

Na nivou celog regiona 59,62% ukupnog broja soba je locirano u primarnoj lokaciji, a 40,38% u svim ostalim. Rezultati na nivou pojedinačnih zemalja su prezentovani u Tabeli 34.

---

<sup>307</sup> Čačić K., „Poslovanje hotelskih preduzeća“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 317.

**Tabela 34:** *Lociranost hotelskih soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija unutar pojedinačnih zemalja u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope*

| Zemlja               | Ukupan broj soba<br>pod kontrolom<br>globalnih<br>korporacija | Učešće primarne<br>lokacije<br>(%soba) | Učešće ostalih<br>lokacija<br>(% soba) |
|----------------------|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------|
| Poljska              | 17 573                                                        | 39.13%                                 | 60.87%                                 |
| Hrvatska             | 2 613                                                         | 50.40%                                 | 49.60%                                 |
| Turska               | 17 770                                                        | 52.89%                                 | 47.11%                                 |
| Grčka                | 6 341                                                         | 53.40%                                 | 46.60%                                 |
| Bugarska             | 1 397                                                         | 57.27%                                 | 42.73%                                 |
| Rumunija             | 5 297                                                         | 69.79%                                 | 30.21%                                 |
| Slovačka             | 2 093                                                         | 73.24%                                 | 26.76%                                 |
| Slovenija            | 228                                                           | 73.68%                                 | 26.32%                                 |
| Češka                | 8 828                                                         | 78.89%                                 | 21.11%                                 |
| Mađarska             | 8 587                                                         | 88.30%                                 | 11.70%                                 |
| Srbija               | 799                                                           | 89.99%                                 | 10.01%                                 |
| Makedonija           | 294                                                           | 100.00%                                | 0.00%                                  |
| Albanija             | 163                                                           | 100.00%                                | 0.00%                                  |
| Crna Gora            | 48                                                            | 100.00%                                | 0.00%                                  |
| <b>REGION UKUPNO</b> | <b>72 031</b>                                                 | <b>59,62%</b>                          | <b>40,38%</b>                          |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

U tabelu je ponovo uključen i podatak o ukupnom broju soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija, kako prezentovani podaci o učešću primarne i ostalih lokacija u distribuciji hotelskih kapaciteta ne bi naveli na pogrešan zaključak. Naime, posmatrajući samo podatak da je, recimo u Sloveniji, oko 26,32% ukupnog broja soba pod kontrolom globalnih hotelskih lanaca locirano van primarnog centra, mogao bi se izvesti pogrešan zaključak da se radi o povoljnijoj situaciji u odnosu na recimo Češku, kod koje je to učešće nešto niže.

Dakle, posmatrajući ukupan broj soba, kao i distribuciju u odnosu na primarnu i ostale lokacije, kao zemlje u kojima je taj odnos povoljniji od proseka regiona mogu se izdvojiti Poljska, Turska, Grčka, Hrvatska i Bugarska. Uočljivo je da su osim Poljske, sve ostale zemlje primorske turističke destinacije. Posebno razvijene su Turska, Grčka i Hrvatska i u njima se značajan obim hotelskih kapaciteta nalazi u razvijenim primorskim turističkim centrima. U nastavku će se u kratkim crtama kao naročito interesantan analizirati primer Poljske.



***Tabela 35: Lociranost hotelskih soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija u Poljskoj***

| Globalna hotelska korporacija                | Broj soba | Učešće primarne lokacije (%soba) | Učešće ostalih lokacija (% soba) |
|----------------------------------------------|-----------|----------------------------------|----------------------------------|
| <b>Intercontinental Hotels Group</b>         | 1 360     | 65.44%                           | 34.56%                           |
| <b>Marriott International</b>                | 741       | 100.00%                          | 0.00%                            |
| <b>Hilton Worldwide</b>                      | 618       | 50.81%                           | 49.19%                           |
| <b>Accor</b>                                 | 10 529    | 28.44%                           | 71.56%                           |
| <b>Starwood Hotels&amp;Resorts Worldwide</b> | 1 520     | 60.39%                           | 39.61%                           |
| <b>Carlson Hotels Worldwide</b>              | 1 326     | 23.45%                           | 76.55%                           |
| <b>Best Western International</b>            | 1 229     | 37.27%                           | 62.73%                           |
| <b>Hyatt Hotels Corp.</b>                    | 250       | 100.00%                          | 0.00%                            |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

U Poljskoj primarni centar je Varšava u kojoj je locirano 39,13% od ukupnog broja soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija. Ipak, pored Varšave, može se identifikovati i nekoliko razvijenih centara od kojih se izdvaja Krakov sa učešćem 12,1%, Poznan sa učešćem 8,84%, Vroclav sa učešćem 7,18%, Gdansk sa učešćem 5,95%, Szczecin sa učešćem 4,03% i Katowice sa učešćem 3,37%. Sigurno je da je ovako povoljnoj strukturi doprinela i činjenica da je došlo do strateškog partnerstva između korporacije „Accor“ i poljskog nacionalnog hotelskog lanca „Orbis SA“ koji se do tada na poljskom tržištu razvijao kao nacionalni lanac, a sledeći sopstvene razvojne ciljeve. Ipak, ovde treba jasno naglasiti da je to strateško partnerstvo značajno doprinelo ovakvoj distribuciji soba, ali da, svakako, nikako nije i jedini razlog. Dokaz za to je činjenica da „Accor“ nije jedina korporacija koja je na tržištu Poljske koristila strategiju nacionalne hotelske marke.

Iz datog pregleda je jasno uočljivo da se u Poljskoj pored „Accor“-a čiji je značaj, zbog ukupnog broja soba, najveći, veći broj globalnih hotelskih korporacija opredelio za otvaranje svojih objekata mimo primarne lokacije. Zapravo, samo su dva globalna hotelska lanca locirali svoje objekte isključivo u primarnoj lokaciji – „Marriott International“ i „Hyatt Hotels Corp.“. Razloge ovakve distribucije verovatno treba tražiti u ravnomernijem privrednom razvoju Poljske i postojanju više privrednih, ali i turističkih, centara koji generišu dovoljan obim turističke tražnje i omogućavaju profitabilno poslovanje hotela, što opet ulaganje u njihovu izgradnju čini potencijalno atraktivnom investicijom za različite investitore koji zatim, u određenom broju slučajeva, koristeći različite ugovorne forme, uključuju svoje hotelske objekte u ponudu globalnih hotelskih

korporacija. Oni to čine usled sve većeg značaja brendiranja za poslovne rezultate, odnosno sve većeg uticaja međunarodno prepoznatljivih hotelskih brendova na međunarodnom hotelskom tržištu i njihovog direktnog uticaja na konačne rezultate poslovanja u konkretnim slučajevima.

Do sada su identifikovane korporacije koje su se odlučile za dublji prodor na tržište Poljske. Na ovom mestu mogu se pomenuti i neki od brendova za koje su te korporacije koristile strategiju nacionalne hotelske marke na tržištu Poljske: „Novotel“ (ukupno 3.047 soba, izvan Varšave 66,49%), „Mercure“ (ukupno 2.295 soba, izvan Varšave 82,27%), „Etap“ (ukupno 934 soba, izvan Varšave 81,16%), ali i „Carlson“-ov brend „Radisson Blu“ (ukupno 1.174 sobe, 73,51% izvan Varšave), „Starwood“-ov brend „Sheraton“ (ukupno 954 sobe, 63,10% izvan Varšave) itd. To pokazuje da je „Accor“ u svojoj strategiji nastupa koristio strategiju nacionalne hotelske marke doprinoseći na taj način i kvalitativnom poboljšanju hotelske ponude u mnogim turističkim destinacijama Poljske, u isto vreme čineći ih i prepoznatljivijim na međunarodnom hotelijerskom tržištu.

Kao što je istaknuto, sve globalne hotelske korporacije imaju svoje poslovne aktivnosti u regionu. Ipak, njihovo prisustvo je značajno različito. Neke od njih su prisutne sa svojom ponudom u samo jednoj zemlji, dok ima i onih koji imaju hotele pod svojim brendovima u svakoj od analiziranih zemalja regiona. I strategije njihovog ulaska na tržišta zemalja regiona se razlikuju. Pojedine korporacije su se na određenim tržištima odlučile za dublji ulazak i prelazak sa strategije međunarodne, na strategiju nacionalne hotelske marke, dok su druge ograničile svoje prisustvo samo na primarnim tržištima i samo sa nekoliko brendova.

Kao što se može videti iz prezentovanih podataka u Tabeli 36, lider na tržištu zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope je korporacija „Accor“ koja pod svojom kontrolom ima duplo više soba u odnosu na drugoplasiranu hotelsku korporaciju „Hilton Worldwide“, dok u odnosu na poslednje plasiranu korporaciju „Choice Hotels International“ ima gotovo 18 puta više soba. To samo dokazuje tvrdnju da su globalne hotelske korporacije na različit način percipirali tržišta regiona, pošto njihova tržišna snaga, globalno posmatrajući, nije u takvoj nesrazmeri.

**Tabela 36:** Učešće pojedinačnih korporacija u ukupnom broju soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija u regionu centralne i jugoistočne Evrope

| Hotelska korporacija              | Ukupan broj soba u regionu | Učešće |
|-----------------------------------|----------------------------|--------|
| Accor                             | 19 488                     | 27.06% |
| Hilton Worldwide                  | 9 727                      | 13.50% |
| Intercontinental Hotels Group     | 9 082                      | 12.61% |
| Best Western International        | 8 398                      | 11.66% |
| Starwood Hotels&Resorts Worldwide | 7 796                      | 10.82% |
| Marriott International            | 5 603                      | 7.78%  |
| Carlson Hotels Worldwide          | 5 508                      | 7.65%  |
| Wyndham Worldwide                 | 4 184                      | 5.81%  |
| Hyatt Hotels Corp.                | 1 154                      | 1.60%  |
| Choice Hotels International       | 1 091                      | 1.51%  |
| REGION – UKUPNO                   | 72 031                     | 100%   |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Ako kao kriterijum uzmemo broj hotela koji posluju pod brendovima najvećih svetskih korporacija u analiziranom regionu, dobijamo nešto drugačije rezultate.

**Tabela 37:** Učešće pojedinačnih korporacija u ukupnom broju hotela pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija u regionu centralne i jugoistočne Evrope

| Hotelska korporacija              | Ukupan broj hotela u regionu | Učešće |
|-----------------------------------|------------------------------|--------|
| Best Western International        | 114                          | 28.29% |
| Accor                             | 101                          | 25.06% |
| Intercontinental Hotels Group     | 42                           | 10.42% |
| Hilton Worldwide                  | 37                           | 9.18%  |
| Starwood Hotels&Resorts Worldwide | 32                           | 7.94%  |
| Carlson Hotels Worldwide          | 24                           | 5.96%  |
| Marriott International            | 22                           | 5.46%  |
| Wyndham Worldwide                 | 20                           | 4.96%  |
| Choice Hotels International       | 6                            | 1.49%  |
| Hyatt Hotels Corp.                | 5                            | 1.24%  |
| REGION - UKUPNO                   | 403                          | 100%   |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Lider po broju hotela je hotelska korporacija „Best Western International“. Kako je po broju soba u regionu to tek četvrtoplasirana korporacija, jasno je da se prosečna veličina hotela pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija značajno razlikuje.

**Tabela 38:** Prosečna veličina hotela pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija u regionu centralne i jugoistočne Evrope

| Hotelska korporacija              | Prosečna veličina hotela |
|-----------------------------------|--------------------------|
| Hilton Worldwide                  | 262.89                   |
| Marriott International            | 254.68                   |
| Starwood Hotels&Resorts Worldwide | 243.63                   |
| Hyatt Hotels Corp.                | 230.80                   |
| Carlson Hotels Worldwide          | 229.50                   |
| Intercontinental Hotels Group     | 216.24                   |
| Wyndham Worldwide                 | 209.20                   |
| Accor                             | 192.95                   |
| Choice Hotels International       | 181.83                   |
| Best Western International        | 73.67                    |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Razloge zašto je najveći broj hotela, od kojih su neki i porodični biznisi, inkorporiran u ponudu „Best Western“-a možemo tražiti i u činjenici da su troškovi franšize za ovaj brend u proseku među najnižima u okviru svoje kategorije<sup>308</sup>. U isto vreme stepen standardizacije, kako samog građevinskog objekta, tako i opreme i usluga, nije toliko rigidan kao u slučaju nekih drugih korporacija i brendova, što može smanjiti eventualno potrebne troškove adaptacije i opremanja hotela, a u cilju dostizanja zahtevanih standarda brenda.

**Tabela 39:** Broj zemalja regiona Centralne i Jugoistočne Evrope u kojima posluju hoteli pod hotelskim brendovima globalnih hotelskih lanaca

| Hotelska korporacija              | Broj zemalja |
|-----------------------------------|--------------|
| Best Western International        | 14           |
| Intercontinental Hotels Group     | 10           |
| Starwood Hotels&Resorts Worldwide | 9            |
| Accor                             | 8            |
| Hilton Worldwide                  | 8            |
| Carlson Hotels Worldwide          | 8            |
| Marriott International            | 6            |
| Wyndham Worldwide                 | 4            |
| Hyatt Hotels Corp.                | 4            |
| Choice Hotels International       | 1            |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

---

<sup>308</sup> Videti Tabelu 30

Ako kao kriterijum uzmemo broj zemalja regiona u kojima je prisutna ponuda globalnih hotelskih korporacija, apsolutni lider je korporacija „Best Western International“ koja ima hotele pod svojim brendovima u svih 14 analiziranih zemalja. Razloge verovatno treba tražiti u prethodno iznetim stavovima.

### 5.3.2. KAPACITETI HOTELSKIH BRENDOVA U CENTRALNOJ I JUGOISTOČNOJ EVROPI

Istraživanje za potrebe ovog rada je sprovedeno ne samo na nivou hotelskih lanaca, već i nivou hotelskih brendova, što je omogućilo da se identifikuju najsnažniji hotelski brendovi u regionu kao i da se analizira lokacija hotela koji pod njima posluju sa stanovišta primarnog i ostalih tržišta.

**Tabela 40:** Učešće pojedinih hotelskih brendova u ukupnom broju soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija u regionu centralne i jugoistočne Evrope

| Hotelski brend            | Broj zemalja u kojima imaju poslovne aktivnosti | Ukupan broj hotela u regionu | Ukupan broj soba u regionu | Učešće | Prosečna veličina hotela |
|---------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------|----------------------------|--------|--------------------------|
| Best Western              | 12                                              | 95                           | 6 619                      | 9,19%  | 69,67                    |
| Hilton Hotels & Resorts   | 7                                               | 20                           | 6 268                      | 8,71%  | 313,40                   |
| Novotel                   | 7                                               | 24                           | 5 526                      | 7,68%  | 230,25                   |
| Ibis                      | 6                                               | 32                           | 5 510                      | 7,65%  | 172,19                   |
| Mercure                   | 4                                               | 21                           | 4 011                      | 5,57%  | 191                      |
| Radisson Blu              | 8                                               | 16                           | 3 977                      | 5,52%  | 248,56                   |
| Sheraton                  | 8                                               | 14                           | 3 668                      | 5,09%  | 262                      |
| Holiday Inn               | 9                                               | 20                           | 3 443                      | 4,78%  | 172,15                   |
| Ramada                    | 4                                               | 17                           | 2 946                      | 4,09%  | 173,29                   |
| Crowne Plaza              | 5                                               | 13                           | 2 862                      | 3,98%  | 220,15                   |
| InterContinental Hotel    | 6                                               | 6                            | 2 392                      | 3,32%  | 398,67                   |
| Orbis                     | 1                                               | 10                           | 1 882                      | 2,61%  | 188,20                   |
| Marriott Hotels & Resorts | 5                                               | 5                            | 1 731                      | 2,40%  | 346,20                   |
| DoubleTree                | 4                                               | 9                            | 1 514                      | 2,10%  | 168,22                   |
| Sofitel                   | 3                                               | 5                            | 1 422                      | 1,98%  | 284,40                   |
| Best Western Premier      | 8                                               | 15                           | 1 418                      | 1,97%  | 94,53                    |
| The Westin                | 3                                               | 4                            | 1 343                      | 1,87%  | 335,75                   |
| A Luxury Collection Hotel | 2                                               | 8                            | 1 306                      | 1,81%  | 163,25                   |
| Courtyard                 | 4                                               | 6                            | 1 282                      | 1,78%  | 213,67                   |
| Hilton Garden Inn         | 2                                               | 6                            | 1 243                      | 1,73%  | 208                      |
| Ostale hotelske marke     | ---                                             | 57                           | 11 668                     | 16,20% | 204,70                   |
| REGION UKUPNO             |                                                 | 403                          | 72 031                     | 100%   | 178,74                   |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

U tabeli je dat samo pregled 20 najsnažnijih hotelskih brendova u analiziranom regionu, od ukupno 44 prisutna hotelska brenda globalnih hotelskih korporacija. Kao što se iz datog prikaza može videti, najsnažniji brend u regionu je „Best Western“. Pod tom hotelskom markom se nalazi najveći broj soba, kao i ubedljivo najveći broj hotela u regionu, a u isto vreme je i prisutan u najvećem broju zemalja. Pet najvećih hotelskih brendova kontroliše 38,8%, a prvih deset 62,26% ukupnog broja soba u regionu pod kontrolom svih globalnih hotelskih korporacija.

Prosečna veličina hotela koji posluju pod različitim brendovima u regionu centralne i jugoistočne Evrope se značajno razlikuje. Tako su hoteli pod brendom „Best Western“ najmanji u regionu, sa prosekom od 69,67 soba<sup>309</sup>, dok su u proseku najveći<sup>310</sup> hoteli pod brendom „InterContinental Hotel“ sa 398,67 soba.

Analizirajući lokaciju hotelskih kapaciteta sa stanovišta primarne i ostalih lokacija (Tabela 41), može se uočiti relativno povoljna distribucija hotelskih kapaciteta najsnažnijih hotelskih brendova. Hotelske korporacije su, prateći sopstvene razvojne strategije, u svoj portfolio u uključivale i značajne hotelske kapacitete locirane mimo primarne lokacije, doprinoseći na taj način kvalitativnom poboljšanju hotelske ponude u tim destinacijama i njihovom daljem razvoju. Ipak, podaci navedeni u tabeli 41. predstavljaju prosek celog regiona i mogu navesti i na pogrešne zaključke.

Recimo, posmatrajući lokaciju hotelskih kapaciteta koji posluju pod brendom „Hilton Hotels & Resorts“ prosek ukazuje da je 54,1% ukupnog broja hotelskih soba locirano u primarnoj lokaciji. Analizirajući pojedinačno stanje u svakoj zemlji u kojoj posluju hoteli pod tim brendom, situacija ipak izgleda malo drugačije. Tako povoljna distribucija je posledica činjenice da je u Turskoj od čak 10 hotela sa ukupno 3.118 soba, samo 20,94% kapaciteta locirano u Istanbulu, dok je čak 2.465 soba, ili 79,06% locirano van primarne lokacije, što zanči da je korporacija „Hilton Worldwide“ na tržištu Turske za svoj brend „Hilton Hotels & Resorts“ prešla na strategiju nacionalne hotelske marke. U isto vreme

---

<sup>309</sup> U okviru analiziranog regiona prosečna veličina hotela pod hotelskom markom „Best Western“ je 69,67 soba, pod hotelskom markom „Best Western Premier“ 94,53 soba, pod hotelskom markom „Best Western PLUS“ 90,25 soba. Na nivou cele korporacije „Best Western international“ 73,67 soba.

<sup>310</sup> Najveći sa prethodno navedene liste 20 najsnažnijih brendova u regionu. Postoje i oni koji su u proseku veći i od onih pod hotelskom markom „InterContinental Hotel“, ali je prosek obračunat na osnovu samo dva hotela, a i učešće u ukupnoj ponudi svih globalnih hotelskih korporacija je malo, te zbog toga nisu uključeni u analizu.

na tržištima, recimo Mađarske i Grčke, nastupa se koristeći strategiju međunarodne hotelske marke.

**Tabela 41:** Lokacija hotelskih soba pod kontrolom 20 najsnažnijih brendova u regionu sa stanovišta primarne i ostalih lokacija

| Hotelski brend            | Broj zemalja | Primarna lokacija | Ostale lokacije |
|---------------------------|--------------|-------------------|-----------------|
| Best Western              | 12           | 48.52%            | 51.48%          |
| Hilton Hotels & Resorts   | 7            | 54.10%            | 45.90%          |
| Novotel                   | 7            | 47.79%            | 52.21%          |
| Ibis                      | 6            | 58.68%            | 41.32%          |
| Mercure                   | 4            | 49.46%            | 50.54%          |
| Radisson Blu              | 8            | 48.71%            | 51.29%          |
| Sheraton                  | 8            | 53.33%            | 46.67%          |
| Holiday Inn               | 9            | 70.06%            | 29.94%          |
| Ramada                    | 4            | 77.29%            | 22.71%          |
| Crowne Plaza              | 5            | 76.35%            | 23.65%          |
| InterContinental Hotel    | 6            | 100.00%           | 0.00%           |
| Orbis                     | 1            | 17.85%            | 82.15%          |
| Marriott Hotels & Resorts | 5            | 100.00%           | 0.00%           |
| DoubleTree                | 4            | 41.35%            | 58.65%          |
| Sofitel                   | 3            | 76.65%            | 23.35%          |
| Best Western Premier      | 8            | 51.90%            | 48.10%          |
| The Westin                | 3            | 66.87%            | 33.13%          |
| A Luxury Collection Hotel | 2            | 36.75%            | 63.25%          |
| Courtyard                 | 4            | 86.66%            | 13.34%          |
| Hilton Garden Inn         | 2            | 16.83%            | 83.17%          |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Hotelske korporacije svoje poslovne odluke donose za svako tržište pojedinačno. Imajući u vidu da je najveći broj hotela inkorporiran u hotelsku ponudu globalnih hotelskih korporacija na osnovu korišćenja različitih ne vlasničkih oblika ulaganja, pre svih ugovora o franšizi i ugovora o menadžmentu, način ulaska i poslovanja na određenom tržištu je determinisan i spremnošću investitora da ulože kapital u izgradnju adekvatnih hotelskih kapaciteta.

Kako bi se identifikovali hotelski brendovi koji su u zemljama regiona prešli na strategiju nacionalne hotelske marke, potrebno je analizu koncentrisati na nivo svake pojedinačne zemlje. Kako to nije tema ovog rada, samo će se u najkraćim crtama navesti primeri iz pojedinih zemalja.

Za Tursku, pored brenda „Hilton Hotels&Resorts“ može se navesti, takođe Hiltonov hotelski brend „Hilton Garden Inn“ koji je čak 80,8% svojih kapaciteta locirao van Istanbula. Pored njih kao hotelske marke koje su veći deo kapaciteta locirale van primarne lokacije mogu se identifikovati: „Novotel“ sa 65,1%, „Ibis“ sa 73,88%, „Sheraton“ - 54,58%, „Radisson Blu“ – 53,54% itd.

U Poljskoj takvu strategiju koriste „Accor“-ovi brendovi „Novotel“ – sa 2 026 soba (66,49% ) izvan Varšave, „Mercure“ – 1 888 soba (82,27%) izvan Varšave, „Orbis“ – 1 546 soba (82,15%) izvan Varšave, „Ibis“ – 985 soba (59,91%) izvan Varšave i „Etap“ – 758 soba (81,16%) izvan Varšave. Ipak pored „Accor“-a sličan nastup ima i „Starwood“-ov brend „Sheraton“ koji izvan Varšave ima 602 sobe (ili 63,1% svojih kapaciteta u Poljskoj), ali i „Carlson“-ova hotelska marka „Radisson Blu“ koja van primarne lokacije u Poljskoj ima 863 sobe (ili 73,51% svojih kapaciteta u Poljskoj).

U Grčkoj takav tržišni nastup ima „Starwood“-ov brend „A Luxury Collection“ sa 735 soba van Atine (ili 60,49% svojih kapaciteta u Grčkoj). U ostalim zemljama najveći procenat kapaciteta van primarne lokacije najčešće ima korporacija „Best Western International“.

### **5.3.3. KAPACITETI GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA U REGIONU „CEFTA“**

Analizirajući distribuciju hotela globalnih hotelskih operatora<sup>311</sup> u regionu CEFTA uočljiva je dominantna uloga Hrvatske. To je sasvim očekivan rezultat imajući u vidu realizovane turističke prihode Hrvatske koji su značajno veći od prihoda svih ostalih zemalja kumulativno. Prema podacima Svetske banke<sup>312</sup> ostvareni prihodi od međunarodnog turizma u 2010. godini su iznosili:

- Hrvatska – 9,224 milijardi USD,
- Albanija – 2,012 milijardi USD,
- Srbija – 0,989 milijardi USD,

---

<sup>311</sup> Analizira se ponuda 10 najvećih hotelskih korporacija

<sup>312</sup> <http://data.worldbank.org/indicator/ST.INT.RCPT.CD>, uvid 05.06.2012. godine. U publikaciji Svetske banke je dat pregled ostvarenih prihoda od međunarodnog turizma za sve zemlje sveta. Podaci se u određenoj meri razlikuju od podataka koje je objavila Svetska turistička organizacija u publikaciji „UNWTO Tourism Highlights 2011 Edition“. Ipak kako iz publikacije UNWTO nisu dostupni podaci za Srbiju, Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru i Makedoniju korišćen je izvor iz kojeg su dostupni svi traženi podaci. Inače u publikaciji „UNWTO Tourism Highlights 2011 Edition“ je objavljen podatak (str. 6) da je Albanija u 2009. godini ostvarila 1.816 miliona USD prihoda od turizma, a Hrvatska 8.898 miliona USD.



- Bosna i Hercegovina – 0,772 milijardi USD,
- Crna Gora – 0,705 milijardi USD,
- Makedonija – 0,232 miliona USD.

Ostvareni prihodi od turizma za hotelijere znači veću potencijalnu profitabilnost, što u uslovima pravne, političke i ekonomske stabilnosti podrazumeva i veću zainteresovanost za to tržište. Iznetu tvrdnju potkrepljuju i utvrđeni stepeni korelacije između ostvarenih prihoda od turizma i hotelskih kapaciteta. Koeficijent korelacije između ostvarenih prihoda od međunarodnog turizma i broja soba pod kontrolom najvećih hotelskih korporacija sveta u regionu CEFTA iznosi 0,94, a između ostvarenih prihoda od turizma i broja hotela pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija 0,87. Ove vrednosti sugerišu značajnu povezanost u kretanju ostvarenih prihoda od turizma i ukupnih kapaciteta pod kontrolom globalnih hotelskih operatora.

Ipak i u Hrvatskoj je učešće ponude najvećih hotelskih operatora u ukupnoj hotelskoj ponudi relativno skromno. Naime, u 2010. godini je ukupno registrovano 600 hotela sa 55.748 hotelskih soba i apartmana (ukupno 53.221 hotelska soba i 2.527 apartmana)<sup>313</sup>. Najveći hotelski lanci u Hrvatskoj kontrolišu 12 hotela sa ukupno 2.613 soba, što znači da je integralni deo hotelske ponude tih korporacija samo 2% ukupnog broja hotela, odnosno oko 4,71% ukupnog broja hotelskih soba u Hrvatskoj.

U Statističkom godišnjaku Srbije za 2011. godinu se navode podaci o smeštajnim kapacitetima zaključno sa 2010. godinom. U Srbiji je registrovano 365 hotela sa ukupno 19.965 soba<sup>314</sup>. Sprovedenim istraživanjem je utvrđeno da najveći hotelski lanci u Srbiji kontrolišu 6 hotela sa ukupno 799 soba, što u relativnom izrazu iznosi oko 1,64% ukupnog broja hotela, odnosno 4% ukupnog broja hotelskih soba.

U Crnoj Gori je krajem 2009. godine registrovano 172 hotela sa ukupno 14.251 soba<sup>315</sup>. Obzirom da u Crnoj Gori posluje samo jedan hotel pod kontrolom najvećih hotelskih operatora, „Best Western Premier Montenegro“ (48 soba), relativno učešće broja hotela

---

<sup>313</sup> „Turizam u 2010. godini“, Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, Statistička izvešća, Zagreb, 2011., str. 14.

<sup>314</sup> „Statistički godišnjak Srbije 2011“, Republički zavod za statistiku Republike Srbije, Beograd, 2011., str. 327-332.

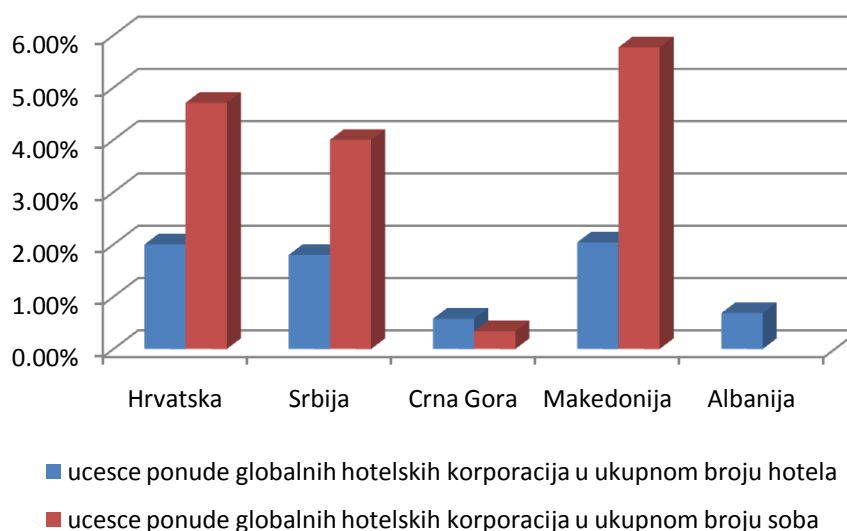
<sup>315</sup> „Statistički godišnjak 2010.“, Zavod za statistiku Crne Gore, Podgorica, 2010. , str. 147-149.

i broja soba pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija iznosi 0,58% (hoteli) i 0,34% (sobe).

U publikaciji „Hotels and their capacity 1995 -2010“, albanskog statističkog zavoda „Instat - Institute of Statistics“ se navodi da je u Albaniji krajem 2010. godine poslovalo 290 hotela<sup>316</sup>. U publikaciji se ne navodi broj hotelskih soba, već samo broj ležajeva. Kako su od najvećih hotelskih korporacija prisutne samo kompanije „Starwood Hotels and Resorts“ i „Best Western International“ sa hotelima „Sheraton“ kao i „Best Western Nov Hotel“, oba u Tirani, relativno učešće broja hotela pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija iznosi 0,69%.

Prema podacima makedonskog statističkog zavoda u Makedoniji je krajem 2010. godine registrovano 147 hotela sa ukupno 5.093 hotelske sobe<sup>317</sup>. Od globalnih hotelskih brendova u Makedoniji je prisutan „Holiday Inn“ sa jednim i „Best Western“ sa dva hotela, ukupnog kapaciteta 294 hotelske sobe, što znači da je hotelska ponuda globalnih hotelskih korporacija učestvuje sa 2,04% u ukupnom broju hotela, odnosno sa 5,77% u ukupnom broju hotelskih soba.

**Grafikon 52:** Globalne hotelske korporacije u ukupnoj hotelskoj ponudi zemalja CEFTA



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

---

<sup>316</sup> „Hotels and their capacity 1995 -2010“, Instat-Institute of Statistics, Albania, 2010. , preuzeto sa <http://www.instat.gov.al>, uvid 28.10.2011. godine

<sup>317</sup> „Accommodation capacity in catering trade and services“, Republic of Macedonia State Statistical Office, Skoplje, 2011., str. 8-9.

Ako se ima u vidu relativno nisko učešće broja hotela (i soba) koji posluju pod nekim od brendova globalnih hotelskih lanaca, jasno je da postoji prostor za dalje širenje poslovnih aktivnosti ovih korporacija na analiziranom tržištu (ne samo onih najvećih, već i ostalih hotelskih korporacija). Ono što je, za sada, evidentno je da se menadžment globalnih hotelskih korporacija odlučuje za širenje u regionu, dominantno, putem nevlasničkih oblika ulaganja. Za očekivati je da će se taj trend nastaviti i u budućnosti. To znači da bi za povećanje učešća ponude ovih korporacija u ukupnoj ponudi bilo potrebno pronaći i zainteresovati one investitore koji bi uložili u izgradnju novih hotelskih kapaciteta i/ili kupovinu i adaptaciju postojećih i koji bi zatim kroz ugovor o franšizi/menadžmentu uključili u hotelsku ponudu najvećih hotelskih korporacija. Potencijalno, od velikog značaja mogu biti REIT koji bi na finansijskim tržištima agregirali kapital, a zatim ga uložili i u izgradnju hotelskih kapaciteta.

Nerealno je, u situaciji kada najveći hotelski lanci prodaju deo svojih hotelskih kapaciteta i upadljivo menjaju poslovni portfolio u smeru snažnijeg korišćenja nevlasničkih investicionih oblika, očekivati njihove značajnije direktne investicije u ovom regionu. Ukoliko bi se to ipak i desilo, a imajući u vidu ukupan turistički potencijal tržišta, prvi kandidat za takvu investiciju bi bila Hrvatska.

Izmenom pravnih propisa i omogućavanjem formiranja specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine delimično bi se premostio evidentan nedostatak kapitala. Naime, ti fondovi bi, kao što je već i objašnjeno, zbog svojih specifičnosti, mogli biti atraktivna investiciona opcija, kako za krupne institucionalne, tako i za individualne investitore. Na taj način bi bila omogućena agregacija kritičnog nivo kapitala potrebnog za dalji impuls razvoju hotelijerske industrije u regionu. Naravno, ne bi sve zemlje u tom smislu imale jednak potencijal. Zainteresovanost investitora za ulaganje u fondove koji bi finansirali izgradnju ili akviziciju hotelskih kapaciteta, koje bi zatim ugovornim formama vezali za poznate hotelske korporacije, zavisila bi prvenstveno od percepiranih rizika i profitabilnosti. U tom smislu bi svakako u prednosti bile one zemlje koje svojom trenutnom i perspektivnom pozicijom na turističkom tržištu obećavaju veću profitabilnost investicije, a u isto vreme pružaju neophodnu pravnu i političku stabilnost.

#### **5.3.4. PRIMENJENI INVESTICIONI OBLICI U RAZVOJU KAPACITETA GLOBALNIH HOTELSKIH LANACA U REGIONU „CEFTA“**

U ovom delu rada će biti prezentovani rezultati istraživanja sprovedenog u cilju identifikacije investicionih oblika korišćenih od strane najvećih hotelskih korporacija<sup>318</sup> na tržišta zemalja CEFTA. Region CEFTA je odabran jer predstavlja najbliže okruženje Srbije i u ovom trenutku ga pretežno čine zemlje nastale dezintegracijom bivše Jugoslavije<sup>319</sup>.

Cilj je bio da se identifikuju investicioni oblici korišćeni na ovom tržištu. Dodatni cilj je bio i da se pokuša utvrditi u kojim slučajevima su globalni hotelski operatori na hotelskim tržištima CEFTA optirali za ugovor o franšizi, a u kojim za ugovor o menadžmentu kao primenjenim investicionim formama.

Na osnovu sprovedenog istraživanja<sup>320</sup> došlo se do sledećih podataka o poslovnim aktivnostima globalnih hotelskih korporacija na hotelskim tržištima regiona CEFTA i načinu uključivanja hotelskih kapaciteta regiona u njihovu hotelsku ponudu.

---

<sup>318</sup> Pod ovim se podrazumeva deset najvećih hotelskih korporacija, rangiranih u stručnom časopisu „Hotels“, jul 2009. godine

<sup>319</sup> Misli se na bivšu SFRJ. Jedina zemlja pored zemalja bivše Jugoslavije u regionu CEFTA u kojoj globalne hotelske korporacije imaju svoje poslovne aktivnosti jeste Albanija.

<sup>320</sup> Istraživanje je sprovedeno kako analizom internet prezentacija globalnih hotelskih operatora, samih hotela, tako i stručnih časopisa.

***Tabela 42: Globalne hotelske korporacije u regionu CEFTA***

| <b>Hotel</b>                                        | <b>Grad</b> | <b>Država</b> | <b>Investicioni oblik</b>      |
|-----------------------------------------------------|-------------|---------------|--------------------------------|
| Sheraton Tirana Hotel                               | Tirana      | Albanija      | menadžment                     |
| BEST WESTERN Nov Hotel                              | Tirana      | Albanija      | franšiza                       |
| Holiday Inn Skopje                                  | Skoplje     | Makedonija    | franšiza                       |
| BEST WESTERN Hotel Turist                           | Skoplje     | Makedonija    | franšiza                       |
| BEST WESTERN Hotel Bellevue                         | Skoplje     | Makedonija    | franšiza                       |
| Hilton Imperial Dubrovnik                           | Dubrovnik   | Hrvatska      | menadžment/zajedničko ulaganje |
| Le Meridien Lav                                     | Split       | Hrvatska      | menadžment                     |
| Four Points by Sheraton Panorama                    | Zagreb      | Hrvatska      | menadžment                     |
| Sheraton Zagreb Hotel                               | Zagreb      | Hrvatska      | menadžment                     |
| The Westin Zagreb                                   | Zagreb      | Hrvatska      | menadžment                     |
| Radisson Blu                                        | Split       | Hrvatska      | menadžment                     |
| Radisson Blu Resort & Spa,<br>Dubrovnik Sun Gardens | Dubrovnik   | Hrvatska      | menadžment                     |
| The Regent Esplanade, Zagreb                        | Zagreb      | Hrvatska      | menadžment                     |
| Best Western Hotel Stella                           | Zagreb      | Hrvatska      | franšiza                       |
| BEST WESTERN PREMIER Hotel<br>Astoria               | Zagreb      | Hrvatska      | franšiza                       |
| BEST WESTERN Art Hotel                              | Split       | Hrvatska      | franšiza                       |
| BEST WESTERN Hotel Jadran                           | Rijeka      | Hrvatska      | franšiza                       |
| Holiday Inn Beograd                                 | Beograd     | Srbija        | franšiza                       |
| Hyatt Regency                                       | Beograd     | Srbija        | menadžment/zajedničko ulaganje |
| BEST WESTERN Hotel M                                | Beograd     | Srbija        | franšiza                       |
| BEST WESTERN Hotel Sumadija                         | Beograd     | Srbija        | franšiza                       |
| BEST WESTERN Prezident Hotel                        | Novi Sad    | Srbija        | franšiza                       |
| BEST WESTERN Hotel My Place                         | Nis         | Srbija        | franšiza                       |
| BEST WESTERN PREMIER<br>Montenegro                  | Podgorica   | Crna Gora     | franšiza                       |

***Izvor: Sopstveno istraživanje***

Iz tabele je uočljivo da su globalni hotelski operatori na tržištu zemalja regiona CEFTA ulazili uglavnom kroz ugovorne forme. To je i potpuno očekivano, imajući u vidu jasno dokazano opšte opredeljenje velikih hotelskih korporacija ka razvoju putem nevlasničkih formi i bez direktnog ulaganja i rizika.

Analizirana tržišta za ove korporacije svakako nisu primarna, a i perцепirani rizik poslovanja je veći, te je stoga, na osnovu dosadašnjih iskustava, ali i uočenih razvojnih opredeljenja ovih korporacija, sasvim realno očekivati da će i buduće prisustvo ovih korporacija biti zasnovano na korišćenju ugovornih formi. Jedini do sada registrovani izuzeci od ovog pravila su projekti zajedničkog ulaganja u slučaju beogradskog hotela „Hyatt Regency“ i dubrovačkog hotela „Hilton Imperial“. Pre izvođenja zaključka svakako treba imati u vidu činjenicu da je beogradski hotel „Hyatt Regency“ otvoren u jednom sasvim drugom vremenu, različitom makro i mikro poslovnom okruženju koje je sigurno značajno uticalo na odluku korporacije „Hyatt“ da zajedno sa domaćim partnerima direktno investira u Srbiji.

Jedini noviji primer direktnog ulaganja nekog globalnog hotelskog operatora na tržištima zemalja CEFTA je zabeležen u Hrvatskoj, u Dubrovniku. Hotelska korporacija „Hilton“ je (2005.) kroz zajedničko ulaganje vredno 25 miliona evra, a sa domaćim parterom „Atlantska plovidba“ i austrijskom građevinskom kompanijom „Bau Holding Strabag“ , otvorila hotel „Hilton Imperial Dubrovnik“<sup>321</sup>. Ne iznenađuje činjenica da je aktuelan primer zajedničkog ulaganja zabeležen baš u Dubrovniku, obzirom da je to svakako jedna od najizgrađenijih i najpoznatijih turističkih destinacija analiziranog regiona, a svakako i znatno šire.

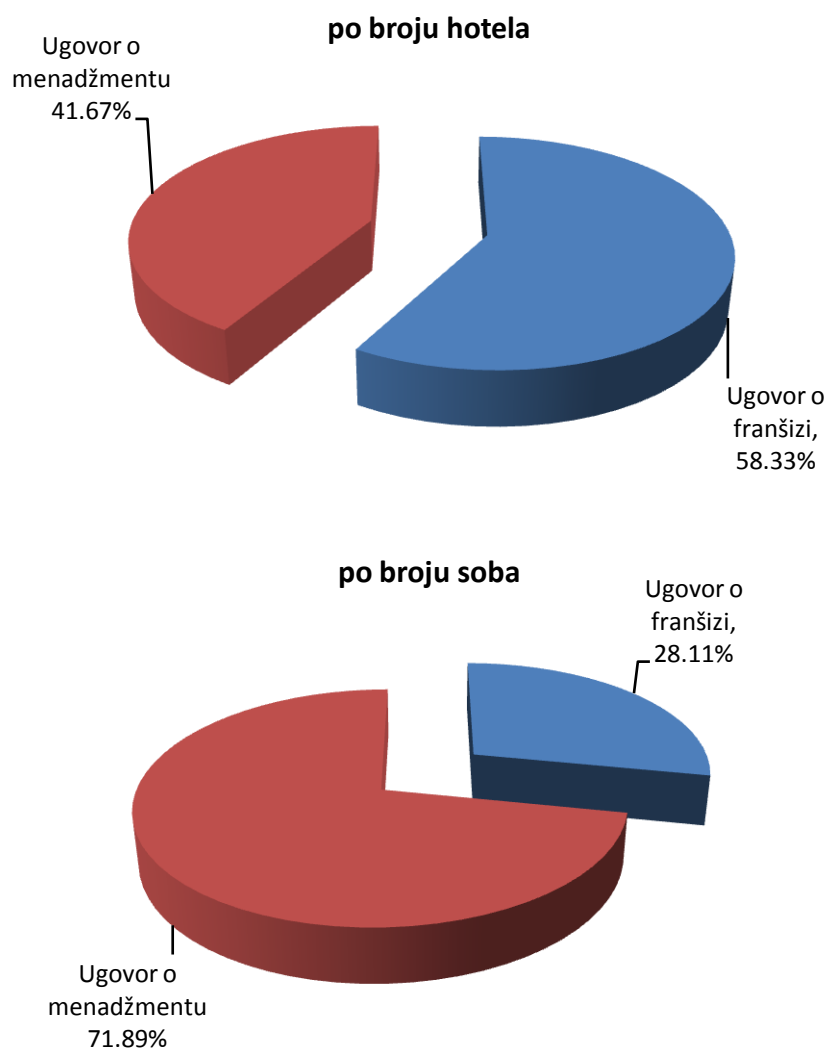
Na osnovu ugovora o menadžmentu pod hotelskim markama globalnih hotelskih kompanija posluje 10 hotela, a po osnovu ugovora o franšizi 14 hotela. Ipak, ako za kriterijum umesto broja hotela uzmemo broj soba, ne samo da dobijamo realniju sliku, već se ona i značajno razlikuje od prethodno prezentovanih podataka.

---

<sup>321</sup>„Hospitality trends“,

[http://www.htrends.com/article16848Luxurious\\_New\\_Hilton\\_Imperial\\_Dubrovnik\\_Becomes\\_First\\_Hilton\\_Hotel\\_in\\_Croatia.html](http://www.htrends.com/article16848Luxurious_New_Hilton_Imperial_Dubrovnik_Becomes_First_Hilton_Hotel_in_Croatia.html), uvid 23.07.2010.

**Grafikon 53:** *Franšizing i ugovor o menadžmentu kao investicioni oblici na tržištu CEFTA*

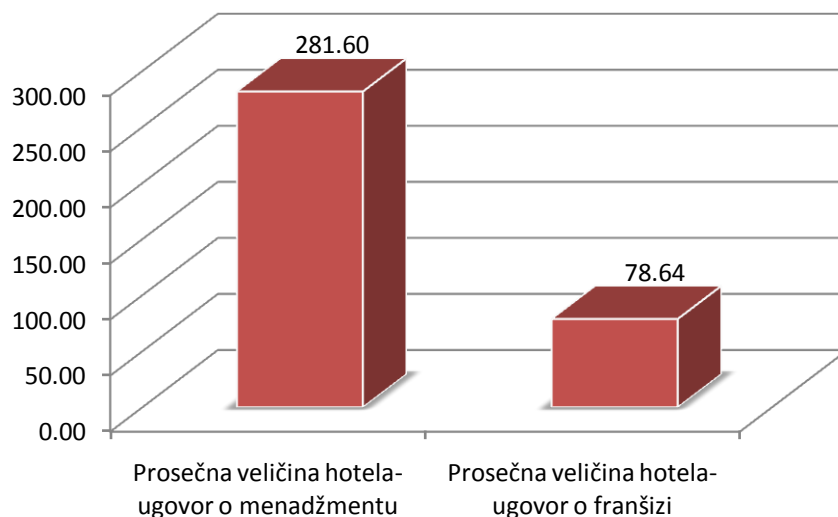


*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Posmatrano po broju hotela, ugovor o franšizi je najzastupljeniji investicioni oblik putem kojeg je najveći broj hotela u regionu uključen u ponudu globalnih hotelskih kompanija. Ipak, kada se kao kriterijum uzme broj soba dobijaju se sasvim drugačiji podaci. Po tom kriterijumu ugovor o menadžmentu je preovlađivao (71,89% ukupnog broja soba) na analiziranom tržištu. Razloge za to treba tražiti u činjenici da je ugovor o menadžmentu korišćen u slučajevima luksuznih hotelskih brendova, koji su na ovom tržištu obično i većih kapaciteta, dok je ugovor o franšizi korišćen kod hotelskih marki srednje klase. Izrečena tvrdnja se dokazuje u analizi koja sledi.

Na osnovu podataka prezentovanih u Grafikonu 53 nameće se zaključak da se značajno razlikuje veličina hotelskih objekata koji su postali deo ponude globalnih hotelskih korporacija po osnovu ugovora o menadžmentu i onih po osnovu ugovora o franšizi.

**Grafikon 54:** Prosečna veličina hotela za koje je sklopljen ugovor o franšizi/menadžmentu u regionu CEFTA



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Prosečna veličina hotela koji je postao integralni deo ponude globalnih hotelskih operatora u regionu, a po osnovu ugovora o menadžmentu je 281,6 soba, što je za skoro 3,6 puta veći objekat od prosečnog u slučaju ugovora o franšizi.

Važno je u analizu uključiti kao varijablu i kategoriju hotela sa stanovišta kvaliteta usluge. Prema metodologiji „Smith Travel Research“<sup>322</sup>-a hotelski brendovi prisutni u analiziranom regionu su sa stanovišta kvaliteta usluge razvrstani u dve grupe:

---

<sup>322</sup>Smith Travel Research, <http://www.strglobal.com/>- metodologija korišćena i u citiranom radu Rushmore Stephen, Fitzpatrick Kelly, Lam Teresa, “2009 U.S. Hotel Franchise Fee Guide”, HVS, New York, 2009.



**Tabela 43:** *Hotelski brendovi u regionu CEFTA*

| Hotelski brendovi srednje klase |                        |
|---------------------------------|------------------------|
|                                 | • Best Western         |
|                                 | • Best Western Premier |
|                                 | • Holiday Inn          |
| Luksuzni hotelski brendovi      |                        |
|                                 | • Westin               |
|                                 | • Sheraton             |
|                                 | • Four Points          |
|                                 | • Le Meridien          |
|                                 | • Hyatt Regency        |
|                                 | • Radisson             |
|                                 | • Hilton               |
|                                 | • Regent               |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Ukrštajući sada u analizi podatke iz prethodne dve tabele (Tabele 42 i 43), uočljivo je da su u regionu CEFTA svi hoteli koji posluju pod nekom od hotelskih marki srednje klase postali integralnim delom hotelskih korporacija po osnovu sklopljenog ugovora o franšizi.

U isto vreme svi hoteli koji su poneli neku od luksuznih hotelskih marki su hoteli za koje je sklopljen ugovor o menadžmentu sa matičnim globalnim hotelskim korporacijama. Menadžment hotelske korporacije u slučaju ovih hotelskih brendova najčešće nema poverenje u kvalitet lokalnog menadžmenta i njihovu sposobnost da gostima isporuči obećani i očekivani nivo kvaliteta usluge. Obzirom na rizik slabljenja hotelskog brenda u situacijama kada se ne isporuči taj nivo kvaliteta, menadžment globalnih hotelskih korporacija je u slučaju hotelskih marki visokih kategorija koristio ugovor o menadžmentu kao primenjen investicioni oblik. Na taj način je izbegnut pomenuti poslovni rizik, ali i generisan veći nivo ukupnog prihoda po osnovu upravljanja hotelom od strane profesionalnih menadžera korporacije. Ovde treba naglasiti da je za neke hotele koji su uključeni u ponudu globalnih hotelskih lanaca po osnovu ugovora o franšizi, u isto vreme, baš kao garancija isporuke adekvatnog nivoa usluge, sklopljen i ugovor o menadžmentu sa nezavisnim preduzećima. Takav je slučaj i sa beogradskim

hotelom „Holiday Inn“ kojim operativno upravlja kompanija „Savath Hospitality Management“<sup>323</sup>. Ovo je važno i u svetlu budućih ulaganja u hotelijerstvo Srbije. Imajući u vidu opredeljenje međunarodnih hotelskih korporacija ka ne vlasničkim oblicima ulaganja, malo je verovatno da će na ovom tržištu biti registrovan značajan priliv kapitala po osnovu direktnih ulaganja. Stoga, ukoliko se u budućnosti budu pojavljivali novi hoteli pod međunarodno prepoznatljivim markama, realno je očekivati da će u slučaju luksuznih brendova biti primenjeni ugovori o upravljanju, a u slučaju ostalih brendova ugovor o franšizi ili kombinacija prethodna dva investiciona oblika.

#### **5.4. KAPACITETI HOTELSKIH KONZORCIJUMA U CENTRALNOJ I JUGOISTOČNOJ EVROPI**

Za potrebe ovog rada sprovedena su istraživanja poslovnih aktivnosti 25 najvećih hotelskih konzorcijuma<sup>324</sup> u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope<sup>325</sup>, a zatim detaljnije u regionu CEFTA kao bližem okruženju Srbije. Hoteli članovi pojedinih dobrovoljnih hotelskih lanaca su identifikovani korišćenjem centralnih rezervacionih sistema (CRS) tih hotelskih konzorcijuma prema kojima je dat pristup na njihovim web portalima. Broj soba hotela uključenih u te lance su identifikovani na samim portalima konzorcijuma, ali i preko sajtovima tih hotela i specijalizovanih internet potrala. Sprovedenim istraživanjem došlo se do sledećih podataka.

---

<sup>323</sup> Internet portal kompanije „Savath Hospitality Management“,

<http://savath.net/hotel-menadzment/operativni-menadzment/holiday-inn-beograd> , uvid 03.06.2012.

<sup>324</sup> po rangiranju časopisa „Hotels“, septembar 2011. godina, strana 35.

<sup>325</sup> Slovenija, Srbija, Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Albanija, Makedonija, Poljska, Češka, Slovačka, Mađarska, Rumunija, Bugarska, Grčka i Turska.

**Tabela 44:** *Hotelski konzorcijumi u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope*

| <b>Hotelski konzorcijum</b>         | <b>Broj hotela</b> | <b>Broj soba</b> | <b>Prosečna veličina hotela</b> | <b>Broj zemalja<sup>326</sup></b> |
|-------------------------------------|--------------------|------------------|---------------------------------|-----------------------------------|
| 1. Utell Hotels & Resorts           | 65                 | 9 469            | 145,68                          | 11                                |
| 2. Great Hotels of the World        | 43                 | 8 265            | 192,21                          | 9                                 |
| 3. Hotusa Hotels                    | 69                 | 6 476            | 93,86                           | 10                                |
| 4. Supranational Hotels Ltd.        | 32                 | 3 393            | 106,03                          | 8                                 |
| 5. WorldHotels                      | 25                 | 2 766            | 110,64                          | 7                                 |
| 6. Global Hotel Alliance            | 12                 | 2 547            | 212,25                          | 8                                 |
| 7. Small Luxury Hotels of the World | 45                 | 2 262            | 50,27                           | 8                                 |
| 8. Keytel SA                        | 25                 | 2 212            | 88,48                           | 5                                 |
| 9. Historic Hotels of Europe        | 77                 | 1 888            | 24,52                           | 7                                 |
| 10 Hotel Republic Ltd.              | 6                  | 1 811            | 301,83                          | 4                                 |
| 11 Res-Hotel                        | 10                 | 1 559            | 155,90                          | 5                                 |
| 12 Epoque Hotels                    | 27                 | 1 512            | 56,00                           | 5                                 |
| 13 Preferred Hotel Group            | 12                 | 1 432            | 119,33                          | 6                                 |
| 14 Design Hotels AG                 | 13                 | 1 396            | 107,38                          | 5                                 |
| 15 The Leading Hotels of the World  | 5                  | 830              | 166,00                          | 4                                 |
| 16 Luxe Hotels Worldwide            | 6                  | 528              | 88,00                           | 5                                 |
| 17 Prestige Resorts & Destinations  | 4                  | 279              | 69,75                           | 3                                 |
| 18 Relais & Chateaux                | 9                  | 260              | 28,89                           | 4                                 |

*Izvor: „Hotels“ i sopstveni proračuni*

Iz tabele se može uočiti da je u analiziranom regionu prisutna ponuda 18 hotelskih konzorcijuma (od 25 analiziranih). Konzorcijum sa najsnažnijim prisustvom u regionu je „Utell Hotels & Resorts“ koji u svom sastavu ima ponudu ukupno 65 hotela sa 9.469 soba u 11 zemalja regiona.

Kako bi se donekle procenio značaj koji analizirani region ima za agregatni portfolio ovih konzorcijuma, stavljen je u odnos broj soba hotela iz regiona koje su uključili u svoju ponudu, sa ukupnim brojem soba koje se nalaze u svim njihovim hotelima.

<sup>326</sup> Broj zemalja u kojima je prisutan

***Tabela 45:*** *Hotelski konzorcijumi sa najvećim učešćem hotelske ponude iz centralne i jugoistočne Evrope u sopstvenoj agregatnoj ponudi*

| <b>Hotelski konzorcijum</b>                | <b>Učešće ponude iz regiona u ukupnoj ponudi konzorcijuma</b> |
|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| <b>1.</b> Design Hotels AG                 | 9.17%                                                         |
| <b>2.</b> Historic Hotels of Europe        | 8.77%                                                         |
| <b>3.</b> Small Luxury Hotels of the World | 8.74%                                                         |
| <b>4.</b> Res-Hotel                        | 6.00%                                                         |
| <b>5.</b> Epoque Hotels                    | 5.86%                                                         |

*Izvor: „Hotels“ i sopstveni proračuni*

Tokom sprovedenog istraživanja se potvrdila i teza da se kao članovi hotelskih konzorcijuma javljaju i hoteli koji se nalaze pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija, a koji konzorcijume koriste kao jedan dodatni kanal distribucije. U tom smislu mogu biti ilustrativni primeri saradnje hotela koji posluju pod brendom prestižne hotelske korporacije „Kempinski Hotels“ sa dobrovoljnim hotelskim lancem „Global Hotel Alliance“. Tako je više hotela „Kempinski“ iz različitih zemalja uključilo svoju ponudu u taj dobrovoljni hotelski lanac<sup>327</sup>.

U isto vreme uočeno je da je i jedan broj hotela iz regiona uključen u više različitih dobrovoljnih hotelskih lanaca. Cilj takvog povezivanja je otvaranje više različitih kanala prodaje, što u pojedinim slučajevima i ne mora biti suviše skupa investicija za hotel, obzirom da kod pojedinih dobrovoljnih hotelskih lanaca postoji sistem plaćanja „pay as you go“, odnosno plaća se po realizovanoj usluzi.

Da bi se dobila što realnija slika uključenosti hotelskih kapaciteta iz zemalja regiona u dobrovoljne hotelske lance, pri izradi kalkulacije je isključen višestruki obračun istih kapaciteta i dobijeni su sledeći podaci.

Rezultati pokazuju da u analiziranom regionu najveći obim hotelskih kapaciteta uključenih u ponudu velikih hotelskih konzorcijuma ima hotelska ponuda Grčke, Turske i Češke. Iste pokazatelje bi dobili i ako bi utvrdili broj konzorcijuma prisutnih u tim

---

<sup>327</sup> Kao primeri te saradnje mogu se navesti hoteli „Kempinski Hotel Prague“ u Češkoj, „Kempinski Hotel River Park Bratislava“ i „Grand Hotel Kempinski High Tatras“ u Slovačkoj, „Kempinski Hotel Corvinus Budapest“ u Mađarskoj, „Kempinski Hotel Grand Arena“ i „Kempinski Hotel Zografski Sofia“ u Bugarskoj, „Kempinski Hotel Adriatic“ u Hrvatskoj, hotel „Kempinski The Dome Belek“, „Kempinski Hotel Barbaros Bay Bodrum“ i „Ciragan Palace Kempinski Istanbul“ u Turskoj koji su prisutni i kroz ponudu hotelskog konzorcijuma „Global Hotel Alliance“.

zemljama, obzirom da su grčki hoteli prisutni u 14, turski u 15, a češki u 17 najvećih hotelskih konzorcijuma.

Hotelska ponuda Srbije se po ovom kriterijumu nalazi gotovo na začelju jer su, u trenutku pisanja ovog rada, samo tri hotela uključila svoju ponudu u najveće hotelske konzorcijume i to hoteli „Continental“ i „Moskva“ u „Utell Hotels & Resorts“ i „Belgrade Art Hotel“ u „Great Hotels Of The World“.

***Tabela 46: Obim hotelskih kapaciteta zemalja regiona Centralne i Jugoistočne Evrope uključen u najveće dobrovoljne hotelske lanace***

| RB                    | Zemlja     | Broj hotela | Broj soba     | Prisutno hotelskih konzorcijuma |
|-----------------------|------------|-------------|---------------|---------------------------------|
| 1.                    | Grčka      | 138         | 12 010        | 14                              |
| 2.                    | Turska     | 66          | 8 890         | 15                              |
| 3.                    | Češka      | 78          | 8 688         | 17                              |
| 4.                    | Hrvatska   | 22          | 3 092         | 12                              |
| 5.                    | Mađarska   | 40          | 2 930         | 14                              |
| 6.                    | Poljska    | 48          | 2 234         | 8                               |
| 7.                    | Rumunija   | 14          | 2 003         | 4                               |
| 8.                    | Bugarska   | 11          | 1 878         | 6                               |
| 9.                    | Slovačka   | 23          | 1 284         | 10                              |
| 10.                   | Slovenija  | 9           | 711           | 7                               |
| 11.                   | Srbija     | 3           | 594           | 2                               |
| 12.                   | Crna Gora  | 3           | 364           | 2                               |
| 13.                   | Makedonija | 1           | 200           | 1                               |
| 14.                   | Bosna      | 1           | 186           | 1                               |
| 15.                   | Albanija   | 1           | 137           | 1                               |
| <b>REGION -UKUPNO</b> |            | <b>458</b>  | <b>45 201</b> | <b>18</b>                       |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Obzirom na mogućnosti koje pružaju dobrovoljni hotelski lanci, na odnos cene i potencijalnih koristi, ovaj podatak se svakako ne može oceniti kao pozitivan, tim pre što postoje i dobrovoljni hotelski lanci koji ne predstavljaju suviše skupu opciju, omogućavaju plaćanja po sistemu „pay as you go“, a obezbeđuju prisustvo ponude tih hotela u CRS tih konzorcijuma, kao i u najvećim globalnim distributivnim sistemima. Na taj način bi se obezbedila bolja međunarodna prepoznatljivost.

Značajno je dati i komparativnu analizu učešća hotelskih kapaciteta uključenih u hotelske konzorcijume u ukupnoj hotelskoj ponudi zemalja CEFTA.

**Tabela 47:** Kapaciteti najvećih hotelskih konzorcijuma u regionu CEFTA

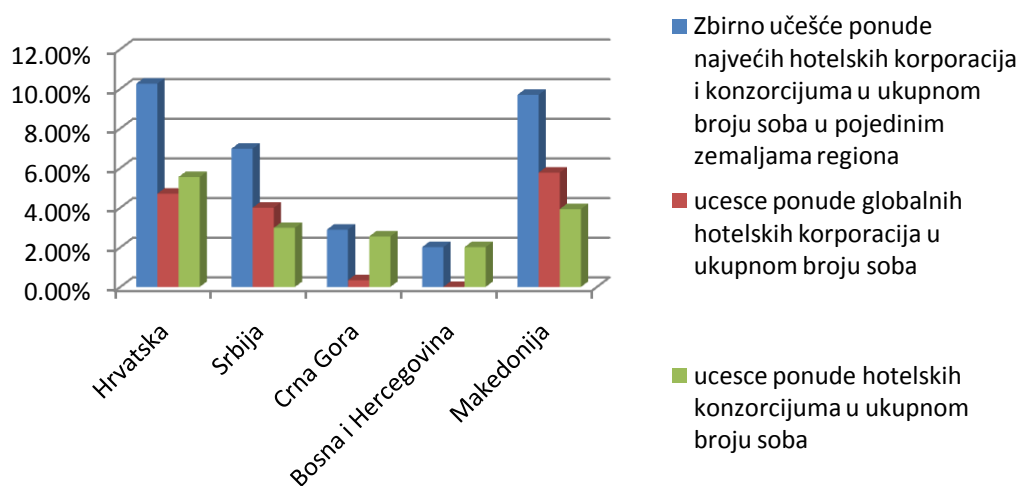
| Zemlja               | Broj hotela u najvećim konzorcijumima | Učešće u ukupnim hotelskim kapacitetima zemlje (broj hotela) | Broj soba u najvećim konzorcijumima | Učešće u ukupnim hotelskim kapacitetima zemlje (broj soba) |
|----------------------|---------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| Hrvatska             | 22                                    | 3,67%                                                        | 3 092                               | 5,55%                                                      |
| Srbija               | 3                                     | 0,82%                                                        | 594                                 | 2,98%                                                      |
| Crna Gora            | 3                                     | 1,74%                                                        | 364                                 | 2,55%                                                      |
| Makedonija           | 1                                     | 0,68%                                                        | 200                                 | 3,93%                                                      |
| Bosna i Hercegovina  | 1                                     | 0,49%                                                        | 186                                 | 2,01%                                                      |
| Albanija             | 1                                     | 0,34%                                                        | 137                                 | --- <sup>328</sup>                                         |
| <b>REGION UKUPNO</b> | <b>31</b>                             | <b>1,74%</b>                                                 | <b>4 573</b>                        | <b>---</b>                                                 |

Izvor: Sopstveno istraživanje

Iz podataka prezentovanih u tabeli se vidi da je u regionu CEFTA u proseku oko 1,74% ukupnog broja hotela uključilo svoju ponudu u najpoznatije hotelske konzorcijume.

Na kraju, ako se sagleda učešće hotelskih kapaciteta zemalja CEFTA u ponudi najvećih hotelskih korporacija kao i najvećih hotelskih konzorcijuma dobijaju se podaci prezentovani u Grafikonu 55.

**Grafikon 55:** Relativno učešće hotelske ponude globalnih hotelskih korporacija kao i najvećih hotelskih konzorcijuma u ukupnoj hotelskoj ponudi zemalja CEFTA



Izvor: Sopstveno istraživanje

Kao lider u regionu CEFTA se, svakako, može identifikovati Hrvatska i to kako po obimu hotelskih kapaciteta koji nadmašuju ukupne kapacitete svih ostalih zemalja zajedno, tako i posmatrano po kriterijumu prisustva ponude globalnih hotelskih korporacija, ali i

<sup>328</sup> Prilikom analize nije bio dostupan podatak o ukupnom broju hotelskih soba u Albaniji.

uključenosti hotelskih kapaciteta u ponudu najvećih hotelskih konzorcijuma. Ako bi u analizu uključili i ponudu manjih međunarodnih hotelskih lanaca, kao i činjenicu da je na najnovijoj listi časopisa „Hotels“<sup>329</sup>, hrvatski hotelski lanac „Valamar Hotels & Resorts“ rangiran kao 181. hotelska korporacija na svetu, slika postaje još jasnija.

---

<sup>329</sup> „Hotels 325“, Hotels, septembar 2011., str. 27.

## **6. ANALIZA STANJA I INVESTICIONIH OČEKIVANJA NA HOTELIJERSKOM TRŽIŠTU SRBIJE**

### **6.1. HOTELIJERSKI KAPACITETI U SRBIJI I NJIHOVE KARAKTERISTIKE**

U ovom delu rada će se analizirati stanje hotelijerske ponude u Srbiji sa stanovišta ocene stepena dostignutog razvoja kao i njegove dinamike. U prethodne dve decenije na hotelijerskom tržištu su se desile značajne promene, kako u obimu ukupnih kapaciteta, tako i sa stanovišta strukture hotelijerske ponude. Radi ilustracije se može navesti da se u proteklom periodu na tržištu pojavio veći broj manjih hotela izgrađenih kroz investicione aktivnosti autonomnog privatnog sektora. U isto vreme na hotelijerskom tržištu Srbije posluju i hoteli pod markama globalnih hotelskih lanaca te će se pažnja posvetiti i identifikaciji investicionih oblika koje su te korporacije koristile u nastupu na tržištu Srbije.

#### **6.1.1. OBIM, DINAMIKA RAZVOJA I STRUKTURA HOTELIJERSKIH KAPACITETA U SRBIJI**

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku u Srbiji je krajem 2010. godine registrovano 365 hotela<sup>330</sup>, sa ukupno 19 965 soba<sup>331</sup>. Kako bi se sagledala dinamika razvoja hotelskih kapaciteta u Srbiji u analizu su uključeni podaci iz gotovo dve poslednje decenije. Podaci su preuzimani iz saopštenja „Statistika ugostiteljstva i turizma” Republičkog zavoda za statistiku<sup>332</sup>.

---

<sup>330</sup> „Saopštenje - Statistika ugostiteljstva i turizma”, broj 290., Republički zavod za statistiku, Beograd, oktobar 2010., str. 4.

<sup>331</sup> „Statistički godišnjak Srbije 2011”, Republički zavod za statistiku Republike Srbije, Beograd, 2011., str. a 327-332.

<sup>332</sup> Statistički podaci za sve godine nakon 1999. godine su objavljivani bez podataka iz AP Kosovo i Metohija, a oni pre 1999. godine uključujući i te podatke, pa je bilo potrebno izvršiti potrebne rekalkulacije kako bi ti podaci bili uporedivi tokom celog posmatranog perioda i kako bi se jasno uočile razvojne tendencije na hotelskom tržištu. Podaci za svaku od godina iz posmatranog perioda su objavljeni u avgustovskim saopštenjima, osim za 1993. i 1999. godinu – za koje saopštenja nisu dostupna u „elektronskoj biblioteci” Republičkog zavoda za statistiku.

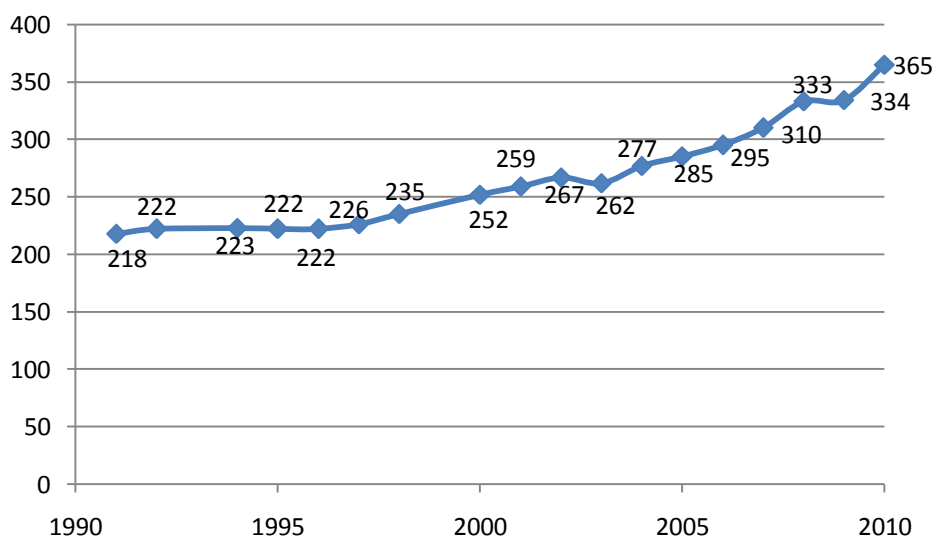


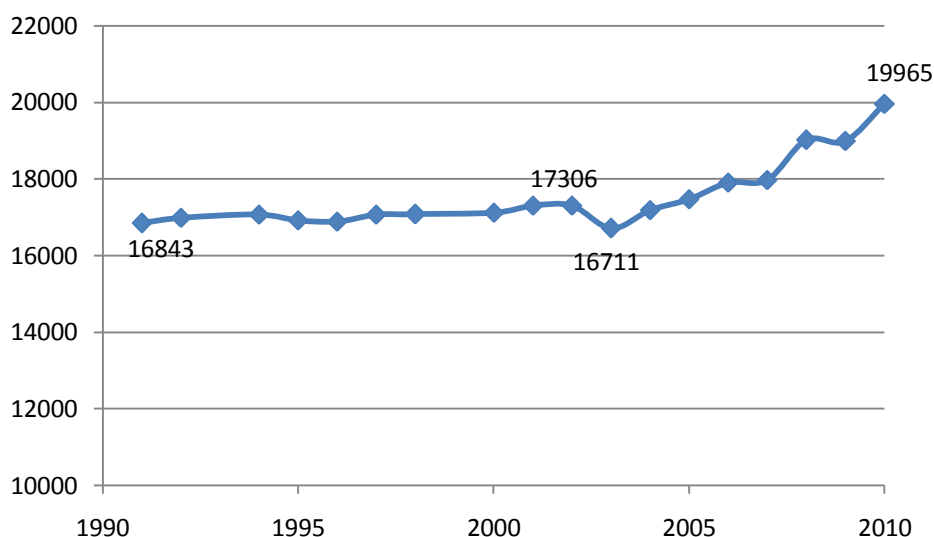
**Tabela 48:** Hotelijerski kapaciteti u Srbiji u periodu 1991-2010. godina – broj hotela i broj soba

| Godina | Broj hotela | Broj soba |
|--------|-------------|-----------|
| 1991.  | 218         | 16843     |
| 1992.  | 222         | 16982     |
| 1994.  | 223         | 17072     |
| 1995.  | 222         | 16920     |
| 1996.  | 222         | 16892     |
| 1997.  | 226         | 17068     |
| 1998.  | 235         | 17077     |
| 2000.  | 252         | 17119     |
| 2001.  | 259         | 17308     |
| 2002.  | 267         | 17306     |
| 2003.  | 262         | 16711     |
| 2004.  | 277         | 17189     |
| 2005.  | 285         | 17473     |
| 2006.  | 295         | 17903     |
| 2007.  | 310         | 17974     |
| 2008.  | 333         | 19015     |
| 2009.  | 334         | 18987     |
| 2010.  | 365         | 19965     |

*Izvor: Republički zavod za statistiku*

**Grafikon 56:** Hotelijerski kapaciteti u Srbiji u periodu 1991-2010. godina – broj hotela i broj soba





*Izvor: Republički zavod za statistiku*

Iz grafikona je uočljivo da su u posmatranom periodu hotelijerski kapaciteti uvećani, kako posmatrano brojem hotela, tako i hotelskih soba. Isto tako je uočljivo da je taj rast bio gotovo konstantan. Taj rast je bio posebno dinamičan u periodu 2003-2010. godine, što je i uočljivo iz nagiba krive koja prikazuje uvećanje kapaciteta posmatrano brojem hotelskih soba.

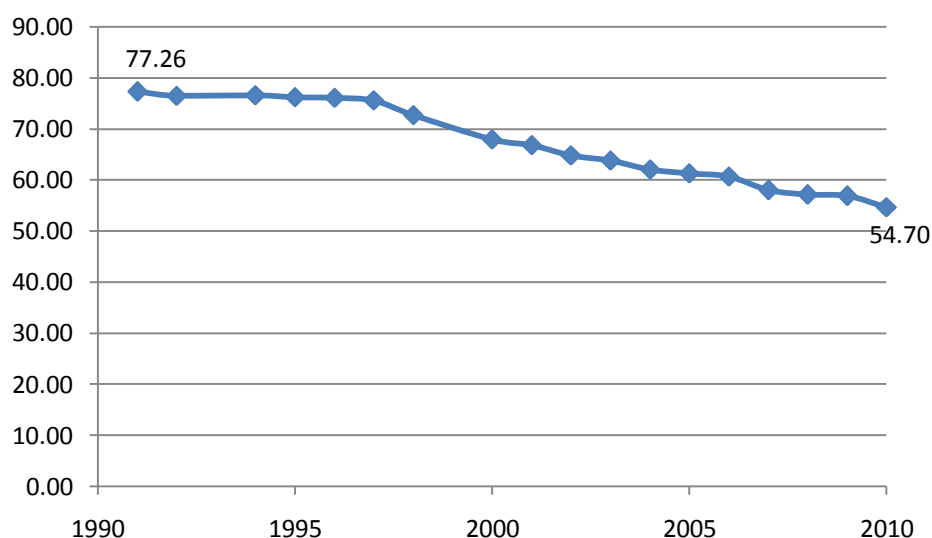
**Tabela 49:** Stope rasta hotelijerskih kapaciteta u Srbiji u periodu 1991-2010. – lančane vrednosti

| Godina | Broj hotela | Broj soba |
|--------|-------------|-----------|
| 1991.  | ---         | ---       |
| 1992.  | 1.83%       | 0.83%     |
| 1994.  | 0.45%       | 0.53%     |
| 1995.  | -0.45%      | -0.89%    |
| 1996.  | 0.00%       | -0.17%    |
| 1997.  | 1.80%       | 1.04%     |
| 1998.  | 3.98%       | 0.05%     |
| 2000.  | 7.23%       | 0.25%     |
| 2001.  | 2.78%       | 1.10%     |
| 2002.  | 3.09%       | -0.01%    |
| 2003.  | -1.87%      | -3.44%    |
| 2004.  | 5.73%       | 2.86%     |
| 2005.  | 2.89%       | 1.65%     |
| 2006.  | 3.51%       | 2.46%     |
| 2007.  | 5.08%       | 0.40%     |
| 2008.  | 7.42%       | 5.79%     |
| 2009.  | 0.30%       | -0.15%    |
| 2010.  | 9.28%       | 5.15%     |

*Izvor: Sopstveni proračuni na osnovu podataka Republičkog zavoda za statistiku*

Ako se u analiziranom periodu posmatra kumulativni porast broja hotela i hotelskih soba, mogu se uočiti značajne razlike. Naime ukupan broj hotela je porastao za 67,43%, dok je ukupan broj soba porastao za 18,54%. Zabeležena disproporcija u stopi uvećanja hotelskih kapaciteta sugerise da je u posmatranom periodu došlo do značajnih promena u prosečnoj veličini hotela u Srbiji. Na tu promenu su uticale investicije autonomnog privatnog sektora čiji je rezultat izgradnja i otvaranje većeg broja hotela manjeg kapaciteta, ali i povlačenje sa tržišta jednog broja velikih hotela<sup>333</sup>.

**Grafikon 57:** Prosečna veličina hotelskog objekta u Srbiji u periodu 1991-2010. godine



*Izvor: Republički zavod za statistiku i spostveni proračun*

Iz prezentovanih podataka se vidi da je prosečna veličina hotelskog objekta u analiziranom periodu smanjena za oko 29,20%, kao i da je to smanjenje bilo konstantno. Naime 1991. godine prosečna veličina hotela je bila 77,26 soba, a 2010. godine 54,7 soba.

---

<sup>333</sup> U posmatranom periodu jedan broj hotela je po okončanom procesu privatizacije povučen sa tržišta radi renoviranja (hotel Jugoslavija, hotel Metropol itd.).

**Tabela 50:** Hotelijerski kapaciteti u Srbiji po kategorijama u 2010. godini

| Kategorija     | Ukupno soba   | Učešće      |
|----------------|---------------|-------------|
| 3 zvezdice     | 6 887         | 34.5%       |
| 2 zvezdice     | 5 418         | 27.1%       |
| 4 zvezdice     | 2 598         | 13.0%       |
| 1 zvezdica     | 1 469         | 7.4%        |
| 5 zvezdica     | 1 110         | 5.6%        |
| Nekategorisani | 2 483         | 12.4%       |
| <b>UKUPNO</b>  | <b>19 965</b> | <b>100%</b> |

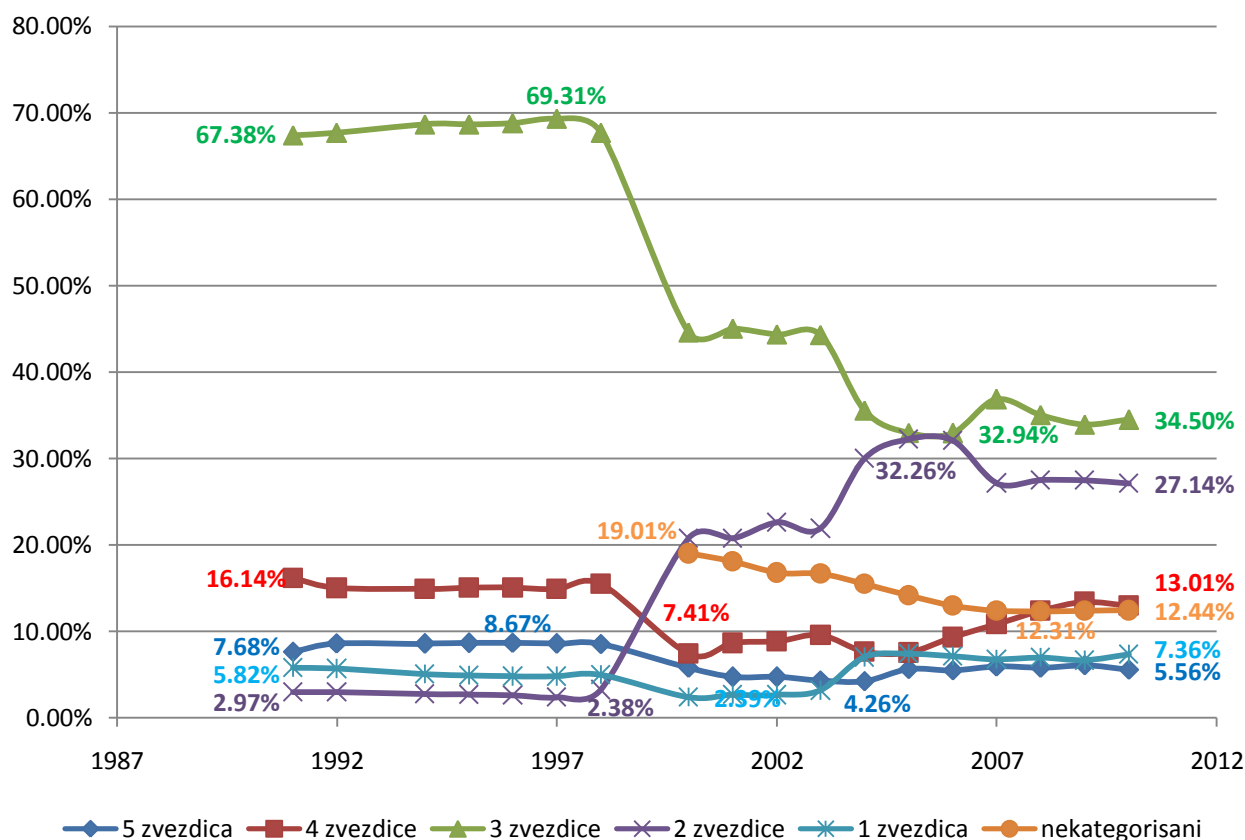
*Izvor: Republički zavod za statistiku*

Iz tabele je uočljivo da u Srbiji dominiraju hoteli sa tri i dve zvezdice čije je zbirno učešće u ukupnim hotelskim smeštajnim kapacitetima 58,64%. U isto vreme najmanje je učešće soba u okviru najviše hotelske kategorije.

Ako posmatramo celokupan analizirani period (1991-2010. godina), može se zaključiti da je u Srbiji u poslednjih 20 godina došlo do značajnih promena u distribuciji hotelijerskih kapaciteta po kategorijama. Iako je učešće hotela kategorisanih sa tri zvezdice i dalje preovlađujuće, ako se u analizu uključi podatak iz 1991. godine kada je učešće hotela „B“ kategorija (po tada važećoj kategorizaciji – danas hoteli sa tri zvezdice) bilo čak 67,38% zaključak koji se može izvesti je da je tokom posmatranog perioda došlo do značajnog smanjenja učešća hotela te kategorije. Kako bi se detaljnije analizirale uočene promene u distribuciji hotelskih kapaciteta po kategorijama, preuzeti su podaci iz avgustovskih saopštenja Republičkog zavoda za statistiku – „Statistika ugostiteljstva i turizma“ za sve godine iz posmatranog perioda<sup>334</sup>, a zatim statistički obrađeni.

<sup>334</sup> Osim za 1993. i 1999. godinu za koje nisu dostupna saopštenja u elektronskoj biblioteci Republičkog zavoda za statistiku

**Grafikon 58:** Hotelijerski kapaciteti po kategorijama u periodu 1991-2010. godina



*Izvor: Republički zavod za statistiku i spostveni proračun*

Posmatrajući na grafikonu učešće hotelijerskih kapaciteta (posmatrano po broju soba) sa tri zvezdice i dve zvezdice, može se uočiti snažna podudarnost. Naime, period naglog porasta broja soba u okviru kategorije dve zvezdice vremenski i po intenzitetu gotovo potpuno korespondira sa padom učešća hotelskih soba pod tri zvezdice. Može se pretpostaviti da je jedan deo hotelskih objekata koji su poslovali pod tri zvezdice u posmatranom periodu izgubio kategoriju i nastavio poslovanje u nižoj hotelskoj kategoriji.

Takođe, 1994. godine je usvojen Zakon o turizmu kao i prateći Pravilnik o razvrstavanju, minimalnim uslovima i kategorizaciji ugostiteljskih objekata. Novi pravilnik i njegova kasnija implementacija su sigurno imali uticaja na promene u distribuciji ukupnih hotelskih kapaciteta po kategorijama. Tada usvojeni pravilnik je u kasnijem periodu pretrpeo nove izmene.

**Tabela 51:** Broj hotelskih soba po hotelskim kategorijama 1991. i 2010. godine

| Kategorija     | Broj hotelskih<br>soba<br>1991. god. | Broj hotelskih<br>soba<br>2010. god. | Ukupan<br>porast/ smanjenje | Apsolutni<br>prirast/pad |
|----------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| 5*             | 1 294                                | 1 110                                | -14.22%                     | -184                     |
| 4*             | 2 719                                | 2 598                                | -4.45%                      | -121                     |
| 3*             | 11 349                               | 6 887                                | -39.32%                     | -4 462                   |
| 2*             | 501                                  | 5 418                                | 981.44%                     | 4 917                    |
| 1*             | 980                                  | 1 469                                | 49.90%                      | 489                      |
| Nekategorisani | ---                                  | 2 483                                | ---                         | ---                      |
| <b>UKUPNO</b>  | <b>16 843</b>                        | <b>19 965</b>                        | <b>18,54%</b>               | <b>3 122</b>             |

*Izvor: Republički zavod za statistiku i spostveni proračun*

Najveći rast je zabeležen u kategoriji 2 zvezdice, dok je osetno smanjenje zabeleženo u kategoriji tri zvezdice. Izrazito visoka stopa porasta u okviru kategorije 2 zvezdice je posledica i niske početne vrednosti u obračunu.

Kako je u analiziranom periodu stopa porasta hotelskih soba u Srbiji iznosila 18,54% ili u apsolutnom izrazu 3.122 sobe, jasno je da novosagrađeni kapaciteti nisu mogli biti isključivi uzok takvih promena i da razloge, treba tražiti u dinamici već postojećih kapaciteta, kao i u promeni Pravilnika o kategorizaciji hotelskih objekata.

**Tabela 52:** Broj hotela po kategorijama 1991. i 2010. godine

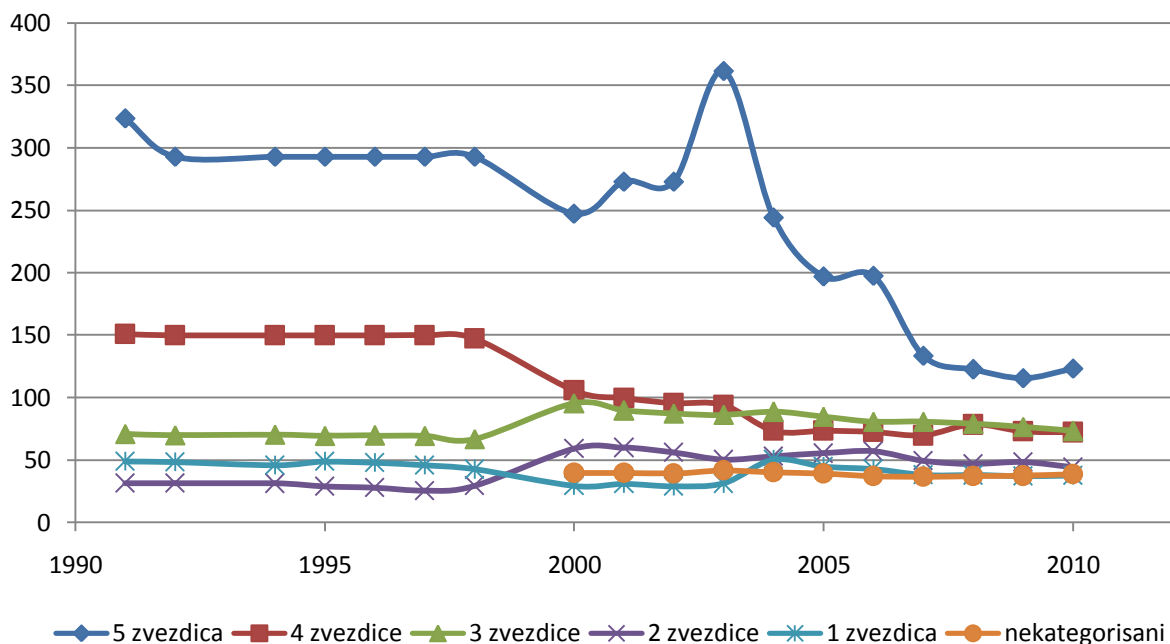
| Kategorija     | Broj hotela<br>1991. godine | Broj hotela<br>2010. godine | Ukupan<br>porast/ smanjenje | Apsolutni<br>prirast/pad |
|----------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| 5*             | 4                           | 9                           | 125.00%                     | 5                        |
| 4*             | 18                          | 36                          | 100.00%                     | 18                       |
| 3*             | 160                         | 94                          | -41.25%                     | -66                      |
| 2*             | 16                          | 123                         | 668.75%                     | 107                      |
| 1*             | 20                          | 39                          | 95.00%                      | 19                       |
| Nekategorisani | ---                         | 64                          | ---                         | ---                      |
| <b>UKUPNO</b>  | <b>218</b>                  | <b>365</b>                  | <b>67,43%</b>               | <b>147</b>               |

*Izvor: Republički zavod za statistiku i spostveni proračun*

Ako ukrstimo podatke iz prethodne dve tabele vidi se da je u Srbiji u posmatranom periodu došlo do uvećanja broja hotela koji posluju sa 5 ili četiri zvezdice, a da je u isto

vreme smanjen broj hotelskih soba koji posluju u sastavu tih hotela, što jasno ukazuje da je došlo do smanjenja prosečne veličine objekata najviših kategorija.

**Grafikon 59:** Prosečna veličina hotela u periodu 1991-2010. godine – po kategorijama



*Izvor: Republički zavod za statistiku i sopstveni proračun*

Iz grafikona se može videti da su na početku posmatranog perioda hoteli sa 5 zvezdica bili ubedljivo najveći. Uočljive su i značajne oscilacije u prosečnoj veličini ovih hotela. Tako je ona 2003. godine iznosila 361,5 soba, a 2010. godine 123,33. Takođe je uočljivo i konstantno smanjivanje prosečne veličine hotela sa četiri zvezdice i to u proseku sa oko 151 hotelske sobe na 72. Promene prosečnih vrednosti kod ostalih kategorija nisu bile u toj meri značajne.

**Tabela 53:** Prosečna veličina hotela u Srbiji u 2010. godini – po kategorijama

| Kategorija     | Broj hotela | Broj soba | Prosečna veličina hotela |
|----------------|-------------|-----------|--------------------------|
| 5*             | 9           | 1 110     | 123.33                   |
| 4*             | 36          | 2 598     | 72.17                    |
| 3*             | 94          | 6 887     | 73.27                    |
| 2*             | 123         | 5 418     | 44.05                    |
| 1*             | 39          | 1 469     | 37.67                    |
| nekategorisani | 64          | 2 483     | 38.80                    |

*Izvor: Republički zavod za statistiku i sopstveni proračun*

Iz iznetih podataka se može zaključiti da su se hotelijerski kapaciteti u Srbiji u posmatranom periodu uvećavali po prosečnoj godišnjoj stopi od oko 3,12% posmatrano po broju hotela, odnosno 1,03% posmatrano po broju soba, što je dovelo do značajnijeg smanjenja prosečne veličine hotelskog objekta. Najveće smanjenje prosečne veličine hotela je zabeleženo u okviru hotela najviših kategorija. U istom periodu došlo je do značajne prekompozicije učešća pojedinih kategorija hotela i to najviše između hotela sa tri i dve zvezdice. Tokom analiziranog perioda je sprovedena privatizacija hotelskih preduzeća, kao početni korak u procesu transformacije hotelskih preduzeća ka tržišnom modelu privređivanja. Sama privatizacija hotelskih preduzeća je u određenoj meri uticala na prethodno uočene tendencije i svakako predstavlja jedan od važnih događaja na hotelijerskom tržištu Srbije. Takođe, na uočene promene su uticale i realizovane investicije autonomnog privatnog sektora u Srbiji.

#### **6.1.2. GLOBALNI HOTELSKI LANCI NA TRŽIŠTU SRBIJE**

Na tržištu Srbije posluje nekoliko hotela pod hotelskim markama globalnih hotelskih operatora. Broj tih hotela se tokom prethodnih godina postepeno uvećavao.

Od najvećih, globalnih, hotelskih korporacija u Srbiji su prisutni:

- Korporacija „Hyatt Hotels Corp.“ sa hotelom „Hyatt Regency Beograd“. Hotel je otvoren kroz zajedničko ulaganje sa grupom domaćih preduzeća uz sklopljen ugovor o menadžmentu. Hotel je u međuvremenu promenio većinskog vlasnika, a nastavio je da posluje pod „Hyatt“-ovim brendom;
- Korporacija „Intercontinental Hotels Group“ sa hotelom „Holiday Inn Beograd“, a po osnovu ugovora o franšizi;
- „Best Western International“ sa dva hotela u Beogradu: „Best Western Hotel Šumadija“ i „Best Western Hotel M“, hotelom u Nišu: „Best Western Hotel My Place“ i hotelom u Novom Sadu: „Best Western President Hotel“;
- „Louvre Hotels Group“ sa hotelom „Tulip Inn Hotel Putnik“ u Beogradu, a po osnovu ugovora o franšizi;
- Hotelski lanac iz Španije „HG Hoteles“ koji će upravljati novootvorenim hotelom „Stara Planina Hotel & Spa“<sup>335</sup>. Ugovor između JP „Stara planina“ i korporacije „HG Hoteles“ je potpisan na pet godina<sup>336</sup>.

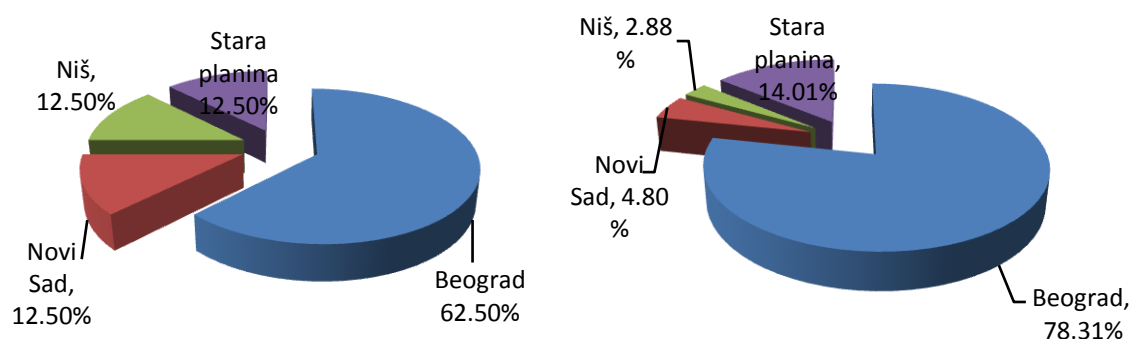
---

<sup>335</sup> HG Hoteles, <http://www.hghoteles.com/en/129/>, uvid 04.01.2012.



Ako posmatramo lokaciju hotela koji posluju pod brendovima globalnih hotelskih lanaca u Srbiji može se uočiti da je najveći deo hotelskih kapaciteta lociran u glavnim administrativnim centrima, tj. u Beogradu i Novom Sadu.

**Grafikon 60:** Hotelske marke globalnih hotelskih lanaca u Srbiji – posmatrano po broju hotela i broju hotelskih soba



Izvor: Sopstveno istraživanje i Republički zavod za statistiku

Uočljivo je da je najveći deo tih kapaciteta lociran u Beogradu i to 5 hotela što je 62,5% od ukupnog broja hotela, odnosno oko 78,31% ukupnog broja soba, svih hotela koji posluju pod brendovima globalnih hotelskih operatora u Srbiji. Samo dva hotela su locirana van glavnih administrativnih centara i to novootvoreni hotel na Staroj planini i hotel „Best Western My Place“ u Nišu.

Hotel „Stara planina“ je izgrađen u sklopu šireg investicionog projekta razvoja turizma na Staroj planini (koji je identifikovan kao jedan od ključnih investicionih projekata u Strategiji razvoja turizma Republike Srbije<sup>337</sup>) zasnovanog na javno-privatnom partnerstvu<sup>338</sup> kao primenjenom investicionom obliku.

Ako posmatramo hotelsku kategoriju objekata pod markama globalnih hotelskih lanaca, dominiraju hoteli koji imaju 4 zvezdice (62,5% ukupnog broja tih hotela, ili 56,91% ukupnog broja soba), slede hoteli sa 5 zvezdica (25% ukupnog broja tih hotela, ili 33,78%

---

<sup>336</sup> <http://www.hotelprofesional.com/sr/broj-20/146-stara-planina-u-novom-ruhu.html> , uvid 04.01.2012. godine

<sup>337</sup> „Strategija razvoja turizma Republike Srbije“, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, 91/2006., str. 25.

<sup>338</sup> „Plan razvoja turizma na Staroj planini sa predinvesticionom studijom i fizičkotekničkim karakteristikama skijališta“, Howath HTL , Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja, Beograd, 2007., str. 89.

ukupnog broja soba) i jedan hotel koji je kategorisan sa tri zvezdice (oko 9,3% ukupnog broja soba). To su uglavnom hoteli koji su namenjeni poslovnom segmentu.

Najveći broj hotela je postao deo ponude globalnih hotelskih lanaca kroz sklopljen ugovor o franšizi (hoteli u Beogradu: „Holiday Inn Beograd“, „Best Western Hotel Šumadija“, „Best Western Hotel M“, „Tulip Inn Hotel Putnik“; Hotel u Nišu „Best Western Hotel My Place“, i hotel u Novom Sadu „Best Western President Hotel“) , a dva hotela i kroz sklopljen ugovor o menadžmentu (Hyatt Regency Beograd, „Stara planina Hotel & Spa“) . Treba naglasiti da je za jedan hotel je sklopljen i ugovor o franšizi sa globalnim hotelskim lancem, ali i ugovor o upravljanju sa nezavisnim preduzećem („Holiday Inn Beograd“).

Imajući u vidu u prethodnim delovima rada, date prosečne troškove franšize za pojedine hotelske marke, može se zaključiti da je najveći broj hotelskih preduzeća odabrao hotelske brendove sa relativno nižom ukupnom cenom franšize. Ukupna cena franšize za „Best Western“ hotelsku marku je među najnižim u okviru svoje kategorije<sup>339</sup>.

Pored postojećih hotela u Srbiji koji posluju u sklopu međunarodnih hotelskih lanaca u bližoj budućnosti se može očekivati otvaranje još nekoliko takvih objekata.

Planirano je da u oktobru 2012. godine u Novom Sadu počne sa radom hotel „Holiday Inn Novi Sad“ kapaciteta 144 soba<sup>340</sup>. Vrednost ove investicije je procenjena na 11 miliona evra. Hotel će poslovati pod markom „Holiday Inn“ na osnovu sklopljenog ugovora o franšizi između domaćeg investitora i hotelske korporacije „Intercontinental Hotels Group“. Upravljanje hotelom u Novom Sadu je ugovorom prepušteno kompaniji „Savath Hospitality Management“ koja već upravlja hotelom „Holiday Inn Beograd“<sup>341</sup>. U Beogradu je započeta i izgradnja hotela koji će poslovati pod markom „Holiday Inn Express“. Za hotel „Continental Beograd“ je sklopljen ugovor o menadžmentu i po renoviranju, koje je planirano da započne sredinom 2012. godine, ovaj hotel bi trebao da ponese brend „Crown Plaza“. Imajući u vidu da u Beogradu već posluje hotel pod markom „Holiday Inn“ otvaranje hotela u Beogradu i Novom Sadu će pozicionirati hotelski lanac „Intercontinental Hotels Group“ kao lidera na našem tržištu.

---

<sup>339</sup> Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., „2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide“, HVS, New York, 2009., str. 10-19. i Rushmore S., „Understanding Franchise Fees“, Lodging Hospitality, New York, 2009., Vol. 65 Issue 13., str. 18.

<sup>340</sup> <http://www.ichotelsgroup.com/ihg/hotels/us/en/novi-sad/qndns/hoteldetail>, uvid 04.01.2012. godine

<sup>341</sup> <http://savath.net/hotel-menadzment/operativni-menadzment/holiday-inn-novi-sad>, uvid 04.01.2012. godine

Na Novom Beogradu je u toku izgradnja hotela „Falkensteiner Hotel Novi Beograd“ kapaciteta 171 hotelske sobe čije je otvaranje planirano za kraj 2012. godine<sup>342</sup>. Procenjena vrednost kompletne investicije u sklopu koje će biti izgrađen i pomenuti hotel u poslovnoj zgradi, je oko 40 miliona evra. Jedan od suinvestitora je i fond za ulaganje u nekretnine „MOF Beta Real Estate AG“.

Vlasnici nekadašnjeg hotel „Jugoslavija“ su sklopili ugovor o menadžmentu sa hotelskom korporacijom „Kempinski“ pod čijim brendom bi hotel, po renoviranju, trebao da nastavi poslovanje.

Kroz potpisan sporazum najavljen je i dolazak još jednog španskog hotelskog lanca na Staru planinu, a koji će upravljati objektima izgrađenim kroz zajedničku investiciju JP „Stara planina“ i investicionog fonda „Sigma Capital“<sup>343</sup>.

Realizacija pojedinih projekata teče po planu i realno je očekivati da će ti objekti uskoro u kvalitativnom i kvantitativnom smislu poboljšati hotelsku ponudu Srbije, učiniti je prepoznatljivijom u međunarodnim okvirima, a u isto vreme povoljno delovati na razvoj još konkurentnijeg okruženja među postojećim hotelskim preduzećima. Neki od ovih projekata su se međutim suočili sa problemima koji se odnose na sporove među investitorima, probleme sa pribavljanjem potrebne dokumentacije, ali svakako i nedostatkom kapitala u uslovima aktuelne ekonomske krize.

Kao što se može videti, najveći broj hotela koji posluju ili će poslovati kao deo međunarodnih hotelskih lanaca je lociran u Beogradu, što ukazuje na opredeljenje globalnih hotelskih lanaca ka korišćenju strategije međunarodne hotelske marke na tržištu Srbije. Globalni hotelski lanci su se tokom poslednje dve decenije na tržištu Srbije opredeljivali za nevlasničke oblike ulaganja, što potpuno korespondira sa iskazanim tendencijama, kako na globalnom nivou, tako i na nivou regiona Jugoistočne Evrope. Imajući u vidu takve tendencije u razvojnim aktivnostima globalnih hotelskih lanaca kao i percepirani rizik poslovanja u našoj zemlji, nije realno očekivati značajnije direktne investicije globalnih hotelskih korporacija, pogotovo ne van Beograda kao glavnog centra.

---

<sup>342</sup> <http://www.turizam.merr.gov.rs/index.php/yu/poetna/301-falkensteiner-> , uvid 04.01.2012. godine.

<sup>343</sup> <http://www.hotelprofesional.com/sr/broj-20/146-stara-planina-u-novom-ruhu.html> , uvid 04.01.2012. godine

## **6.2. PRIVATIZACIJA HOTELSKIH PREDUZEĆA KAO OBLIK ULAGANJA**

Zakon o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine je otvorio mogućnost privatizacije hotelskih preduzeća u Srbiji. Iako ovim zakonom nije nametnuta obaveza privatizacije preduzeća, ona je data kao mogućnost o kojoj su odlučivala sama preduzeća, odnosno njihove uprave. Ovim zakonom su punoletni državljani Republike Srbije dobili pravo da za svaku godinu radnog staža steknu akcije u nominalnoj vrednosti od 400 DEM. Ovaj zakon je faktički popularisao model tzv. radničkog akcionarstva. U skladu sa njim je privatizovan i jedan broj hotelskih preduzeća u Srbiji. Vlasnici su postali zaposleni, bivši zaposleni kao i građani koji su se prijavili na pozive za upis akcija.

U narednim godinama pojavili su se investitori koji su kroz javne pozive za otkup akcija kupili većinske pakete od malih akcionara i postali vlasnici tih hotelskih objekata. Kao primer se mogu navesti beogradski hoteli „Majestic“, „Moskva“, „Balkan“, kao i hotelsko preduzeće „Palisad“ na Zlatiboru. Ipak, može se reći da po ovom modelu nije privatizovan veliki broj hotelskih preduzeća.

Tokom 2001. godine je usvojen Zakon o privatizaciji kojim je proces privatizacije postao obavezan, a celokupan proces prodaje je centralizovan i sproveden je preko Agencije za privatizaciju. U skladu sa odredbama ovog zakona privatizovan je veliki broj ugostiteljskih preduzeća.

### **6.2.1. KARAKTERISTIKE SPROVEDENE PRIVATIZACIJE HOTELSKIH PREDUZEĆA**

Najčešće korišćeni metod privatizacije ugostiteljskih preduzeća je bila aukcijska prodaja. Prema podacima prikupljenim sa portala Agencije za privatizaciju, aukcijskim metodom je privatizovano ukupno 96 društvenih preduzeća čija je osnovna delatnost ugostiteljstvo i turizam. Ovi podaci se odnose na ugostiteljska preduzeća od kojih neka u svom sastavu nisu imala hotelske kapacitete. Kako se u fokusu ovog rada nalaze upravo ta preduzeća, da bi se došlo do relevantnih podataka analiziran je svaki pojedinačan proces aukcijske prodaje i identifikovana su ona preduzeća koja su u svom sastavu imala

hotelske kapacitete. Na taj način su identifikovana ukupno 63 takva društvena preduzeća čiji se spisak nalazi u prilogu. Podaci o privatizaciji tih preduzeća, kao i njihovi finansijski izveštaji<sup>344</sup> su korišćeni za analizu privatizacionog procesa, ali i efekata sprovedene privatizacije na njihove poslovne performanse. Mora se naglasiti da usled nedostupnosti određenih podataka za pojedina preduzeća nije bilo moguće sprovesti celokupnu analizu na definisanom uzorku od 63 preduzeća pa su pojedini delovi analize sprovedeni i na manjem uzorku.

Ukupni hotelski kapacitet tih ugostiteljskih preduzeća je iznosio oko 5.500 hotelskih soba. Prosečna starost hotela koji su se nalazili u sastavu tih preduzeća je u trenutku privatizacije bila 38,5 godina. Od ukupno 63 analizirana preduzeća, njih 25 je u svom sastavu imalo isključivo hotelske objekte, dok je ostatak posedovao i izdvojene restorane i druge ugostiteljske poslovne jedinice. Ukupno prikupljen kapital<sup>345</sup> aukcijskom privatizacijom svih 63 ugostiteljska preduzeća koja su u svom sastavu imali i hotelske kapacitete je iznosio 128.776.502 evra<sup>346</sup>.

Pitanje uspešnosti sprovedene privatizacije je svakako pitanje kojem se mora pristupiti iz više različitih aspekata. Možemo govoriti o finansijskim efektima privatizacije u smislu obima kapitala koji je država prikupila po osnovu prodaje tih preduzeća, ali i o poslovnim rezultatima tih preduzeća pošto privatizacija nije sama po sebi cilj, već početni korak u poslovnom prestrukturiranju preduzeća i njihovom osposobljavanju za tržišnu utakmicu.

Kako su preduzeća prodavana javnom aukcijom, kojoj su mogli imati pristup svi zainteresovani kupci, svakako je dostignuta prodajna cena tih preduzeća u tom trenutku predstavljala i njihovu tržišnu cenu. Ipak, značajno je sagledati odnos između procenjene vrednosti tih preduzeća od strane države i njihove prodajne cene, jer se iz tog odnosa mogu izvesti i određeni zaključci.

Informacije o procenjenim vrednostima tih preduzeća su preuzimane iz kupoprodajnih ugovora dostupnih na portalu Agencije za privatizaciju, za svaku transakciju

---

<sup>344</sup> Podaci korišćeni za analizu su prikupljeni preko portala Agencije za privatizaciju, Agencije za privredne registre i Beogradske berze.

<sup>345</sup> Uz napomenu da je jedan broj kupoprodajnih ugovora raskinut zbog neispunjavanja ugovornih obaveza koje su se odnosile i na plaćanje godišnjih rata u slučaju auksijske prodaje uz plaćanje na 6 godišnjih rata

<sup>346</sup> Preračunato na evro koristeći srednji kurs Narodne banke Srbije na dan potpisivanja kupoprodajnog ugovora.

pojedinačno. Kako svi kupoprodajni ugovori ne sadrže tu informaciju došlo se do podatka o procenjenoj vrednosti za ukupno 47 hotelskih preduzeća dok taj podatak nije bilo moguće pronaći za ukupno 16 preduzeća privatizovanih aukcijskom metodom privatizacije.

Agencija za privatizaciju je tih 47 preduzeća procenila na ukupno 193.294.808 evra<sup>347</sup> dok je kroz njihovu prodaju prikupljeno ukupno 104.058.738 evra<sup>348</sup>. Iz prezentovanog podatka se može zaključiti da su preduzeća, posmatrano u proseku, prodana po ceni koja je predstavljala oko 53,8% procenjene vrednosti tih preduzeća od strane države. Taj podatak je značajno varira ako se posmatra po različitim okruzima u Republici Srbiji.

**Tabela 54:** Odnos procenjene vrednosti kapitala i postignute prodajne cene po okruzima<sup>349</sup>

| Okrug         | Ukupna procenjena vrednost preduzeća | Ukupna prodajna cena | Koeficijent |
|---------------|--------------------------------------|----------------------|-------------|
| Grad Beograd  | 56,451,124.7 €                       | 51,472,285.0 €       | 0.91        |
| Borski        | 7,943,341.6 €                        | 1,411,729.0 €        | 0.18        |
| Braničevski   | 2,048,299.7 €                        | 492,131.0 €          | 0.24        |
| Jablanički    | 6,460,396.8 €                        | 1,033,658.0 €        | 0.16        |
| Južno Bački   | 23,121,347.1 €                       | 8,114,538.0 €        | 0.35        |
| Kolubarski    | 10,292,359.8 €                       | 6,966,045.0 €        | 0.68        |
| Mačvanski     | 1,554,369.9 €                        | 383,670.0 €          | 0.25        |
| Moravički     | 3,888,056.2 €                        | 933,133.0 €          | 0.24        |
| Podunavski    | 3,963,404.9 €                        | 673,456.0 €          | 0.17        |
| Pomoravski    | 7,255,844.6 €                        | 2,115,770.0 €        | 0.29        |
| Rasinski      | 11,454,085.3 €                       | 3,773,329.0 €        | 0.33        |
| Šumadijski    | 7,012,264.5 €                        | 1,473,297.0 €        | 0.21        |
| Zapadno Bački | 4,755,421.9 €                        | 760,867.0 €          | 0.16        |
| Zlatiborski   | 28,151,443.7 €                       | 12,016,168.0 €       | 0.43        |

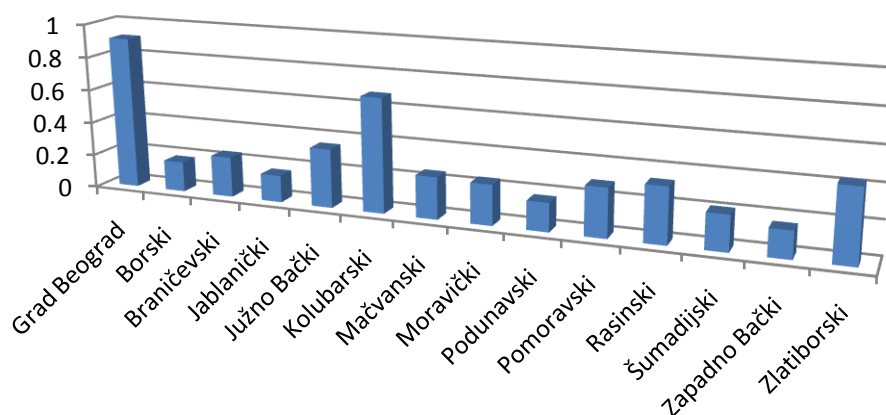
*Izvor: Sopstveno istraživanje*

<sup>347</sup> Procenjene vrednosti, kao i kupoprodajne cene, su u kupoprodajnim ugovorima iskazane u dinarima, ali sam radi bolje uporedivosti podataka iz različitih vremenskih perioda sve preračunavao na evro koristeći srednji kurs Narodne banke Srbije na dan potpisivanja kupoprodajnog ugovora.

<sup>348</sup> Mora se napomenuti da su neki od tih kupoprodajnih ugovora kasnije raskinuti usled nepoštovanja ugovorne obaveze od strane kupca, ponekad upravo zbog neplaćanja godišnjih rata u slučaju prodaje na rate

<sup>349</sup> Na uzorku od 47 preduzeća

**Grafikon 61:** Odnos procenjene vrednosti kapitala i postignute prodajne cene po okruzima



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

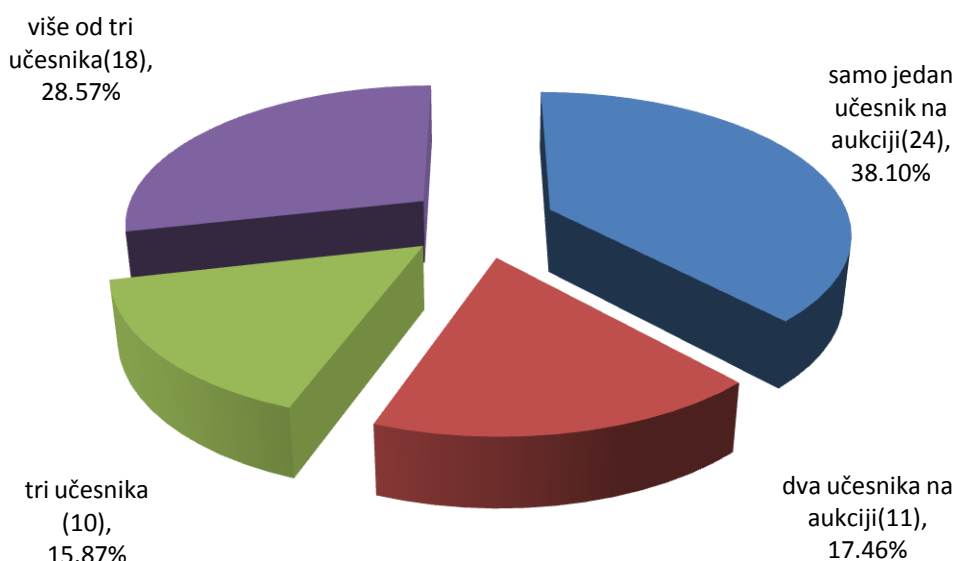
U pregled u Tabeli 54. nisu uključeni oni okruzi za koje su dostupni podaci o samo jednoj transakciji ili je ukupna vrednost transakcija bila mala. Na osnovu prezentovanih podataka se može zaključiti da je, očekivano, najpovoljniji odnos dostignut u Beogradu, gde je taj koeficijent iznosio 0,91<sup>350</sup>, a u isto vreme najslabiji odnos između postignute prodajne cene i procenjene vrednosti kapitala je zabeležen u Jablaničkom i Zapadnobačkom okrugu – 0,16.

Logično, najpovoljniji odnos između prodajne cena i procenjene vrednosti kapitala je postignut na onim aukcijskim prodajama preduzeća u kojima je učestvovalo više zainteresovanih kupaca. Koeficijent korelacije između broja zainteresovanih kupaca na aukciji na jednoj strani i koeficijenta prodajne cene i procenjene vrednosti kapitala na drugoj strani, upravo to i dokazuje – koeficijent korelacije na nivou uzorka iznosi 0,70.

---

<sup>350</sup> Važno je napomenuti da se prilikom agregiranja vrednosti transakcija rukovalo teritorijalnim principom, ali ne u smislu teritorijalne pripadnosti sedišta preduzeća, već prema lokaciji hotelskih kapaciteta. Tako je npr. Društveno preduzeće za ugostiteljstvo i turizam Junior sa sedištem u Beogradu, ali sa najvrednijom imovinom u Brzeću na Kopaoniku

**Grafikon 62:** Broj zainteresovanih kupaca na aukcijskim prodajama ugostiteljskih preduzeća u Srbiji<sup>351</sup>



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz Grafikona 62 se može videti da je u čak 38,1% aukcijskih prodaja (na 24 aukcije) učestvovao samo jedan zainteresovan kupac i u tim slučajevima je i prodajna cena formirana na nivou početne cene koja je daleko ispod procenjene vrednosti kapitala preduzeća. U samo 18 aukcijskih prodaja je bilo više od tri zainteresovana kupca. Najveći broj zainteresovanih kupaca se pojavio na aukcijskim prodajama u kojima su privatizovana beogradska hotelska preduzeća:

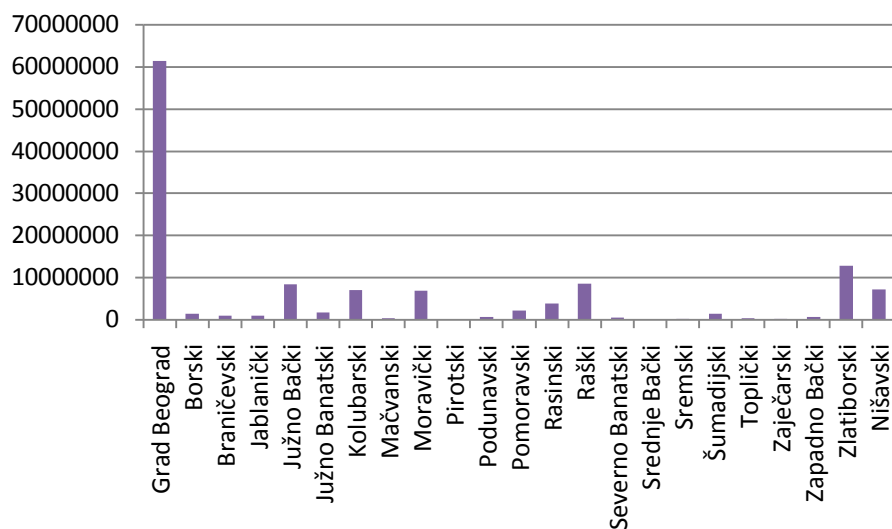
- HUTP “Prag” - 17 zainteresovanih kupaca;
- HUTP “Splendid” - 16 zainteresovanih kupaca;
- Hotel “Royal” – 15 zainteresovanih kupaca;
- Hotel “Union” - 11 zainteresovanih kupaca;
- TUP “Avala” – 10 zainteresovanih kupaca.

---

<sup>351</sup> U zagradama je naveden obuhvat po navedenim obeležjima



**Grafikon 63:** Prihodi od privatizacije hotelijerskih preduzeća privatizovanih aukcijskom metodom - po okruzima<sup>352</sup>



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Očekivano, ubedljivo najveći privatizacioni prihodi su ostvareni prodajom hotelskih preduzeća u Beogradu – ukupno oko 61,39 miliona evra<sup>353</sup>. U relativnom izrazu to je oko 47,67% ukupnih privatizacionih prihoda postignutih aukcijskom prodajom hotelijerskih preduzeća iz definisanog skupa od 47 preduzeća. Na drugom mestu se nalazi Zlatiborski okrug sa učešćem od 9,93%, sledi Raški okrug sa učešćem 6,71% i na četvrtom mestu je Južnobački okrug sa učešćem u privatizacionim prihodima od 6,56%. Rezultati su sasvim očekivani obzirom na činjenicu da Raškom okrugu pripadaju i privatizovana preduzeća sa hotelima na Kopaoniku, a Južnobačkom okrugu i preduzeća koja u svom sastavu imaju i neke od najvećih novosadskih hotela.

Svi dosadašnji podaci su izneti na osnovu analize aukcijske privatizacije hotelskih preduzeća na definisanom uzorku. Ipak procene o visini privatizacionih prihoda po osnovu prodaje svih ugostiteljskih preduzeća u Srbiji idu i do iznosa od 500 miliona evra. Najveći privatizacioni prihodi su ostvareni na osnovu prodaje hotela “Continental” – 148,8 miliona evra, prodaje TP “Putnik” ruskoj grupi “Metropol” za 44

---

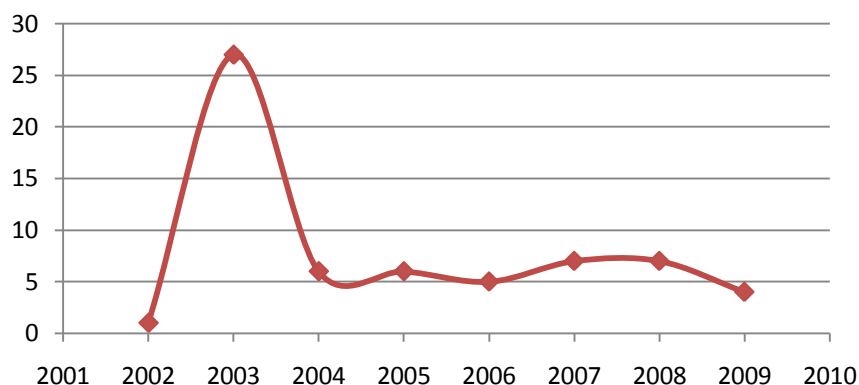
<sup>352</sup> Mora se napomenuti da se privatizacioni prihodi preduzeća privatizovanog aukcijskom metodom u Nišavskom okrugu uglavnom odnose na hotelske kapacitete koji se nalaze u Republici Crnoj Gori, a u vlasništvu su tog preduzeća sa sedištem u Nišu

<sup>353</sup> Na analiziranom uzorku

miliona evra, hotela “Jugoslavija” za 31,1 milion evra i hotela “Metropol” za 23,7 miliona evra<sup>354</sup>.

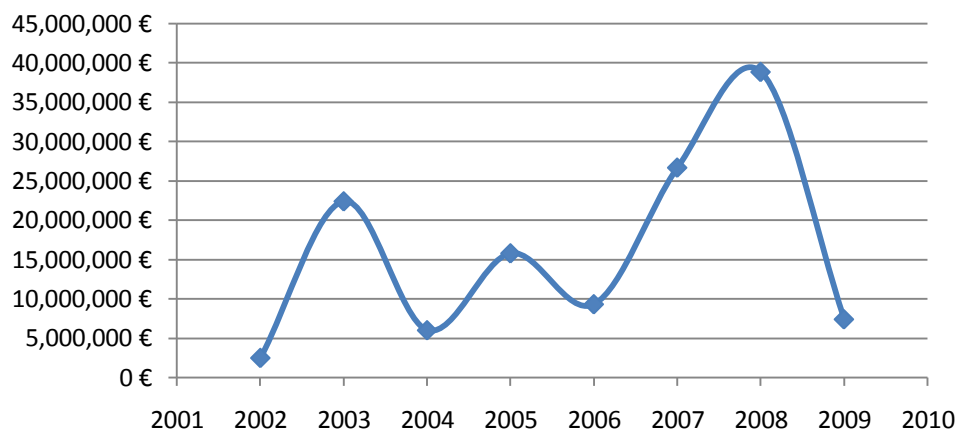
Značajno je sagledati dinamiku privatizacije hotelskih preduzeća kako posmatrano brojem sklopljenih kupoprodajnih ugovora u pojedinim godinama, tako i obimom registrovanih prihoda od te privatizacije.

**Grafikon 64:** Broj privatizovanih hotelskih preduzeća metodom aukcijske prodaje u periodu 2002-2009. godina



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

**Grafikon 65:** Obim privatizacionih prihoda od aukcijske prodaje hotelskih preduzeća u periodu 2002-2009. godina



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

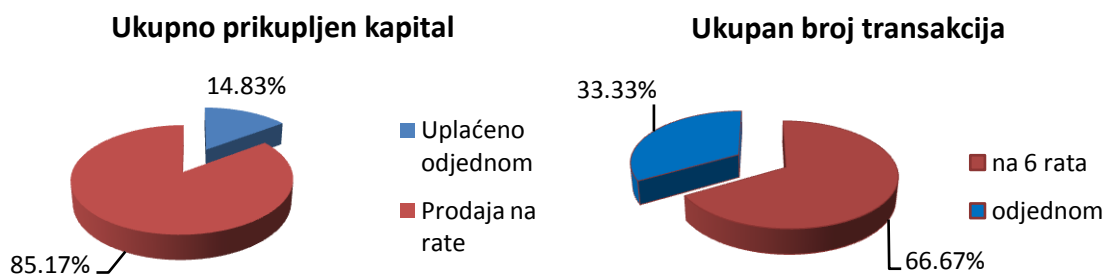
---

<sup>354</sup> Barjaktarović D., Barjaktarović L., „Transformacija hotelsko-ugostiteljske privrede Srbije ispod očekivanja“, Zbornik radova sa 8. naučnog skupa sa međunarodnim učešćem Sinergija 2011. Bijeljina, 2011., strana 343.

Poređenjem podataka iz prethodna dva grafikona može se uočiti da je najveći broj hotelskih preduzeća koji su privatizovani aukcijskim metodom prodat tokom 2003. godine – ukupno 27 aukcijskih prodaja. U ostalim godinama, sa izuzetkom 2002. u kojoj je obavljena samo jedna prodaja, taj broj je bio prilično ujednačen i kretao se u rasponu od 4 do 7 transakcija. Ipak, tokom 2008. godine je prodajom hotelskih preduzeća ostvaren daleko najveći privatizacioni prihod od oko 38,86 miliona evra što znači da su te godine obavljene kupoprodaje većih pojedinačnih vrednosti.

Agencija za privatizaciju je kupcima omogućila plaćanje kupoprodajne cene na 6 godišnjih rata. Stoga je vrlo bitno naglasiti da Republika Srbija nije ostvarila navedeni privatizacioni prihod odjednom, već je jedan deo tog novca dobijala kroz godišnje anuitete. Važno je sagledati i koji iznos kapitala je uplaćen odjednom, a koji putem otplate na rate.

***Grafikon 66: Učešće prodaje na 6 godišnjih rata u ukupno prikupljenom kapitalu i ukupnom broju transakcija***



***Izvor: Sopstveno istraživanje***

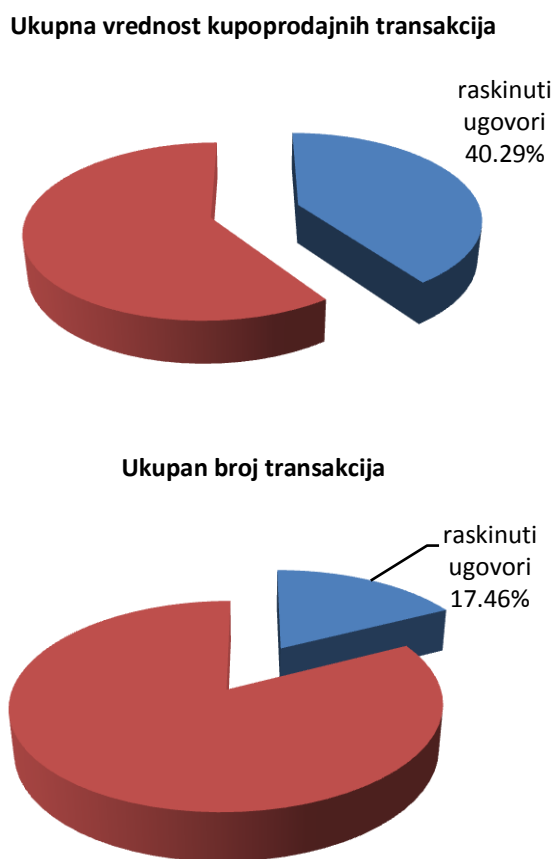
Uočljivo je da je u najvećem broju slučajeva prodaja hotelskih preduzeća uključivala plaćanje na šest godišnjih rata. U 66,67% transakcija plaćanje je bilo na rate. Još značajnije je naglasiti da je za čak 85,17% ukupne prodajne cene svih 63 hotelskih preduzeća ugovoreno plaćanje na rate, odnosno odjednom je plaćeno samo 14,83% ukupno ugovorene prodajne cene tih preduzeća. U kupoprodajnim ugovorima se nalazi odredba u skladu sa kojom se godišnje rate usklađuju sa kretanjem indeksa cena na malo. U jednom dužem delu posmatranog perioda kurs evra je bio relativno stabilan, a u isto vreme indeks cena na malo je beležio konstantan rast i to po stopama koje su prelazile i 10% na godišnjem nivou. Stoga su i iznosi rata bili veći.

Kako su pojedini ugovori naknadno raskinuti od strane Agencije za privatizaciju zbog neispunjavanja ugovornih obaveza od strane kupaca, kako onih koji se odnose na obezbeđenje kontinuiteta poslovanja, tako i onih koje se odnose na plaćanje godišnjih rata u slučaju prodaje na šest godišnjih rata, značajno je sagledati koliki broj ugovora je raskinut i koliki je to procenat od ukupne vrednosti prodaje hotelskih preduzeća.

Od ukupno 63 aukcije, ugovor je, zbog neispunjenja ugovornih obaveza, raskinut u 11 slučajeva, što u relativnom izrazu predstavlja 17,46% svih sklopljenih ugovora.

Do zabrinjavajućeg podatka dolazimo ako posmatramo koliko je učešće tih 11 raskinutih kupoprodajnih ugovora u ukupnom iznosu ostvarene kupoprodajne cene svih 63 preduzeća. Ukupna vrednost raskinutih kupoprodajnih ugovora je iznosila 51.882.527 evra, što predstavlja čak 40,29% ukupne vrednosti aukcijskih prodaja svih hotelskih preduzeća.

**Grafikon 67:** *Učešće raskinutih kupoprodajnih ugovora u ukupnoj vrednosti kupoprodajnih transakcija i broju kupoprodajnih ugovora*

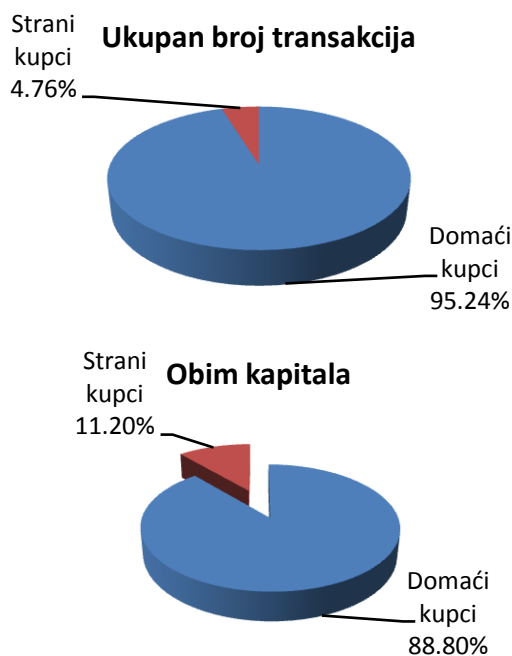


*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Jasno se može zaključiti da je došlo do raskida jednog broja kupoprodajnih ugovora velike pojedinačne vrednosti i stoga učešće mereno vrednošću transakcija značajno prevazilazi učešće dobijeno na osnovu broja transakcija. Kao primer se mogu navesti raskidi privatizacionih ugovora za preduzeća HUTP „Splendid”, HUTP „Prag” i „Privredno društvo PTT ugostiteljstvo”.

Podaci prezentovani u Grafikonu 68 jasno ilustruju odsustvo ozbiljnijeg interesovanja stranih investitora za kupovinu hotelskih preduzeća u Srbiji. U samo tri od ukupno 63 kupoprodajne transakcije su se kao kupci pojavila strana preduzeća i to u slučaju privatizacije beogradskog hotela „Excelsior” gde se kao kupac pojavio grčki fond „Lamps AE”, preduzeća „Junior” gde se kao kupac pojavljuje preduzeće „Otway Management Limited” sa Kipra i preduzeća UTP „Morava” gde se kao kupac pojavilo preduzeće iz Holandije.

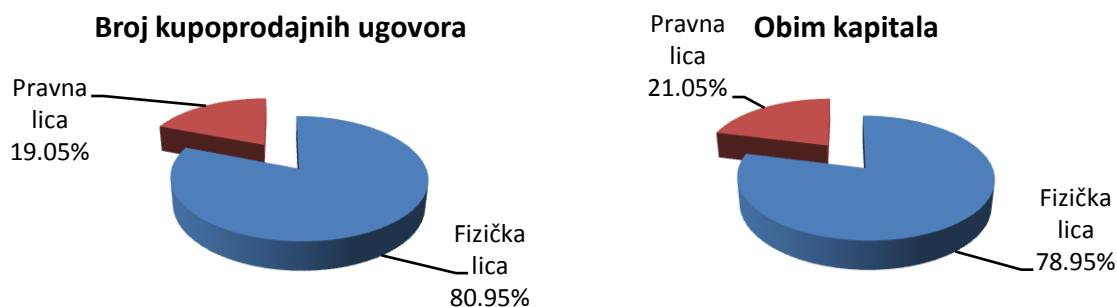
**Grafikon 68:** Učešće domaćih i stranih fizičkih i pravnih lica u aukcijskoj prodaji hotelskih preduzeća u ukupno prikupljenom kapitalu i ukupnom broju transakcija



***Izvor:** Sopstveno istraživanje*

Može se konstatovati da je kroz privatizaciju hotelskih preduzeća u značajnoj meri propuštena prilika ne samo za privlačenje stranih direktnih investicija, već i za transfer tehnologije i savremenih upravljačkih metoda u poslovanju hotelskih preduzeća.

**Grafikon 69:** Učešće pravnih i fizičkih lica u aukcijskoj prodaji hotelskih preduzeća



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

U najvećem broju slučajeva kao kupci hotelskih preduzeća na održanim aukcijskim prodajama su se javljala fizička lica, bilo da posmatramo kao procenat od ukupno sklopljenih kupoprodajnih ugovora, bilo kroz ukupno postignutu tržišnu vrednost preduzeća. U slučaju stranih investitora to su bila pravna lica od kojih su neka sa iskustvom u hotelijerskom poslovanju (Lampsa).

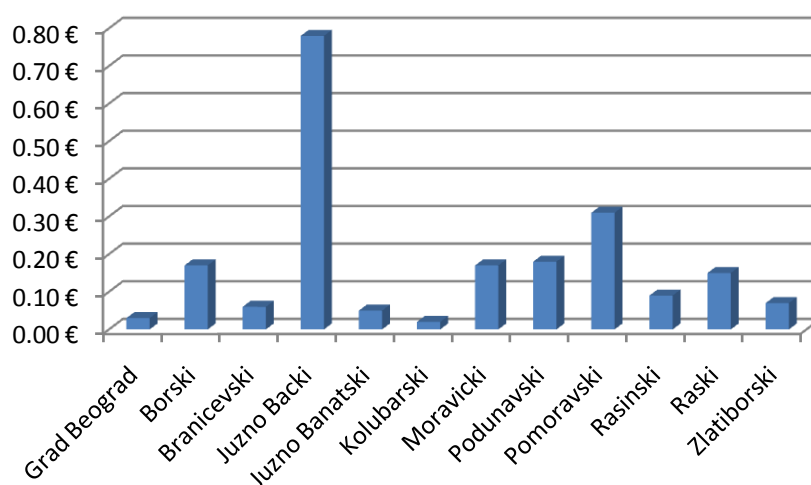
Aukcijska privatizacija hotelskih preduzeća u Srbiji je započela 2002. godine, a poslednje privatizovano preduzeće na ovaj način je prodato tokom 2009. godine. Sklapanjem kupoprodajnih ugovora kupci preduzeća su na sebe preuzimali i obavezu investiranja određenog, kupoprodajnim ugovorom definisanog obima kapitala. Naravno, taj obim investicija je definisan kao minimalan iznos kapitala koji u narednom periodu mora biti investiran u kupljeno preduzeće, što kupce ni na koji način nije ograničavalo ako je planirani obim investicija bio veći.

Činjenica da nije došlo do raskida kupoprodajnog ugovora bi trebalo da znači da je kupac ispunio sve ugovorne obaveze, a među njima i obavezu obaveznog investiranja određenog iznosa kapitala ugovorenog kupoprodajnim ugovorom. Imajući to u vidu posredno se može doći do minimalnog obima realizovanih investicija u bivšim društvenim hotelskim preduzećima koja su prodana putem aukcijske prodaje. Naravno, sigurno je da je stvarni obim investicija veći od onog koji je definisan kupoprodajnim ugovorom (primer hotel „Izvor“ u Arandjelovcu). Zato je i važno naglasiti da je u pitanju minimum investicija koji je morao biti realizovan u skladu sa ugovorima.

Ukupan ugovoreni minimalni iznos investicija na definisanom uzorku preduzeća je iznosio 15.425.680 miliona evra. Kako su preduzeća iz analiziranog skupa prodana za ukupno 128.776.502 evra, računom se dolazi do podatka da je prilikom aukcijske

prodaje hotelskih preduzeća prosečno ugovoren minimalni obim investicija od 0,12 evra na svaki evro cene po kojoj su preduzeća prodana, odnosno kupac je prosečno za svaki evro koji je dao za kupovinu hotelskog preduzeća preuzeo i obavezu investiranja u preduzeće od minimalno 0,12 evra. Taj pokazatelj se značajno razlikuje po okruzima u Srbiji, a može se uočiti i razlika u vrednosti tog pokazatelja ako se on posmatra po godinama u kojima je sprovedena privatizacija. Još veća razlika se uočava ako se taj pokazatelj posmatra na nivou pojedinačnih privatizacija i kreće se od retke situacije u kojoj kupoprodajnim ugovorom nije definisan minimalni obim investicija, pa do vrednosti tog pokazatelja od 3,17 ostvarenog prilikom privatizacije novosadskog HTUP „Park”.

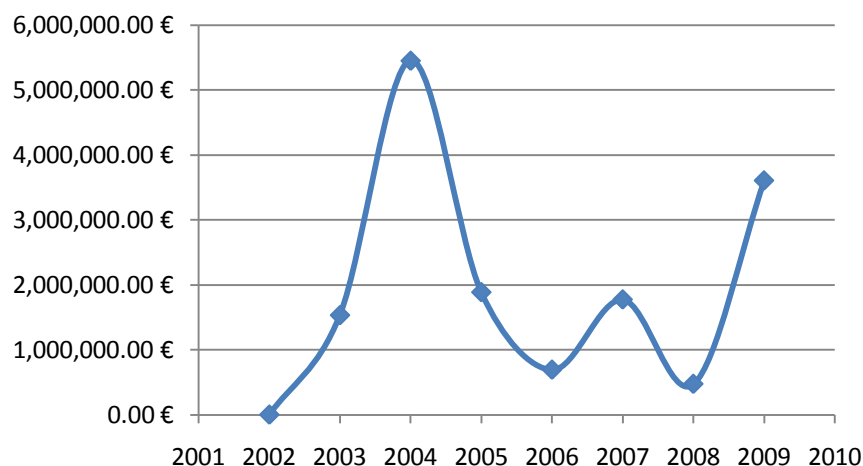
**Grafikon 70:** Prikaz prosečnog ugovorom definisanog minimalnog obima investicija (po okruzima) – na jedan evro ugovorene kupoprodajne cene



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

U analizu nisu uključeni oni okruzi u kojima je privatizovano samo jedno hotelsko preduzeće. Iz Grafikona 70 se jasno može videti koliko su značajne razlike posmatrajući iz okruga u okrug.

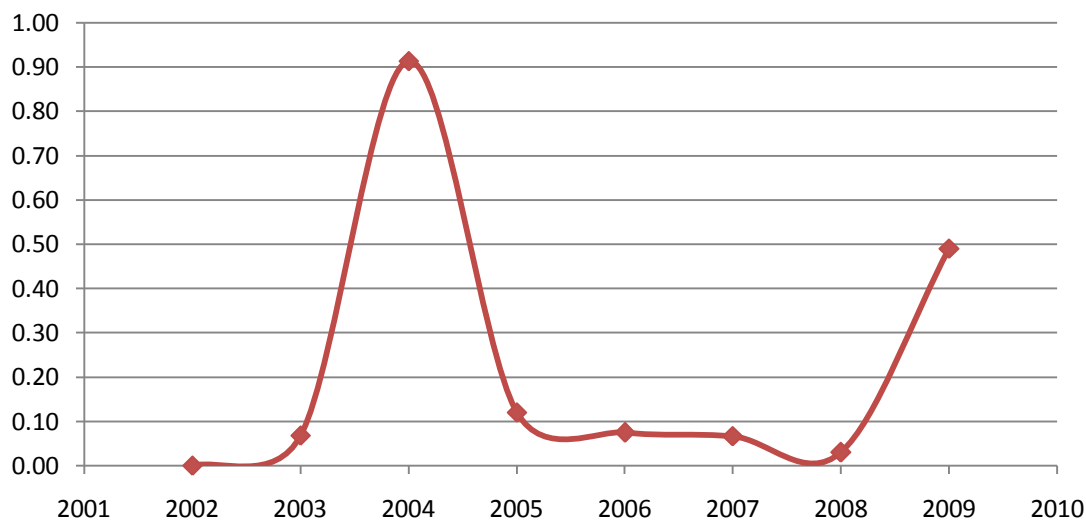
**Grafikon 71:** Ugovoren minimalni obim investicija po osnovu sklopljenih kupoprodajnih ugovora u periodu od 2002-2009. godine



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Ugovoren minimalni obim investicija se može posmatrati i u relativnom izrazu kroz odnos sa ukupno ostvarenom prodajnom cenom.

**Grafikon 72:** Odnos ugovorenih investicija i prodajne cene po osnovu kupoprodajnih ugovora u period 2002-2009. godina



*izvor: sopstveno istraživanje*

Kada pogledamo podatke prezentovane u grafikonima 71 i 72 dolazimo do zaključka da je kupoprodajnim ugovorima iz 2004. godine ugovoren daleko najveći obim minimalnih



investicija, kako u relativnom izrazu, tako i u apsolutnom, a to i pored činjenice da je te godine prodat mali broj hotelskih preduzeća.

Ipak, ono što je važno i što se može izneti kao generalna ocena je činjenica da ukupno ugovoreni minimalni obim investicija od 15.425.680 miliona evra (na uzorku od 47 ugostiteljskih preduzeća) svakako ne predstavlja dovoljan nivo investicija koji bi mogao garantovati kvalitativno poboljšanje ukupne ponude ovih preduzeća. Posmatrajući prosečno, po preduzeću je to tek oko 328.206 evra. Ako se u analizu uključi i činjenica da je jedan određen broj kupoprodajnih ugovora raskinut od strane Agencije za privatizaciju zbog nepoštovanja ugovornih obaveza i to baš obaveze koja se odnosila na minimum investicija, može se zaključiti da u godini nakon privatizacije u pojedinim preduzećima nije obezbeđen čak ni taj minimum ugovoren kupoprodajnim ugovorom (koji je često sam po sebi bio nedostatan za obezbeđenje novog početka tih preduzeća). Vrednost ugovorenih minimalnih investicija po osnovu kasnije raskinutih kupoprodajnih ugovora (na analiziranom uzorku) iznosi 2.987.036 evra.

Ako bi se na kraju, na nivou proseka, u samo jednoj rečenici, pokušao prikazati proces aukcijske prodaje ugostiteljskog preduzeća sa hotelskim kapacitetima, onda bi se moglo reći da je privatizovano preduzeće kupljeno na 6 godišnjih rata od strane domaćeg fizičkog lica koje je za njega platilo cenu koja je bila na nivou oko 54% procenjene vrednosti kapitala, uz ugovoren minimum investicija na nivou 12% ugovorene prodajne cene.

Kako je već naglašeno, privatizacija nije sama sebi cilj, već sredstvo koje bi trebalo da pokrene proces promena u preduzeću koji bi na kraju rezultirao kvalitetnijom ponudom i poboljšanim poslovnim rezultatima, o rezultatima privatizacije neće se zaključivati samo na osnovu postignute prodajne cene i ugovorenog minimuma investicija, već i na osnovu postignutih poslovnih rezultata.

### **6.2.2. POSLOVNI REZULTATI PRIVATIZOVANIH HOTELSKIH PREDUZEĆA**

Pre bilo kakve analize poslovnih rezultata mora se naglasiti da je od ukupno 63 preduzeća koja čine analizirani uzorak, u proglašenom stečaju jedno preduzeće, a za 5 preduzeća je započet ili je već i okončan proces likvidacije. Upitom za svako pojedinačno privatizovano ugostiteljsko preduzeće iz analiziranog uzorka, a na portalu Narodne

banke Srbije – pretraživanje dužnika u prinudnoj naplati, došlo se do podatka da je čak 20 preduzeća (31,75%) imalo ili još uvek ima, blokiran račun. Ovaj pokazatelj je samo jedan od dokaza poslovne neefikasnosti jednog dela privatizovanih preduzeća, njihove kako nesolventnosti, tako u određenom broju slučajeva i tekuće nelikvidnosti.

Prvobitna namera je bila da se kompariraju finansijski rezultati privatizovanih preduzeća iz perioda pre privatizacije sa onim posle privatizacije. Na taj način bi se mogli izvući nedvosmisleni zaključci o uspešnosti procesa tržišnog restrukturiranja tih preduzeća. Međutim u trenutku pisanja rada na portalu Agencije za privredne registre su dostupni finansijski izveštaji tek od 2007. godine. Kako je do te godine već prodat najveći broj posmatranih preduzeća, nije bilo moguće na taj način pristupiti analizi.

Kako bi se ipak procenila poslovna uspešnost privatizovanih preduzeća u godinama nakon privatizacije, analizirani su njihovi poslovni rezultati u periodu 2007-2010. godina. Rezultati su analizirani na nivou poslovnog rezultata (kao razlike između poslovnih prihoda i rashoda).

Važno je napomenuti da na portalu Agencije za privredne registre nisu dostupni bilansni podaci koji bi omogućili obračun poslovnog rezultata za sva 63 privatizovana ugostiteljska preduzeća. Ti podaci su bili dostupni za 43 preduzeća. To je i razlog što će analiza ostvarenih rezultata biti sprovedena na manjem uzorku (43 preduzeća).

Analizirajući poslovne rezultate tih privatizovanih preduzeća sa žaljenjem se može konstatovati, a na osnovu dostupnih finansijskih izveštaja preuzetih sa portala Agencije za privredne registre, da je pozitivan poslovni rezultat tokom celog perioda 2007-2010. imalo samo 6 preduzeća (13,95%). Bitno je naglasiti da se radi o poslovnom rezultatu (bilansna pozicija AOP 213) koji se utvrđuje kao razlika između poslovnih prihoda (bilansna pozicija AOP 201) i poslovnih rashoda (bilansna pozicija AOP 207) i koji je mera poslovne efikasnosti u obavljanju osnovne poslovne delatnosti, a bez uticaja finansijskih i ostalih prihoda i rashoda. Znači samo 6 privatizovanih preduzeća je uspeo da obezbedi da prihodi od prodaje i ostali poslovni prihodi, konstantno (u periodu 2007-2010.) budu veći od poslovnih rashoda, odnosno rashoda (troškovi zarada, materijala, amortizacije itd) koji su direktno povezani, odnosno učinjeni radi ostvarenja tih poslovnih prihoda.

U isto vreme konstantno negativan poslovni rezultat u posmatranom periodu su imala čak 34 (79,07%) privatizovana preduzeća iz analiziranog uzorka. Ova preduzeća ne samo

da nisu bila u mogućnosti da iz sopstvenih, internih izvora, obezbede sredstva za nužne investicije, već nisu mogli da iz tekućih poslovnih prihoda obezbede neophodna sredstva za pokriće tekućih poslovnih rashoda.

Preostala tri preduzeća (6,98%) su u različitim godinama tokom posmatranog perioda ostvarila kako poslovni dobitak, tako i gubitak.

Sve ovo pokazuje da privatizacijom često nije obezbeđeno uspešno restrukturiranje ovih preduzeća koje bi rezultovalo obezbeđenjem njihovog profitabilnog poslovanja, a u isto vreme je propuštena i prilika za privlačenje stranih direktnih investicija koje bi pored finansijskih efekata obezbedile i transfer tehnologije i savremenih upravljačkih metoda.

### **6.3. FINANSIJSKI EFEKTI POSLOVANJA HOTELSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI**

Jedan od ciljeva rada je i utvrđivanje investicionog potencijala hotelijerskih preduzeća u Srbiji. Kako bi se utvrdio potencijal hotelijerskih preduzeća da iz tekućih poslovnih aktivnosti finansiraju svoje investicione aktivnosti u nastavku će se analizirati i ostvareni finansijski rezultati tih preduzeća u periodu 2004-2010. godina. Uzorak obuhvata i hotelska preduzeća iz autonomnog privatnog sektora, kao i jedan broj hotelskih preduzeća čiji objekti posluju pod hotelskim markama poznatih hotelskih lanaca.

Kako bi uzorak bio što reprezentativniji, imala se u vidu potreba za obuhvatom dovoljnog broja hotela, a uz uvažavanje zastupljenosti hotela po hotelskim kategorijama, kao i njihove geografske distribucije u Srbiji.

Ipak, prilikom konstruisanja uzorka se pojavio čitav niz problema. Najznačajniji se odnose na činjenicu da veći broj hotela u Srbiji posluje kao deo preduzeća koja su pored ugostiteljske delatnosti angažovana u čitavom nizu drugih delatnosti. Iz bilansnih podataka takvih preduzeća, kao i napomena uz finansijske izveštaje, nije moguće utvrditi samo podatke koji se odnose na hotelsko poslovanje pa takvi hoteli nisu mogli biti uključeni u uzorak. U isto vreme kako je analiziran period od 2004-2010. godine u uzorak su mogla biti uključena samo ona preduzeća koja su prema podacima Agencije za privredne registre imala kontinuitet poslovanja u tom periodu. Pojedini hoteli koji bi mogli biti od značaja za formiranje uzorka su privatizacijom postali deo većih korporacija

iz čijih finansijskih izveštaja nije moguće utvrditi vrednosti potrebne za kalkulaciju indikatora poslovne uspešnosti tih hotela. Iako ti hoteli ispunjavaju uslov kontinuiranog poslovanja, iz navedenog razloga nisu mogli biti uključeni u uzorak.

Finansijski efekti poslovanja hotelskih preduzeća u Srbiji su analizirani na definisanom uzorku koji je činilo 56 hotelskih preduzeća u okviru kojih je poslovalo 73 hotela sa ukupno oko 6.260 hotelskih soba, odnosno 31,35% ukupnog broja soba u Srbiji<sup>355</sup>. Spisak preduzeća je dat u prilogu.

Analizirani su bilansni podaci dobijeni od Agencije za privredne registre (Registar finansijskih izveštaja i podataka o bonitetu pravnih lica i preduzetnika). Koristeći pribavljene podatke izvršena je kalkulacija TREVPAR-a (akronim engleskih reči **Total REVENue Per Available Room** - predstavlja pokazatelj poslovne uspešnosti koji se utvrđuje tako što se stavljaju u odnos ukupni ostvareni poslovni prihodi i broj raspoloživih soba u periodu od godinu dana) i GOPPAR-a (akronim engleskih reči **Gross Operating Profit Per Available Room** - predstavlja pokazatelj poslovne uspešnosti koji se utvrđuje tako što se stavljaju u odnos bruto operativni profit i broj raspoloživih soba u periodu od godinu dana) hotelskih preduzeća uključenih u uzorak i to kako agregatno, tako i po glavnim turističkim klasterima definisanim Strategijom razvoja turizma u Srbiji, zatim po većim gradovima Srbije, kao i po hotelskim kategorijama. Pre prezentacije dobijenih rezultata, daje se kratko objašnjenje načina obračuna navedenih pokazatelja.

Pojam TREVPAR je izveden iz engleskih reči „Total REVENue Per Available Room” i predstavlja pokazatelj poslovne uspešnosti koji se utvrđuje tako što se stavljaju u odnos ukupni ostvareni poslovni prihodi naspram raspoloživih soba. TREVPAR se utvrđuje po sledećoj formuli:

$$TREVPAR = \frac{\text{Ukupni poslovni prihodi}}{\text{broj soba} \times 365}$$

U praksi se češće koristi indikator RevPAR (**Revenue Per Available Room** – pokazatelj koji stavlja u odnos ostvarene prihode po osnovu realizacije usluge smeštaja i raspoložive sobe u godinu dana), ali iz bilansnih podataka preduzeća nije moguće utvrditi sve vrednosti potrebne za njegovu kalkulaciju. Naime iz bilansa uspeha se mogu

---

<sup>355</sup> Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, krajem 2010. godine u Srbiji je registrovano ukupno 19 965 hotelskih soba.

identifikovati ukupni poslovni prihodi, ali ne i deo tih poslovnih prihoda ostvaren po osnovu realizacije usluge smeštaja. Tek par preduzeća je u napomenama uz finansijski izveštaj posebno prikazalo taj podatak.

Osnovu za obračun pokazatelja GOPPAR čini obračun „Gross Operating Profit”(GOP). U skladu sa međunarodnim računovodstvenim standardima za hotelijersku industriju prezentovanih u knjizi „Uniform System of Accounts for the Lodging Industry”<sup>356</sup> GOPPAR se obračunava kao:

$$GOPPAR = \frac{\text{ukupni poslovni prihodi} - \text{kontrolabilni poslovni rashodi}}{\text{broj soba} \times 365}$$

Prilagođeno našem sistemu računovodstva GOPPAR se obračunava na sledeći način:

$$GOPPAR = \frac{\text{poslovni prihodi} - \text{poslovni rashodi (bez troškova amortizacija)}}{\text{broj soba} \times 365}$$

Za razliku od TREVPAR-a koji uzima u obzir samo poslovne prihode, GOPPAR uzima u obzir i poslovne rashode na koje menadžment kompanije može uticati i za čiju visinu se može smatrati odgovornim. Troškovi amortizacije, kao takvi se ne nalaze pod kontrolom menadžmenta kompanije pošto su, često, same stope amortizacije utvrđene zakonskim rešenjima.

Vrednost GOPPAR-a zavisi kako od sposobnosti menadžera da generiše poslovne prihode, tako i sposobnosti da kontroliše nivo poslovnih rashoda<sup>357</sup> i stoga se može koristiti za merenje njihove uspešnosti.

Za potrebe ovog rada analiza će biti sprovedena kako na nivou TREVPAR-a, tako i GOPPAR-a.

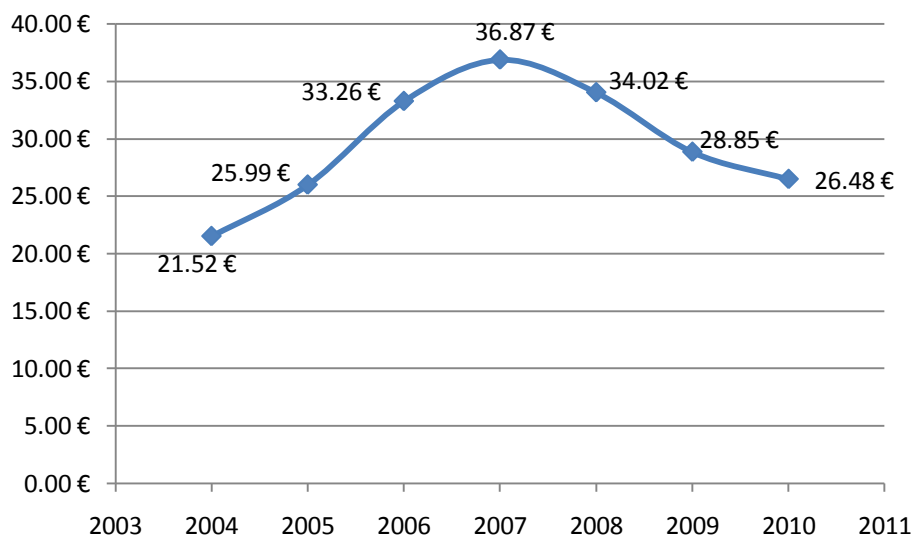
Analizirajući kretanje TREVPAR-a na nivou celokupnog uzorka, a u periodu 2004-2010. godina dobijeni su sledeći rezultati.

---

<sup>356</sup> “Uniform System of Accounts for the Lodging Industry”, 10<sup>th</sup> Edition, Educational Inst of the Amer Hotel, Orlando, 2007.

<sup>357</sup> Pizam A., “International encyclopedia of hospitality management”, Elsevier Butterworth-Heinemann, Burlington, 2005., strana 290.

**Grafikon 73:** TREVPAR hotelskih preduzeća u periodu 2004-2010. godina – ponderisan prosek<sup>358</sup>



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iskazane su vrednosti u evrima, a kao kurs za kalkulaciju je korišćen zvaničan srednji kurs Narodne banke Srbije poslednjeg radnog dana svake od analiziranih godina<sup>359</sup>.

Iz grafikona se mogu uočiti dva perioda. U prvom 2004-2007. godina su vrednosti TREVPAR-a rasle, da bi u periodu 2008-2010. godine usledio pad. Kako se radi o vrednostima iskazanim u evrima, na pad je sigurno uticala i depresijacija kursa dinara koja je postala izraženija u te tri godine. Međutim i kada se posmatraju vrednosti iskazane u dinarima, takođe je uočljivo smanjenje vrednosti TREVPAR-a, s tim da najvišu vrednost TREVPAR dostiže u 2008. godini, da bi zatim usledio pad. Registrovani pad vrednosti TREVPAR-a hronološki korespondira sa periodom snažne ekonomske krize i tu svakako treba tražiti osnovne razloge pada. Kriza je s jedne strane uticala na smanjenje obima poslovanja hotelskih preduzeća, a s druge strane i kroz smanjen obim stranih direktnih investicija i ostalih deviznih priliva i na ponudu deviza na deviznom tržištu i samim tim i na depresijaciju kursa dinara. Ipak, celokupni pad vrednosti TREVPAR-a ne

---

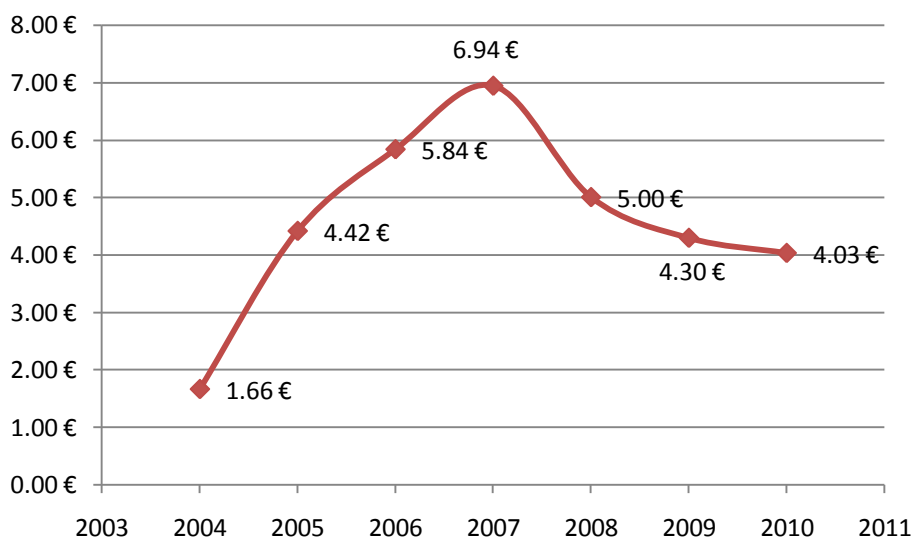
<sup>358</sup> ponder- broj soba u okviru hotelskog preduzeća.

<sup>359</sup> 2004. godina – 1evro=78,885 dinara; 2005. godina - 1 evro=85,5 dinara; 2006. godina – 1 evro=79 dinara; 2007. godina – 1 evro=79,2362; 2008. godina – 1 evro=88,601 dinara; 2009. godina – 1 evro=95,8888; 2010. godina – 1 evro= 105,4982 dinara

može pripisati isključivo eksternim faktorima već u određenoj meri i neusklađenosti dela hotelske ponude savremenim tržišnim zahtevima, kako u kvalitativnom, tako u pojedinim regionima i u kvantitativnom smislu.

Kalkulacija TREVPAR-a ne uključuje troškove učinjeni radi ostvarenja prihoda i u tom smislu mnogo značajniji pokazatelj zarađivačke sposobnosti preduzeća jeste pokazatelj GOPPAR.

**Grafikon 74:** *GOPPAR hotelskih preduzeća u periodu 2004-2010. godina – ponderisan prosek*<sup>360</sup>



***Izvor:** Sopstveno istraživanje*

Kao što se može uočiti iz Grafikona 74 kretanje vrednosti GOPPAR-a ima iste tendencije kao i u slučaju TREVPAR-a, odnosno zabeležen je rast do 2007. godine, a zatim smanjenje u periodu 2008-2010. godina. Kada se posmatraju same vrednosti ostvarenog GOPPAR-a jasno je da hotelska preduzeća u posmatranom periodu u proseku ostvarila vrlo skromne rezultate. Naime iz GOP-a (*Gross Operating Profit* – razlika između poslovnih prihoda i kontrolabilnih poslovnih rashoda) je potrebno finansirati i troškove amortizacije. Kako na obračun GOP-a ne utiču finansijski prihodi i rashodi, kao i ostali prihodi i rashodi, iz ostvarenog GOP je potrebno pokriti i finansijske rashode (koji najčešće, a po prirodi posla, značajno prevazilaze finasijske prihode), uglavnom nastale

---

<sup>360</sup> Ponder- broj soba u okviru hotelskog preduzeća.

kao posledica uzimanja dugoročnih kredita. Prosečno ostvarena vrednost od oko 4 evra dnevno po sobi, često ne omogućava pokriće tih troškova, što se može zaključiti i iz podatka da je tokom posmatranog perioda veliki broj preduzeća registrovao ukupan neto gubitak.

Naravno, situacija nije ista u svim regionima u Srbiji, kao ni u okviru svih kategorija, te će u nastavku uslediti nešto detaljnija analiza.

### **6.3.1. FINANSIJSKI EFEKTI PO TURISTIČKIM KLASTERIMA**

Razvoj turizma u Srbiji je definisan kao jedan od razvojnih prioriteta Republike Srbije. Usvojenom Strategijom razvoja turizma koja ima za cilj „postizanje povećanja konkurentnosti srpskog turizma, povećanje deviznog priliva, domaćeg turističkog prometa, kao i rast zaposlenosti putem turizma, u cilju transformacije Republike Srbije u konkurentnu turističku destinaciju”<sup>361</sup> kao glavni turistički klasteri su definisani<sup>362</sup>:

- Vojvodina,
- Beograd,
- Zapadna Srbija sa Kosovom i Metohijom,
- Istočna Srbija.

Hotelska preduzeća uključena u uzorak<sup>363</sup> su razvrstana po klasterima<sup>364</sup>, a zatim su obračunate prosečne vrednosti TREVPAR-a, GOPPAR-a kao indikatora poslovne uspešnosti.

---

<sup>361</sup> „Strategija razvoja turizma Republike Srbije“, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, 91/2006, str. 1.

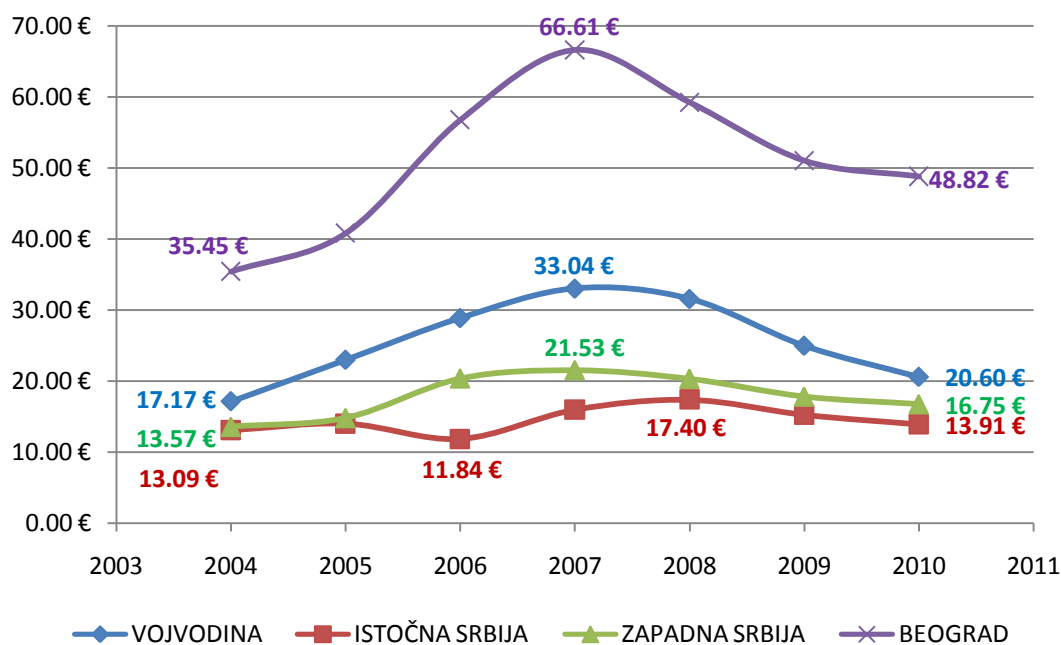
<sup>362</sup> „Strategija razvoja turizma Republike Srbije“, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, 91/2006, str. 13.

<sup>363</sup> U uzorak, a iz razloga nedostupnosti podataka, nisu uključena hotelska preduzeća sa Kosova i Metohije

<sup>364</sup> Korišćena je mapa klastera data u „Strategija turizma u Srbiji – prvi fazni izveštaj“, Horvath Consulting, Ekonomski fakultet u Beogradu, Ministarstvo trgovine, turizma i usluga Republike Srbije, Beograd, 2005. str. 117.



**Grafikon 75:** TREVPAR hotelskih preduzeća iz različitih turističkih klastera u periodu 2004-2010. godina – ponderisan prosek<sup>365</sup>



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Uočljivo je da najviše vrednosti TREVPAR-a postižu hotelijerska preduzeća iz beogradskog klastera. Najniže registrovane prosečne vrednosti TREVPAR-a u beogradskom klasteru su više od najboljih prosečnih rezultata hotelskih preduzeća bilo kog drugog klastera. Tako je u 2010. godini prosečna vrednost TREVPAR-a hotelijerskih preduzeća iz klastera „Beograd” skoro 2,5 puta veća od vrednosti registrovane u klasteru „Vojvodina”, tri puta veće od vrednosti utvrđenih u klasteru „Zapadna Srbija” i oko 3,5 puta veća od vrednosti u klasteru „Istočna Srbija”.

Razloge za takav rezultat hotelijerskih preduzeća iz Beograda treba tražiti i u njihovoj lokaciji. U Srbiji je 2010. godine zabeleženo ukupno 1.452.156 noćenja stranih turista, a od tog broja u Beogradu oko 809.822 noćenja<sup>366</sup> (55,77% ukupnog broja noćenja stranih turista). Strani turisti u Srbiju dolaze uglavnom vođeni poslovnim motivima, a kako Beograd predstavlja poslovni i administrativni centar Srbije, hotelska preduzeća u Beogradu se nalaze u povoljnijem položaju u odnosu preduzeća iz drugih klastera. Distribucija broja ostvarenih noćenja domaćih turista pokazuje niži stepen koncentracije.

<sup>365</sup> Ponder- broj soba u okviru hotelskog preduzeća.

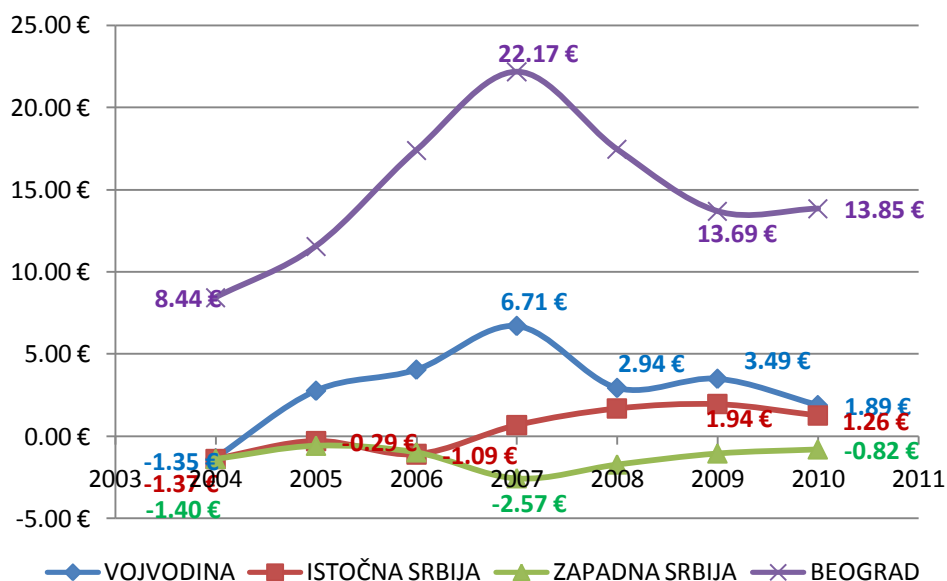
<sup>366</sup> „Statistički godišnjak Republike Srbije 2011.”, Republički zavod za statistiku, Beograd, 2011., str. 318.

Tako je 2010. godine u Beogradu ostvareno 10,28% ukupnog broja noćenja domaćih turista (ukupno 509.807 noćenja domaćih turista u Beogradu)<sup>367</sup>. Jasnije je da inostrana turistička tražnja značajno doprinosi ostvarenim rezultatima hotelskih preduzeća iz Beograda.

Iako na različitim nivoima ostvarenih vrednosti TREVPAR-a ipak se mogu uočiti prilične sličnosti u njihovom kretanju tokom posmatranog perioda. Kod hotelskih preduzeća iz tri klastera, osim onih iz klastera „Istočna Srbija“ od 2004. godine do 2007. godine se registruje rast tih vrednosti, da bi zatim usledio pad. Hotelska preduzeća iz klastera „Istočna Srbija“ su najnižu prosečnu vrednost TREVPAR-a zabeležila 2006. godine, da bi usledio kratak oporavak do 2008. godine, a zatim novi pad vrednosti.

Kako pokazatelj TREVPAR ne uzima u obzir troškove učinjene zarad ostvarenja registrovanih prihoda, značajno je kroz utvrđivanje vrednosti GOPPAR u analizu uključiti i kontrolabilne poslovne rashode i utvrditi kako su oni reagovali na promene u visini poslovnih prihoda hotelskih preduzeća.

**Grafikon 76:** GOPPAR hotelskih preduzeća iz različitih turističkih klastera u periodu 2004-2010. godina – ponderisan prosek<sup>368</sup>



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

<sup>367</sup> „Statistički godišnjak Republike Srbije 2011.“, Republički zavod za statistiku, Beograd, 2011., str. 318.

<sup>368</sup> Ponder- broj soba u okviru hotelskog preduzeća.

Analizom GOPAR-a i komparacijom sa prethodno datim vrednostima TREVPAR-a može se videti da u beogradskom i vojvođanskom klasteru kretanje GOPPAR-a u velikoj meri prati kretanje TREVPAR-a, dok se to ne može reći za hotelska preduzeća iz klastera „Istočna Srbija”, a pogotovo klastera „Zapadna Srbija“. Naime iako su hotelska preduzeća iz uzorka koja pripadaju klasteru „Zapadna Srbija“ tokom 2007. godine ostvarili najviše vrednosti TREVPAR-a u isto vreme su zabeležili i najnižu, negativnu, vrednost GOPPAR-a što govori o tome da su ti poslovni prihodi ostvareni po cenu visokih kontrolabilnih poslovnih rashoda i da je sam GOP bio negativan, kao i poslovni rezultat kao razlika poslovnih prihoda i rashoda. S druge strane hotelska preduzeća iz klastera „Istočna Srbija“ su i pored u apsolutnom izrazu najnižih vrednosti TREVPAR-a uspela da redukuju kontrolabilne poslovne rashode i da i u uslovima pada TREVPAR-a zabeleže, relativno posmatrajući, rast GOPPAR-a.

Značajno je sagledati i odnose između ostvarenih vrednosti GOPPAR-a preduzeća iz različitih klastera. GOPPAR preduzeća uključenih u uzorak iz beogradskog klastera je za 7,33 puta veći od onog registrovanog u vojvođanskom klasteru, odnosno oko 11 puta veće od vrednosti registrovanih u klasteru istočne Srbije. Ako se zna da su se ti rasponi kod TREVPAR-a kretali između 2,5 i 3,5 jasno je da su hotelska preduzeća iz beogradskog klastera, relativno posmatrajući, iste poslovne prihode ostvarivali uz niže kontrolabilne poslovne rashode. Ovaj rezultat sugerise da su hotelska preduzeća iz Beograda ostvarila i bolju kontrolu troškova. Uslovi snabdevanja na svim tržištima u Beogradu su bili povoljniji i to je svakako doprinelo nižim troškovima. Naravno to sigurno nije i jedini faktor. Nikako se ne sme ispustiti iz vida da je GOPPAR pokazatelj i indikator uspešnosti menadžmenta hotelskih preduzeća, jer s jedne strane u obračun uključuje ukupne poslovne prihode, a s druge strane rashode na koje menadžment hotelskog preduzeća može uticati.

Registrovane vrednosti GOPPAR-a, pogotovo u preduzećima van beogradskog klastera, ne daju razloga za preveliki optimizam. Iz GOP je potrebno finansirati troškove amortizacije, a u slučaju postojanja kreditnih obaveza, ponekad i značajne, finansijske rashode. Posmatrajući registrovane vrednosti GOPPAR-a u analiziranom periodu, može se zaključiti da ova preduzeća sredstvima iz tekućeg poslovanja vrlo teško mogu finansirati neka ozbiljnija investiciona ulaganja u cilju daljeg prilagođavanja hotelske ponude zahtevima savremenog tržišta i da će u tom smislu potencijalno biti upućena na eksterne oblike finansiranja mogućih investicija.

Jedan broj hotelskih preduzeća je imao problema i sa tekućom likvidnošću. Na osnovu podataka dostupnih na portalu Narodne banke Srbije – Pretraživanje dužnika u prinudnoj naplati, došlo se do saznanja da je čak kod četvrtine preduzeća uključenih u uzorak u prethodnih godinu dana registrovana blokada računa<sup>369</sup> (u određenom broju slučajeva trajala vrlo kratko). Najveći broj tih preduzeća je registrovan u klasteru „Zapadna Srbija“ što odgovara nivou utvrđenog GOPPAR-a.

Ako bi sada sumarno sagledali ostvarene vrednosti TREVPAR i GOPPAR i ustanovili vrednost i dinamiku učešća „Gross Operating Profit – GOP“ u ukupnim poslovnim prihodima hotelskih preduzeća iz različitih turističkih klastera, dobili bi sledeće rezultate:

***Tabela 55.*** Učešće „Gross Operating Profit“ u ukupnim poslovnim prihodima hotelskih preduzeća iz različitih turističkih klastera Srbije u periodu 2004-2010. godine

| Klaster/godina        | 2004    | 2005   | 2006   | 2007    | 2008   | 2009   | 2010   |
|-----------------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>VOJVODINA</b>      | -7.86%  | 12.02% | 14.01% | 20.32%  | 9.30%  | 13.98% | 9.16%  |
| <b>ISTOČNA SRBIJA</b> | -10.47% | -2.06% | -9.23% | 4.19%   | 9.66%  | 12.72% | 9.03%  |
| <b>ZAPADNA SRBIJA</b> | -10.31% | -4.01% | -4.89% | -11.94% | -8.53% | -5.96% | -4.87% |
| <b>BEOGRAD</b>        | 23.81%  | 28.30% | 30.65% | 33.29%  | 29.46% | 26.81% | 28.36% |

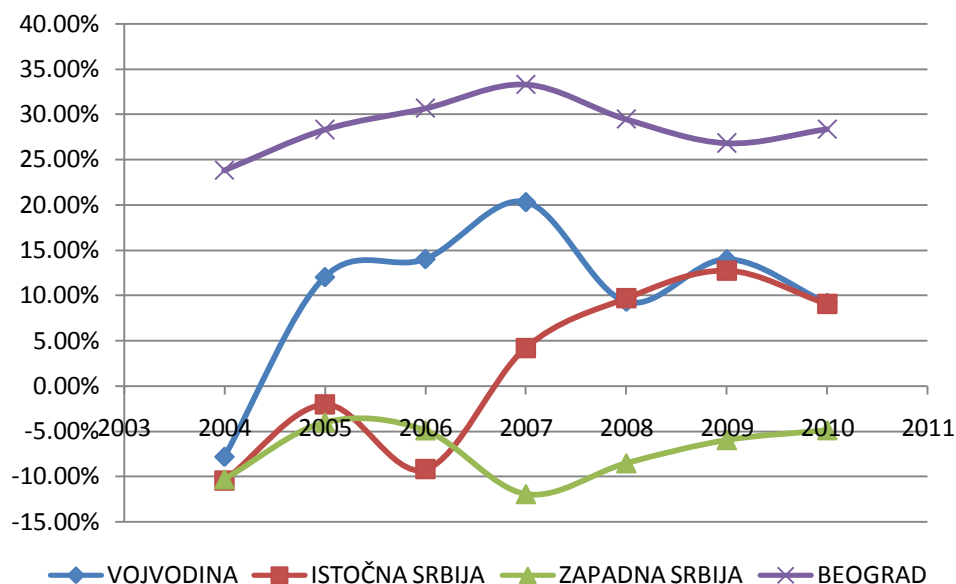
*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz prezentovanih podataka se može zaključiti da je najveće učešće GOP u ukupnim poslovnim prihodima zabeleženo kod preduzeća lociranih u beogradskom klasteru. Tako je u 2010. godini na svakih 100 dinara ostvarenih poslovnih prihoda u tim hotelskim preduzećima ostvarivan „gross operating profit“ u vrednosti od oko 28,36 dinara. U isto vreme kod preduzeća lociranih u klasteru „Zapadna Srbija“ su tokom ovog perioda u proseku konstantno registrovane negativne vrednosti GOP.

---

<sup>369</sup> Pretraživanje dužnika u prinudnoj naplati sprovedeno 05.12.2011. godine.

**Grafikon 77:** Učešće „Gross Operating Profit“ u ukupnim poslovnim prihodima hotelskih preduzeća iz različitih turističkih klastera Srbije u periodu 2004-2010. godine



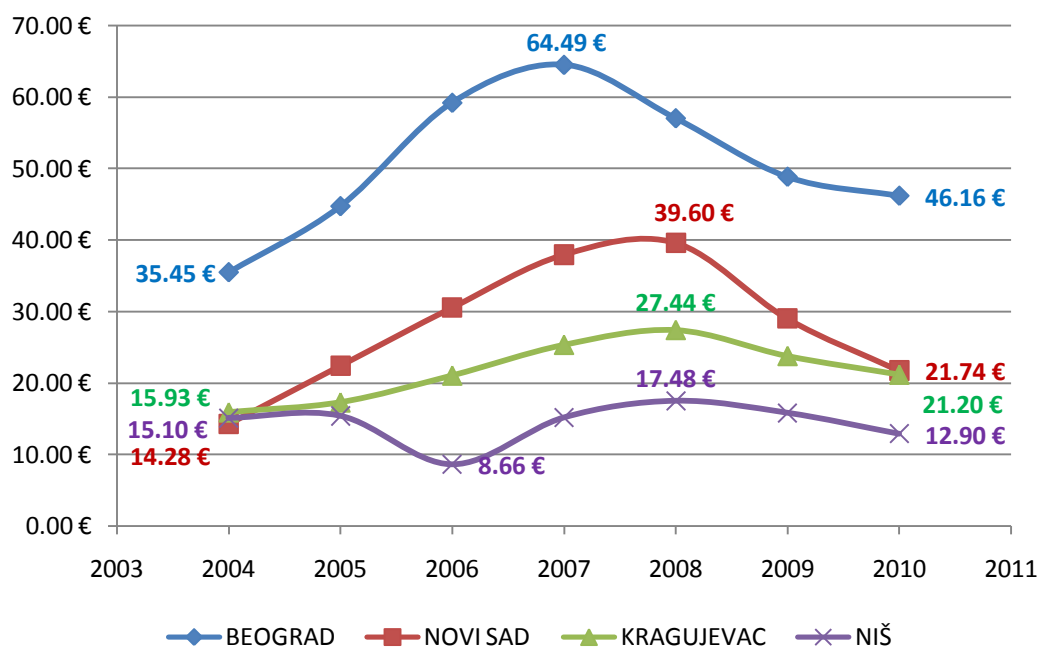
*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Ako se posmatra dinamika, vidi se da je najveći pomak registrovan kod hotelskih preduzeća iz klastera „Istočna Srbija“ i „Vojvodina“ kod kojih je to učešće iz negativnih vrednosti GOP u početku analiziranog perioda, došlo do prosečnog učešća GOP u poslovnim prihodima od 9,03%, odnosno 9,16%. Taj zaključak važi i za period u kojem je došlo do pada vrednosti ukupnih prihoda (2008-2010.), što znači da je došlo i do značajnog prilagođavanja (smanjenja) kontrolabilnih poslovnih rashoda, što je vodilo povećanju učešća GOP u ukupnim prihodima. Naravno, vrednosti GOP se u tom periodu u apsolutnom iznosu nisu povećavale, često naprotiv, a kao posledica registrovanog opadanja ukupnih poslovnih prihoda.

### 6.3.2. FINANSIJSKI EFEKTI U VEĆIM GRADOVIMA SRBIJE

Značajno je utvrditi i vrednosti TREVPAR i GOPPAR za nekoliko većih gradova u Srbiji te su na osnovu podataka iz uzorka posebno utvrđene prosečne vrednosti TREVPAR i GOPPAR-a za hotelska preduzeća iz Beograda, Novog Sada, Kragujevca i Niša.

**Grafikon 78:** TREVPAR hotelskih preduzeća iz Beograda, Novog Sada, Kragujevca i Niša u periodu 2004-2010. godina – ponderisan prosek<sup>370</sup>



Izvor: Sopstveno istraživanje

Analizom grafički predstavljenih vrednosti je uočljivo da su hotelska preduzeća iz Beograda, u proseku posmatrano, ostvarila značajno bolje rezultate u odnosu na hotelska preduzeća iz Novog Sada, Kragujevca i Niša.

Za razliku od hotelskih preduzeća iz Beograda koja su najviše vrednosti TREVPAR-a zabeležila u 2007. godini, da bi zatim usledilo smanjenje, hotelska preduzeća iz Novog Sada, Kragujevca i Niša su najbolji rezultat postigla u 2008. godini, da bi onda i kod njih

<sup>370</sup> Ponder- broj soba u okviru hotelskog preduzeća.

nastupio pad tih vrednosti. Jedini izuzetak od uočenog trenda su hotelska preduzeća koja posluju u Nišu kod kojih je tokom 2006. godine zabeležen najniži nivo TREVPAR-a. Kako se u uzorku nalaze hotelska preduzeća koja su u posmatranom periodu imala konstantan obim kapaciteta, nije moguće povećanje vrednosti imenioca u formuli za obračun TREVPAR-a te je jasno je da razloge smanjenja TREVPAR-a treba tražiti u brojiocu, odnosno u ukupnim poslovnim prihodima.

Kako je već naglašeno, pokazatelj TREVPAR uključuje u obračun sve poslovne prihode i to kako od realizacije usluge smeštaja, tako i svih ostalih poslovnih prihoda hotela. Za razliku od TREVPAR-a, RevPAR uključuje u obračun samo prihode po osnovu realizacije usluge smeštaja. Na osnovu računovodstvenih podataka prezentovanih u bilansima uspeha hotelskih preduzeća, kao i u napomenama uz finansijske izveštaje, najčešće nije moguće posebno identifikovati prihode od realizacije usluge smeštaja. Tek nekoliko hotelskih preduzeća je tu informaciju uključilo u napomene uz finansijski izveštaj, a takođe od menadžera nekoliko preduzeća je kroz sprovedenu anketu dobijen taj podatak. Na osnovu tih podataka se ne mogu izvoditi opšti zaključci, ali se na osnovu njih mogu izvesti određene pretpostavke.

Učešće prihoda od realizacije usluga smeštaja u ukupnim poslovnim prihodima hotelskih preduzeća u Beogradu (na osnovu dostupnih podataka) se u posmatranom periodu kretalo između 65-70%<sup>371</sup> uz tendenciju postepenog povećanja tog učešća. Učešće prihoda od realizacije usluga smeštaja u ukupnim prihodima je u Nišu i Kragujevcu nešto niže i kreće se oko 50%, dok u nekim manjim mestima to učešće pada i do 36%.

Ako bi ipak te dobijene indikatore učešća prihoda po osnovu realizacije usluga smeštaja primenili na utvrđene vrednosti TREVPAR-a, mogli bi dobiti jednu indikaciju vrednosti RevPAR-a u tim gradovima.

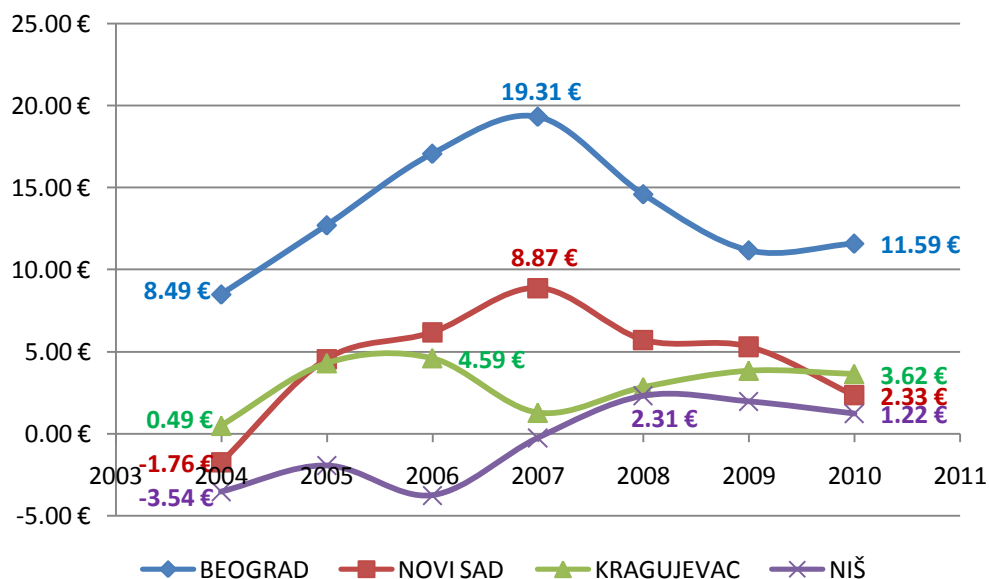
Kako je u Beogradu registrovani TREVPAR u 2010. godini iznosio oko 46,16 evra, a po gruboj proceni učešće prihoda po osnovu realizacije usluga smeštaja u poslovnim prihodima je oko 70%, očekivana vrednost RevPAR-a bi bila oko 32 evra. Utvrđeni TREVPAR u Kragujevcu je u 2010. godini iznosio oko 21,2 evra, pa bi po gruboj proceni RevPAR iznosio oko 10,6 evra, dok bi u Nišu iznosio oko 6,5 evra.

---

<sup>371</sup> Dostupni podaci za 6 hotela u Beogradu. Hoteli su sa 3, 4 i 5 zvezdica.

Analizirajući vrednosti ostvarenog GOPPAR-a može se uočiti da su hotelska preduzeća iz Beograda ostvarila znatno više vrednosti GOPPAR-a, posmatrano komparativno u odnosu na ostale analizirane gradove.

**Grafikon 79:** GOPPAR hotelskih preduzeća iz Beograda, Novog Sada, Kragujevca i Niša u periodu 2004-2010. godina – ponderisan prosek<sup>372</sup>



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Kretanje vrednosti GOPPAR-a prati kretanje TREVPAR-a, osim kod preduzeća iz Kragujevca gde je tokom 2007. godine zabeležen brži rast kontrolabilnih poslovnih rashoda u odnosu na rast poslovnih prihoda, što je dovelo do pada vrednosti GOPPAR-a. Kako su za 2007. godinu dostupni samo podaci o visini ukupnih poslovnih rashoda i učešća troškova amortizacije u njima, ali ne i strukture ostalih poslovnih rashoda, ne može se ustanoviti koja vrsta rashodi je uticala na takvu tendenciju.

---

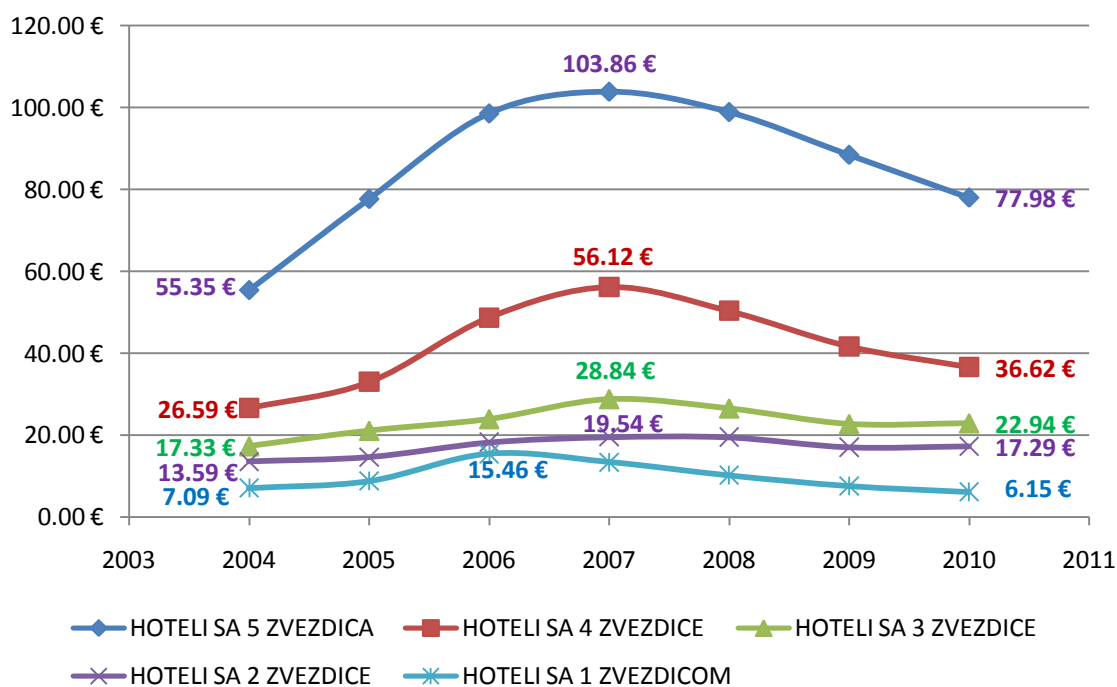
<sup>372</sup> Ponder- broj soba u okviru hotelskog preduzeća.



### 6.3.3. FINANSIJSKI EFEKTI PO RAZLIČITIM KATEGORIJAMA HOTELA

Značajno je proceniti i finansijske efekte poslovanja hotelskih preduzeća u okviru različitih kategorija.

**Grafikon 80:** TREVPAR hotela različitih kategorija u periodu 2004-2010. godina – ponderisan prosek



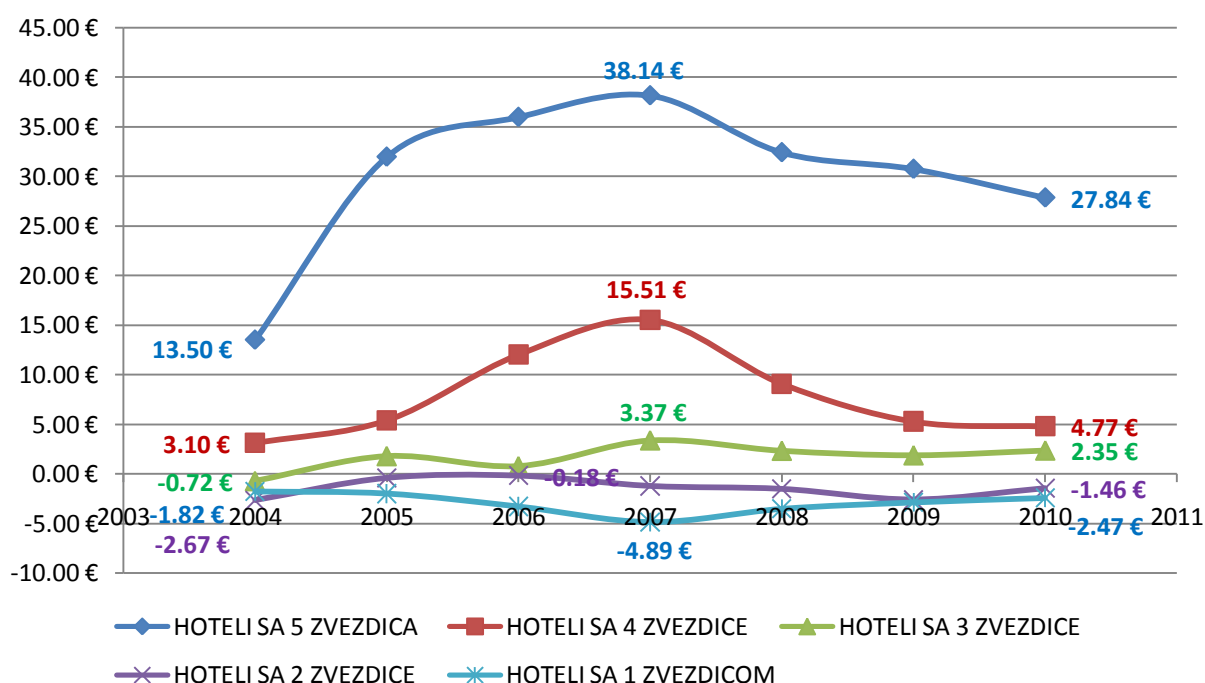
*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz prezentovanih podataka dobijenih analizom na definisanom uzorku se sasvim očekivano može zaključiti da je TREVPAR hotela koji posluju u okviru najviše hotelske kategorije i ubedljivo najveći. Svi hoteli ove kategorije, uključeni u uzorak su locirani u Beogradu i Novom Sadu. Hoteli najviše kategorije locirani van Novog Sada i Beograda nisu mogli biti uključeni u uzorak usled nedostatka kontinuiteta u poslovanju tokom celokupnog posmatranog perioda (2004-2010.). Ipak, kako su hoteli sa 5 zvezdica uglavnom i locirani u Beogradu i Novom Sadu, uzorak je dovoljno reprezentativan. Analiza je pokazala da su hoteli sa 5 zvezdica u proseku ostvarivali više nego dvostruko veći TREVPAR u odnosu na hotele sa 4 zvezdice, a gotovo 13 puta veću vrednost u odnosu na hotele sa 1 zvezdicom.

Kretanje vrednosti TREVPAR-a posmatrano po hotelskim kategorijama odgovara ranije utvrđenim trendovima na nivou celokupnog uzorka. Najviše vrednosti u svim kategorijama, osim u najnižoj, se dostižu u 2007. godini, da bi zatim usledio pad vrednosti. Kod hotela sa 1 zvezdicom najviša vrednost je zabeležena godinu dana ranije – 2006. godine, da bi zatim nastupio pad tih vrednosti. Ako posmatramo period u kojem počinju da se osećaju efekti snažne ekonomske krize, možemo zaključiti da je TREVPAR 2010. godine u odnosu na vrednosti iz 2007. godine značajno opao i to po kategorijama:

- za hotele sa 5 zvezdica za 24,92%,
- za hotele sa 4 zvezdice za 34,75%,
- za hotele sa 3 zvezdice za 20,46%,
- za hotele sa 2 zvezdice za 11,51%,
- za hotele sa 1 zvezdicom za 54,3%.

**Grafikon 81:** GOPPAR hotela različitih kategorija u periodu 2004-2010. godina–ponderisan prosek



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Analiza GOPPAR-a pokazuje da su hoteli najviše kategorije u proseku ostvarivali ubedljivo najviše vrednosti „gross operating profit“-a po raspoloživoj hotelskoj sobi. Ako

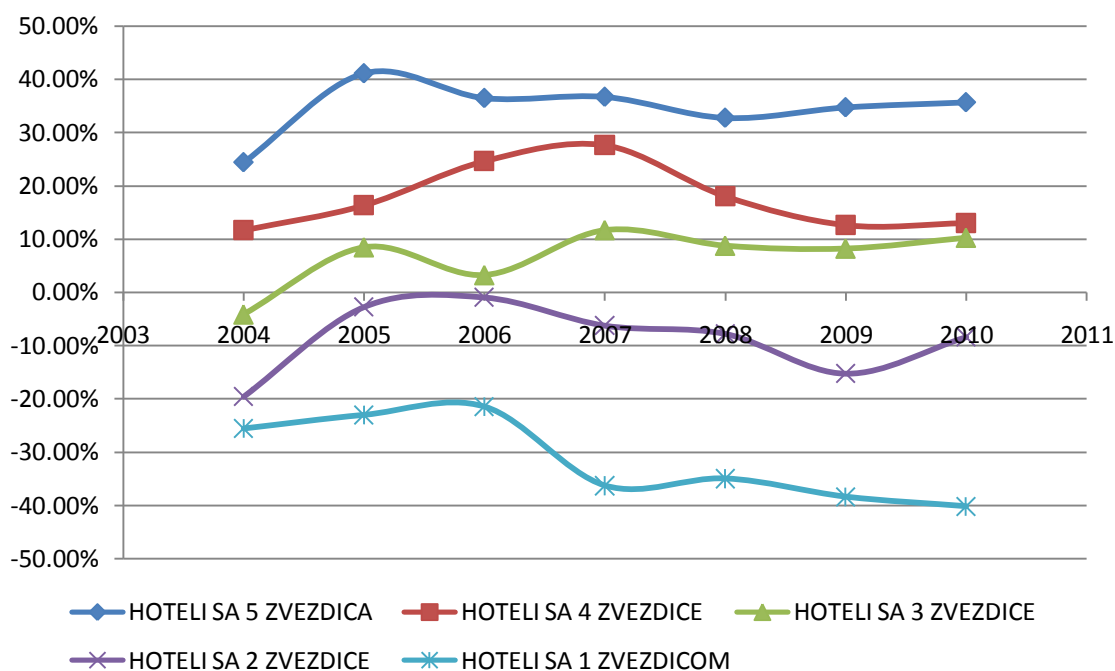
bi sada ukrstili iznete podatke o TREVPAR-u i GOPPAR-u i posmatrali GOP kao deo ukupnih poslovnih prihoda u okviru različitih kategorija tokom posmatranog perioda, dobili bi sledeće rezultate:

**Tabela 56.** Učešće „Gross Operating Profit“ u ukupnim poslovnim prihodima hotela različitih kategorija u Srbiji u periodu 2004-2010. godine

| Kategorija/godina | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>5 zvezdica</b> | 24.39%  | 41.16%  | 36.50%  | 36.72%  | 32.77%  | 34.75%  | 35.70%  |
| <b>4 zvezdice</b> | 11.66%  | 16.35%  | 24.66%  | 27.64%  | 18.03%  | 12.64%  | 13.02%  |
| <b>3 zvezdice</b> | -4.16%  | 8.45%   | 3.23%   | 11.67%  | 8.74%   | 8.20%   | 10.24%  |
| <b>2 zvezdice</b> | -19.63% | -2.79%  | -1.01%  | -6.29%  | -7.84%  | -15.30% | -8.44%  |
| <b>1 zvezdica</b> | -25.64% | -23.08% | -21.54% | -36.33% | -35.00% | -38.42% | -40.22% |

*Izvor: Sopstveno istraživanje*

**Grafikon 82:** Učešće „Gross Operating Profit“ u ukupnim poslovnim prihodima hotela različitih kategorija u Srbiji u periodu 2004-2010. godine



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Iz prezentovanih podataka se može videti da je učešće GOP, u proseku posmatrajući, u ukupnim poslovnim prihodima hotela najviše kategorije od 2005. godine na dalje relativno stabilno i da se kreće oko 36%. Kod hotela sa 4 zvezdice učešće GOP u ukupnim poslovnim prihodima je raslo do 2007. godine da bi zatim usledio pad, sa naznakom blagog oporavka u 2010. godini. Kod hotela sa tri zvezdice se posmatrajući celokupan period može reći, uz izvesne oscilacije da je došlo do značajnog povećanja učešća GOP u ukupnim prihodima. Hoteli sa 2 i 1 zvezdicom u proseku i nisu ni ostvarili GOP tokom celokupnog perioda, s tim što se kod hotela sa 2 zvezdice može govoriti o pozitivnim pomacima, dok se u slučaju hotela sa 1 zvezdicom može govoriti o sve većim gubicima.

Ono što se iz dosadašnje analize može zaključiti je da hoteli sa 1 i 2 zvezdice uglavnom ne raspolažu internim investicionim potencijalom, obzirom da iz obavljanja osnovne delatnosti nisu generisali profit, već konstantan gubitak. Hoteli sa 3, 4, a posebno 5 zvezdica su u proseku ostvarili rezultate koji im omogućavaju finansiranje određenog obima investicija sredstvima iz tekućeg poslovanja. Posmatrano po klasterima, najveći, interni investicioni potencijal imaju hotelska preduzeća locirana u beogradskom turističkom klasteru.

Kako bi se procenio obim, struktura i način finansiranja investicija realizovanih investicija, kao i investiciona očekivanja u narednom periodu (takođe u smislu obima, tako i strukture i načina finansiranja), sprovedena je anketa među menadžerima hotela širom Srbije. Rezultati tog istraživanja će biti prezentovani u nastavku rada.

## **6.4. INVESTICIJE I INVESTICIONA OČEKIVANJA U HOTELIJERSKOJ PRIVREDI SRBIJE**

Istraživanje je sprovedeno na uzorku od 41 hotelskog preduzeća u čijem sastavu se nalazi 48 hotel sa 4.796 soba, što predstavlja 24,02% ukupnog broja registrovanih hotelskih soba. Anketni list kao i spisak hotelskih preduzeća čiji su menadžeri učestvovali u anketi je dat u prilogu.

Cilj istraživanja je bio da se identifikuje prosečan obim investicija u prethodnih 5 godina, struktura tih investicija u smislu odnosa ulaganja u osnovna i obrtna sredstva kao i izvori

finansiranja tih realizovanih investicija. U isto vreme menadžerima hotelskih preduzeća je postavljeno i pitanje u vezi investicionih očekivanja i to kako u pogledu obima budućih investicija, tako i u pogledu njihove strukture i očekivanih izvora finansiranja.

#### **6.4.1. OBIM, STUKTURA I IZVORI FINANSIRANJA REALIZOVANIH I OČEKIVANIH INVESTICIJA**

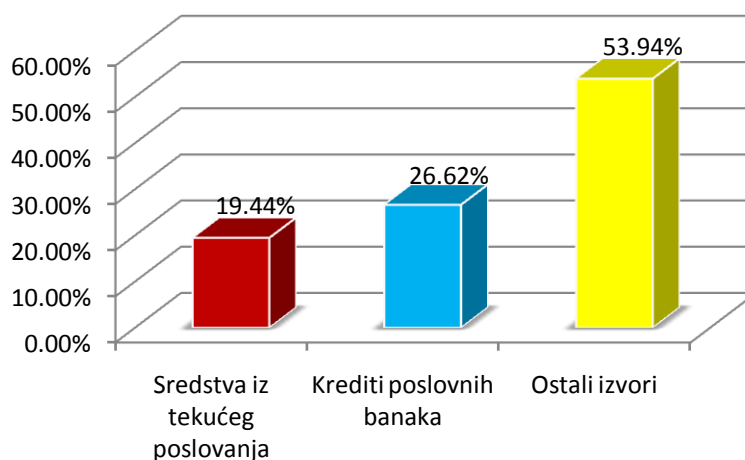
Prema odgovorima dobijenim tokom sprovođenja ankete, u poslednjih 5 godina realizovana vrednost investicija je oko 79,5 miliona evra (na nivou definisanog uzorka). Dobijena vrednost sugerise visoku prosečnu vrednost investicija. Ipak pre izvođenja bilo kakvog zaključka treba napomenuti da je dobijena vrednost investicija bila pod snažnim uticajem nekoliko pojedinačnih faktora. Naime, u posmatranom periodu nekoliko hotela, čiji su menadžeri učestvovali u anketi, je temeljno rekonstruisano i te rekonstrukcije su u zbiru, na nivou posmatranog uzorka, učestvovale sa preko 50% u vrednosti svih investicija. Recimo, samo vrednost rekonstrukcije jednog hotelskog objekta je iznosila oko 30 miliona evra. Tako, ako bi samo za trenutak isključili iz analize one hotelske objekte koji su u prethodnom periodu bili zatvoreni radi kompletne rekonstrukcije, ali i izgradnje dodatnih sadržaja, prosečna vrednost realizovanih investicija bi značajno opala.

Zbog svega navedenog, od samog obima investicija, a pogotovo obračuna obima realizovanih investicija po hotelskoj sobi, mnogo je važnija i ilustrativnija analiza izvora finansiranja realizovanih investicija.

Na osnovu sprovedenog istraživanja došlo se do zaključka da je na nivou celokupnog uzorka tek oko 19,44% ukupnog obima investicija finansirano sredstvima iz tekućeg poslovanja. Taj podatak je sasvim u skladu sa prethodno izvedenim zaključcima o ostvarenim nivoima GOPPAR-a, TREVPAR-a hotelskih preduzeća u Srbiji koji jednostavno nisu bili dovoljno visoki da bi mogli obezbediti finansiranje takvog obima realizovanih investicija, pogotovo ne u hotelima van beogradskog turističkog klastera.

Hotelska preduzeća iz analiziranog uzorka su u posmatranom periodu finansirala oko 26,62% realizovanih investicija iz komercijalnih bankarskih kredita.

**Grafikon 83:** Izvori finansiranja realizovanih investicija na nivou celokupnog uzorka



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Jedan broj hotelskih preduzeća posluje kao deo složenijih poslovnih grupacija i realizovane investicije su finansirane transferom sredstava iz matičnih preduzeća. Kod samostalnih preduzeća ostali izvori podrazumevaju dokapitalizaciju, pozajmice osnivača, sredstva pribavljena prodajom nerentabilnih objekata. Iz ovih izvora je finansiran najveći deo ukupne vrednosti registrovanih realizovanih investicija na nivou celokupnog uzorka.

Pri analizi ovih rezultata treba pokazati oprez. Kako se radi o ponderisanim vrednostima<sup>373</sup>, visoke pojedinačne vrednosti mogu značajno uticati na ukupan rezultat. Detaljnijom analizom je utvrđeno da je nekoliko najvećih investicija finansirano upravo transferom sredstava iz povezanih preduzeća, dokapitalizacijom i pozajmicama osnivača. Kako se radi o velikim vrednostima investicija, ti slučajevi su u značajnoj meri uticali i na krajnji rezultat.

Ipak, pravilnije je na ovaj način utvrditi prosečne vrednosti, nego izračunati proste aritmetičke sredine, jer bi na taj način u jednakoj meri bila uzeta u obzir investicija od 10.000 evra i njeni izvori, kao i investicija od 30 miliona evra i njeni izvori. Ako bi se i na taj način iskazali izvori finansiranja realizovanih investicija dobili bi indikaciju da su pojedinačna preduzeća 42,19% investicija finansirala iz sopstvenih izvora, 27,39% iz bankarskih kredita, a 30,42% iz ostalih izvora. Bankarski krediti u oba slučaja pokazuju slično učešće.

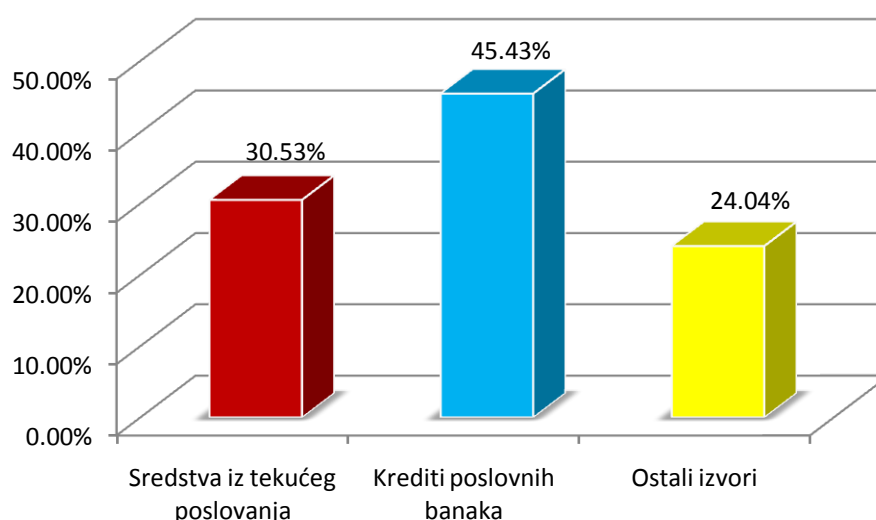
---

<sup>373</sup> Ponder – vrednost investicije

Može se izvući zaključak da je tek mali obim investicija finansiran iz tekućeg poslovanja. Razloge svakako treba tražiti u slabijim poslovnim rezultatima većeg broja hotelskih preduzeća i nemogućnosti akumuliranja potrebnih sredstava iz internih izvora. Ovaj rezultat odgovara zaključcima izvedenim prilikom analize finansijskih efekata poslovanja hotelskih preduzeća u Srbiji.

Imajući u vidu nešto više ostvarene vrednosti TREVPAR-a i GOPPAR-a hotelskih preduzeća iz Beograda posebno su analizirani izvori finansiranja realizovanih investicija tih preduzeća. Dobijeni rezultati su prezentovani u Grafikonu 84.

**Grafikon 84:** *Izvori finansiranja realizovanih investicija na nivou uzorka hotelskih preduzeća iz Beograda – ponderisana sredina*

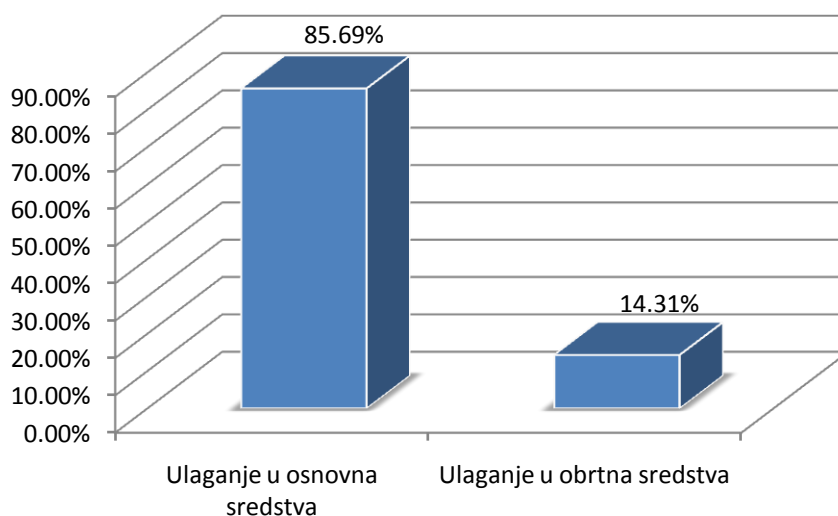


***Izvor:** Sopstveno istraživanje*

Vidi se da su sredstva iz tekućeg poslovanja imala dosta veći značaj kao izvor finansiranja investicija u odnosu na prosek cele Srbije. Detaljnijom analizom izvora finansiranja svih beogradskih hotela uključenih u ovaj uzorak, došlo se do saznanja da je samo jedna značajna investicija (oko 8 miliona evra) koja je u značajnoj meri finansirana sredstvima matične korporacije (oko 51%), značajno uticala na krajnji rezultat. Ako umesto ponderisane aritmetičke sredine utvrdili prostu aritmetičku sredinu dobili bi rezultat koji bi sugerisao da su investicije na nivou hotelskih preduzeća iz Beograda najčešće finansirane sredstvima iz tekućeg poslovanja i bankarskim kreditima.

Ako analiziramo strukturu realizovanih investicija sa stanovišta ulaganja u osnovna sredstva („investicijama u osnovna sredstva povećava se fizički obim i vrednost sredstava za rad”<sup>374</sup>) i obrtna sredstva („pod investicijama u obrtna sredstva podrazumevaju se ulaganja u zalihe”<sup>375</sup>) vidimo da su hotelska preduzeća u prethodnih pet godina najveći deo investicija usmerila ka osnovnim sredstvima.

**Grafikon 85:** *Struktura investicija realizovanih u poslednjih pet godina – ponderisan prosek*



**Izvor:** *Sopstveno istraživanje*

Najveći deo sredstava je uložen u osnovna sredstva. Hotelska preduzeća su najčešće ulagala u rekonstrukciju kapaciteta u koje se u pojedinim slučajevima nije dugo ulagalo. Kod pojedinih hotela se radilo o potpunoj rekonstrukciji objekata, dok se kod drugih u posmatranom periodu taj proces odvijao postepeno u smislu da su renovirani pojedini delovi hotela. Ipak, valja naglasiti da ulaganja nisu išla samo u rekonstrukciju postojećih hotelskih kapaciteta već se deo investirao i u izgradnju novih sadržaja koji su značajno uticali na podizanje kvaliteta ponude, bilo da su to kongresni kapaciteti, „aqua“ parkovi itd.

---

<sup>374</sup> Veselinović P., „Ekonomija“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str 275.

<sup>375</sup> Veselinović P., „Ekonomija“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str 275.

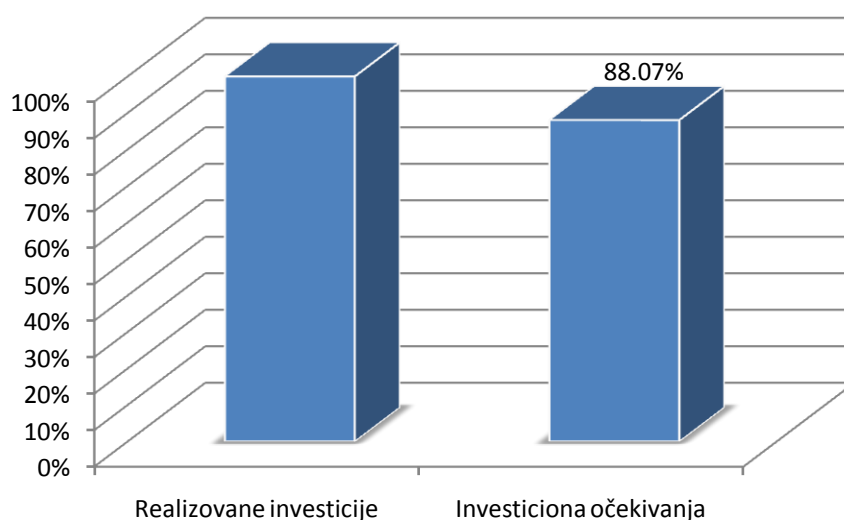


U okviru sprovedene ankete menadžerima je postavljeno i pitanje u vezi njihovih investicionih očekivanja u narednih pet godina i to kako u smislu obima očekivanih investicija, tako i njihove strukture i očekivanih izvora finansiranja.

Procene menadžera hotela u pogledu budućih investicija su iskazane na osnovu postojećih investicionih planova za naredni period. Pre bilo kakve dalje analize valja naglasiti da su menadžeri hotelskih preduzeća bili vrlo oprezni pri iskazivanju prognoza budućih ulaganja. Opres je proizilazio iz sumnji u ostvarivost pojedinih planiranih projekata u uslovima trenutne makroekonomske situacije.

Posmatrajući obim očekivanih investicija može se videti da menadžeri hotelskih preduzeća, na nivou celokupnog uzorka, očekuju da će iznos investicija u narednom periodu u proseku biti manji od iznosa realizovanih investicija u prethodnom periodu.

**Grafikon 86:** Odnos ukupnog obima realizovanih investicija u proteklih 5 godina i investicionih očekivanja u narednih 5 godina – na nivou celokupnog uzorka



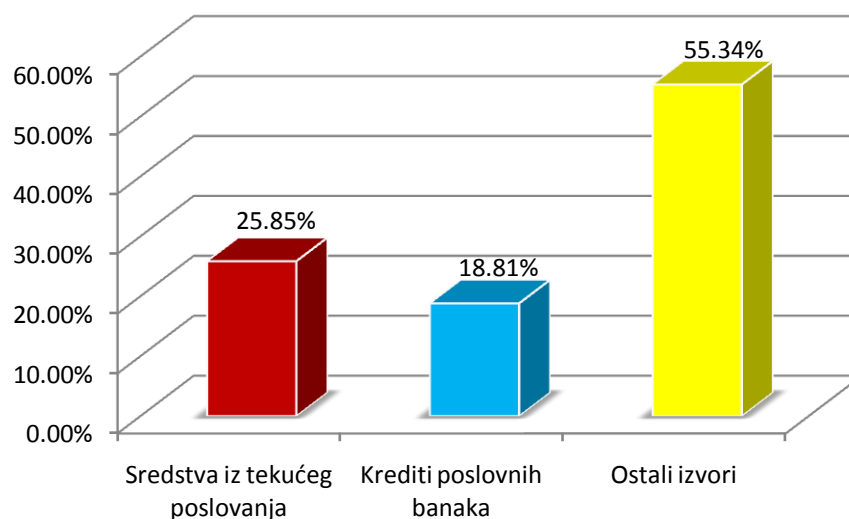
*Izvor: Sopstveno istraživanje*

Ukupan obim procenjene vrednosti investicija u narednih pet godina je na nivou od 88,07% ukupne vrednosti realizovanih investicija u prethodnih 5 godina. Ako bi posmatrali na nivo pojedinačnih odgovora, 53,66% anketiranih očekuje manji obim investicija u odnosu na prethodni period, dok 46,34% očekuje da iznos budućih investicija bude veći od prethodno realizovanih. Ova niža registrovana vrednost je

svakako i posledica činjenice da su neki hoteli u prethodnom periodu okončale kapitalno intenzivne investicione projekte, ali i posledica ekonomske krize.

Ako bi se koristile isključivo ponderisane vrednosti, moglo bi se desiti da visoka vrednost jedne očekivane investicije, koja u ovom slučaju čini gotovo 50% ukupne vrednosti svih investicija, snažno utiče na utvrđeni prosek. Stoga će se u nastavku utvrditi struktura očekivanih izvora finansiranja kao ponderisana<sup>376</sup> aritmetička sredina, ali i kao prosta aritmetička sredina.

**Grafikon 87:** Izvori finansiranja investicija očekivanih u narednih pet godina - na nivou celokupnog uzorka – ponderisana sredina



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

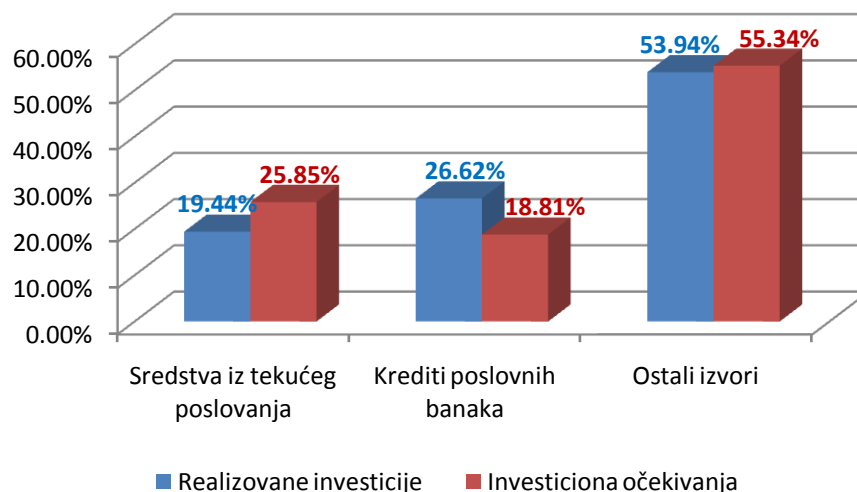
Kao što se može videti iz Grafikona 87 očekuje se da će primarni izvor finansiranja investicija i u narednom periodu biti sredstva dobijena od matičnih korporacija kroz dokapitalizacije, pozajmice osnivača, uključivanje novih zainteresovanih investitora itd. Kao što je već naglašeno, visoko učešće „ostalih izvora” je prvenstveno posledica par velikih investicija za koje se očekuje da će biti finansirane na taj način.

U pogledu izvora finansiranja može se uočiti i promena u smislu da se očekuje da će u narednom periodu veći deo investicija biti finansiran sredstvima obezbeđenim kroz tekuće poslovanje, a u isto vreme se očekuje da će se smanjiti udeo bankarskih kredita u finansiranju investicija.

---

<sup>376</sup> Ponder – vrednost investicije

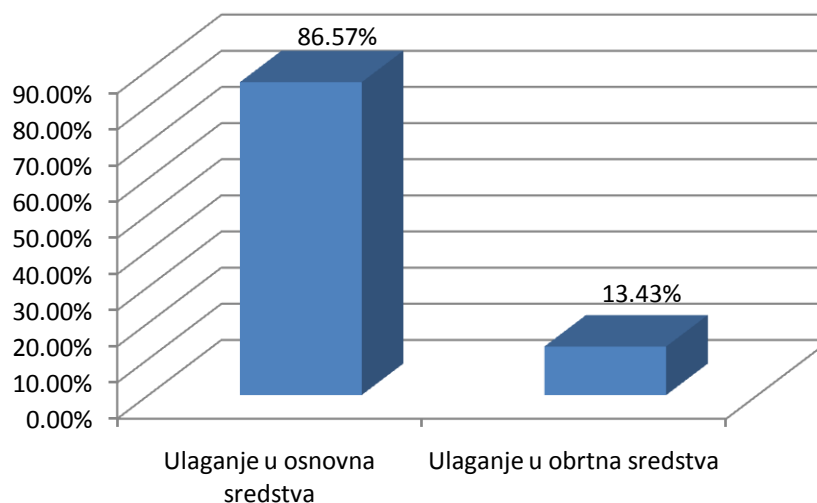
**Grafikon 88:** Komparativni pregled izvora finansiranja investicija realizovanih u prethodnih pet godina i investicija očekivanih u narednih pet godina – ponderisane sredine



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

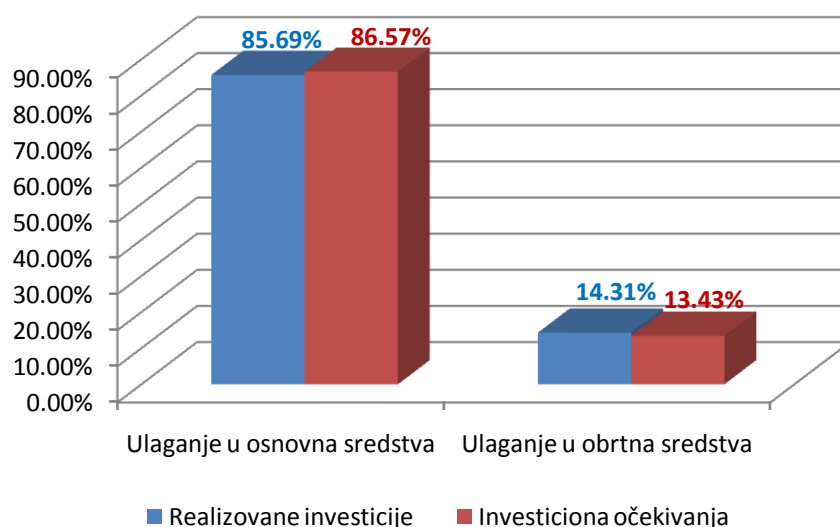
Ako bi iz analize isključili vrednosti očekivanih investicija i posmatrali samo njihovu strukturu sa stanovišta učešća pojedinih izvora, kao glavni izvor finansiranja u narednom periodu menadžeri hotelskih preduzeća vide sredstva iz tekućeg poslovanja – oko 56%, kredite poslovnih banaka – oko 26%, ostale izvore – oko 18%.

**Grafikon 89:** Struktura investicija očekivanih u narednih pet godina – ponderisan prosek



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

**Grafikon 90:** Komparativni pregled strukture investicija realizovanih u prethodnih pet godina i investicija očekivanih u narednih pet godina



*Izvor: Sopstveno istraživanje*

U svojim investicionim očekivanjima menadžeri hotelskih preduzeća su procenili da će i dalje dominirati ulaganje u osnovna sredstva. Stuktura očekivanih investicija je gotovo identična u odnosu na strukturu realizovanih investicija. Uočava se tek mala promena i to u smislu da se za manje od procenta povećalo učešće osnovnih sredstava, dok je u istom procentu opalo učešće obrtnih sredstava.

Kao što je već napomenuto, najveći deo realizovanih investicija je finansiran kroz razne oblike dokapitalizacije, a u isto vreme i u pogledu očekivanih izvora finansiranja budućih investicija i dalje dominiraju „ostali izvori“. Među njima su svakako i oni projekti koji podrazumevaju uključivanje novih potencijalno zainteresovanih partnera koji bi u te investicione projekte uneli sopstveni kapital. Kako je za akcionarska društva jedan od načina prikupljanja novog kapitala i sekundarna emisija akcija, u nastavku će se analizirati u kojoj meri su hotelska preduzeća organizovana u formi otvorenih akcionarskih društava koristila berzu za prikupljanje kapitala i uopšteno koliki je u proteklom periodu bio obim trgovanja akcijama tih preduzeća.

#### **6.4.2. PORTFOLIO INVESTICIJE U HOTELIJSKA PREDUZEĆA NA BEOGRADSKOJ BERZI**

I pored činjenice da je značajan broj hotelskih preduzeća prisutan na Beogradskoj berzi, mora se konstatovati kako takvih preduzeća nema među listiranim preduzećima na „Listingu A - Prime Market“-u i „Listingu B - Standard Market“<sup>377</sup>. Za uključivanje u „Prime Market“ i „Standard Market“ na Beogradskoj berzi, akcionarska društva moraju ispuniti određene uslove.

**Tabela 57.** Kriterijumi za listing na „Prime market“ i „Standard market“ Beogradske berze

|                                                         | <b>LISTING A - PRIME MARKET</b>                                                                                                                                                                            | <b>LISTING B - STANDARD MARKET</b>                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Minimalni iznos kapitala</b>                         | 20 miliona evra                                                                                                                                                                                            | 4 miliona evra                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Minimalno vreme poslovanja kompanije</b>             | 36 meseci                                                                                                                                                                                                  | 24 meseca                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Izvršena revizija finansijskih izveštaja</b>         | MRS (IAS) sa pozitivnim mišljenjem za prethodnu godinu                                                                                                                                                     | MRS (IAS)                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Minimalan stepen distribucije akcijskog kapitala</b> | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ najmanje 25% akcijskog kapitala u slobodnom prometu ili</li><li>➤ 10 miliona evra u vlasništvu najmanje 500 akcionara</li></ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ da je najmanje 25% akcijskog kapitala u slobodnom prometu ili</li><li>➤ 2 miliona evra u vlasništvu najmanje 250 akcionara, ili</li><li>➤ minimum 500 akcionara</li></ul> |
| <b>Korporativno upravljanje</b>                         | Usvojen kodeks korporativnog upravljanja ili izjava o prihvatanju primene drugog kodeksa                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Dodatni uslovi</b>                                   | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ isplaćene dividende po prioritetnim akcijama</li><li>➤ internet stranice na srpskom i engleskom jeziku</li></ul>                                                   | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ isplaćene dividende po prioritetnim akcijama</li></ul>                                                                                                                    |
| <b>Kriterijumi likvidnosti</b>                          | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ prosečna dnevna vrednost prometa u prethodnih 6 meseci najmanje 500.000 dinara, i</li><li>➤ prosečno najmanje 5 transakcija dnevno u prethodnih 6 meseci</li></ul> |                                                                                                                                                                                                                   |

**Izvor:** Internet portal Beogradske berze ([http://www.belex.rs/trzista i hartije/kriterijumi](http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/kriterijumi)) – uvid 29.11.2011. godine

---

<sup>377</sup> Na ovim tržištima se trguje najkvalitetnijim hartijama od vrednosti

Pojedina hotelska preduzeća bi mogla ispuniti postavljene uslove, barem za „Standard market“ koji se tiče minimalnog iznosa kapitala, minimalnog vremena poslovanja, kao i uslov koji se tiče revizorskog izveštaja izrađenog po međunarodnim revizorskim standardima, ali kao što će biti dokazano u daljem radu, problem bi svakako predstavljali postavljeni kriterijumi likvidnosti, kao i kriterijumi vezani za stepen distribucije akcijskog kapitala i minimalnog „free float“-a.

Akcijama domaćih hotelskih preduzeća se u prethodnom periodu trgovalo na vanberzanskom tržištu i to metodom preovlađujuće cene. U Tabelu 58 su uključena ona ugostiteljska preduzeća za koja je uvidom u njihove prospekte utvrđeno da poseduju hotelske kapacitete.

**Tabela 58:** Berzanski pokazatelji trgovanja akcijama hotelskih preduzeća na Beogradskoj berzi

| IZDAVALAC                                      | Simbol | Ukupan broj akcija | Poslednja cena | Najviša cena u poslednjih 52 nedelje | Najniža cena u poslednjih 52 nedelje | Ukupan obim trgovanja u poslednjih godinu dana | Procenat ukupnog broja akcija kojim se trgovalo poslednjih godinu dana |
|------------------------------------------------|--------|--------------------|----------------|--------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| Astorija a.d.                                  | ASTR   | 127358             | 600            | 6340                                 | 600                                  | 5311                                           | 4.17%                                                                  |
| Avala TUP a.d.                                 | AVLA   | 122646             | 340            | 340                                  | 340                                  | 1338                                           | 1.09%                                                                  |
| Bor a.d. Bor                                   | BBOR   | 49770              | 500            | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |
| Borići a.d. Sjenica                            | BRCI   | 27694              | 360            | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |
| Central a.d. Vrbas                             | CTVB   | 102308             | 560            | 560                                  | 560                                  | 236                                            | 0.23%                                                                  |
| Đerdap a.d. Kladovo                            | DJTR   | 53550              | 1100           | 1100                                 | 860                                  | 816                                            | 1.52%                                                                  |
| Excelsior a.d. Beograd                         | EXCL   | 77311              | 900            | 900                                  | 600                                  | 3366                                           | 4.35%                                                                  |
| Fontana u restrukturiranju a.d. Vrnjačka Banja | FNTN   | 205312             | 1440           | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |
| Grza turist a.d. Paraćin                       | GRZA   | 62015              | 879            | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |
| Hotel Bela lađa a.d. Bečej                     | HBLA   | 1378448            | 99             | 128                                  | 99                                   | 60233                                          | 4.37%                                                                  |
| Hotel Golubački grad a.d. Golubac              | HGLB   | 10074              | 5883           | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |
| Hotel Moskva a.d. Beograd                      | HMSK   | 97273              | 3000           | 3000                                 | 3000                                 | 6                                              | 0.01%                                                                  |
| Hotel Narvik a.d. Kikinda                      | HNRV   | 16024              | 1500           | 1550                                 | 1500                                 | 4111                                           | 25.66%                                                                 |
| Hotel Park a.d. Novi Sad                       | HPNS   | 552004             | 390            | 400                                  | 390                                  | 26                                             | 0.00%                                                                  |
| Hotel Prag a.d. Beograd                        | PRAG   | 535278             | 546            | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |
| HUP Balkan a.d. Leskovac                       | HTBL   | 629850             | 520            | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |
| Inex Krajina a.d. Negotin                      | INXK   | 110052             | 625            | ---                                  | ---                                  | 0                                              | 0.00%                                                                  |

***Mašić Saša - doktorska disertacija***  
***Investicioni oblici za razvoj hotelijerstva Srbije***

|                                         |       |         |       |     |     |      |       |
|-----------------------------------------|-------|---------|-------|-----|-----|------|-------|
| Junior a.d. Brus                        | JNRB  | 95216   | 800   | 900 | 800 | 119  | 0.12% |
| Kaštel a.d. Ečka                        | KSTL  | 25180   | 600   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Kopaonik a.d. Blace                     | KPNK  | 24545   | 1054  | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Lepenski vir a.d. D. Milanovac          | LPNS  | 220220  | 1222  | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Nacional a.d. Beograd                   | NCNL  | 73553   | 960   | 960 | 960 | 4752 | 6.46% |
| Palanka UTP a.d. S.Palanka              | PLNK  | 111868  | 435   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Palas a.d. Jagodina                     | PLSJ  | 361544  | 248   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Palisad a.d. Zlatibor                   | PLSD  | 353432  | 769   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Petrovac a.d. Petrovac                  | PTVC  | 26783   | 600   | 600 | 600 | 282  | 1.05% |
| Protours a.d. Prokuplje                 | PRTS  | 17381   | 188   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Putnik a.d. Novi Sad                    | PUNS  | 98112   | 436   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Ravno a.d. Čuprija                      | RVNO  | 114213  | 825   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Sloga a.d. Valjevo                      | SLVA  | 967381  | 420   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Splendid a.d. Beograd                   | SPLD  | 27185   | 2418  | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Srbija TIS a.d. Zaječar                 | STIS  | 60291   | 986   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Srbija turist a.d. Niš                  | SRTU  | 1425913 | 130   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Stari grad UP a.d. Beograd              | STGR  | 139449  | 15209 | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Tisa a.d. Senta                         | TSAS  | 19014   | 3903  | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Trešnjica a.d. Požega                   | TRSNP | 95472   | 565   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| UTP Bela Crkva a.d.                     | BLCR  | 2449    | 456   | 456 | 456 | 15   | 0.61% |
| UTP Morava a.d. Čačak                   | UTPM  | 284388  | 450   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Vojvodina hotel a.d. Novi Sad           | VJDN  | 84464   | 671   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Zlatar a.d. Nova Varoš                  | ZLTR  | 47578   | 644   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Zvezda a.d. Brus                        | ZVBR  | 42451   | 751   | --- | --- | 0    | 0.00% |
| Župa turističko preduzeće a.d. Kruševac | ZUPK  | 278646  | 696   | 696 | 696 | 15   | 0.01% |

*Izvor: Internet portal Beogradske berze (<http://www.belex.rs>) – uvid 29.11.2011. godine i sopstveni proračuni*

Iako se na prvi pogled može učiniti da se na Beogradskoj berzi trguje akcijama velikog broja hotelskih preduzeća, pažljivijom analizom se može uočiti da u prethodnom periodu to baš i nije bio slučaj. Naime, od ukupno 42 preduzeća uključena u definisani uzorak, u prethodnih godinu dana trgovalo se akcijama samo 14 preduzeća, dok u istom periodu nije registrovana kupoprodaja makar jedne akcije za čak 28 hotelskih preduzeća. Dalje, može se konstatovati da čak i kada je bilo transakcija, ukupan obim tih transakcija, posmatrano u relativnom izrazu u odnosu na broj emitovanih akcija pojedinih hotelskih preduzeća, u najvećem broju slučajeva nije bio značajan. Kako bi se utvrdilo koliki je zaista bio ukupan promet akcija tih preduzeća u prethodnih godinu dana, analizirani su istorijski podaci o ostvarenim transakcijama za svako pojedinačno hotelsko preduzeće. Na taj način se došlo do saznanja da je ukupan promet akcija svih 42 navedenih

preduzeća u prethodnih godinu dana iznosio oko 24.889.600 dinara, odnosno samo oko 239.692 evra<sup>378</sup>.

Na osnovu navedenog se vidi da čak i ako bi uzeli kumulativnu vrednost ostvarenog prometa svih analiziranih hotelskih preduzeća, ostvareni obim prometa ne bi zadovoljio uslov likvidnosti koji moraju ispuniti preduzeća da bi bila na „A Listingu“<sup>379</sup>. Imajući u vidu tako male obime prometa, kao i gotovo konstantno značajno veću ponudu akcija tih preduzeća, a uz tek povremeno prisutnu tražnju, jasno je da ne postoji dovoljan stepen likvidnosti tih hartija od vrednosti.

Likvidnost bi sa sobom donela i povećanu spremnost investitora da se upuste u investiranje jer bi na taj način imali obezbeđenu i strategiju izlaska iz takve firme, prodajom dela ili svih akcija<sup>380</sup>. U sadašnjoj situaciji, kupovinom akcija hotelskih preduzeća na berzi, imali bi veliki problem u slučaju odluke da se te akcije prodaju. Dalje, cena tih akcija nije formirana pri visokim obimima ponude i tražnje, tržište je „plitko“ pa je i mogućnost uticaja na visinu tržišne cene akcije izraženija. S druge strane i prinos na te akcije često nije zadovoljavajući, ili ga, kao što se može videti iz naredne tabele, najčešće uopšte i nema, što ih uz nizak „free float“ svakako ne čini atraktivnom investicionom opcijom na tržištu.

---

<sup>378</sup> U kalkulaciji je korišćen srednji kurs evra NBS od 29.11.2011. godine koji je iznosio 103,84 dinara. Kako se kurs evra u prethodnih godinu dana (period 29.11.2010-29.11.2011. godine kretao u rasponu od 96,7 do 107,38 dinara za jedan evro, korišćenje srednjeg kursa od 103,84 dinara pruža dovoljno preciznu aproksimaciju vrednosti koja bi se dobila ako bi se prilikom kalkulacije koristio kurs koji je bio važeći u danima kada su obavljane pojedinačne transakcije.

<sup>379</sup> U prethodnih godinu dana, prosečna dnevna vrednost prometa svih analiziranih preduzeća kumulativno je iznosila tek oko 68.190 dinara.

<sup>380</sup> Jeremić Z., „Finansijska tržišta“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2006., str. 267.



**Tabela 59:** Berzanski pokazatelji trgovanja akcijama hotelskih preduzeća na Beogradskoj berzi

| <b>IZDAVALAC</b>                                              | <b>Simbol</b> | <b>EPS*</b> | <b>P/E*</b> | <b>P/B*</b> | <b>Koncentracija akcijskog kapitala<br/>– učešće vlasnika sa najvećim<br/>brojem akcija u akcijskom kapitalu</b> |
|---------------------------------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Astorija a.d.</b>                                          | ASTR          | /           | /           | 0,18        | 84,53% <sup>381</sup>                                                                                            |
| <b>Avala TUP a.d.</b>                                         | AVLA          | 47,70       | 7,13        | 0,32        | 77,34%                                                                                                           |
| <b>Bor a.d. Bor</b>                                           | BBOR          | 205,67      | 2,43        | 3,40        | 72,30%                                                                                                           |
| <b>Borići a.d. Sjenica</b>                                    | BRCI          | /           | /           | /           | 46,56%                                                                                                           |
| <b>Central a.d. Vrbas</b>                                     | CTVB          | 50,30       | 11,13       | 0,44        | 71,13%                                                                                                           |
| <b>Đerdap a.d. Kladovo</b>                                    | DJTR          | 13,24       | 83,08       | 0,39        | 57,16%                                                                                                           |
| <b>Excelsior a.d. Beograd</b>                                 | EXCL          | /           | /           | 0,13        | 70,83%                                                                                                           |
| <b>Fontana u<br/>restrukturiranju a.d.<br/>Vrnjačka Banja</b> | FNTN          | /           | /           | 0,19        | 70% <sup>382</sup>                                                                                               |
| <b>Grza turist a.d. Paraćin</b>                               | GRZA          | /           | /           | /           | 70%                                                                                                              |
| <b>Hotel Bela lada a.d. Bečej</b>                             | HBLA          | 0,35        | 286,13      | 0,65        | 52,34%                                                                                                           |
| <b>Hotel Golubački grad<br/>a.d. Golubac</b>                  | HGLB          | 10,03       | 586,79      | 1,09        | 35,85%                                                                                                           |
| <b>Hotel Moskva a.d.<br/>Beograd</b>                          | HMSK          | /           | /           | 0,45        | 82,79%                                                                                                           |
| <b>Hotel Narvik a.d.<br/>Kikinda</b>                          | HNRV          | 108,03      | 13,89       | 0,74        | 55,39%                                                                                                           |
| <b>Hotel Park a.d. Novi Sad</b>                               | HPNS          | 1,41        | 276,01      | 0,36        | 89,13%                                                                                                           |
| <b>Hotel Prag a.d. Beograd</b>                                | PRAG          | 7,31        | 74,73       | 0,90        | 70,14%                                                                                                           |
| <b>HUP Balkan a.d.<br/>Leskovac</b>                           | HTBL          | /           | /           | /           | 71,43%                                                                                                           |
| <b>Inex Krajina a.d. Negotin</b>                              | INXK          | /           | /           | 0,36        | 23,21%                                                                                                           |
| <b>Junior a.d. Brus</b>                                       | JNRB          | /           | /           | /           | 70%                                                                                                              |
| <b>Kaštel a.d. Ečka</b>                                       | KSTL          | 88,13       | 6,81        |             | 88,98%                                                                                                           |
| <b>Kopaonik a.d. Blace</b>                                    | KPNK          | /           | /           | /           | 72,15%                                                                                                           |
| <b>Lepenski vir a.d. D.<br/>Milanovac</b>                     | LPNS          | /           | /           | /           | 70,98%                                                                                                           |
| <b>Nacional a.d. Beograd</b>                                  | NCNL          | /           | /           | 0,10        | 71,80%                                                                                                           |
| <b>Palanka UTP a.d.<br/>S. Palanka</b>                        | PLNK          | /           | /           | /           | 21,23%                                                                                                           |
| <b>Palas a.d. Jagodina</b>                                    | PLSJ          | /           | /           | /           | 73,55% <sup>383</sup>                                                                                            |
| <b>Palisad a.d. Zlatibor</b>                                  | PLSD          | 7,46        | 103,03      | 1,28        | 30,03%                                                                                                           |
| <b>Petrovac a.d. Petrovac</b>                                 | PTVC          | /           | /           | /           | 37,42%                                                                                                           |
| <b>Protours a.d. Prokuplje</b>                                | PRTS          | /           | /           | /           | 40%                                                                                                              |
| <b>Putnik a.d. Novi Sad</b>                                   | PUNS          | /           | /           | 3,61        | 69,71%                                                                                                           |
| <b>Ravno a.d. Čuprija</b>                                     | RVNO          | /           | /           | 2,03        | 72%                                                                                                              |
| <b>Sloga a.d. Valjevo</b>                                     | SLVA          | /           | /           | /           | 70%                                                                                                              |
| <b>Splendid a.d. Beograd</b>                                  | SPLD          | /           | /           | /           | 70% <sup>384</sup>                                                                                               |

<sup>381</sup> 48,43% akcija preduzeća je u vlasništvu samog preduzeća

<sup>382</sup> Kapital u vlasništvu Republike Srbije – Agencija za privatizaciju – raskinut ugovor sa kupcem u procesu privatizacije

<sup>383</sup> Kapital u vlasništvu Republike Srbije – Agencija za privatizaciju – raskinut ugovor sa kupcem u procesu privatizacije

<sup>384</sup> Kapital u vlasništvu Republike Srbije – Agencija za privatizaciju – raskinut ugovor sa kupcem u procesu privatizacije

**Mašić Saša - doktorska disertacija**  
**Investicioni oblici za razvoj hotelijerstva Srbije**

|                                         |       |       |        |      |                    |
|-----------------------------------------|-------|-------|--------|------|--------------------|
| Srbija TIS a.d. Zaječar                 | STIS  | 8,43  | 117,02 | 0,83 | 72,83%             |
| Srbija turist a.d. Niš                  | SRTU  | /     | /      | 0,21 | 70% <sup>385</sup> |
| Stari grad UP a.d. Beograd              | STGR  | /     | /      | 1,18 | 99,74%             |
| Tisa a.d. Senta                         | TSAS  | /     | /      | 0,56 | 36,47%             |
| Trešnjica a.d. Požega                   | TRSNP | /     | /      | /    | 71,15%             |
| UTP Bela Crkva a.d.                     | BLCR  | /     | /      | -0,2 | 83,38%             |
| UTP Morava a.d. Čačak                   | UTPM  | 20,06 | 22,44  | 0,28 | 63,78%             |
| Vojvodina hotel a.d. Novi Sad           | VJDN  | /     | /      | 1,17 | 70%                |
| Zlatar a.d. Nova Varoš                  | ZLTR  | /     | /      | /    | 71,48%             |
| Zvezda a.d. Brus                        | ZVBR  | /     | /      | 1,51 | 71,83%             |
| Župa turističko preduzeće a.d. Kruševac | ZUPK  | /     | /      | /    | 64,88%             |

**\*EPS (Earnings Per Share) – profit po akciji**

**\*P/E (Price/Earnings) – odnos cene akcija i zarade**

**\*P/B (Price/Book) – odnos cene akcije i knjigovodstvene vrednosti po akciji**

*Izvor: Internet portali Beogradske berze (<http://www.belex.rs>) i Centralnog registra za hartije od vrednosti ([www.crhov.rs](http://www.crhov.rs)) – uvid 29.11.2011. godine i Jeremić Z. „Finansijska tržišta“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009., str. 143.*

Pozitivan „Earnings per share – EPS“ ili zaradu po akciji je, prema dostupnim izveštajima sa berze, imalo samo 13 hotelskih preduzeća. Ako se zna da se EPS računa „tako što se ukupan profit nakon oporezivanja podeli brojem akcija“<sup>386</sup>, jasno je da je većina posmatranih hotelskih preduzeća nije u prethodnoj godini ostvarila dobitak. Ipak, na ovom mestu se mora konstatovati da za jedan broj preduzeća na portalu Beogradske berze nisu bili iskazivani podaci o visini EPS, P/E i P/B i akcije tih preduzeća su obeležene oznakom „BP (bez prospekta) iz razloga utvrđenih Pravilima poslovanja berze“.

Ako posmatramo i analiziramo indikator „P/E (Price/Earnings)“ kao odnos cene akcije i zarada po akciji, jasno je da se upravo zbog neprofitabilnog poslovanja taj indikator uopšte ne može izračunati. Tamo gde je to i moguće, kalkulisane vrednosti ovog pokazatelja su često veoma visoke (kreću se čak do 586,79). Ako bi izolovano posmatrali samo ovaj indikator bilo bi jasno da je obzirom na trenutnu profitabilnost tih preduzeća, tržišna cena njihovih akcija značajno precenjena. Ipak, „potencijalni kupac akcija ne kupuje prošlu već buduću zarađivačku sposobnost kompanije“<sup>387</sup>. Tako visoke vrednosti u slučaju razvijenih tržišta bi sugerisale da potencijalni investitori visoko cene buduću zarađivačku sposobnost kompanije i da su stoga spremni da danas plate srazmerno

<sup>385</sup> Kapital u vlasništvu Republike Srbije – Agencija za privatizaciju – raskinut ugovor sa kupcem u procesu privatizacije

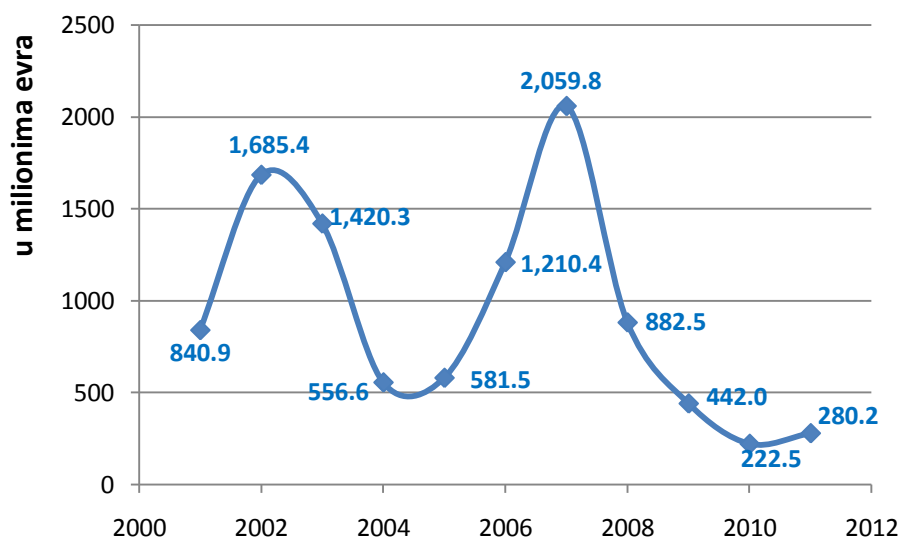
<sup>386</sup> Jeremić Z., „Finansijska tržišta“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2006., str. 310.

<sup>387</sup> Jeremić Z., „Finansijska tržišta“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2006., str. 312.

visoku cenu u odnosu na trenutni profitni potencijal preduzeća. Ipak, kako je već pokazano, obzirom na obim ponude i tražnje kao i učestalost transakcija na tržištu, takav zaključak se ne može izvesti u ovom slučaju. Naime, ako posmatramo upravo hotelsko preduzeće sa najvišom vrednosti P/E, možemo videti da u ne samo poslednjih godinu dana, već i u prethodne tri godine za koje postoje istorijski podaci na portalu Berze, uopšte nije bilo kupoprodaja akcija tog preduzeća na berzi i cena akcija tog preduzeća se nije uopšte menjala.

Pre izvođenja zaključaka koji bi se odnosili samo na hotelijerska preduzeća, treba znati da je i ukupan obim prometa na Beogradskoj berzi značajno smanjen u odnosu na vrednost registrovanu u 2007. godini. Ukupan promet u 2010. godini je 9,42 puta manji u odnosu na 2007. godinu.

**Grafikon 91:** Ukupan godišnji promet (iskazan u evrima) na Beogradskoj berzi u periodu 2001-2011. godina



*Izvor:* Grafik je konstruisan na osnovu podataka sa portala Beogradske berze (<http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>) – uvid 03.01.2012. godine

Sigurno je da je i ovaj opšti trend uticao i na obim prometa akcija hotelskih preduzeća. U posmatranom periodu sa listinga su i isključene akcije jednog broja hotelskih preduzeća<sup>388</sup>. Analizom Pravilnika o listingu i kotaciji Beogradske berze a.d.<sup>389</sup> se u članu

---

<sup>388</sup> Preduzeća čije su akcije isključene sa listinga nisu navedena u tabeli

<sup>389</sup> Pravilnik o listingu i kotaciji Beogradske berze a.d., 04/2 br. 3820/0, 2007.

30. mogu identifikovati uslovi za isključenje hartija od vrednosti sa listinga:“ Berza isključuje hartije od vrednosti sa listinga u slučajevima utvrdjenim Zakonom, kao i u slučaju kada izdavalac podnese zahtev za isključenje sa listinga Berze. Berza može isključiti, odnosno brisati hartije od vrednosti sa listinga: ako je trgovina hartijama od vrednosti bila nedovoljno aktivna; ako izdavalac ne ispunjava svoje obaveze u vezi sa izveštavanjem i obaveštavanjem Berze u skladu sa Zakonom, podzakonskim aktima, aktima Berze i ugovorom zaključenim sa Berzom, odnosno ako na drugi način krši odredbe akata Berze i ugovora zaključenog sa Berzom; ako su naknadnom kontrolom utvrđene nepravilnosti, netačnosti u podacima i dokumentaciji dostavljenoj uz zahtev za listing.” Imajući u vidu već naveden podatak da se u prethodnih godinu dana nije uopšte trgovalo akcijama većeg broja hotelskih preduzeća, jasno je da je to mogao biti jedan od razloga za isključenje sa berze. Jedan broj hotelskih preduzeća je pretrpeo i statusne promene i po ispunjenju zakonskih uslova nastavio poslovanje u pravnim formama koja ga nisu obavezivala na kotiranje akcija na berzi.

Određen broj hotelskih preduzeća je svoje akcije kotirao na berzi jer ih je na to, kao otvorena akcionarska društva, obavezivao zakon. Krajem maja 2011. godine Skupština Srbije je usvojila novi Zakon o privrednim društvima<sup>390</sup> kojim je, pod određenim uslovima, omogućeno povlačenje, dosadašnjih, otvorenih akcionarskih društava sa berze, odnosno data je mogućnost da akcionarsko društvo donese odluku o isključenju akcija sa berze. Jedan od uslova je da je obim akcija kojim se u prethodnih šest meseci trgovalo na berzi manji od 0,5% ukupnog obima izdatih akcija, odnosno manji od 0,05% ukupno u bilo koja tri meseca u periodu od 6 meseci.

Ako bi izolovano posmatrali ove kriterijume i uporedili ih sa podacima prezentovanim u Tabeli 58 mogli bi zaključiti da te uslove ispunjava čak 33 od ukupno 42 prisutna hotelska preduzeća, odnosno striktno primenjujući ove kriterijume sa berze bi mogle biti isključene akcije tih 33 preduzeća. Čak šta više u Tabeli 58 je prilikom obračuna procentualnog učešća obima ukupnog broja akcija kojim se trgovalo u odnosu na ukupan obim emitovanih akcija uzet kao referentan period od poslednjih godinu dana, dok je u zakonu taj period kraći i iznosi 6 meseci, tako da bi broj preduzeća koji bi mogli isključiti akcije sa berze mogao potencijalno biti i veći.

---

<sup>390</sup> Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, br 36/2011.

Na kraju se može zaključiti da je tokom analiziranog perioda obim trgovanja akcijama hotelskih preduzeća na Beogradskoj berzi bio skroman. Ostvaren promet je iznosio tek oko 240.000 evra, što je zaista vrlo skromno. Cene akcija većine ovih preduzeća se u posmatranom periodu uopšte nisu menjale i nisu pokazale nikakvu reagibilnost u odnosu na objavljene finansijske izveštaje ovih preduzeća i ostale raspoložive informacije o kompanijama. U isto vreme registrovana je značajna koncentracija kapitala u tim preduzećima, „free float“ je najčešće vrlo skroman, likvidnost akcija je sasvim niska, što sve skupa ne čini ove akcije atraktivnim investicionim opcijama. Domaća hotelska preduzeća nisu tokom analiziranog perioda koristila berzu za prikupljanje dodatnog kapitala kroz proces inicijalne javne ponude.

#### **6.4.3. ZATVORENI INVESTICIONI FONDOVI ZA ULAGANJE U NEKRETNINE U SRBIJI**

Osnivanje i rad investicionih fondova u Srbiji je regulisan Zakonom o investicionim fondovima, a bliže određen Pravilnikom o investicionim fondovima donetim u skladu sa zakonom od strane Komisije za hartije od vrednosti. Zakon o investicionim fondovima prepoznaje otvorene, zatvorene i privatne investicione fondove. Preciznija kategorizacija unutar osnovnih tipova investicionih fondova u Srbiji je data u Pravilniku o investicionim fondovima.

Kako su specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine na razvijenim finansijskim tržištima uvek organizovani u formi zatvorenih investicionih fondova, veća pažnja će se posvetiti ovim fondovima. Zakonom o investicionim fondovima je uređeno da se zatvoreni investicioni fondovi organizuju u formi otvorenih akcionarskih društava. Kapital zatvorenih investicionih fondova u svakom trenutku mora biti minimalno 200.000 evra u dinarskoj protivvrednosti. Pravilnik o investicionim fondovima, u članu 101. , zavisno od investicione politike, prepoznaje sledeće zatvorene investicione fondove:

- zatvoreni fond za ulaganje u javna društva,
- zatvoreni fond za ulaganje u nejavna društva,
- zatvoreni fond za ulaganje u nekretnine.

Kao zatvoreni investicioni fond za ulaganje u nekretnine se prepoznaje onaj koji ulaže više od 60% svoje imovine u nepokretnosti. Što se tiče ulaganja u nekretnine Pravilnikom je (član 122.) definisano da zatvoreni investicioni fond može ulagati u nekretnine na teritoriji Republike Srbije i to u: zgrade (poslovne, stambene, stambeno-poslovne, ekonomske i dr.), posebne delove zgrada (stanove, poslovne prostorije itd.), zemljište. Nepokretnosti u koje se ulaže moraju biti upisani u javnim knjigama o evidenciji nepokretnosti bez ikakvih tereta i moraju biti osigurane od svih rizika. U jednu nepokretnost može se uložiti najviše do 20% imovine zatvorenog fonda. U isto vreme je propisano da zatvoreni investicioni fond za ulaganje u nekretnine nije i ne može biti izvođač niti drugi učesnik u gradnji u smislu zakona kojim se uređuje planiranje i izgradnja objekata (član 123. Pravilnika). Zakonom i Pravilnikom je regulisano i to da vrednost nepokretnosti u koju se ulaže imovina investicionog fonda obavezno procenjuje ovlašćeni procenjivač, kao i da akcionari zatvorenog investicionog fonda nemaju pravo preče kupovine pri prodaji nepokretnosti. Pravilnikom se detaljnije uređuju još mnoge druge oblasti poslovanja zatvornih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine, a koje u ovom trenutku nisu od interesa za ovaj rad.

Kao što se iz iznetog može zaključiti, u Srbiji postoje zakonski preduslovi koji omogućavaju osnivanje i rad zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Ipak, ne može se govoriti o postojanju zakonskih uslova koji bi obezbedili komparativne prednosti koje REIT čine atraktivnom investicionom opcijom, a o čemu je bilo dosta reči u ovom radu. Ako bi poredili zakonska rešenja u Srbiji sa onim koji regulišu rad REIT u, recimo SAD kao zemlji u kojoj je i nastala ta specifična forma, mogle bi se uočiti značajne, čak i suštinske razlike.

Zakonskim rešenjima u SAD fondovi koji su se kvalifikovali za status specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine – REIT, su oslobođeni plaćanja poreza na dobitak. Što se tiče poreskog tretmana zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine u Srbiji, on se ne razlikuje od tretmana ostalih preduzeća. Investicioni fondovi u Srbiji se moraju organizovati u formi akcionarskih društava, a akcionarska društva su u skladu sa Zakonom o porezu na dobit preduzeća poreski obveznici poreza na dobit preduzeća, što znači da ti zatvoreni investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine moraju plaćati porez na dobit kao i sva druga akcionarska i ostala preduzeća u Srbiji (jer nijednim zakonskim rešenjem u Srbiji nije drugačije uređeno).

U isto vreme, fizička lica, akcionari zatvorenih investicionih fondova na isplaćenu dividendu, a u skladu sa Zakonom o porezu na dohodak građana, plaćaju porez na prihode od kapitala. Valja naglasiti da ovakav porez akcionari REIT plaćaju i u drugim zemljama. Činjenica da se u Srbiji plaća porez na dividende isplaćene od strane zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine nije navedena kao specifičnost, već da bi se ukazalo na činjenicu da se porez plaća kako na nivou zatvorenog investicionog fonda za ulaganje u nekretnine, tako i na nivou pojedinačnih investitora, što nije slučaj u pomenutim zemljama.

Kao sledeću značajna specifičnost se može navesti činjenica da našim propisima nije ustanovljena obaveza isplate određenog procenta ostvarene dobiti kroz dividende. Obaveza isplate određenog procenta dobitka akcionarima kroz dividende svakako obezbeđuje viši nivo tih dividendi i predstavlja jedan od motivacionih faktora za ulaganje u ove fondove. Zakonska rešenja drugih zemalja koja se tiču ustanovljavanja obaveze isplate određenog dela profita kroz dividende su različita. Procentat dobitka koji mora biti isplaćen varira od zemlje do zemlje i ide i do 90% ostvarenog dobitka. Postavlja se pitanje šta je garancija malim akcionarima zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine da će dividenda uopšte biti isplaćena, kao i koliki deo dobitka će biti raspodeljen kroz dividende.

Takođe, u našem Zakonu o investicionim fondovima nisu razmatrana ni pitanja kojima se reguliše dozvoljena koncentracija kapitala u investicionim fondovima za nekretnine, a za to i nije bilo potrebe, budući da postojeća zakonska rešenja, kao što je rečeno, ne omogućava ovim fondovima, da po ispunjenju određenih uslova, budu oslobođeni plaćanja poreza na dobitak.

Akcijama zatvorenih investicionih fondova se trguje na berzama. Imajući u vidu činjenicu da se, u ovom trenutku, na Beogradskoj berzi na „Prime market“-u trguje akcijama samo 5 preduzeća, a na „Standard market“-u akcijama još tri preduzeća (nijedno od tih njih nije zatvoreni investicioni fond), postavlja se i pitanje likvidnosti akcija nekih budućih zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Za potencijalne investitore likvidnosti ulaganja u akcije specijalizovanih investicionih fondova je takođe jedna od osnovnih prednosti u odnosu na ulaganje u same nekretnine. Ako nema potrebne likvidnosti, nedostaje još jedna od komparativnih prednosti takvog ulaganja.

Generalno posmatrajući, trenutnim zakonskim rešenjima, ali i situacijom na domaćoj berzi, zatvoreni investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine nemaju one komparativne prednosti koje ulaganje u ove fondove potencijalnim investitorima često čini atraktivnom investicionom opcijom. Nema oslobođanja od poreza na dobit preduzeća (kakvo npr. imaju investicioni fondovi sa REIT statusom u SAD), nema obaveze isplate većeg dela ostvarenog dobitka kroz dividende, nema potrebne likvidnosti u trgovanju akcijama na Beogradskoj berzi, obzirom da se na „Listingu A“ nalazi tek 5 preduzeća. Teško je naći razloge, koji bi uz postojeću regulativu, kreirali takvo interesovanje investitora za trgovanje akcijama zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine koje bi obezbedilo poteban nivo likvidnosti.

Izmenama određenih zakonskih rešenja kojim bi se omogućilo formiranje i funkcionisanje REIT na način koji je prepoznatljiv u zemljama u kojima oni postoje, a uz uvažavanje lokalnih specifičnosti i razvojnih interesa, mogla bi se kreirati atraktivna investiciona opcija. S jedne strane omogućavanje formiranja REIT bi potencijalno moglo obezbediti agregaciju novog kapitala koji bi bio uložen u različite tipove nekretnina, što bi rezultovalo čitavim nizom koristi za različite privredne grane, a s druge strane bi se kreirale dodatne investicione opcije koje bi mogle biti interesantne potencijalnim investitorima i koje bi ih privukle na domaću berzu. Naravno, u uslovima kada je zakonskim rešenjem ograničeno ulaganje zatvorenih investicionih fondova isključivo na teritoriju Srbije, teško bi bilo očekivati specijalizaciju tih fondova po vrsti nekretnina u koju ulažu.

Verovatno je da bi omogućavanje osnivanja REIT u Srbiji dovelo i do agregacije određenog obima kapitala koji bi bio investiran i u hotelske kapacitete. Imajući u vidu iskustva iz SAD, evropskih država uopšte, a i država iz regiona Jugoistočne Evrope, koja su temeljno analizirana u ovom radu, moglo bi se očekivati poslovno povezivanje takvih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine sa najvećim hotelskim korporacijama, što bi, opet, sumarno uticalo ne samo na kvantitativno uvećanje hotelskih kapaciteta, već i na značajan kvalitativni pomak. Analizirajući tendencije u poslovnoj politici najvećih hotelskih korporacija, jasno je da se one vrlo retko opredeljuju na direktno investiranje, naprotiv, videlo se da često prodaju hotele koje imaju u vlasništvu, a zatim ih kroz primenu različitih ugovornih formi zadržavaju pod svojom kontrolom. Stoga je nerealno očekivati njihove ozbiljnije direktne investicije. Potrebno je kreirati takav ambijent u



kojem će se pojaviti zainteresovani investitori za ulaganje u hotelsku industriju, a koji će zatim kroz različite ugovorne forme uključiti te hotele u poslovne sisteme najvećih korporativnih hotelskih lanaca. Iz analize sprovedene u ovom radu se može zaključiti da REIT to jesu.

#### **6.4.4. STAVOVI I OCENE MENADŽERA HOTELA O FRANŠIZINGU KAO INVESTICIONOM OBLIKU U HOTELIJERSTVU SRBIJE**

Obzirom na značaj koji nevlasnički oblici ulaganja imaju na hotelijerskom tržištu, kao i na očekivanja da će i u budućnosti biti jedan od najznačajnijih investicionih oblika, važno je utvrditi stav menadžera hotelijerskih preduzeća u Srbiji o pitanju franšizinga.

Stav menadžera je utvrđen na osnovu ankete koja je sprovedena na uzorku od 43 hotelijerska preduzeća koja su u svom sastavu imala 51 hotel sa ukupno oko 4.896 hotelskih soba, ili 24,52% ukupnog broja registrovanih hotelskih soba u Srbiji. Spisak hotelskih preduzeća je dat u prilogu. U anketi su u velikom broju slučajeva učestvovali generalni menadžeri hotelskih preduzeća.

Pitanje koje se odnosilo na utvrđivanje njihove percepcije odnosa potencijalnih koristi i troškova primene franšize u hotelijerstvu je bilo formulisano na sledeći način:

*Molim Vas da ocenite u kojoj meri se slažete sa iznetim stavom:*

*Poslovanje pod globalno prepoznatljivim hotelskim brendom (po osnovu ugovora o franšizi) bi Vašem hotelu donelo koristi koje bi prevazišle neophodne troškove*

| 1                                                                                          | 2 | 3 | 4 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|---|---|---|
| 1-potpuno se ne slažem, 2-uglavnom se ne slažem, 3-uglavnom se slažem, 4-potpuno se slažem |   |   |   |

Prilikom konstrukcije pitanja se pošlo od pretpostavke da su menadžerima hotela poznate osnovne prednosti poslovanja u okviru korporativnih hotelskih lanaca, kao i svi neophodni troškovi koji proizilaze iz pristupanja određenom hotelskom lancu po osnovu ugovora o franšizi.

Analizirajući odgovore dobijene na nivou celokupnog uzorka, utvrđeno je da su menadžeri iznet stav vrednovali prosečnom ocenom 2,86. Pri tom, u uzorku je zabeležen mali broj odgovora „potpuno se slažem“ – 6 (11,76%), dok nije bilo odgovora „potpuno

se ne slažem“. Svi ostali, koji su odgovorili na pitanje, su dali odgovore da se uglavnom slažu ili uglavnom ne slažu sa iznetim stavom.

Sumarno, a na osnovu dobijenih rezultata se može zaključiti da se menadžeri hotela u proseku uglavnom slažu sa ocenom da bi potencijalne koristi od poslovanja pod prepoznatljivom hotelskom markom po osnovu ugovora o franšizi prevazišle neophodne troškove.

Ako bi se posebno analizirali stavovi menadžera hotelskih preduzeća zavisno od njihove lokacije dobili bi prilično ujednačene rezultate. Sa izrečenim stavom u najvećoj meri su se složili menadžeri hotelskih preduzeća čiji se objekti nalaze u glavnim administrativnim centrima Srbije – 2,89, ostalim gradovima u Srbiji – 2,83, dok su odgovori menadžera hotela lociranih u banjskim i planinskim mestima u proseku isti – 2,67.

Ako bi analizirali stavove menadžera zavisno od kategorije hotelskog objekta najviša ocena je zabeležena kod menadžera hotela sa 5 zvezdica – 3,2.

Kako u Srbiji u ovom trenutku ipak posluje tek mali broj hotela pod međunarodno prepoznatljivim hotelskim markama, a saglasno rezultatima ove ankete, bilo bi za očekivati da ih je više, može se pretpostaviti da su finansijski razlozi ti koji onemogućavaju šire korišćenje franšize. Pri tom se misli kako na ulaganja potrebna za prilagođavanje traženim hotelskim standardima, tako i na same troškove franšize.

## **ZAKLJUČAK**

Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine (REIT) su se javili na tržištu SAD 60-tih godina prošlog veka. Ti fondovi su se razvijali u tri osnovana oblika i to kao imovinski, hipotekarni i hibridni. Još od kraja 80-tih godina, posmatrano po agregatnom obimu tržišne kapitalizacije, na finansijskim tržištima dominiraju imovinski fondovi. Veliki broj tih imovinskih fondova je specijalizovan po vrsti nekretnina u koju ulažu. Najsnažnija specijalizacija je usledila osamdesetih godina iako je i pre toga bilo slučajeva da su se fondovi specijalizovali za ulaganje u pojedine tipove nekretnina. Svi specijalizovani investicioni fondovi su organizovani u formi zatvorenih fondova i svoje akcije kotiraju na berzama. Usled dokazane niske korelacije između kretanja cena akcija korporacija i akcija ovih investicionih fondova, njihove akcije su postale atraktivna investiciona opcija i za krupne institucionalne ulagače, kao jedan od dodatnih načina za diverzifikaciju rizika, ali i kao profitabilna investicija, kako po osnovu isplaćenih dividendi, tako i po osnovu apresijacije njihove tržišne cene.

Još u ranim godinama razvoja ovih fondova nastao je prvi među njima koji se specijalizovao za ulaganje u hotelske objekte. To je bio fond „Hotel Investors Trust“ koji je kasnije preuzet od strane „Starwood Capital Group“. Danas na tržištu postoji veliki broj specijalizovanih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine koji svoj kapital ulažu u hotelske kapacitete. Neki od tih fondova su dostigli izrazito visok stepen razvoja, bilo da dostignuti razvoj ocenjujemo kroz trenutnu tržišnu kapitalizaciju, bilo kroz obim hotelskih kapaciteta u vlasničkom portfelju. Sada na američkim finansijskim tržištima postoje hotelski specijalizovani investicioni fond za ulaganje u nekretnine čija je tržišna kapitalizacija premašila vrednost od 10 milijardi američkih dolara, dok je broj onih čija je kapitalizacija premašila milijardu američkih dolara veći. Vrednosti tržišne kapitalizacije ovih fondova su u trenucima pre nastupanja svetske ekonomske krize bile i znatno veće. U isto vreme, ako se posmatra vlasnički portofilo ovih fondova, može se videti da pojedini fondovi imaju vlasničke udele u hotelima koji zbirno imaju preko 63.000 hotelskih soba. Možda kao najbolja ocena dimenzija ostvarenog rasta može poslužiti podatak da 10 najvećih američkih hotelskih REIT koji svoje akcije kotiraju na New York Stock Exchange imaju vlasničke udele u preko 850 hotela sa preko 211.000 hotelskih soba.

Najveći deo tih hotelskih kapaciteta je uključen na hotelsko tržište pod različitim hotelskim markama najvećih, globalnih, hotelskih korporacija. To je učinjeno korišćenjem različitih ugovornih formi. Evidentno je da je razvoj ovih fondova značajno doprineo daljem snažnom povezivanju tržišta kapitala i tržišta usluga i u isto vreme i daljem razdvajanju vlasništva od upravljanja na savremenom hotelijerskom tržištu. Na jednoj strani imamo fondove koji kapital agregiraju na tržištima kapitala i koji su u tome vrlo uspešni, koji na tržištu pronalaze hotelske objekte koje kupuju, renoviraju i/ili pristupaju izgradnji novih hotelskih kapaciteta, a na drugoj hotelske korporacije koje su razvile mnoštvo hotelskih marki pozicioniranih na različitim tržišnim segmentima, pod kojim ovi hoteli nastavljaju ili započinju svoj poslovni život.

Analizom povezanosti najvećih američkih hotelskih REIT i globalnih hotelskih korporacija, ustanovljena je snažna veza između njih. Ta povezanost se može uočiti na više različitih nivoa. Istraživanjem njihovog portfolia, dokazano je da najveći broj hotela u vlasništvu američkih hotelskih REIT posluje pod brendovima globalnih hotelskih korporacija. Ali i obrnuto, značajan procenat ukupnih hotelskih kapaciteta pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija nalazi se u vlasništvu pomenutih hotelskih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Druga dimenzija povezanosti bi bila i povezanost kapital odnosima koja je identifikovana između određenog broja hotelskih korporacija i hotelskih REIT.

Analizom portfolia svakog od fondova mogla se uočiti snažna povezanost sa nekom od globalnih hotelskih korporacija. Naravno, zavisno od obostrane usklađenosti poslovnih interesa i nastojanje vlasnika da kroz diferenciranje ponude minimizuju tržišni rizik, identifikovani su i različiti odnosi između njih. Između pojedinih REIT i globalnih hotelskih korporacija se može govoriti i odnosima strateškog partnerstva. Tako recimo, čak preko 63% ukupnog broja soba u vlasništvu fonda „Host Hotels and Resorts“ posluje pod hotelskim markama „Marriott“-a, oko 60% ukupnog broja soba „Felcor Lodging Trust“ pod brendovima „Hilton“-a, a oko 47% ukupnih hotelskih kapaciteta fonda „Hospitality Property Trust“ pod markama hotelske korporacije „Intercontinental Hotels Group“. Ako bi posmatrali iz drugog ugla, istraživanje je pokazalo da je čak oko 18% ukupnog broja soba pod kontrolom korporacije „Marriott“ u vlasništvu najvećih američkih hotelskih REIT. Samo „Host Hotels & Resorts“ u svom vlasništvu ima 40.375 soba koje se nalaze u hotelima koji posluju pod nekom od hotelskih marki korporacije „Marriott International“. U relativnom izrazu to je 7,2% ukupnog broja soba jedne od

najvećih svetskih hotelskih korporacija. Tezu o uzajamnoj povezanosti fonda "Host Hotel & Resort" i hotelske korporacije „Marriott“ dodatno ilustruje podatak da korporacija „Marriott“ poseduje 2,4% ukupnog broja akcija fonda.

Specijalizovani investicioni fondovi su se na evropskom tržištu pojavili znatno kasnije, iako je, recimo u Holandniji to kašnjenje bilo malo. Ipak, u najvećem broju evropskih zemalja koje danas uopšte i imaju zakonska rešenja koja omogućavaju rad REIT, ta rešenja su usvojena znatno kasnije i međusobno se i razlikuju. Ipak, svi su oni iskoristili određena iskustva u radu ovih fondova na, pre svega, tržištu SAD, a zatim su zakonska rešenja prilagodili sopstvenim specifičnostima i ciljevima. Kroz rad su detaljnije analizirana rešenja primenjena u zemljama Jugoistočne Evrope u kojima postoje ovi fondovi i to u Bugarskoj, Grčkoj i Turskoj. I ovde je uočeno da su zakonska rešenja različita, kao i obim investicionih aktivnosti ovih fondova. Najveći broj onih koji su agregirani kapital ulagali u hotele je registrovan na tržištu Turske. Istraživanjem je pokazano da je i na ovom tržištu najveći deo tih hotelskih kapaciteta (oko 67%) u vlasništvu turskih REIT nastavio poslovanje pod hotelskim markama globalnih hotelskih korporacija, dok su neki razvili i sopstvene hotelske brendove. Na manjim tržištima, kakvo je bugarsko tržište, ovi fondovi se nisu u tolikoj meri orijentisali prema ulaganju u hotelske kapacitete, iako su REIT i u Bugarskoj vlasnici preko 10 hotela koji su ili izgrađeni ili u završnim fazama izgradnje, što se ipak posmatrajući veličinu tržišta, kao i ukupno vreme poslovanja ovih fondova na tom tržištu (od kojeg se veći deo poklapa sa aktuelnom svetskom ekonomskom krizom), mora oceniti kao pozitivno iskustvo.

Kroz rad je analizirano poslovanje globalnih hotelskih korporacija, kako na svetskom tržištu, tako i još detaljnije, na tržištima zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope sa posebnim osvrtom na zemlje članice CEFTA od kojih je najveći broj nastao dezintegracijom bivše Jugoslavije. Sprovedeno istraživanje je pokazalo da je razvoj tih korporacija tokom celog posmatranog perioda bio dinamičan, da su dosegle ogromne poslovne dimenzije. Tako danas 10 najvećih hotelskih korporacija sveta kontroliše oko 4,4 miliona hotelskih soba. Analizirajući njihove godišnje izveštaje kao i statističke izveštaje časopisa „Hotels“, jasno je dokazano da takav razvoj u najvećoj meri duguju korišćenju nevlasničkih investicionih oblika, pre svih ugovora o franšizi i ugovora o menadžmentu, uz konstantno jačanje svojih hotelskih marki, kao svojih razvojnih strategija. Na konkretnim primerima je dokazano da su globalne hotelske korporacije tokom poslednje decenije u svom portfelju smanjile učešće kapaciteta po osnovu

vlasništva i/ili dugoročnog zakupa, baš u korist korišćenja fleksibilnijih formi datih kroz ugovor o franšizi i ugovor o menadžmentu. Svaki od ovih oblika ulaganja ima svoje prednosti i nedostatke (koji su analizirani kroz rad) i upravo zbog toga, a s ciljem minimizacije poslovnih rizika i ostvarenja veće profitabilnosti, oni se vrlo često i kombinuju.

Kao karakteristika hotelijerskog tržišta se svakako može navesti polarizacija na manji broj ogromnih hotelskih korporacija i veći broj onih manjih. U isto vreme uočava se i fragmentacija koja se manifestuje kroz razvoj i konkurenciju velikog broja hotelskih brendova.

Na tržištu zemalja Centralne i Jugoslovenske Evrope, najveći obim hotelskih kapaciteta pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija je zabeležen na tržištima Turske, Poljske, Češke, Mađarske, Grčke. U analiziranom regionu poslovne aktivnosti ima svih deset vodećih globalnih hotelskih korporacija. Neke od njih su sa različitim hotelskim brendovima na pomenutim tržištima prešle sa strategije „plitkog ulaska“ i strategije međunarodne hotelske marke, na strategiju nacionalne hotelske marke. U tim situacijama uočavamo šire prisutvo hotela pod tim hotelskim markama i to ne samo u okviru primarne destinacije te zemlje, već i u manje razvijenim turističkim centrima, u kojima prisustvo ponude tako snažnih hotelskih brendova ne doprinosi u tolikoj meri kvantitetu, koliko kvalitetu ponude.

Analizirajući region zemalja članica CEFTA može se uočiti da se najveći obim hotelskih kapaciteta pod kontrolom globalnih hotelskih korporacija nalazi u Hrvatskoj, što je sasvim i očekivano obzirom na nivo turističke razvijenosti te zemlje. Ako se analiziraju primenjeni investicioni oblici na tržištima zemalja CEFTA, uočava se da su globalne hotelske korporacije dominantno koristile ugovorne forme i to ugovor o franšizi i ugovor o menadžmentu. Ugovor o menadžmentu je uglavnom sklapan za hotele viših kategorija koje su u proseku imali i veći broj soba. Jedini primeri direktnog ulaganja globalnih hotelskih korporacija u regionu su registrovani kroz zajednička ulaganja sa domaćim investitorima u slučajevima beogradskog hotela „Hyatt Regency“ i dubrovačkog hotela „Hilton Imperial“. Kako je beogradski hotel izgrađen pre 23 godine, praktično jedino novije direktno ulaganje je bila zajednička investicija u dubrovački hotel. Manji međunarodni hotelski lanci su u većoj meri koristili direktno investiranje kao primenjen investicioni oblik i u tom smislu se kao ilustracija može navesti izgradnja beogradskog hotela čije se otvaranje očekuje tokom ove godine - „Falkensteiner Hotel Novi Beograd“.

Kroz rad je dat i prikaz poslovanja hotelskih konzorcijuma, kako na globalnom tržištu, tako i na tržištima zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope sa posebnim osvrtom na region zemalja članica CEFTA. Analiza odnosa koristi i ulaganja je pokazala da ulazak u hotelske konzorcijume može biti atraktivna opcija za nezavisne hotelijere, pre svega radi obezbeđenja adekvatnog prisustva u najvećim svetskim hotelskim rezervacionim sistemima, ali i globalnim distributivnim sistemima. I u ovom slučaju, posmatrajući ceo region Centralne i Jugoistočne Evrope, najviše hotela iz Grčke, Turske, Češke, Hrvatske, Mađarske i Poljske je uključilo svoju ponudu u najsnažnije hotelske konzorcijume. Na analiziranom tržištu je prisutan veliki broj hotelskih konzorcijuma, od koji se kao oni sa najvećim obimom uključene hotelske ponude iz regiona mogu identifikovati „Utell Hotels & Resorts”, „Great Hotels of the World”, „Hotusa Hotels”. Jedan broj hotela je u isto vreme integralni deo ponude globalnih hotelskih lanaca, ali i uključen u ponudu nekih od najvećih dobrovoljnih hotelskih lanaca.

Zasebno analizirajući tržište zemalja CEFTA, opet se kao lider po obimu inkorporirane hotelske ponude u najveće dobrovoljne hotelske lance nameće Hrvatska. Iz te zemlje je u ponudu nekih od najvećih dobrovoljnih hotelskih lanaca sveta uključeno 22 hotela sa oko 3.100 soba. To je više nego tri puta veći broj hotela, odnosno dvostruko veći broj soba, od zbira svih hotelskih kapaciteta uključenih u te lance na nivou preostalih zemalja članica CEFTA.

Poseban akcenat u radu je stavljen na analizu hotelskih kapaciteta u Srbiji, kako u kvantitativnom, tako i kvalitativnom smislu. Kroz sprovedenu analizu je dokazano da se dostignutom nivou ne može dati zadovoljavajuća ocena. Tokom poslednje dve decenije je uvećan obim hotelskih kapaciteta u Srbiji i to značajno više posmatrano po broju hotela, u odnosu na broj soba, što je za posledicu imalo smanjenje prosečne veličine hotelskog objekta u Srbiji. Tokom analiziranog perioda došlo je do značajnih promena u smislu učešća pojedinih kategorija u ukupnoj hotelskoj ponudi Srbije. Te promene su posledica više različitih faktora.

Izostale su značajne strane direktne investicije u hotelijerskoj delatnosti. Takav rezultat se može objasniti kako generalnim poslovnim opredeljenjem globalnih hotelskih lanaca ka korišćenju nevlasničkih investicionih oblika, posebno ako imamo u vidu i percepciju rizika u ovom delu Evrope. Na berzi su izostale i portfolio investicije usled nedovoljnog

kvaliteta ponuđenih hartija od vrednosti kako u smislu očekivanih prinosa, tako i njihove likvidnosti.

U toku analiziranog perioda jedan od najznačajnijih događaja na tržištu je bila sprovedena privatizacija. Tokom tog procesa veliki broj ugostiteljskih preduzeća je privatizovan. Privatizacija svakako predstavlja samo početni korak u prestrukturiranju preduzeća ka savremenom hotelijerskom preduzeću. O efektima privatizacije se može suditi na osnovu različitih kriterijuma. Jedan od njih jeste sposobnost preduzeća da se po sprovedenoj privatizaciji i restrukturiranju uključe u tržišnu utakmicu na dinamičnom hotelijerskom tržištu. Analizirajući finansijske efekte poslovanja tih preduzeća u godinama nakon privatizacije, ne može se dati povoljna ocena. Jedan broj takvih preduzeća, činjenica je, ostvario je dobre poslovne rezultate, ali isto tako se može konstatovati da veći broj njih nije i kod njih je registrovan konstantan gubitak. Ipak, valja napomenuti da je analiza sprovedena za godine koje korespondiraju sa vremenom snažne ekonomske krize. Ocena sprovedene privatizacije se može dati i sa stanovišta postignutih prodajnih cena. U vezi sa tim u radu su prezentovani detaljniji rezultati sopstvenog istraživanja koji upućuju na zaključak da su na nivou Srbije postignuti značajno različiti efekti. U određenim delovima zemlje postignuta cena je bila blizu procenjene vrednosti kapitala, pre svega u Beogradu, dok je u nekim delovima taj odnos bio znatno nepovoljniji. Ipak, ono što se svakako može dati kao jedna od ocena sprovedene privatizacije, jeste da je kroz taj proces propuštena prilika da se pronađu odgovarajući partneri sa bogatim iskustvom, snažnim hotelskim markama i savremenom tehnologijom poslovanja koji bi ulaskom na tržište Srbije i uključivanjem tih hotela u svoju ponudu, kvalitativno značajno poboljšali ukupnu hotelsku ponudu Srbije. To svakako nisu i ne bi morali biti one najveće, globalne hotelske korporacije. Imajući u vidu predstavljene tendencije u poslovanju tih hotelskih korporacija i njihovu izrazitu orijentaciju ka nevlasničkim formama nastupa, s jedne strane, i karakteristike privatizovanih hotelskih preduzeća, pitanje je u kojoj meri je bilo realno očekivati njihovo učešće u samoj privatizaciji.

Kako je pokazala analiza finansijskih efekata poslovanja hotelskih preduzeća u Srbiji u celini, osim za hotelska preduzeća iz Beograda koja donekle u proseku ostvaruju izvesne rezultate, a posmatrane kroz obračun prosečnih vrednosti TREVPAR-a (Total Revenue Per Available Room) i GOPPAR-a (Gross Operating Profit Per Available Room), situacija u ostalim turističkim klasterima je značajno lošija. Opet, ako se vrednosti ostvarene u



Beogradu kompariraju sa vrednostima registrovanim u glavnim gradovima razvijenijih zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope, ne može se dati pozitivna ocena. Ostvarene vrednosti na nivou Srbije su takve da se u velikom broju slučajeva iz tekućeg poslovanja ne mogu obezbediti sredstva potrebna za kontinuirano prilagođavanje hotelske ponude zahtevima savremenog tržišta, tim pre što neki od tih objekata nisu renovirani tokom dužeg vremenskog perioda.

U cilju utvrđivanja izvora finansiranja i strukture realizovanih investicija, kao i investicionih očekivanja kako u pogledu obima, tako i izvora finansiranja i strukture budućih investicija hotelijerskih preduzeća u Srbiji, sprovedeno je istraživanje čiji rezultati prezentovani u ovom radu upravo pokazuju da je najmanji procenat realizovanih investicija u hotelijerstvu u poslednjih 5 godina finansiran iz sopstvenog poslovanja. U isto vreme dominiraju drugi izvori, među kojima sredstva od dokapitalizacije, transfera iz matičnih korporacija, sredstava pribavljena prodajom nerentabilnih objekata, ali i bankarski krediti. I ovde se mogu uočiti razlike između hotelijerskih preduzeća zavisno od lokacije njihovih objekata. U slučaju beogradskih hotelijerskih preduzeća, učešće sredstava obezbeđenih iz tekućeg poslovanja je bilo značajno veće u odnosu na prosek na nivou Srbije. U pogledu budućnosti, izraženo je očekivanje da će veći deo sredstava biti obezbeđen iz tekućeg poslovanja. U pogledu strukture ubedljivo najveći deo sredstava je investiran u osnovna sredstva, a takva su i očekivanja za naredni period.

Učešće ponude hotela pod kontrolom globalnih hotelskih lanaca u ukupnoj ponudi Srbije mora oceniti kao nisko. U Srbiji mali broj hotela posluje pod međunarodno prepoznatljivim hotelskim markama. Najveći broj tih hotela je lociran u Beogradu. Obzirom da najveći broj stranih turista dolazi u Srbiju iz poslovnih razloga, a da Beograd predstavlja i poslovni i administrativni centar Srbije, takvo opredeljenje je sasvim očekivano.

Ipak, ako se posmatra period od pre nekoliko godina, mora se konstatovati da je ostvaren progres. U skladu sa usvojenom Strategijom razvoja turizma, od strane države su investirana značajna finansijska sredstva u razvoj jednog novog planinskog turističkog centra. Izgrađena je potrebna infrastruktura, otvoren je prvi hotel za koji je sklopljen ugovor o upravljanju sa međunarodnim hotelskim lancem, u toku je izgradnja drugih hotela na tom lokalitetu, od kojih nekih i kroz zajedničko ulaganje sa zainteresovanim

stranim ulagačima. U isto vreme za te objekte je sklopljen ugovor sa hotelskom korporacijom sa velikim međunarodnim iskustvom, prepoznatljivom hotelskom markom i izgrađenim kanalima distribucije. Na osnovu usvojenih planova i preduzetih investicija, stvorena je osnova za budući planski razvoj te destinacije i ulaganja zainteresovanih privatnih ulagača. Ovaj primer ilustruje da postoji prostor za intenzivnije korišćenje javno-privatnog partnerstva kao investicionog oblika za razvoj hotelijerstva Srbije. Javno-privatno partnerstvo je popularan investicioni oblik, ali se u Srbiji još uvek nalazi u začetku. Ipak, u okviru svih urađenih master planova u poslednjih nekoliko godina potencira se značaj ustanovljavanja saradnje između javnog i privatnog sektora.

U analizama ne treba zanemariti značaj investicija čiji je nosilac autonomni privatni sektor. Njihove investicije su u prethodnom periodu uticale na podizanje kvaliteta hotelske ponude. U Srbiji je poslednjih godina izgrađen veći broj manjih hotela upravo kroz investicije autonomnog privatnog sektora.

Analizirajući tekuća događanja na tržištu, kao i namere iskazane kroz sklopljene ugovore sa globalnim hotelskim korporacijama, može se očekivati i da će se u bliskoj budućnosti pojaviti određeni broj hotela koji će uticati na podizanje, kako kvantitativnog, tako što je još i važnije, kvalitativnog nivoa hotelske ponude u Srbiji. Ocenjujući svaku od pojedinačnih tekućih i budućih investicija koje bi trebale rezultovati otvaranjem novih hotela pod kontrolom međunarodnih hotelskih korporacija u Srbiji, vidi se da i u ovom slučaju dominiraju ugovorne forme. U slučaju najvećih globalnih hotelskih korporacija to je i jedini registrovan način, dok je kod manjih hotelskih lanaca registrovano i direktno ulaganje. Stoga, ako se u budućnosti želi povećati broj hotela pod međunarodnim hotelskim markama, potrebno je obezbediti investitore spremne da svoj kapital ulože u izgradnju novih hotelskih objekata i/ili kupovinu i adaptaciju postojećih, a koji bi zatim ugovornim formama te objekte uključili u ponudu međunarodnih hotelskih lanaca. Na osnovu sprovedenih istraživanja se svakako može tvrditi da specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine predstavljaju jednog od takvih investitora.

Postojeća zakonska rešenja u Srbiji omogućavaju formiranje zatvorenih investicionih fondova za ulaganje u nekretnine. Ipak, postojeća zakonska rešenja nisu ovim fondovima omogućila ostvarivanje onih komparativnih prednosti koje ulaganje u njih čini atraktivnim postojećim investitorima. Tu se pre svega misli na oslobađanje plaćanja poreza na dobitak, kao i obavezu isplate najvećeg dela ostvarenog dobitka akcionarima

tog fonda. Izmenama određenih zakonskih rešenja kojim bi omogućilo formiranje i funkcionisanje REIT na način koji je prepoznatljiv u zemljama u kojima oni već duže vreme postoje, a uz uvažavanje lokalnih specifičnosti i razvojnih interesa, mogla bi se kreirati potencijalno atraktivna investiciona opcija. U Srbiji se ulaganje u nekretnine tradicionalno smatra za isplativu investiciju, pa je realno očekivati da bi se, pod uslovom obezbeđenja potrebne likvidnosti akcija tih fondova, pojavili investitori koji bi bili spremni da deo svog kapitala ulože i specijalizovane investicione fondove za ulaganje u nekretnine. Naravno, takvi fondovi, bar u početnom periodu razvoja, ne bi bili specijalizovani za ulaganje u pojedine vrste nekretnina. Dodatni kapital koji bi se na taj način agregirao i uložio, bi potencijalno, obezbedio koristi brojnim privrednim granama. Za očekivati je da bi jedan deo tog kapitala mogao biti investiran i u izgradnju i/ili kupovinu i adaptaciju postojećih hotelskih objekata, a zatim u određenom broju slučajeva tako uključen i u međunarodne hotelske lance. Time bi se svakako doprinelo podizanju kvaliteta hotelske ponude u Srbiji.

## PRILOZI

**PRILOG 1.** SPISAK PREDUZEĆA ČIJI SU BILANSNI PODACI ISKORIŠĆENI KAO OSNOVA ZA ANALIZU FINANSIJSKIH EFEKATA POSLOVANJA HOTELSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI

|     | <b>PREDUZEĆE</b>                                                                                 | <b>HOTEL</b>                                                              |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 1.  | DOO ZA PROMET ROBE NA VELIKO I MALO LENS NIŠ                                                     | HOTEL ALEKSANDAR                                                          |
| 2.  | HOTELSKO UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO<br>PREDUZEĆE ROYAL DOO BEOGRAD                               | HOTEL ROYAL                                                               |
| 3.  | HOTELSKO UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO<br>PREDUZEĆE PRAG AD BEOGRAD                                 | HOTEL PRAG                                                                |
| 4.  | HOTELSKO, UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO<br>PREDUZEĆE MOSKVA AD BEOGRAD                              | HOTEL MOSKVA                                                              |
| 5.  | HOTELSKO UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO DRUŠTVO<br>ASTORIA AD BEOGRAD                                | HOTEL ASTORIA                                                             |
| 6.  | HOTEL MAJESTIC DOO BEOGRAD                                                                       | HOTEL MAJESTIC                                                            |
| 7.  | DOO ZA HOTELSKO UGOSTITELJSKU DELATNOST<br>HOTEL UNION BEOGRAD                                   | HOTEL UNION                                                               |
| 8.  | AD NACIONAL ZA HOTELSKO, UGOSTITELJSKO I<br>TURISTIČKE USLUGE BEOGRAD                            | HOTEL NACIONAL                                                            |
| 9.  | HOTELSKO UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO<br>PREDUZEĆE BALKAN AD BEOGRAD                               | HOTEL BALKAN                                                              |
| 10. | DRUŠTVO ZA HOTELSKE, UGOSTITELJSKE I<br>TURISTIČKE USLUGE EXCELSIOR AD BEOGRAD                   | HOTEL EXCELSIOR                                                           |
| 11. | AD HOTEL SRBIJA PRIVREDNO DRUŠTVO ZA<br>HOTELSKO-TURISTIČKU I UGOSTITELJSKU<br>DELATNOST BEOGRAD | HOTEL SRBIJA                                                              |
| 12. | DRUŠTVO ZA HOTELSKO TURISTIČKU I<br>UGOSTITELJSKU DELATNOST HOTEL ŠUMADIJA<br>BEOGRAD            | BEST WESTERN HOTEL<br>ŠUMADIJA                                            |
| 13. | HOTEL REX DOO BEOGRAD                                                                            | HOTEL REX                                                                 |
| 14. | DOO HOTEL LUČANI LUČANI                                                                          | HOTEL LUČANI                                                              |
| 15. | UGOSTITELJSKO-TURISTIČKO PREDUZEĆE<br>TREŠNJICA AD POŽEGA                                        | HOTEL POŽEGA                                                              |
| 16. | AD ZA UGOSTITELJSTVO, TURIZAM I TRGOVINU<br>PALAS JAGODINA                                       | HOTEL JAGODINA PALAS                                                      |
| 17. | TURISTIČKO-UGOSTITELJSKO AD GRZA-TURIST<br>PARAĆIN                                               | HOTEL PETRUS                                                              |
| 18. | AD ZA UGOSTITELJSKE I TURISTIČKE USLUGE<br>DJERDAP TURIST KLADOVO                                | HOTEL ĐERDAP                                                              |
| 19. | HOTELSKO TURISTIČKO AD SLOGA VALJEVO                                                             | HOTEL GRAND, HOTEL<br>NARCIS, HOTEL DIVČIBARE,<br>HOTEL MALJEN, JABLENICA |

|            |                                                                                                                          |                                                                                  |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>20.</b> | DOO ZA PRUŽANJE HOTELSKO-TURISTIČKIH<br>USLUGA ŠUMARICE KRAGUJEVAC                                                       | HOTEL ŠUMARICE, HOTEL<br>ZELENGORA                                               |
| <b>21.</b> | HOTELSKO TURISTIČKO TRGOVINSKO AD PALISAD<br>ZLATIBOR                                                                    | HOTEL PALISAD                                                                    |
| <b>22.</b> | 'SRBIJA-TURIST' AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA<br>UGOSTITELJSTVO, TURIZAM, SPOLJNU I<br>UNUTRAŠNJU TRGOVINU I IGRE NA SREĆU, NIŠ | HOTEL AMBASADOR,<br>HOTEL NAIS, HOTEL<br>OZREN, HOTEL NIŠ                        |
| <b>23.</b> | HTP FONTANA AD VRNJAČKA BANJA, SAVE<br>KOVAČEVIĆA 6                                                                      | HOTEL FONTANA, HOTEL<br>ZVEZDA, ZVEZDA II, HOTEL<br>SLOBODA, HOTEL BELI<br>IZVOR |
| <b>24.</b> | AD ZA TURIZAM UGOSTITELJSTVO I TRGOVINU<br>ŽUPA KRUŠEVAC                                                                 | HOTEL RUBIN, HOTEL<br>EVROPA                                                     |
| <b>25.</b> | LEPENSKI VIR AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA<br>UGOSTITELJSTVO I TURIZAM DONJI MILANOVAC                                          | HOTEL LEPENSKI VIR                                                               |
| <b>26.</b> | AD ZATRGOVINA I UGOSTITELJSTVO GOLUBAC<br>HOTEL GOLUBAČKI GRAD GOLUBAC                                                   | HOTEL GOLUBAČKI GRAD                                                             |
| <b>27.</b> | AD ZA UGOSTITELJSTVO I TURIZAM JUNIOR BRUS                                                                               | HOTEL JUNIOR                                                                     |
| <b>28.</b> | HOTELIJERSKO AKCIONARSKO DRUŠTVO<br>BEOGRADSKO MEŠOVITO PREDUZEĆE AD BEOGRAD                                             | HOTEL HYATT REGENCY                                                              |
| <b>29.</b> | TOURIST GAMES DOO KRAGUJEVAC                                                                                             | HOTEL STARI GRAD                                                                 |
| <b>30.</b> | AD ZA HOTELIJERSTVO I UGOSTITELJSTVO PLANA IZ<br>VELIKE PLANE                                                            | HOTEL VELIKA PLANA                                                               |
| <b>31.</b> | DRUŠTVO SA OGRANIČENOM ODGOVORNOŠĆU ZA<br>UGOSTITELJSKU DELATNOST FAP LIM DOO PRIBOJ                                     | HOTEL LIM                                                                        |
| <b>32.</b> | PRIVREDNO DRUŠTVO ZA TURIZAM TRGOVINU<br>ZLATNIK-KOMERC DOO BEOGRAD                                                      | HOTEL ZLATNIK                                                                    |
| <b>33.</b> | JADRAN DOO, PRIVREDNO DRUŠTVO ZA TURIZAM,<br>UGOSTITELJSTVO I TRGOVINU NOVI BEČEJ                                        | HOTEL TISKI CVET                                                                 |
| <b>34.</b> | HOTELSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE SRBIJA DOO<br>VRŠAC                                                                        | HOTEL SRBIJA                                                                     |
| <b>35.</b> | AD CENTRAL ZA UGOSTITELJSTVO VRBAS                                                                                       | HOTEL BAČKA                                                                      |
| <b>36.</b> | UGOSTITELJSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE<br>VOJVODINA DOO ZRENJANIN                                                            | HOTEL VOJVODINA                                                                  |
| <b>37.</b> | TURIST DOO - PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO I<br>TURIZAM BAČKA PALANKA                                                      | HOTEL FONTANA                                                                    |
| <b>38.</b> | PALIĆ DOO ZA TURIZAM, HOTELIJERSTVO I<br>UGOSTITELJSTVO SUBOTICA                                                         | HOTEL PATRIA, HOTEL<br>PRESIDENT PALIĆ                                           |
| <b>39.</b> | INTERNACION AD SOMBOR                                                                                                    | HOTEL INTERNACION                                                                |
| <b>40.</b> | HOTEL NOVI SAD DOO NOVI SAD                                                                                              | HOTEL NOVI SAD                                                                   |
| <b>41.</b> | HOTELSKO-TURISTIČKO DRUŠTVO SAJAM DOO<br>NOVI SAD                                                                        | HOTEL SAJAM                                                                      |
| <b>42.</b> | HOTELSKO-TURISTIČKO UGOSTITELJSKO                                                                                        | HOTEL PARK, HOTEL                                                                |

|     |                                                                                                     |                                     |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
|     | PREDUZEĆE PARK AD NOVI SAD                                                                          | LEOPOLD                             |
| 43. | HOTEL NARVIK AKCIONARSKO DRUŠTVO KIKINDA                                                            | HOTEL NARVIK                        |
| 44. | PIK BEČEJ HOTEL BELA LADJA AD ZA<br>UGOSTITELJSTVO I TURIZAM BEČEJ                                  | HOTEL BELA LAĐA                     |
| 45. | PUTNIK AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA<br>UGOSTITELJSTVO I TRGOVINU NOVI SAD                                 | HOTEL PUTNIK                        |
| 46. | VOJVODINA AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA<br>UGOSTITELJSTVO I TURIZAM NOVI SAD                               | HOTEL VOJVODINA                     |
| 47. | ELITTE-PALIĆ DOO ZA TURIZAM I UGOSTITELJSTVO<br>PALIĆ                                               | HOTEL JEZERO, HOTEL<br>PARK         |
| 48. | VIVENS DOO ZA UGOSTITELJSTVO TURIZAM I<br>TRGOVINU NOVI SAD                                         | HOTEL PARK ADA                      |
| 49. | DRUŠTVO SA OGRANIČENOM ODGOVORNOŠĆU<br>NAPRED-UGOSTITELJSTVO BEOGRAD                                | HOTEL N                             |
| 50. | HOTELSKO-TURISTIČKO PREDUZEĆE OLIMP DOO<br>ZLATIBOR                                                 | HOTEL OLIMP                         |
| 51. | DOO ZA UGOSTITELJSTVO I TRGOVINU REKIĆ<br>TRAVEL NOVI PAZAR                                         | HOTEL TADŽ                          |
| 52. | PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO, TURIZAM I<br>TRGOVINU EXCELSIOR DOO POLJSKA RŽANA                      | HOTEL LOVAC                         |
| 53. | PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSKE USLUGE ALBERGO<br>DOO BEOGRAD                                            | HOTEL LE PETIT PIAF                 |
| 54. | PREDUZEĆE ZA TRGOVINU, HOTELIJERSTVO,<br>UGOSTITELJSTVO I ZDRAVSTVO MALA KUĆA VELIKI<br>MIR DOO NIŠ | HOTEL NIŠKI CVET                    |
| 55. | PRIVREDNO DRUŠTVO ZA UGOSTITELJSTVO I<br>TRGOVINU NOVA SICILIJANA DOO KRAGUJEVAC                    | HOTEL KRAGUJEVAC                    |
| 56. | JAT-HOTELI SLAVIJA DOO ZA HOTELSKE USLUGE<br>BEOGRAD                                                | HOTEL SLAVIJA, HOTEL<br>SLAVIJA LUX |

**PRILOG 2. SPISAK HOTELSKIH PREDUZEĆA/HOTELA ČIJI SU MENADŽERI UČESTVOVALI U ANKETI (INVESTICIJE I INVESTICIONA OČEKIVANJA U HOTELIJERSKOJ PRIVREDI SRBIJE)**

|     | <b>HOTEL/PREDUZEĆE</b>        | <b>MESTO</b>                  |
|-----|-------------------------------|-------------------------------|
| 1.  | AD ŽUPA                       | KRUŠEVAC                      |
| 2.  | BEST WESTERN HOTEL M          | BEOGRAD                       |
| 3.  | BEST WESTERN HOTEL ŠUMADIJA   | BEOGRAD                       |
| 4.  | HOTEL BALKAN                  | BEOGRAD                       |
| 5.  | HOTEL BEOGRAD                 | BEOGRAD                       |
| 6.  | HOTEL CONTINENTAL             | BEOGRAD                       |
| 7.  | HOTEL ĐERDAP                  | KLADOVO                       |
| 8.  | HOTEL GOLDEN INN              | MAJDANPEK                     |
| 9.  | HOTEL GOLUBAČKI GRAD          | GOLUBAC                       |
| 10. | HOTEL IZVOR                   | ARANĐELOVAC                   |
| 11. | HOTEL JAVOR                   | JAVOR                         |
| 12. | HOTEL KASINA                  | BEOGRAD                       |
| 13. | HOTEL LE PETIT PIAF           | BEOGRAD                       |
| 14. | HOTEL MAJESTIC                | BEOGRAD                       |
| 15. | HOTEL MOSKVA                  | BEOGRAD                       |
| 16. | HOTEL N                       | BEOGRAD                       |
| 17. | HOTEL NACIONAL                | BEOGRAD                       |
| 18. | HOTEL NOVI SAD                | NOVI SAD                      |
| 19. | HOTEL OLGA DEDIJER            | KOPAONIK                      |
| 20. | HOTEL PALACE                  | BEOGRAD                       |
| 21. | HOTEL PALISAD                 | ZLATIBOR                      |
| 22. | HOTEL PARK                    | IVANJICA                      |
| 23. | HOTEL PETRUS                  | PARAĆIN                       |
| 24. | HOTEL POŽEGA                  | POŽEGA                        |
| 25. | HOTEL PRAG                    | BEOGRAD                       |
| 26. | HOTEL PRESIDENT               | ZLATIBOR                      |
| 27. | HOTEL PRESIDENT KOVILOVO      | BEOGRAD                       |
| 28. | HOTEL ROYAL                   | BEOGRAD                       |
| 29. | HOTELI SLAVIJA                | BEOGRAD                       |
| 30. | HOTEL TISKI CVET              | NOVI BEČEJ                    |
| 31. | HOTEL TULIP INN PUTNIK        | BEOGRAD                       |
| 32. | HOTEL TURIST                  | KRALJEVO                      |
| 33. | HOTEL UNION                   | BEOGRAD                       |
| 34. | HOTEL ZIRA                    | BEOGRAD                       |
| 35. | HOTEL ZLATIBOR MONA           | ZLATIBOR                      |
| 36. | HOTEL ZLATNIK                 | BEOGRAD                       |
| 37. | HTD ŠUMARICE                  | KRAGUJEVAC                    |
| 38. | HTP FONTANA                   | VRNJAČKA BANJA                |
| 39. | HTP LEPTERIJA                 | SOKO BANJA                    |
| 40. | MBB (HOTELI TERMAL I MINERAL) | MATARUŠKA I BOGUTOVAČKA BANJA |
| 41. | TARA RESORT                   | BAJINA BAŠTA                  |

**PRILOG 3. SPISAK PREDUZEĆA ČIJI SU PODACI O PRIVATIZACIJI ISKORIŠĆENI KAO OSNOVA ANALIZE SPROVEDENE PRIVATIZACIJE UGOSTITELJSKIH PREDUZEĆA AUKCIJSKOM METODOM**

| <b>PREDUZEĆE</b>                                                                |
|---------------------------------------------------------------------------------|
| 1. UGOSTITELJSKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE CENTRAL ZEMUN                              |
| 2. DP ZA HOTELSKO-TURISTIČKU I UGOSTITELJSKU DELATNOST HOTEL SRBIJA BEOGRAD     |
| 3. TURISTIČKO UGOSTITELJSKO PREDUZEĆE AVALA AKCIONARSKO DRUŠTVO BEOGRAD         |
| 4. DRUŠTVENO HOTELSKO UGOSTITELJSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE HOTEL NACIONAL BEOGRAD |
| 5. DRUŠTVENO HOTELSKO UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO PREDUZEĆE ASTORIA BEOGRAD      |
| 6. HOTELSKO UGOSTITELJSKO TURISTIČKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE EXCELSIOR BEOGRAD      |
| 7. DP ZA HOTELSKO-TURISTIČKU I UGOSTITELJSKU DELATNOST HOTEL TURIST BEOGRAD     |
| 8. DRUŠTVENO HOTELSKO UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO PREDUZEĆE HOTEL ROJAL BEOGRAD  |
| 9. DP ZA HOTELSKO-UGOSTITELJSKU DELATNOST UNION-HOTEL UNION BEOGRAD             |
| 10. DP ZA HOTELSKO-TURISTIČKU I UGOSTITELJSKU DELATNOST HOTEL ŠUMADIJA BEOGRAD  |
| 11. HOTELSKO-UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE SPLENDID BEOGRAD    |
| 12. HOTELSKO UGOSTITELJSKO I TURISTIČKO PREDUZEĆE PRAG BEOGRAD                  |
| 13. PRIVREDNO DRUŠTVO PTT-UGOSTITELJSTVO                                        |
| 14. DRUŠTVENO PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO I TURIZAM JUNIOR                      |
| 15. UGOSTITELJSKO PREDUZEĆE RAZVITAK D.P. LAZAREVAC                             |
| 16. UTDP NA AKCIJE LEPENSKI VIR DONJI MILANOVAC                                 |
| 17. DUP BOR / AD ZA UGOSTITELJSTVO, TRGOVINU I TURIZAM BOR                      |
| 18. DUTP INEKS KRAJINA NEGOTIN                                                  |
| 19. DP ZA UGOSTITELJSTVO I TURIZAM PETROVAC                                     |
| 20. AKCIONARSKO DRUŠTVO UGOSTITELJSTVO GOLUBAČKI GRAD                           |
| 21. UGOSTITELJSKO TURISTIČKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE PARTIZAN KUČEVO                |
| 22. HOTELSKO UGOSTITELJSKO PREDUZEĆE BALKAN LESKOVAC                            |
| 23. AKCIONARSKO DRUŠTVO CENTRAL ZA UGOSTITELJSTVO VRBAS                         |
| 24. AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA UGOSTITELJSTVO I TRGOVINU HUP NOVI SAD               |
| 25. HOTELSKO-TURISTIČKO UGOSTITELJSKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE PARK NS               |
| 26. UGOSTITELJSKO-TRGOVINSKO PREDUZEĆE PUTNIK A.D. NOVI SAD                     |
| 27. HOTELSKO-TURISTIČKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE VOJVODINA NOVI SAD                  |
| 28. UGOSTITELJSKO TURISTIČKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE SRBIJA VRŠAC                   |
| 29. DRUŠTVENO UGOSTITELJSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE BELA CRKVA                     |
| 30. AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA UGOSTITELJSTVO I TRGOVINU DUNAV KOVIN                |
| 31. UGOSTITELJSKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE ŠUMADIJA - UB                             |
| 32. PRIVREDNO DRUŠTVO VRUJCI MIONICA                                            |
| 33. DRUŠTVENO UGOSTITELJSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE SLOGA VALJEVO                  |
| 34. DRUŠTVENO PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO I TURIZAM SLOBODA ŠABAC               |
| 35. DP ZA UGOSTITELJSTVO I TURIZAM INEKS MORAVICA – IVANJICA                    |
| 36. UGOSTITELJSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE MORAVA AKCIONARSKO DRUŠTVO               |
| 37. HOTELSKO UGOSTITELJSKO PREDUZEĆE REMIZIJANA DP – BELA PALANKA               |
| 38. DRUŠTVENO PREDUZEĆE ZA HOTELIJERSTVO I UGOSTITELJSTVO VELIKA PLANA          |
| 39. UGOSTITELJSKO-TURISTIČKO PREDUZEĆE PALANKA                                  |
| 40. DRUŠTVENO PREDUZEĆE ZA TURIZAM I UGOSTITELJSTVO GRZA-TURIST - PARAĆIN       |



41. PREDUZEĆE ZA HOTELIJERSTVO I UGOSTITELJSTVO RAVNO D.O.O. ČUPRIJA
42. UGOSTITELJSKO- TURISTIČKO PREDUZEĆE EVROPA SVILAJNAC
43. DRUŠTVENO UGOSTITELJSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE RESAVA - DESPOTOVAC
44. DRUŠTVENO PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO, TURIZAM I TRGOVINU PALAS JAGODINA
45. UGOSTITELJSKO TURISTIČKO PREDUZEĆE ZVEZDA - BRUS
46. AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA TURIZAM, UGOSTITELJSTVO I TRGOVINU ŽUPA - KRUŠEVAC
47. UGOSTITELJSKO PREDUZEĆE GOČ - TRSTENIK
48. PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO, TURIZAM, TRGOVINU LIPA A.D. NOVI PAZAR
49. DRUŠTVENO PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO I TURIZAM SRBIJA KRALJEVO
50. DP ZA UGOSTITELJSTVO, HOTELIJERSTVO I ZDRAV.-REKREAT. TURIZAM FONTANA VB
51. DRUŠTVENO UGOSTITELJSKO PREDUZEĆE TISA - SENTA
52. DRUŠTVENO UGOSTITELJSKO - TURISTIČKO PREDUZEĆE SREDNJA BAČKA KULA
53. UGOSTITELJSKO TURISTIČKO DP HOTEL SIRMILUM SREMSKA MITROVICA
54. AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA TURIZAM I UGOSTITELJSTVO HOTEL IZVOR ARANĐELOVAC
55. TURISTIČKO UGOSTITELJSKO TRGOVINSKO PREDUZEĆE KOPAONIK BLACE
56. UGOSTITELJSKO-TURISTIČKO DRUŠTVENO PREDUZEĆE SRBIJA - ZAJEČAR
57. DRUŠTVENO HOTELSKO TURISTIČKO UGOSTITELJSKO PREDUZEĆE SLOBODA SOMBOR
58. UGOSTITELJSKO TURISTIČKO AKCIONARSKO DRUŠTVO SLOGA – ZLATIBOR, UŽICE
59. DP ZA UGOSTITELJSTVO, USLUGE, TURIZAM, PROIZVODNJU I PROMET ZLATAR NOVA VAROŠ
60. DP ZA UGOSTITELJSTVO, TURIZAM I TRGOVINU INEKS TARA BAJINA BAŠTA
61. DP ZA UGOSTITELJSTVO I TURIZAM BORIĆI - SJENICA
62. UGOSTITELJSKO-TURISTIČKO PREDUZEĆE INEKS TREŠNJICA POŽEGA
63. TREM PREDUZEĆE ZA UGOSTITELJSTVO, TURIZAM I TRGOVINU

**PRILOG 4. ANKETNI LIST NA OSNOVU KOJEG JE SPROVEDENA ANKETA MENADŽERA  
HOTELSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI**

|                                                                                                                                                                                                                          |                                        |   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|---|
| 1. Po Vašoj proceni, kolika je bila ukupna vrednost investicija u Vašem hotelu u prethodnih 5 godina (u evrima)                                                                                                          |                                        |   |
| 2. Molim Vas da procentualno ocenite strukturu Vaših investicija u prethodnih 5 godina                                                                                                                                   |                                        |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | i. ulaganje u osnovna sredstva (%)     |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | ii. ulaganje u obrtna sredstva (%)     |   |
| 3. Molim Vas da procenite iz kojih izvora su finansirane investicije realizovane u prethodnih 5 godina?                                                                                                                  |                                        |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | i. dokapitalizacija (%)                |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | ii. sredstva iz tekućeg poslovanja (%) |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | iii. krediti poslovnih banaka (%)      |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | iv. _____ (%)                          |   |
| 4. Molim Vas da procenite iznos sredstava koji očekujete da će biti investirani u narednih 5 godina (u evrima)                                                                                                           |                                        |   |
| 5. Kako procenjujete da će izgledati struktura investicija u Vašem hotelu u narednih 5 godina?                                                                                                                           |                                        |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | i. ulaganje u osnovna sredstva (%)     |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | ii. ulaganje u obrtna sredstva (%)     |   |
| 6. Iz kojih izvora očekujete da će biti finansirane investicije u Vašem hotelu u narednih 5 godina                                                                                                                       |                                        |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | i. dokapitalizacija (%)                |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | ii. sredstva iz tekućeg poslovanja (%) |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | iii. krediti poslovnih banaka (%)      |   |
|                                                                                                                                                                                                                          | iv. _____ (%)                          |   |
| 7. Molim Vas da ocenite u kojoj meri se slažete sa iznetim stavom<br>Poslovanje pod globalno prepoznatljivim hotelskim brendom (po osnovu ugovora o franšizi) bi Vašem hotelu donelo koristi koje bi prevazišle troškove |                                        |   |
| 1                                                                                                                                                                                                                        | 2                                      | 3 |
| 1-potpuno se ne slažem, 2-uglavnom se ne slažem, 3-uglavnom se slažem, 4-potpuno se slažem                                                                                                                               |                                        |   |

## LITERATURA

1. „2006 Edition Tourism Market Trends World Overview & Tourism Topics“, Tourism Organization (UNWTO), Madrid, 2006.
2. „2009 Annual Report, Accor, preuzeto sa [www.accor.com](http://www.accor.com)
3. Abell M., *“The International Franchise Option”*, BFA Waterlow, London, 1990.
4. „Accommodation capacity in catering trade and services“, Republic of Macedonia State Statistical Office, Skoplje, 2011.
5. Akmerkez Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS Anual Report 2009.
6. Altinay L. *“Factor influencing entry mode choices: Empirical findings from an international hotel organization”*, Journal of Hospitality & Leisure Marketing (kasnije preimenovan u Journal of Hospitality Marketing & Management) Vol. 12, Issue 3, Haworth Press, 2005.
7. Arghavan N. i Zaichkowsky J., *“Do counterfeits devalue the ownership of luxury brands?”*, Journal of Product and Brand Management, Volume 9, Issue 7., Emerald, 2000.
8. Armitstead M., *“Hotel management and operations options: Intellectual capital versus financial capital”*, Journal of Retail & Leisure Property, Basingstoke Hampshire, Vol .3 No .4 , 2004.
9. Aydinogly C., *„Turkish REITs – An Overview of the Industry and its Permonance“*, Master rad, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts, 2004.
10. Bader E., Lababedi A., *„Hotel Management Contracts in Europe“*, Journal of Retail and Leisure Property, Basingstoke Hampshire, Vol 6 No 2, 2007.
11. Barjaktarović D., Barjaktarović L., *„Transformacija hotelsko-ugostiteljske privrede Srbije ispod očekivanja“*, Zbornik radova sa 8. naučnog skupa sa međunarodnim učešćem Sinergija 2011, Bijeljina 2011.
12. Barth S., Hayes D., *“Hospitality law: managing legal issues in the hospitality industry”*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2008.
13. Beals P., *“The hotel management contract: lessons from the North American experience”*, preuzeto iz Harris Peter, *“Accounting and Finance for the International Hospitality Industry”*, Butterworth-Heinemann, Oxford, 1995.
14. Beals P., Arabia J., *“Lodging REITs: Ready for an Encore?”*, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, 1998.

15. Beals P., Arabia J., *"Lodging REITs"*, American Hotel Lodging Educational Institute, Orlando, 2003.
16. Beals P., Denton G., *"The current balance of power in North American hotel management contracts"*, Journal of Retail & Leisure Property, Basingstoke Hampshire, Vol .4 No .2, 2004.
17. Bell C., *"Agreements with Chain-Hotel Companies"*, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, vol 34. Iss. 1, 1993.
18. Beshel B., *"An Introduction to Franchising"*, IFA Educational Foundation, Washington, 2001.
19. Brewster M., *"Kemmons Wilson: America's Innkeeper"*, Businessweek, 10/2004.
20. Brueggeman W., Fisher J., *"Real Estate Finance and Investments"*, McGraw-Hill Professional, New York, 2005.
21. Bruner R., Perella J., *"Applied Mergers and Acquisitions"*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2004.
22. Butler J., *"Biggest Hotel Deal in History - Blackstone Buys Hilton for \$26 billion"*, Hotel On Line, <http://www.hotel-online.com> , 2007.
23. Capozza D., Seguin P., *"Why focus matters"*, Real Estate Finance , New York, Vol.17., Issue 4. 2001.
24. Castrogiovanni G., Combs J., Justis R., *"Resource Scarcity and Agency Theory Predictions Concerning the Continued Use of Franchising in Multi-outlet Networks"*, Journal of Small Business Management, Oxford, 2006.
25. Chathotha P., Olsenb M., „Strategic alliances: a hospitality industry perspective“, International Journal of Hospitality Management Volume 22, Issue 4, 2003.
26. Chong B., Zhigang T., *"Contract Mix and Ownership"*, Working Papers in Economics, Boston College, Boston, 1996.
27. Clarke J. *"An exploratory study of the brends box model"*, Journal of Vacation Marketing, ProQuest , 2000.
28. Collier N., Collier C., Halperin D., *"Construction Funding: The Process of Real Estate Development, Appraisal, and Finance"*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2007.
29. Connel J., *"International hotel franchise relationships- UK franchisee perspectives"*, International Journal of Contemporary Hospitality Management, Bradford-West Yorkshire, Volume 9, Number 56, 1997.
30. Coy J., *"Hotel Brand Impact: Can Hotel Franchisors Compete With Their Own Franchisees?"*, Hotel Online, Special Report, 10/1998.
31. Čačić K., *"Poslovanje hotelskih preduzeća"*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.

32. Čačić K., „*Poslovanje preduzeća u turizmu*“, Ekonomski fakultet, Beograd, 1995.
33. Čerović S., „*Strategijski menadžment u turizmu*“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.
34. Ćirović M., „*Fuzije i akvizicije*“, Prometej, Novi Sad, 2004.
35. De Roos J., „*Hotel Management Contracts – Past and Present*“, Cornell Hospitality Quarterly, Ithaca, Vol 51., 1, 2010.
36. DeFranco A., Thomas W. Lattin, „*Hospitality Financial Management*“, John Wiley and Sons, New Jersey, 2006.
37. Draho J., „*The IPO Decision: Why and how Companies Go Public*“, Edward Elgar Publishing, Glos (UK), 2004.
38. Draškić M., „*Međunarodno privredno ugovorno pravo*“, šesto izmenjeno i dopunjeno izdanje, Savremena administracija, Beograd, 1998.
39. Dugalić V., Štimac M., „*Osnove berzanskog poslovanja*“, Stubovi kulture, Beograd, 2007.
40. Eckbo E., „*Handbook of Corporate Finance -Empirical Corporate Finance*“, Elsevier, Oxford, 2007.
41. Eisenhardt K., „*Agency Theory: An Assessment and Review*“, Academy of Management Review, Briar Cliff Manor NY, Vol 14. No. 1, 1989.
42. Endo K., „*Foreign direct investment in tourism—flows and volumes*“, Tourism Management, Elsevier, Vol 27., Issue 4., 2006.
43. „*EPRA Global REIT Survey – A comparasion of major REIT regimes in the world*“, EPRA, Brussels, 2007.
44. Erić D. „*Finansijska tržišta i instrumenti*“, drugo izmenjeno i dopunjeno izdanje - Čigoja štampa, Beograd, 2003.
45. Eyster J., „*Factors Influencing the Adoption of Management Contracts in the Lodging Industry*“, Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Ithaca, Vol. 17, 4. 1977.
46. Faerber E., „*All about Stocks: The Easy Way to Get Started*“, McGraw-Hill, New York, 2007.
47. Fancher J., „*Regulating Franchise Relationships: Empirical Efficacy and Recommendations for Reform*“, Center for Research in Economics & Strategy – Olin School of Business, Washington University in St.Louis, 2009.
48. Farbozzi F., „*The Handbook of Financial Instruments*“, John Wiley & Sons, New Jersey, 2000.
49. „*FDI in Tourism – The Development Dimension*“, UNCTAD, New York and Geneva, 2007.
50. Felstad A., „*The Corporate Paradox: Power and Control in Business Franchise*“, Routledge, London, 1993.

51. „*Focus on Global Hotel Management Agreement Trends*“, Jones Lang LaSalle Hotels, London, 2005.
52. Frabotta D., „*The price of franchising*“, Hotel & Motel Management, Duluth, 2001.
53. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 49 Issue 13, str 34, 1993.
54. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 50 Issue 7, 1994.
55. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 51 Issue 6, 1995.
56. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 52 Issue 7, 1996.
57. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 53 Issue 12, 1997.
58. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 54 Issue 7, 1998.
59. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 55 Issue 9, 1999.
60. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 56 Issue 10, 2000.
61. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 57 Issue 15, 2001.
62. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 59 Issue 16, 2003.
63. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 60 Issue 16, 2004.
64. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 61 Issue 16, 2005.
65. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 62 Issue 17, 2006.
66. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 63 Issue 17, 2007.
67. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 64 Issue 16, 2008.
68. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 65 Issue 15, 2009.
69. „*Franchise Fact File*“, Lodging Hospitality, New York, Vol. 66 Issue 9, 2010.
70. Frazer L., Merrilees B., Wright O., „*Brand Piracy By Franchisees*“, ANZMAC 2005 Conference Proceedings, Perth, 2005.
71. Freitag R., Pyka D., „Status Quo and Forecasting World and European Tourism“ u zborniku „Trends and Issues in Global Tourism 2011“, urednici Conrady R., Buck M., Springer-Verlag, Berlin Heidelberg 2011.
72. Froot K., „*Foreign Direct Investment*“, National Bureau of Economic Research Project Report, The University of Chicago Press, Chicago, 1993.
73. Fyall A., Brian G., „*Tourism Marketing - A Collaborative Aproach*“, Channel View Publications, Clevedon, 2005.
74. Gale D., „*Hotels 325*“, Special Report, Hotels, 2008.
75. Garg V., Rasheed A, „*Can Agency Theory Explain Why International Franchisors Prefer Multiunit Franchising*“, Small Business Advancement National Center, Small Business Institute Journal, University of Central Arkansas, Conway 2004.

76. Garigan R., Parsons J., *"Real Estate Investment Trusts"*, McGraw-Hill Irwin, New York, 1998.
77. Geddes R., *"IPOs and Equity Offerings"*, Third Edition, Butterworth-Heinemann, Oxford, 2003.
78. Gentile T., *"The Volatility Course"*, John Wiley and Sons, New Jersey, 2002.
79. Ghosh A., *"Pricing and Performance of Initial Public Offerings in the United States"*, Transaction Publishers, New Jersey, 2006.
80. *Global Real Estate Investment Trusts Industry Profile*, Datamonitor, London, 2008.
81. Goddard P., *"Hotel Management Contracts: Evolutionary Tendencies"*, Tri Hospitality Consulting, Dubai, 2007.
82. Graff R., „Economic Analysis Suggests that REIT Investment Characteristics are Not as Advertised” , *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Tempe, Vol. 7, Issue 2, 2001.
83. Hales C, Mccrate-Butcher J., „*Internal marketing' and human resource management in hotel consortia*“, *International Journal of Hospitality Management* Vol. 13 No. 4, 1994.
84. Hayes D., Miller A., *"Revenue Management for the Hospitality Industry"*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2011.
85. He L., „Cointegration and Price Discovery between Equity and Mortgage REITs“, *Journal of Real Estate Research*, Tempe, Vol. 16 Issue 3, 1998.
86. Hilton Hotels Corporation Annual Report 2006.
87. „Hotels 325“, *Hotels Magazine*, EBSCOHost, jul 2000.
88. „Hotels 325“, *Hotels Magazine*, EBSCOHost, jul 2001.
89. „Hotels 325“, *Hotels Magazine*, EBSCOHost, jul 2005.
90. „Hotels 325“, *Hotels Magazine*, EBSCOHost, jul 2007.
91. „Hotels 325“, *Hotels Magazine*, EBSCOHost, jul 2008.
92. „Hotels 325“, *Hotels Magazine*, EBSCOHost, jul 2009.
93. „Hotels 325“, *Hotels Magazine*, EBSCOHost, oktobar 2010.
94. „Hotels and their capacity 1995 -2010” , *Instat-Institute of Statistics*, Tirana, 2010.
95. „Hotels Corporate 300 Ranking“,EBSCOHost, *Hotels Magazine*, jul 1998.
96. „Hotels Corporate 300 Ranking“,EBSCOHost, *Hotels Magazine*, jul 1999.
97. „Hotels Corporate 300 Ranking“,EBSCOHost, *Hotels Magazine*, jul 2002.
98. „Hotels Corporate 300 Ranking“,EBSCOHost, *Hotels Magazine*, jul 2003.
99. „Hotels Corporate 300 Ranking“,EBSCOHost, *Hotels Magazine*, jul 2004.
100. „Hotels Corporate 300 Ranking“,EBSCOHost, *Hotels Magazine*, jul 2006.
101. Hudson K., *"Hotels Risk Losing Holiday Inn Brand"*, *Wall Street Journal - Eastern Edition*, Vol. 254 Issue 115, 2009.

102. Hyatt Annual Report – Form 10-K 2010., preuzeto sa [www.hyatt.com](http://www.hyatt.com)
103. Hyunjoon K., Zheng G., Mattila A., "Hotel Real Estate Investment Trusts' Risk Features and Beta Determinants", *Journal of Hospitality & Tourism Research*, vol. 26, SAGE Journals, 2006.
104. Imperiale R., "Getting Started in Real Estate Investment Trusts", John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.
105. Intercontinental Annual Report and Financial Statements 2009., preuzeto sa <http://www.ichotelsgroup.com>
106. „Investment Performance by Property Sector and Subsector”, National Association of Real Estate Investment Trusts - NAREIT, Washington, 2009.
107. Ismail A., „Front Office Operations and Management”, Thomson-Delmar, Albany NY, 2002.
108. Jeremić Z., "Praktikum za finansijska tržišta", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2006.
109. Jeremić Z., „Finansijska tržišta", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2006.
110. Jinghan C. J., Dimou I., „Expansion strategy of international hotel firms", *Journal of Business Research*, Volume 58, Issue 12, ScienceDirect, 2005.
111. Johnson C, Vanetti M., „Locational strategies of international hotel chains", *Annals of Tourism Research*, Volume 32, Issue 4, ScienceDirect, 2005.
112. Johnson C., „Locational Strategies of International Hotel Corporations in Eastern Central Europe", Faculty of Economic and Social Sciences, University of Fribourg, doktorska disertacija, Fribourg, 2002.
113. Jones J., Wren C. „Foreign direct investment and the regional economy", Ashgate Publishing Limited, Aldershot, Hampshire, 2006.
114. Jović Z., „Menadžment finansijskih institucija", Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.
115. Kagan R., "Real Life Heroes: Practitioner's Manual", Haworth Press, Binghamton, 2007.
116. Kaufmann D., "Understanding franchising: business & legal issues", Practising Law institute, New York, 2001.
117. Kelley W., "Real Estate Investment Trust Handbook", Ali Baba, Philadelphia, 1998.
118. Kotler Ph., Bowen J., Makens J., „Marketing for Hospitality and Tourism", Fourth Edition, Pearson International Edition, New Jersey, 2006.
119. Kotler Ph., Keller K.L., „Marketing menadžment", Data Status, 12. Izdanje, Beograd, 2006.
120. Lashley C., Morrison A., "Franchising hospitality services", Butterworth-Heinemann, Oxford, 2000.
121. Lim J., Frazer L., "Franchisee-franchisor compatibility: It's a two-way street", ANZMAC 2003 Conference Proceedings, Adelaide, 2003.



122. Lindt M., „*Square footage serves as more consistent benchmark option*“, Hotel & Motel Management, Vol. 221 Issue 14, Duluth, 2006.
123. Linneman P., Ambrose B., „REIT Organizational Structure and Operating Characteristics“, Journal of Real Estate Research, Tempe, Vol. 21 Issue 3, maj/jun 2001.
124. Lucas D., Goodman L., Fabozzi F., „*Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*“, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.
125. Madura J., „*Financial Markets and Institutions*“, South-Western Cengage Learning, Mason, 2011.
126. „*Management Agreements Trends Worldwide*“ Jones Lang LaSalle Hotels, London, 2005.
127. Manson E., „*Revpar needs an overhaul*“, Caterer & Hotelkeeper, Sutton, Vol. 196 Issue 4438, 2006.
128. Martin R., „*Franchising and Risk Management*“, American Economic Review, Nashville, Vol.78, Issue 5, 1988.
129. Martorell O., „*The growth strategies of hotel chains: best business practices by leading companies*“, The Haworth Hospitality Press, Binghamton 2006.
130. Mašić S., „Hotelske korporacije na tržištu centralne i jugoistočne Evrope“, magistarski rad, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.
131. Mašić S., „Specijalizovani investicioni fondovi za ulaganje u nekretnine (REIT) i njihova uloga u razvoju hotelijerske industrije“, Singidunum revija, Beograd, Vol.6 / No.1, 2010.
132. McKay P., Zhilan F., Sirmans C.F., „An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs): 1993–2009“, Journal of Real Estate Literature, Tempe, Vol. 19 Issue 2, 2011.
133. McMahan J., „*The long view: A perspective on the REIT market*“, Real Estate Issues, Chicago, 1994.
134. Merdzhov K., „*Global REIT Survey 2010 – Bulgaria*“, EPRA Reporting, Brussels, 2010.
135. Moosa I., „*Foreign Direct Investment – Theory, Evidence and Practice*“, Palgrave Macmillan, New York, 2002.
136. Mulet F., „*Four papers about the development, market concentration, mobility, profitability and factors influencing choice of entry mode in the hotel chains*“, doktorska disertacija, Universitat Jaume I, Castello de la Plana, 2009.
137. Mullaney J., „*REITs: Building Profits with Real Estate Investment Trusts*“, John Wiley and Sons, New Jersey, 1997.

138. Nikolić M., Malenović N., Pokrajčić D., Paunović B., „*Ekonomika preduzeća*“, Ekonomski fakultet, Beograd, 1996.
139. „*OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*“, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris, 1996.
140. Olsen M., Jinlin Z., „*Handbook of Hospitality Strategic Management*“, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2008.
141. Ott H. S., Riddiough J. T., Ha-Chin Y., „Finance, Investment and Investment Performance: Evidence from the REIT Sector“, Real Estate Economics, Oxford, Vol. 33. Issue 1, 2005.
142. Pak J. , „Pravo osiguranja“, Univerzitet Singidunum, Beograd 2011.
143. Papatheodorou A., „*Corporate Rivalry and Market Power: Competition Issues in the Tourism Industry*“, I.B.Tauris, New York, 2006.
144. Patterson N., Montanjes M., Motala J., Cardillo C., „*Foreign Direct Investment: Trends, Data Availability, Concepts, and Recording Practices*“, Interantional Monetary Fund, Washington D.C., 2004.
145. Peters J., „*The Ultimate Dividend Playbook: Income, Insight, and Independence for Today's Investor*“, John Wiley and Sons, New Jersey 2007.
146. Pizam A., „*International Encyclopedia of Hospitality Management*“, Butterworth-Heinemann, Oxford, 2010.
147. Powers T., Barrows C., „*Introduction to Management in the Hospitality Industry*“ John Wiley&Sons, New Jersey, 2005.
148. *Pravilnik o investicionim fondovima*, Službeni glasnik RS 15/2009, 76/2009, 41/2011. Beograd
149. *Pravilnik o listingu i kotaciji Beogradske berze a.d.*, 04/2 br. 3820/0, 2007.
150. Ransley Josef, Ingram H., „Developing hospitality properties and facilities“, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2004.
151. „*REITWATCH- A Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry*“, NAREIT, Washington, 2011.
152. Roper A., „*The emergence of hotel consortia as transorganizational forms*“, International Journal Of Contemporary Hospitality Management, Vol. 7 No. 1, ProQuest, 1995.
153. Rushmore S., „*What do Hotel Franchises Actually Costs?*“, Hotels, EBSCOHost, jun 2001.
154. Rushmore S., „*Structuring Management Contracts*“, Hotels, EBSCOHost, maj 1999.
155. Rushmore S., Baum E., „*Hotels and Motels: Valuations and Market Studies*“, Appraisal Institute, Chicago, 2001.

156. Rushmore S., Fitzpatrick K., Lam T., "2009. U.S. Hotel Franchise Fee Guide", HVS, Mineola, New York, 2009.
157. Rutherford D., O'Fallon M., "Hotel Management and Operations", John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.
158. Rutherford D., O'Fallon Michael, "Hotel Management and Operations", 4th Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, 2006.
159. Sagalyn L., "Conflicts of Interest in the Structure of REITs", Real Estate Finance, Volume 13, Issue 2, EBSCOHost, 1996.
160. „Saopštenje - statistika ugostiteljstva i turizma“, broj 271., Republički zavod za statistiku, Beograd, 2011.
161. „Saopštenje - statistika ugostiteljstva i turizma“, broj 290., Republički zavod za statistiku, Beograd, oktobar 2010.
162. Slattery P., "Hotel Chains Growth and the Development Process", Otus, London, 2003.
163. Slattery P., Roper A., Boer A., „Hotel Consortia: Their Activities, Structure and Growth“, The Service Industries Journal, Volume 5, Issue 2, 1985.
164. „Special Report - Hotels 325“, Hotels Magazine, septembar 2011.
165. Stakić B., Barać S., „Međunarodne finansije“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.
166. Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. Proxy Statement 2008 Annual Report, Form 10-K, 2009.
167. „Statistički godišnjak 2010.“, Zavod za statistiku Crne Gore, Podgorica, 2010. godina
168. „Statistički godišnjak Srbije 2011“, Republički zavod za statistiku Republike Srbije, Beograd, 2009.
169. „Statistika turizma“, Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine, godina 5, broj 7, Sarajevo, septembar 2011.
170. Stickney C., Weil R., "Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses", South-Western Cengage Learning, Mason, 2004.
171. „Strategija razvoja turizma Republike Srbije“, Službeni glasnik Republike Srbije, 91/2006 Beograd, 2006.
172. „Strategija turizma u Srbiji“ - prvi fazni izveštaj, Horwath Consulting, Ekonomski fakultet, Ministarstvo trgovine, turizma i usluga, Beograd 2005.
173. Stribling D., "No place for Amateurs", National Real Estate Investor, Vol. 48, Issue 6, New York, 2006.
174. Stutts A., "Hotel and Lodging Management – An Introduction", John Wiley & Sons, New Jersey, 2001.

175. Tiwari R., „*Tourism Management: Managing For Change*“, Global India Publications, New Delhi, 2009.
176. „*Tourism in the Age of Alliances, Mergers and Acquisitions*“, World Tourism Organization, Madrid, 2002.
177. „*Tourism Market Trends 2006 - Asia and the Pacific*“, World Tourism Organization, Madrid, 2007.
178. Tulin E., „*Brend Equity as Signaling Phenomenom*“, Journal of Consumer Psihology, Vol 7, No. 2, JSTOR, 1998.
179. „*Turizam u 2010. godini*“, Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, Statistička izvješća, Zagreb, 2011.
180. Turner M., Guilding C., „*Hotel Management Contracts and Deficiencies in Owner-Operator Capital Expenditure Goal Congruency*“, Journal of Hospitality & Tourism Research, vol. 34, 4, SAGE Journals, 2010.
181. Ugovor o afilijaciji između „Best Western International“ i „Best Western Hotel Reservierungs Ges.M.B.H.“
182. „*Uniform System of Accounts for the Lodging Inustry*“, 10<sup>th</sup> Edition, Educational Inst of the Amer Hotel, Orlando, 2007.
183. Unković M., „*Međunarodna ekonomija*“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.
184. Unković S., Zečević Bojan, „*Ekonomika turizma*“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006.
185. „*UNWTO Tourism Highlights 2010 Edition*“, World Tourism Organization, Madrid, 2010.
186. „*UNWTO Tourism Highlights 2011 Edition*“, World Tourism Organization (UNWTO), Madrid, 2011.
187. Vanhove N., „*The Economics of Tourism Destinations*“, Elsevier, London, 2005.
188. Wang K., Erickson J., „*Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities*“, Oxford University Press, New York, 2003.
189. Veselinović P., „*Ekonomija*“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.
190. Whitla P., Walters P., Davies H., „*Global strategies in the international hotel industry*“, International Journal of Hospitality Management, Volume 26, Issue 4, ScienceDirect, 2007.
191. „*World Investment Report 1991 – The Triad in foreign direct investment*“, UNCTAD, New York, 1991.
192. „*World Investment Report 1992 – Transnational Corporations as Engines of Growth*“, UNCTAD, New York, 1992.
193. „*World Investment Report 1994 - Transnational Corporations and Competitiveness*“, UNCTAD, New York and Geneva, 1995.

194. „World Investment Report 1995 - Transnational Corporations, Employment and the Workplace“, UNCTAD, New York and Geneva, 1994.
195. „World Investment Report 1996 – Investment, Trade and International Policy Arrangements“, UNCTAD, New York and Geneva, 1996.
196. „World Investment Report 1997 - Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy“, UNCTAD, New York and Geneva, 1997.
197. „World Investment Report 1998 - Trends and Determinants“, UNCTAD, New York and Geneva, 1998.
198. „World Investment Report 1999 - Foreign Direct Investment and the Challenge of Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 1999.
199. „World Investment Report 2000 - Cross-border Mergers and Acquisitions and Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 2000.
200. „World Investment Report 2001 - Promoting Linkages“, UNCTAD, New York and Geneva, 2001.
201. „World Investment Report 2002 - Transnational Corporations and Export Competitiveness“, UNCTAD, New York and Geneva, 2002.
202. „World Investment Report 2003 - FDI Policies for Development: National and International Perspectives“, UNCTAD, New York and Geneva, 2003.
203. „World Investment Report 2004 - The Shift Towards Services“, UNCTAD, New York and Geneva, 2004.
204. „World Investment Report 2005 - Transnational Corporations and the Internationalization of R&D“, UNCTAD, New York and Geneva, 2005.
205. „World Investment Report 2006 - FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 2006.
206. „World Investment Report 2007 - Transnational Corporations, Extractive Industries and Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 2007.
207. „World Investment Report 2008 - Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge“, UNCTAD, New York and Geneva, 2008.
208. „World Investment Report 2009 - Transnational Corporations, Agricultural Production and Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 2009.
209. „World Investment Report 2010 - Investing in a Low-Carbon Economy“, UNCTAD, New York and Geneva, 2010.
210. „World Investment Report 2011 - Non-Equity Modes of International Production and Development“, UNCTAD, New York and Geneva, 2011.
211. Yu L., „The International Hospitality Business-Management and Operations“, Haworth Press, Binghamton, 1999.
212. Zakon o investicionim fondovima, Službeni glasnik, Beograd RS 46/2006, 51/2009, 31/2011.
213. Zakon o porezu na dobit preduzeća, Službeni glasnik, Beograd RS 25/2001, 80/2002, 43/2003.

- 214. Zakon o porezu na dohodak građana, Službeni glasnik RS, Beograd 24/2001, 80/2002.
- 215. *Zakon o privrednim društvima*, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, br 36/2011.
- 216. Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik RS, Beograd, 36/2011.
- 217. Zečević B., Aleksić A., *"Brendiranje u post internet eri – primer Best Western International-a"*, Časopis za teoriju i praksu hotelijerstva - Hotel Link, Vol 10 broj 13-14, Beograd 2009.
- 218. Zheng G., Hyunjoon K., *"An Examination of the Determinants of Hotel REITs' Unsystematic Risk"*, Journal of Hospitality & Tourism Research, Vol. 27, No. 2, SAGE Journals, 2003.

#### **INTERNET IZVORI:**

- 1. Accor, [www.accorhotels.com](http://www.accorhotels.com)
- 2. Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs)
- 3. Agencija za privredne registre, [www.apr.gov.rs](http://www.apr.gov.rs)
- 4. Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine, <http://www.bhas.ba/>
- 5. Akfen Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS, <http://www.akfengyo.com.tr>
- 6. Akmerkez Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS, <http://www.akmgyo.com/>
- 7. Alarko Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS, [www.alarkoyatirim.com.tr](http://www.alarkoyatirim.com.tr)
- 8. Ashford Hospitality Trust, [www.ahtreit.com](http://www.ahtreit.com)
- 9. Associated Luxury Hotels International, <http://www.alhi.com/>
- 10. Atakule Gayrimenkul Yatirim Ortakligi, [www.atakulegyo.com.tr](http://www.atakulegyo.com.tr)
- 11. Athens Stock Exchange, [http://www.ase.gr/default\\_en.asp](http://www.ase.gr/default_en.asp)
- 12. Beogradska berza, <http://www.belex.rs>
- 13. Best Eurasian Hotels Ltd. , <http://www.besteurasian.com/>
- 14. Best Western International, <http://www.bestwestern.com/>
- 15. Bluesun Hotels, <http://www.bluesunhotels.com/>
- 16. Bulgarian Real Estate Fund Inc, <http://brefbg.spnet.net/>,
- 17. Bulgarian Stock Exchange, <http://www.bse-sofia.bg/>
- 18. Carlson Hotels Worldwide, <http://www.carlson.com/hotels/index.do>
- 19. Centralni registar za hartije od vrednosti, [www.crhov.rs](http://www.crhov.rs)
- 20. Chatam Lodging Trust, <http://www.chathamlodgingtrust.com/>
- 21. Chesapeake Lodging Trust, <http://www.chesapeakelodgingtrust.com>
- 22. Choice Hotels International, <http://www.choicehotels.com/>
- 23. City Properties REIT, <http://www.citypropertiesreit.com/>
- 24. Design Hotels AG, <http://www.designhotels.com/>
- 25. Diamondrock Hospitality, <http://www.drhc.com/>

26. Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, <http://www.dzs.hr/>
27. Epoque Hotels, <http://www.epoquehotels.com/>
28. Euronext, <http://www.euronext.com>,
29. European Public Real Estate Association, [www.epra.com](http://www.epra.com)
30. Fair Play Properties, <http://www.fpp.bg/>
31. FelCor Lodging Trust, [www.felcor.com](http://www.felcor.com)
32. Florimont Properties REIT, <http://www.florimont.bg>
33. Florimont Properties, <http://www.florimont.bg>
34. Fonciere des Murs , [www.foncieredesmurs.fr](http://www.foncieredesmurs.fr)
35. Gecina, <http://www.gecina.fr>
36. Global Hotel Alliance, <http://www.gha.com/>
37. Great Hotels of the World, <http://www.ghotw.com/>
38. Hersha Hospitality Trust, <http://www.hersha.com/>
39. Hilton Hotels Corp., <http://www1.hilton.com>
40. Historic Hotels of Europe, <http://www.historichotelssofeurope.com>
41. Hospitality Properties Trust, [www.hptreit.com](http://www.hptreit.com)
42. Hospitality trends,  
[http://www.htrends.com/article16848Luxurious\\_New\\_Hilton\\_Imperial\\_Dubrovnik\\_Becomes\\_First\\_Hilton\\_Hotel\\_in\\_Croatia.html](http://www.htrends.com/article16848Luxurious_New_Hilton_Imperial_Dubrovnik_Becomes_First_Hilton_Hotel_in_Croatia.html), uvid 23.07.2010.
43. Hospitality.net, <http://www.hospitalitynet.org/index.html>
44. Host Hotels & Resorts, [www.hosthotels.com](http://www.hosthotels.com)
45. Hotel Republic Ltd, <http://www.hotelrepublic.com/>
46. Hotusa Hotels, <http://www.hotusa.com/>
47. <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=5BU:BU>
48. <http://www.franchisedirect.com/travelfranchises/hotelfranchises/112>
49. Hyatt Hotels Corp., <http://www.hyatt.com>
50. Innkeepers USA, <http://www.innkeepersusa.com/>
51. Innsuites Hospitality Trust, <http://www.innsuitestrust.com/>
52. Instat-Institute of Statistics Albania, <http://www.instat.gov.al/>
53. Inter –Hotel, <http://www.inter-hotel.com/en/>
54. Intercontinental Hotels Group, <http://www.ichotelsgroup.com>
55. Is Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS, <http://www.isgyo.com>
56. Is Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS, [www.isgyo.com](http://www.isgyo.com),
57. Istanbul Stock Exchange, <http://www.ise.org/Home.aspx>
58. Kempinski Hotels, <http://www.kempinski.com>
59. Keytel SA, <http://www.keytel.co.uk/>
60. Komisija za hartije od vrednosti,  
[http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_content&task=category&sectionid=7&id=95&Itemid=151](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=category&sectionid=7&id=95&Itemid=151)
61. LaSalle Hotel Properties, <http://www.lasallehotels.com/>
62. Logis Hotels, <http://www.logishotels.com/en.html>
63. Luxe Hotels Worldwide, <http://www.luxehotels.com/>
64. Magnuson Hotels, <http://www.magnusonhotels.com>

65. Marfin Investment Group, <http://www.marfininvestmentgroup.com/>
66. Marfin Investment Group,  
<http://www.marfininvestmentgroup.com/Detail.aspx?amid=11885>
67. Marriott International, <http://www.marriott.com/>
68. Marti Gayrimenkul Yatirim Ortakligi, [www.martigyo.com.tr](http://www.martigyo.com.tr)
69. MHI Hospitality Corporation, <http://www.mhihospitality.com/>
70. Narodna banka Srbije, [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)
71. National Association of Real Estate Investment Trusts, [www.nareit.com](http://www.nareit.com)
72. New York Stock Exchange, [www.nyse.com](http://www.nyse.com),
73. North American Securities Administrators Association (NASAA),  
[www.nasaa.org/content/Files/UniformFranchiseOfferingCircular.doc](http://www.nasaa.org/content/Files/UniformFranchiseOfferingCircular.doc)
74. Pebblebrook Hotel Trust, <http://www.pebblebrookhotels.com/>
75. Preferred Hotel Group, <http://www.preferredhotelgroup.com/PHG/index.aspx>
76. Prestige Resorts & Destinations, <http://www.prestigeresorts.com/>
77. Prime Property BG, <http://www.primepropertybg.com/>
78. Privredne komore Srbije, <http://www.pks.rs/Default.aspx?tabid=2446>
79. REITs Sparkle in the Market, Boryad, januar 2008.,  
<http://www.boryad.org/english/content/view/18/1/>
80. Relais & Chateaux, <http://www.relaischateaux.com/>
81. Republički zavod za statistiku, [www.stat.gov.rs](http://www.stat.gov.rs)
82. Res-Hotel, <http://www.res-hotel.com>
83. Savath Hospitality Management, <http://www.savath.rs/>
84. Sceptre Hospitality Resources, <http://www.sceptrehospitality.com/>
85. Sercotel Hotels, <http://www.sercotelhoteles.com/SercotelWeb/>
86. Small Luxury Hotels of the World, <http://www.slh.com/>
87. Smith Travel Research, <http://www.strglobal.com/->
88. Starwood Hotels & Resorts, <http://www.starwoodhotels.com/>
89. Strategic Hotels and Resorts, <http://www.strategichotels.com/>
90. Sunstone hotel Investors, [www.sunstonehotels.com](http://www.sunstonehotels.com)
91. Supertel Hospitality Inc, <http://www.supertelinc.com/>
92. Supranational Hotels Ltd, <http://www.snrhotels.com/>
93. The Leading Hotels of the World Ltd ., <http://www.lhw.com/>
94. Trip Advisor, [www.tripadvisor.com](http://www.tripadvisor.com)
95. Utell Hotels & Resorts, <http://www.utell.com>
96. web prezentacija kompanije <http://www.ahtreit.com>
97. Worldhotels, <http://www.worldhotels.com/en>
98. [www.ehotelier.com](http://www.ehotelier.com)
99. Wyndham Hotel Group, <http://www.wyndham.com>
100. Zavod za statistiku Crne Gore, <http://www.monstat.org/cg/>



