



UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE

STUDIJSKI PROGRAM
POSLOVNA EKONOMIJA

UTICAJ SAVREMENIH FINANSIJSKIH PROIZVODA NA
FINANSIJSKE INSTITUCIJE

- Master rad -

Mentor

Prof. dr Zoran Jović

Kandidat

Vukašin Knežević, 401378/2011

Beograd, 2014.

SADRŽAJ

UVOD	4
1. BANKE	9
1.1. Investiciono, univerzalno i komercijalno bankarstvo	9
1.2. Komercijalno bankarstvo i finansijsko tržište	9
1.3. Investiciona politika komercijalnog bankarstva.....	10
1.4. Univerzalna banka i tržište kapitala	11
1.5. Brokerska delatnost banaka.....	13
2. INVESTICIONI FONDOVI.....	17
2.1. Neto vrednost aktive po akciji (NAV)	19
2.2. Vrste investicionih fondova	20
2.3. Organizacija investicionih fondova.....	23
2.4. Prihodi investicionih kompanija.....	23
3. OSIGURAVAJUĆE KOMPANIJE	24
3.1. Vrste i osnovna obeležja institucionalnih investitora.....	24
3.2. Osnovne vrste osiguravajućih kompanija i njihovo ponašanje na tržištu	24
3.3. Principi investiranja kompanija životnog osiguranja	26
3.4. Portfolio kompanija životnog osiguranja	29
3.5. Ponašanje kompanija za osiguranje imovine	32
4. PENZIJSKI FONDOVI	34
4.1. Osnovni koncept.....	34
4.2. Upravljanje sredstvima penzijskih fondova	36
5. SAVREMENI FINANSISJKI PROIZVODI.....	38
5.1. Franšizing	38
5.1.1. Pojmovno određenje franšizinga	38
5.1.2. Franšizing kao dugoročni odnos.....	39
5.1.3. Prednosti i nedostaci franšizinga	41
5.1.4. Osnovni tipovi franšiznog sistema	44
5.2. Lizing	45
5.2.1. Pojam lizinga	45
5.2.2. Pravni aspekti lizing poslova.....	47
5.2.3. Vrste lizing poslova	48
5.2.4. Lizing u Srbiji	49

5.3. Faktoring	54
6. FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE NA PRIMERU BANAKA	58
6.1. Struktura bilansa banke	59
6.2. Prikupljanje i obrada informacija neophodnih za upravljanje performansama banke ..	64
6.3. Vrednost i kvalitet informacija za upravljačko računovodstvo.....	66
LITERATURA	75

UVOD

Teme ovog rada je istraživanje značaja finansijskih institucija u pogledu njihovog postojanja i uticaja na druge učesnike na finansijskom tržištu i istraživanje vrsta finansijskih institucija koje posluju u okviru finansijskog tržišta kao i istraživanje o uticaju savremenih finansijskih proizvoda na institucije i članove finansijskog tržišta.

U nauci se pod metodom podrazumeva postupak spoznaje njenog predmeta odnosno dolaska do naučne istine i do novih saznanja. Između metoda i istraživačkih instrumenata postoji velika povezanost. Svaki metod podrazumeva upotrebu određenih tehničkih sredstava. To, naravno, ne znači da svaki metod mora da ima i sopstvene instrumente. Jedan određen istraživački metod može da koristi razna sredstva istraživanja odnosno ista istraživačka tehnika može da se koristi u više različitih metoda.

O pojmu naučnog metoda postoje različita shvatanja. Najčešće je da on predstavlja put kojim se dolazi do istine. Pri tome, obično se ističe da je taj put neodvojiv od same nauke. "Kao takav nerazdvojni sastavni deo nauke, metod je prirodno gotovo srastao sa onim zadacima koje nauka treba da reši u jednom periodu. Štaviše, osnovna shvatanja o metodu su jedan od bitnih elemenata osnovnog pojma neke nauke i imaju, usled toga, pored istraživačko-operativnog i konstitutivni značaj za nauku".¹

Osnovni cilj ove nauke je da se shvati suština naučnog znanja i da se nauče osnovni principi u njegovom sticanju i kritičkom preispitivanju. Takođe, cilj metodologije je da nas nauči kojim sredstvima i postupcima treba da se služimo da bi smo došli do što preciznije spoznaje svog predmeta istraživanja

1. Predmet i polazište istraživanja

Predmet ovog istraživanja je da se objasni pojam finansijskih institucija i savremenih finansijskih proizvoda, da se objasne koje vrste finansijskih institucija postoje i posluju na tržištu, kao i da se prikaže značaj finansijskih institucija na poslovanje svih subjekata koji su članovi tržišta, kako finansijskog tako i globalnog. Glavni zadatak rada je bolje upoznavanje sa svim relevantnim učesnicima finansijskog tržišta u domenu institucija, ko su korisnici proizvoda i usluga koje ove institucije nude i kako neki od proizvoda tih institucija utiču i u kojoj meri, na finansijske rezultate, ali i na druge subjekte, učesnike tržišta.

Širom sveta faktoring je dominantan oblik finansiranja na osnovu aktive (imovine) i značajan izvor eksternog finansiranja za korporacije i mala i srednja preduzeća. Kod finansiranja na osnovu aktive kredit koji odobri zajmodavac eksplicitno je vezan (na bazi formule) za vrednost osnovne aktive (obrotnog kapitala zajmoprimca), a ne za ukupni bonitet zajmoprimca. Ovom eksplicitnom vezom kontinuelno se upravlja tako da vrednost osnovne aktive uvek prelazi iznos kredita. Kod faktoringa osnovna aktiva su potraživanja zajmoprimca, preciznije potraživanja od kupaca, koja faktor (zajmodavac) kupuje uz diskont.

Osnovni princip lizing poslovanja je da davalac lizinga zadržava pravno vlasništvo nad predmetom lizinga, dok primalac lizinga stiče ekonomsko vlasništvo. Postoje dve osnovne vrste lizinga: operativni lizing i finansijski lizing. Za razliku od operativnog lizinga koji je

¹ Miljević I.M. (2007) *Skripta iz metodologije naučnog rada*, Pale, 2007, str. 55

veoma sličan klasičnom iznajmljivanju, finansijski lizing je mnogo kompleksnija transakcija. To je oblik kreditnog aranžmana koji finansira nabavku određene opreme za potrebe primaoca lizinga. Poslednjih decenija došlo je do velike ekspanzije franšizinga. Računa se da samo u SAD više od 550.000 poslovnih jedinica posluje po sistemu franšizinga preko koga se ostvaruju godišnje prodaje vredne više od 800 milijardi dolara, a u Australiji je njihov broj oko 26.000 sa godišnjim prometom od oko 43 milijarde dolara.

Franšizing se proširio na veliki broj privrednih oblasti i sada je ovaj način poslovanja prisutan ne samo u automobilske industriji i servisiranju, proizvodnji i prodaji hrane (pekare, poslastičarnice, picerije), ugostiteljstvu (restorani brze ishrane), hotelijerstvu, malotrgovinskom i veletrgovinskom poslovanju, nego i knjigovodstvu, oglašavanju, zubarskim i medicinskim uslugama, osiguranju, fotografisanju, fotokopiranju, pakovanju, transportnim uslugama, pranju i hemijskom čišćenju, apotekarstvu itd.

Ovo istraživanje proučava neke od ključnih tendencija savremenih finansijskih institucija i proizvoda koje ove institucije nude. Savremena finansijska tržišta označavaju finansijska tržišta koja su se javila u poslednje tri decenije. U ovom periodu došlo je do ogromnih promena u oblasti finansija. Dolazi do razvoja informacione tehnologije, telekomunikacija, internacionalizacije, pojave novih oblika finansijske aktive i niza drugih promena koje su uslovile rastuću turbulentnost i dinamičnost. Savremena finansijska tržišta odlikuju se kontinuelnošću jer se na njima cene formiraju tokom celog dana, pa je moguće vršiti kupoprodaju 24 časa dnevno na gotovo svim mestima na planeti gde za to postoje potrebni uslovi. Svetsko finansijsko tržište odlikuju procesi internacionalizacije i globalizacije, finansijske inovacije i deregulacioni tokovi.²

Globalizacija predstavlja proces integracije nacionalnih finansijskih tržišta u jedno svetsko tržište. Zahvaljujući toj tendenciji privredni subjekti sve više traže izvore finansiranja na internacionalnom tržištu gde postoje veće mogućnosti da se do tih sredstava dođe, za razliku od skučenog domaćeg finansijskog tržišta.

Brojne su i finansijske inovacije koje su doprinele širenju finansijskih tržišta, poslova na njima i koje su davale dodatan impuls globalizaciji i internacionalizaciji. Postoji veliki broj razloga i motiva za uvođenje i kreiranje finansijskih inovacija.

Finansijska tržišta su dugo vremena predstavljala jednu od najviše regulisanih oblasti. U poslednje dve decenije u većini najrazvijenijih zemalja došlo je do regulativnih reformi. Finansijske krize, globalizacija i finansijske inovacije doveli su do smanjenja uloge države u regulisanju finansijskih tržišta. Država je zadržala nadležnosti u oblasti zakonodavstva i održavanja željenog nivoa konkurencije da bi se obezbedila sigurnost učesnika na finansijskom tržištu i održalo poverenje. Uporedo sa smanjenjem uloge države dolazi do razvoja regulatornih tela u okviru pojedinačnih segmenata finansijskog tržišta. Jačaju funkcije monitoringa, kontrole i revizije i dolazi do povećanja discipline i odgovornosti za sve učesnike. Deregulacioni tokovi su se ogledali u: smanjenju uloge države, kombinovanju zakonske regulative i samoregulative, osnivanju samoregulatornih tela, povećanju stepena konkurencije, povećanju javnosti rada, preduzimanju niza mera na povećanju poverenja, sve većoj kontroli i monitoringu učesnika i otvaranju domaćih finansijskih tržišta za inostrane subjekte.

²Leko, V.(2011) *Financijske institucije i tržišta I*. Zagreb: Mikrorad, str. 122

2. Značaj i aktuelnost istraživanja

Savremeno finansijsko tržište karakteriše stvaranje „supermarketa“ koji nudi različite vrste usluga - lizing, faktoring i franšizing koji su u fokusu ovog rada. Nekada je teško povući liniju između banaka i drugih učesnika na finansijskom tržištu. Banke se u poslovanju u netradicionalnim poslovima drže istih principa kao i njihovi tradicionalni rivali, a koriste efekte koncentracije različitih poslova koji mogu biti i pozitivni i negativni. U tom smislu, naše istraživanje može biti od značaja, ne samo neposrednim ili posrednim učesnicima finansijskog tržišta, već i široj publici koja pokazuje interesovanje za ovu oblast, ali i onima koji će biti korisnici proizvoda ili usluga koje finansijske institucije mogu da ponude danas i u budućnosti.

Aktuelnost istraživanja se ogleda i u konstantnom razvoju globalnog finansijskog tržišta, pa samim tim i u razvoju svih učesnika finansijskog tržišta, te u određivanju pozicije domaćeg finansijskog sektora u odnosu na globalnu sliku.

3. Ciljevi istraživanja

Cilj istraživanja je da se utvrdi značaj svakog od finansijskih proizvoda pojedinačno kao i značaj finansijskih institucija u kontekstu finansijskog i realnog sektora i da se prezentuju načini na koji se primenom svakog ovih proizvoda može unaprediti poslovanje preduzeća i banaka.

Naučni cilj jeste naučni opis savremenih finansijskih institucija i proizvoda, kao i sistematizacija postojećih znanja iz ove oblasti.

Društveni cilj se sastoji u pružanju informacija koje mogu da budu korisne u rešavanju konkretnih poslovnih problema u preduzećima u finansijskom sektoru i koje bi mogle da unaprede performanse ovog segmenta privrede.

4. Hipoteze istraživanja

Hipoteze su nedokazane ili nepotvrđene propozicije odnosno pretpostavke koje prethodno ili privremeno objašnjavaju određene činjenice ili fenomene.³ Njih sa naučnog aspekta treba dokazati ili opovrgnuti.

U radu se polazi od generalne hipoteze: ***Savremeni finansijski proizvodi povećavaju efikasnost i profitabilnost finansijskih institucija i finansijskog tržišta uopšte.***

U radu se testira i prateća hipoteza: Savremeni finansijski proizvodi omogućavaju preduzećima bolje upravljanje likvidnošću, sigurnošću i rizikom.

³Miljević, M. (2007) *Metodologija naučnog rada*, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, str. 9

5. Metode istraživanja

Definisanje pojma naučnog metoda odnosno metoda naučnog saznanja nešto je olakšano postojanjem definicije nauke i predmeta nauke, kao i definicije naučnog saznanja. Najopštije rečeno, metod naučnog saznanja je smisleno i svrishodno, racionalno konstituisan sistem ideja, koncepcija, radnji (postupaka) i sredstava odabran po naučnim kriterijumima i naučno proveren u cilju sticanja naučnog saznanja, odnosno naučnog istraživanja o predmetu ili metodu nauke.⁴

Teorijsko – metodološki pristup predstavlja najapstraktniji deo metoda čija je funkcija višestruka. “Opšti metod, kao snažno svetlo reflektora, usmerava istraživača na onaj sloj realnosti, kome se pridaje najveći značaj i gde treba tražiti najvažnije činjenice i eventualne uzroke koji izazivaju pojavu koja je predmet našeg proučavanja. On istovremeno sadrži i izvesne principe, pomoću kojih se tumače činjenice. Naučni metod je ciklus faza koje se koriste za razvoj i dogradnju teorija”.⁵ U ovom radu korišćene su sledeće metode:

Metod statističke obrade podataka. U procesu naučnog rada statistika se primenjuje na osnovu odgovarajućih prilagođavanja njegovom predmetu odnosno fazama istraživanja. A to znači da ova opštenaučna metoda ima svoju opštu i adaptivnu logičku osnovu, svoj epistemološki sadržaj koji obuhvata opet saznajne odredbe matematike, posebne saznajne odredbe statistike kao grane matematike, zatim odredbe nauke i predmeta nauke i odredbe teorije metodologije nauka (opšte metodologije) i metodologije predmetne nauke (posebne metodologije). Postupci statistike u naučnom istraživanju ne javljaju se sasvim samostalno već povezani sa metodom prikupljanja i obrade podataka i uslovljeni su svojstvima podataka.⁶

Prikupljeni podaci se analiziraju što kao krajni cilj ima donošenje zaključaka i sudova o postojećem stanju. Izvori podataka su razne statističke i naučne građe istaknutih autora iz oblasti turizma i ekonomije, kao i podaci kojima raspolažu različite institucije.

Metod dedukcije. Iz naučne literature koja analizira, objašnjava i razumeva pitanja logike proizilazi da je dedukcija shvatana i razmatrana kao oblik zaključivanja i to prvenstveno silogističkog. Dedukcijom se analitički misaono-logički iz premisa već formiranih zaključaka po utvrđenoj proceduri izvode novi zaključci. Jedino su ovako izvedeni zaključci apsolutno (nužno) istiniti jer su analitički. Bitan uslov njihove istinitosti je strogi postupak u skladu sa pravilima, dok istinitost premisa nije bitan uslov istinitosti zaključka. Vremenom, sa razvojem dijalektičke logike, formiralo se stanovište da je istinitost premisa bitan uslov istinitosti zaključaka, kao što je to i strogo pridržavanje procedure zaključivanja.⁷

Metod komparacije. Predmet istraživanja komparativne metode su identičnost, sličnost i razlike pojava i procesa u različitim oblicima internet prezentacije. Samo upoređivanjem (dva primerka iste pojave, dve istorodne ili raznorodne pojave, dva procesa u prošlosti, sadašnjosti i budućnosti, na jednom ili više definisanih prostora) možemo utvrditi da li su identični, slični odnosno različiti i u čemu. Isto se odnosi na upređivanje procesa sa već utvrđenim standardima.

⁴ Miljević, M. *Metodologija naučnog rada*, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, 2007, str. 11

⁵ Pečujlić M., Milić V., *Metodologija društvenih nauka*, Vizartis, Beograd, 2003, str. 121

⁶ Miljević, M. *Metodologija naučnog rada*, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, 2007, str. 146

⁷ Banjanin M.K., *Naučnoistraživačka metodologija*, Dispublic, Beograd, 2006, str. 35

Metod analize. Po svojoj suštini analiza je rastavljanje predmeta istraživanja na njegove sastavne delove odnosno na činioce strukture, funkcija, veza i odnosa na određenom prostoru u određenom vremenu. Rastavljanje može da bude fizičko, duhovno – misaono i kombinovano. U smislu naučnog istraživanja nema čisto fizičkih rastavljanja (deoba) predmeta istraživanja, već je to uvek istovremeno i misaono rastavljanje. U postupku analize treba uzeti i mnogo različitih uslova i faktora koji direktno utiču na analizu.⁸

6. Struktura rada

U **prvom delu rada** predstavljene su banke kao učesnici na finansijskom tržištu. U **drugom delu** iznose se specifičnosti vezane za investicione fondove. U **trećem** se analiziraju osiguravajuće kuće, dok se u **četvrtom delu** razmatraju penzioni fondovi. **Peti deo** je posvećen savremenim finansijskim proizvodima i obradom franšizinga, faktoringa i lizinga. **Šesti deo** je finansijskom izveštavanju na primeru banaka. U **zaključku** se na sažet način iznose nalazi rada.

⁸ Miljević, M. *Metodologija naučnog rada*, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, 2007, str. 209

1. BANKE

1.1. *Investiciono, univerzalno i komercijalno bankarstvo*

Uloga banaka na finansijskom tržištu zavisi od osnovne konfiguracije finansijskog sistema. U tržišno orijentisanim finansijskim sistemima postojala je manje ili više stroga podela (u žargonu „kineski zid“) između komercijalnog i investicionog bankarstva. U tim uslovima, delovanje depozitnih institucija na tržištu je ograničeno pa podela na investiciono i komercijalno bankarstvo ima smisla. Tipični primeri te vrste bili su do skoro SAD i Japan. Bankarstvo je bilo razdvojeno na komercijalno i investiciono. U Srbiji, kao i u većini evropskih zemalja, komercijalne banke se mogu baviti i investicionim poslovima. Ovaj model bankarstva je poznat pod oznakom univerzalno bankarstvo. Ovaj tip banaka obavlja i depozitno kreditne i poslove sa hartijama od vrednosti. Naše zakonodavstvo, koje uređuje ponašanje privrednih subjekata na finansijskom tržištu, omogućava bankama poslovanje na finansijskom tržištu u ulozi berzanskih posrednika, osnivača berze i članova berze.⁹

1.2. *Komercijalno bankarstvo i finansijsko tržište*

Pojam **depozitne institucije** (*depository institutions*) obuhvata raznorodan skup institucija i organizacija u koje spadaju komercijalne banke, štedionice, štedne i kreditne asocijacije (zadruga) i različita štedna i kreditna udruženja. Zajedničko svojstvo ovih institucija je prikupljanje depozita od ostalih učesnika privrednih procesa. Ovi depoziti predstavljaju njihovu pasivu, na osnovu koje imaju obaveze prema njihovim vlasnicima (deponentima).

Aktiva ovih institucija se dominantno sastoji od odobrenih kredita ili ulaganja u različite finansijske instrumente. Njihov prinos se formira na razlici u visini cene po kojoj se sredstva plasiraju i/ili investiraju, u odnosu na cenu po kojoj dolaze do sredstava.¹⁰

Poslovne ili komercijalne banke (*commercial banks*) su najveća i najznačajnija grupa depozitnih finansijskih institucija. Njihova osnovna funkcija je prikupljanje depozita i „proizvodnja“ ili kreiranje ponude kredita. To je osnovna posrednička institucija sistema indirektnog finansiranja. Pored depozita, postoje i kreditni izvori koje banke koriste: različite pozajmice od centralne banke, drugih banaka ili prihod od prodaje obveznica. Zbog toga banke u svojoj strukturi imaju visok leveridž, zbog velikog procenta pozajmljenih sredstava u bilansu stanja.

Da bi se neka institucija mogla smatrati bankom, neophodno je da ispunjava odgovarajuće kriterijume, kao i da obavlja poslove koje samo ona može obavljati.

To su, u osnovi, sledeći poslovi:¹¹

- 1) prikupljanje depozita i pribavljanje drugih sredstava,
- 2) odobravanje kredita,
- 3) obavljanje platnog prometa.

⁹Krstić, B.(2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet, str. 34

¹⁰Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str.56

¹¹Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola , str. 123

Svi navedeni poslovi mogu se odvijati sami za sebe, ili kao skup usluga koje banka prodaje svojim klijentima. Osnovni bankarski poslovi se razlikuju od zemlje do zemlje.

Osnovna delatnost komercijalne banke je kreditiranje. Današnje komercijalne banke su na neki način postale „robne-kuće“, odnosno finansijski supermarketi. One nude, osim kredita, seriju drugih „proizvoda“, odnosno usluga (npr. osiguranje, brokerski poslovi i sl.). Veliki deo tih poslova je povezan sa finansijskim tržištem.

1.3. Investiciona politika komercijalnog bankarstva

Investiciona politika čistih komercijalnih banaka determinisana je regulativom i prirodom bankarskog poslovanja.

Prvi faktor koji utiče na investicionu politiku komercijalnih banaka su ograničenja koja potiču iz prirode ove delatnosti. Komercijalnim bankama je potrebna likvidnost u preostalom portfoliju, dakle portfoliju koji nije dat kao kredit, kako bi obezbedile zaštitu svoje kreditne pozicije. Depoziti povereni bankama na čuvanje mogu biti različite ročnosti. Banka mora da prilagođava strukturu svojih plasmana ročnosti izvora finansiranja od kojih će zavisiti potrebe banke za likvidnošću. Depoziti po viđenju se isplaćuju na zahtev, što će reći da banka uvek mora da ima određeni iznos likvidnih sredstava, kako bi odgovorila na zahtev ovih deponenata. Sredstva koja se isplaćuju deponentima ne bi trebalo da potiču iz likvidacije komercijalnih kredita. Ukoliko bi se to događalo, došlo bi do nestabilnosti u bankarskom sistemu. Likvidnost obično potiče sa investicionih, pre nego sa kreditnih računa. Radi obezbeđenja likvidnosti, sredstva se ulažu u kratkoročne državne obveznice.¹²

Poslovanje komercijalnih banaka, posebno sa hartijama od vrednosti, je predmet državnih propisa. Da bi država obezbedila sigurnost depozita, komercijalnim bankama se, propisivanjem strogih kontrolnih akcija, ograničava investiranje u visokorizične hartije. U gotovo svim zemljama, komercijalnim bankama je dopušteno da poseduju obveznice svih kvaliteta koje se nalaze među prve četiri na rejtingu Moody's-a i Standard & Poor's-a. U nekim slučajevima banke ne mogu kupovati obične akcije ili spekulativne obveznice.

Propisi, nadalje, dozvoljavaju diversifikaciju kredita i investicija.

Treća determinanta politike komercijalnih banaka je njihova ograničena sposobnost da trpe gubitke. Banke investiraju deponovani novac što vodi ka jednom finansijskom konzervativizmu, a rezerve obezbedene vlasničkim kapitalom su male. Briga i konzervativizam moraju biti primenjeni prilikom investiranja bančinih sredstava.¹³

¹²Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str. 218

¹³Krstić, B. (2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet, str. 45

1.4. Univerzalna banka i tržište kapitala

Moderno bankarstvo je i biće sve više univerzalno bankarstvo. Zbog toga se, u tekstu koji sledi, u fokus pažnje stavlja ova grupa banaka.

Na primarnom tržištu, univerzalne banke se pojavljuju u klasičnoj ulozi investicionih banaka. One su faktički kreatori primarnog tržišta. U postupku emisije akcija i obveznica, banke imaju tri osnovne funkcije: ¹⁴

Savetodavnu funkciju – banke vrše permanentno praćenje i analiziranje kretanja na tržištu i, na osnovu tih podataka, nude svoje savetodavne usluge kompanijama u pogledu iznosa vrednosnih papira i uslova pod kojima se te hartije od vrednosti nude investitorima na tržištu.

Pokroviteljstvo emisije (underwriting) – banke mogu da vrše jemstvo plasmana određene vrednosti papira emitovanih od strane kompanija. U slučaju neuspeha plasmana u potpunosti, banka je u obavezi da otkupi preostali deo emitovanih hartija od vrednosti ili da emitentsku kompaniju pokrije svojim kreditom do momenta prodaje preostalog dela vrednosnih papira.

Distribucija (prodaja) – univerzalne banke vrše distribuciju novoemitovanih vrednosnih papira na tržištu kapitala u korist investitora, što se, takođe, može vršiti i preko mreže brokersko-dilerskih firmi.

Sve navedene funkcije vrše konzorcijumi investicionih i/ili univerzalnih banaka, koji se prave za svaku emisiju vrednosnih papira, gde jedna banka ima funkciju glavnog koordinatora emisionog konzorcijuma. U slučaju emisije državnih vrednosnih papira, ova procedura je nešto pojednostavljena.

Na sekundarnom tržištu banke, kao klasični finansijski posrednici, obavljaju i dilerske i brokerske funkcije. Banke mogu da se bave dilerskim i brokerskim poslovima, preko specijalizovanih odeljenja ili afilijacija. Bez obzira na organizaciju, ove jedinice su bilansno odvojene od glavnih oblika poslovnih aktivnosti banaka i poseduju sopstveni kapital.

Brokerska funkcija banaka je, u osnovi, tehničko sprovođenje naloga komitenata u vezi sa kupovinom i prodajom određene vrste hartija od vrednosti.

Banke nastoje da drže određen iznos najkvalitetnijih papira u svojim afilijacijama s ciljem neposrednog obavljanja kupovnih i prodajnih transakcija neposredno na šalterima. Ove funkcije bankama donose klasičnu brokersku proviziju za izvršene usluge komitentima.

Banke, dilersku funkciju, obavljaju na tržištu kapitala za sopstveni račun. U ovom slučaju, banke se mogu pojaviti u ulozi market mejkera, što znači da imaju dvostruke kotacije u svakom momentu (fiksiraju prodajne i kupovne cene za određene papire i mogu da vrše promene tih cena). Za kvalitetnije papire na tržištu se formiraju cene kroz direktnu konkurenciju većeg broja odgovarajućih market mejkera. Ovakav sistem formiranja cena i njihova kontinualna promena omogućavaju investitorima da u svakom momentu realizuju svoje kupovne i prodajne naloge. U ovom slučaju banka ostvaruje prinos na osnovu marže (*spread*) između prodajne i kupovne cene vrednosnih papira, koja pruža mogućnost zarade, ali i gubitka zbog promene cena vrednosnih papira koju dileri drže na zalihama. Banke moraju da vode računa o budućim kretanjima cena vrednosnih papira na tržištu kapitala, gde u slučaju očekivanog porasta cena u narednom periodu banke povećavaju zalihe hartija od

¹⁴Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str.86

vrednosti i zauzimaju „dugu“ (vlasničku) poziciju, i obrnuto, ukoliko se očekuje pad cena vrednosnih papira banke teže da prodaju te hartije (*go short*) zauzimajući „kratku“ poziciju. Ovakve situacije pružaju bankama mogućnost sticanja spekulativne dobiti, tako što mogu prodati čak i vrednosne papire koje ne poseduju kako bi ih kasnije kupili po sniženim cenama.¹⁵

Specifična funkcija koja se pojavljuje u poslovanju banke vezana je za finansijska restrukturiranja velikih kompanija, koje se vrše uz značajno korišćenje bankarskih kredita kao i emisije obveznica na tržištu kapitala.

Poverenička odeljenja u bankama (*trust departments*), koja su funkcionalno i organizaciono izdvojena u odnosu na osnovni deo banke, obavljaju sve poslove u vezi naplate kamata i dividendi, kao i njihovog reinvestiranja, vezano za poverene portfolie fizičkih i pravnih lica. Banke mogu da uvedu i tzv. automatski investicioni servis, gde se unapred određeni mesečni iznosi izdvajaju sa računa klijenata za kupovinu vrednosnih papira manjeg broja najpoznatijih firmi sa liste koju sastavlja banka, a klijent sa te liste bira kompaniju i iznos periodične kupovine.

U okviru fiducijarnih poslova, banke mogu obavljati sledeće poslove za preduzeća:¹⁶

- 1) upravljanje privatnim penzijskim fondovima,
- 2) upravljanje imovinom (*assets management*),
- 3) čuvanje, naplata i tehnički servis hartija od vrednosti (*custody*),
- 4) emisiju finansijskih instrumenata,
- 5) prijem i čuvanje posebno namenjenih depozita (*escrow agent*),
- 6) upravljanje investicionim fondovima.

Skup usluga iz ove grupe za stanovništvo obuhvata:¹⁷

- 1) upravljanje imovinom, uključujući i zaostavštinu,
- 2) čuvanje i naplatu hartija od vrednosti,
- 3) upravljanje zadužbinama,
- 4) poslove vezane za predstavljanje vlasnika obveznica prema emitentima i dr.

Da bi se sprečila pojava moralnog hazarda, trust poslovi su strogo odvojeni od poslova komercijalnog bankarstva.

¹⁵Hadžić M. (2007) *Bankarstvo*, Beograd: Univerzitet Singidunum, str.97

¹⁶Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str.99

¹⁷Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Feljton, str.43

1.5. Brokerska delatnost banaka

Banke stiču status berzanskog posrednika, ukoliko dobiju saglasnost regulatora (centralne banke i komisije za hartije od vrednosti) da se mogu baviti trgovinom na finansijskom tržištu. Da bi banke dobile saglasnost za bavljenje pomenutim poslovima, moraju podneti zahtev za dobijanje saglasnosti uz dokaz da ispunjavaju uslove propisane zakonom, a posebno: ¹⁸

- 1) da postoji poseban organizacioni deo za obavljanje posredničkih poslova,
- 2) da u poslovnim knjigama obezbede posebnu evidenciju o poslovanju tog organizacionog dela,
- 3) da raspolažu odgovarajućim kadrovima tj. najmanje jednim brokerom sa položenim stručnim ispitom,
- 4) da poseduju odgovarajuću tehničku osposobljenost, što podrazumeva odgovarajući informacioni, kompjuterski i komunikacioni sistem za elektronsko trgovanje na finansijskom tržištu,
- 5) da u svojim pravilima o radu urede način obavljanja posredničkih poslova, što se naročito odnosi na sprečavanje zloupotrebe informacija koje nisu dostupne svim učesnicima na finansijskom tržištu (tzv.insajder informacije).

Postoje tri osnovna oblika organizovanja brokerske delatnosti unutar banke: ¹⁹

- 1) filijala sa statusom pravnog lica, čiji bi osnivač, odnosno akcionar, bila banka,
- 2) filijala bez statusa pravnog lica i
- 3) poseban sektor u organizaciji banke, poput ostalih sektora.

Filijala sa statusom pravnog lica ne ugrožava likvidnost banke u uslovima kada kupac ili prodavac nisu u istoj banci. Likvidnost filijale kao pravnog subjekta isključivo je zasnovana na likvidnosti poslovnog računa te filijale koji ne korespondira sa žiro-računom banke.

Ukoliko se banke opredele za jedan od preostala dva oblika organizovanja trgovine hartijama od vrednosti, to bi značilo da je poslovni račun filijala bez statusa pravnog lica (ili posebnog sektora u organizaciji banke) sastavni deo žiro računa banke. Ovakav oblik organizovanja ne bi ugrozio likvidnost banke u slučaju da su kupci i prodavci hartija od vrednosti komitenti iste banke. Tada se promene na računima samo preknjižavaju, ne izazivajući promene na žiro-računu banke. Nasuprot tome, ukoliko su kupci i prodavci hartija od vrednosti komitenti različitih banaka, tada dolazi do odliva sredstava, čime se, u uslovima većeg obima transakcija, ugrožava likvidnost banke. Važno je napomenuti da se kod druge i treće varijante organizacije mora voditi posebno knjigovodstvo, da bi se mogao pratiti rentabilitet ovih poslova.

Organizacioni deo banke koji se bavi trgovinom hartijama od vrednosti pruža potpuno iste usluge kao i ostale brokersko-dilerske kuće. Ozbiljan problem je konflikt interesa u bankama koje istovremeno obavljaju brokerske i dilerske poslove. U ovim uslovima se, očekivano,

¹⁸Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola , str.147

¹⁹Krstić, B.(2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet , str. 58

javlja situacije u kojima banka može staviti sopstveni interes (kao diler) ispred interesa klijenta za koga se obavlja brokerska funkcija. Banka diler može (kao broker) klijentu prodati hartiju od vrednosti po ceni većoj od one koju bi klijent mogao dobiti na drugom mestu.

Pored problema vršenja dualne funkcije broker/diler, kod banaka univerzalnog tipa pojavljuje se i problem vezan za spajanja komercijalne i univerzalne funkcije u bankama. Banka, u isto vreme, može kreditirati klijenta i prodavati njegove hartije od vrednosti, što neminovno otvara pitanje moralnog hazarda.²⁰

1.6. Investicioni portfolio univerzalne banke

Banke plasiraju raspoloživi kreditni potencijal u kredite ili u investicije.

Banka ima i sopstveni portfolio menadžment kredita i portfolio menadžment hartija od vrednosti (investicija). Bitne razlike između plasmana banke u zajmove i u hartije od vrednosti su sledeće:²¹

- 1) krediti se odobravaju preduzećima, imajući u vidu trajne komitentske odnose, kao i lične veze sa menadžerima, dok su investicije više nepersonalne, jer se radi o čisto tržišnom odnosu;
- 2) kod kredita, tražioci pokreću inicijativu za dobijanje zajma, dok kod investicija inicijativu pokreće banka, prilikom kupovine vrednosnih papira na sekundarnom tržištu;
- 3) banka drži zajmove do roka njihovog dospeća (nelikvidna aktiva banaka), dok vrednosne papire u aktivu može prodati pre njihovog roka dospeća (npr. kratkoročne hartije od vrednosti za čiju kupoprodaju postoji duboko sekundarno tržište).

Hartije od vrednosti kojima raspolažu banke kupuju se iz dva izvora:²²

- 1) sekundarnih rezervi likvidnosti i
- 2) sa tzv. investicionog računa.

Sekundarne rezerve obezbeđuju održavanje likvidnosti banaka u slučaju iznenadnih odliva sredstava. Primarne rezerve likvidnosti se drže na transakcionim depozitima kod drugih banaka i predstavljaju, uglavnom, nekamatonosnu aktivu. Banke teže da se veći deo ukupnih rezervi likvidnosti drži u obliku kamatonosnih sekundarnih rezervi. Za te namene se koriste visokokvalitetne kratkoročne obveznice koje su lako utržive na novčanom tržištu.

Plasmani banaka na investicionom računu, odnosno investicioni portfolio banke, su ulaganja u hartije od vrednosti koje banka drži s ciljem sticanja prinosa. Drugi, sekundarni, razlog za ova ulaganja je upravljanje kamatnim rizicima osnovnog kreditnog portfolia. U ovu

²⁰Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 89

²¹Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 189

²²Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str. 96

kategoriju spadaju srednjoročne i dugoročne hartije od vrednosti sa rokom dospeća dužim od godinu dana. Primarni ciljevi upravljanja portfoliom banaka su:²³

- 1) likvidnost
- 2) prinos
- 3) zaštita od kamatnog rizika.

Sekundarne rezerve banke obezbeđuju funkciju likvidnosti i donose kamatni prinos. U posebnim slučajevima one mogu biti upotrebljene za regulisanja kamatnog rizika. Hartije od vrednosti na investicionom računu banaka imaju prvenstveno za cilj kamatni prinos, a sekundarno, upravljanje kamatnim rizikom.

Postoje značajne institucionalne razlike strukture investicionih portfolia banaka u različitim zemljama. U SAD, na primer, još uvek postoje striktna ograničenja u emitovanju i posedovanju hartija od vrednosti od strane komercijalnih banaka. Komercijalne banke u SAD mogu da drže uglavnom državne i municipalne obveznice, a u manjoj meri obveznice kompanija, i nemaju pravo da vrše primarnu emisiju obveznica i akcija kompanija. Međutim, u zemljama u kojima se primenjuje sistem univerzalnog bankarstva, ne postoje institucionalne zabrane da banke učestvuju u primarnoj emisiji akcija i obveznica kompanija i u svojim portfeljima mogu praktično da koriste sve instrumente finansijskog tržišta.²⁴

Savremene banke imaju **koncept kompleksnog portfolia hartija od vrednosti**. Pod pojmom kompleksnog portfolia podrazumeva se visokodiversifikovani portfolio koji sadrži kako akcije, tako i obveznice države i kompanija. Upravljanje portfoliom je značajnije kod nebankarskih institucija, nego kod banaka iz razloga što hartije od vrednosti čine manji deo ukupne aktive banaka. Banka precizno definiše ciljeve investicione politike, a posebno odnos prinosa, rizika i likvidnosti. U ovom slučaju, banka se opredeljuje između dve politike kompleksnog portfolia: pasivne i aktivne.

Pasivna politika kompleksnog portfolia je u osnovi strategija kupi i drži odnosno koncept zadržavanja primarno formirane portfolio strukture.²⁵

Obveznice u aktivi banke drže se do roka dospeća. Kod pasivne portfolio strategije bitna je inicijalna konstrukcija portfolia. Portfolio u ovom slučaju ne ostvaruje dobit od tekućih transakcija na finansijskom tržištu. Osnovni cilj je ostvarenje željenog prinosa za prihvaćeni nivo rizika. Bitna osobina ove strategije je visok stepen diversifikacije portfolia čime se smanjuje tržišni rizik.

Ova strategija implicira niske transakcione troškove, pa finansijska institucija može da drži minimalan iznos likvidne aktive, za ove namene, zbog male potrebe intervencija na finansijskom tržištu.

Aktivna politika investicionog portfolia zahteva permanentne kupovine/prodaje hartija od vrednosti radi ostvarivanja profita. Ova strategija polazi od pretpostavke da uvek postoje potcenjene i precenjene obveznice i akcije. Bitno da je se takve hartije od vrednosti i otkriju.

²³Amling, F. (2005) *Investments, an Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions, str.17

²⁴Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 155

²⁵Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str. 157

Aktivna strategija računa na angažovanje investicionih analitičara, koji proučavaju kretanja na finansijskom tržištu, kao i na visok promet na finansijskom tržištu. Nadalje, ova strategija ima za posledicu visoke transakcione troškove i česte revizije portfolio strukture. U praksi se često pravi i kombinacija pasivne i aktivne portfolio strategije, gde se kao polazna osnova uzima da veći deo portfolio bude zasnovan na pasivnoj strategiji, dok se ostali deo portfolio aktivno reguliše.

2. INVESTICIONI FONDOVI

Investicioni fondovi, kao institucije, nastale su prevashodno radi obavljanja funkcije upravljanja investicijama u hartije od vrednosti tj. portfolio menadžmenta. Oni, slobodno možemo reći, predstavljaju institucionalnu inkarnaciju funkcije portfolio menadžmenta.

Investicioni fond predstavlja finansijsku instituciju koja povlači sredstva manjih individualnih investitora kojima za uzvrat emituje akcije (*shares*) ili, rede, potvrde o učešću u finansijskoj aktivi fonda (*units*). Tako ostvarene prihode investicioni fondovi investiraju, na domaćem i/ili međunarodnom finansijskom tržištu, u hartije od vrednosti stvarajući diversifikovani investicioni portfolio. Za efikasno investiranje sredstava investicionog fonda brine se profesionalni menadžer ili stručna ekipa ljudi koja predstavlja portfolio menadžment fonda. Prihodi po osnovu hartija od vrednosti se dele akcionarima, tj. vlasnicima ili „štedišama“ investicionog fonda srazmerno njihovom učešću, umanjeni za vrednost provizije na ime portfolio menadžment usluge. Svaka akcija investicionog fonda predstavlja srazmerno učešće u portfoliu hartija od vrednosti pod njegovom upravom. Upravljanje portfoliom, investicioni fond sprovodi u ime i u najboljem interesu njenih akcionara, ali oni, ipak, podnose celinu investicionog rizika koji proističe iz poslovnih aktivnosti fonda.⁷ Drugim rečima, za razliku od nekih drugih finansijskih posrednika, investicioni fondovi rizik poslovanja direktno prenose na akcionare. Hartije od vrednosti koje investicioni fondovi kupuju, za račun svog portfolia, zavise od njegovih investicionih ciljeva sa kojima su njihovi ulagači upoznati i saglasni. Dakle, moglo bi se reći i da je investicioni fond finansijski posrednik, nastao sa ciljem da sitne i neupućene investitore, na mala vrata, posredno uvede u „veliki svet finansija“.²⁶

Termin koji se koristi kao sinonim za investicioni fond je investiciona kompanija. Termin „fond“ je često popularniji u svakodnevnom komuniciranju, ali je termin „kompanija“, po pravilu, oficijelniji. Treba, međutim, razlikovati pojam upravljačke ili menadžment kompanije (*fund family* ili *management company*) koja može upravljati sa jednim ili više investicionih fondova u svom sastavu. Po pravilu, upravljačke kompanije upravljaju sa više investicionih fondova koji imaju zasebne ciljeve, menadžment, investicione strategije i portfolio strukturu.

Investicione kompanije, u ime investitora, ulažu u čitav spektar različitih hartija od vrednosti i prisutni su na svim bitnim segmentima finansijskog tržišta. investicioni fondovi drže u svom vlasništvu najviše od pojedinih tržišnih segmenata u SAD. Upadljivo je da su vlasnici četvrtine akcijskog kapitala, kao i da „drže“ trećinu tržišta municipalnih obveznica i više od trećine tržišta komercijalnih zapisa.

Često je za postojećeg investitora prelazak iz jednog fonda u drugi, unutar iste menadžment kompanije, besplatan. Takođe, struktura provizija za sve fondove unutar iste menadžment kompanije je, po pravilu, ista. Cenovne kotacije investicionih fondova su grupisane po menadžment kompanijama i na primeru SAD (ali i na primeru drugih zemalja) otkrivaju nam da neke menadžment kompanije investorima nude veoma veliki broj različitih investicionih fondova sa različitim investicionim ciljevima. Tako se, praktično, gotovo svaka investiciona preferenca može zadovoljiti unutar jedne velike menadžment kompanije. Najmanje među njima imaju samo jedan fond, ali su takve menadžment kompanije, u praksi, retkost. Malim

²⁶Hadžić M. (2007) *Bankarstvo*, Beograd: Univerzitet Singidunum , str.93

se, uglavnom, smatraju one koje uz jedan investicioni fond na tržištu novca imaju i po jedan specijalizovan za ulaganje u akcije i u obveznice.²⁷

Investicione kompanije vrše neke važne posredničke funkcije za račun svojih ulagača. Glavna i najznačajnija je, svakako, funkcija smanjivanja investicionog rizika kroz diversifikaciju. Treba istaći da je ovo postizanje efekta diversifikacije u potpunosti dostupno sitnim investitorima. Ilustracije radi, ako pođemo od toga da je prosečna cena akcije na NYSE oko 35 dolara i da se trgovina odvija u lotovima od po 100 akcija, za nabavku jedne vrste akcija investitoru treba u proseku oko 3.500. Ako pođemo od toga da diversifikovani portfolio treba da ima 20 različitih akcija u svom sastavu, cena njegovog postizanja je $\$35 \times 100 \times 20 = \$70.000$. Investicione kompanije u najvećem broju imaju donji prag za početno investiranje postavljen između 500 dolara i 1.000 dolara, a za dodatno investiranje, po pravilu, već od 50 dolara, i to sa efektom diversifikacije koji znatno nadilazi efekat investicije u 20 različitih akcija. Dakle, investitor i sa malim sredstvima, investiranim u investicioni fond, dobija zauzvrat diversifikaciju rizika svojstvenu velikim investicionim iznosima investiranim u veliki broj različitih hartija od vrednosti.²⁸

Uz to, investitor relativno jeftino dobija uslugu kompetentnog upravljanja svojim sredstvima kao i minimiziranja pratećih troškova računovodstva, čuvanja hartija od vrednosti, transakcionih troškova i sl. Ako tome dodamo i mogućnosti različitih plaćanja i programirane štednje i isplata koje nude neki investicione kompanije, jasno je da dinamičan rast popularnosti i finansijskog značaja ovih institucija nije slučajan.

U svetu je u toku već dvadesetogodišnji intenzivan trend ekspanzije investicionih fondova. Investicioni fondovi u SAD su najveći u svetu i na njih otpada oko 1/2 od oko 17,2 hiljade milijardi USD ukupne aktive kojom upravljaju investicioni fondovi u svetu. Investicioni fondovi u Evropi su poslednjih godina u naročito uzlaznom trendu i 2005. godine učestvuju sa oko 1/3 globalne aktive.²⁹

Danas investicione kompanije predstavljaju jednu od najznačajnijih finansijskih institucija na finansijskom tržištu u svetu. Krajem 90-ih u SAD njihova aktiva je porasla za više od 12 puta u odnosu na 1980. godinu. U članstvu ICI-a 2005. godine nalazi se oko 8.500 investicionih fondova koji upravljaju aktivom od oko 9.500 milijardi USD. Sličan trend rasta se javlja i u Evropi krajem 90-ih i početkom 2000-ih.³⁰

Vrednost aktive pojedinih menadžment kompanija (koje mogu imati jedan ili više investicionih fondova u svom sastavu) može biti vrlo velika i veća od društvenih proizvoda mnogih zemalja. Nekada takvu veličinu ima i samo jedna investiciona kompanija kao npr. *Fidelity Magellan* koji je još 1990. godine u ime svojih 2,512 miliona sitnih investitora raspolagao aktivom u iznosu od 22,3 milijarde dolara. Do 1995. godine vrednost njegove aktive je narasla na čitavih 36,4 milijarde dolara. Osnovni razlozi zašto je došlo do

²⁷Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str. 254

²⁸Bogle, J.C., (1999) *Bogle on Mutual Funds - New Perspectives for the Intelligent Investor*, Richard D. Irwin Inc, New York, str. 297

²⁹Bogle, J.C., (1999) *Bogle on Mutual Funds - New Perspectives for the Intelligent Investor*, Richard D. Irwin Inc, New York, str. 245

³⁰Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Feljton, str. 39

dinamičnog rasta investicionih fondova i njihove popularnosti među, naročito, sitnim investitorima su sledeći:³¹

- 1) oni mogu dati relativno visoke prinose (više od oročenih štednih depozita),
- 2) uz relativnu sigurnost (zbog diversifikovanosti portfolia),
- 3) i uz visoki stepen likvidnosti (jer se akcije fonda mogu prodati).

2.1. Neto vrednost aktive po akciji (NAV)

Jedan od temeljnih parametara investicionih fondova uopšte, predstavlja neto vrednost aktive po akciji fonda – NAV (*net asset value*). Ona se može tumačiti i kao vrednost koja realno pripada jednoj akciji tj. investicionoj jedinici fonda.

Da bismo izračunali NAV, uzimaju se cene hartija od vrednosti koje se nalaze u portfoliu fonda i to na kraju radnog dana tj. na zatvaranju berzi na kojima se kotiraju i koje važe do kraja sledećeg radnog dana. Množenjem tih cena sa količinom tj. brojem odgovarajućih hartija od vrednosti, koje su u portfoliu, odnosno vlasništvu, fonda i sabiranjem sa ostalim vidovima aktive (gotovina, kratkoročne hartije od vrednosti i sl.) dobijamo ukupnu vrednost aktive fonda. Kada ukupnu vrednost aktive fonda umanjimo za obaveze fonda i podelimo brojem akcija fonda u opticaju, dobijamo neto vrednost aktive fonda po akciji - NAV tj. cenu po kojoj bi otvoreni investicioni fond trebalo da otkupljuje svoje akcije od investitora. Ilustracije radi, pretpostavimo da investitori imaju u posedu jedan milion akcija investicionog fonda.³²

Pretpostavimo dalje da fond, posmatranog dana, ima u posedu portfolio sastavljen od četiri akcije sa tržišnom vrednošću u iznosu od 500 miliona RSD.

Ako obaveze fonda iznose 20 miliona RSD, a gotov novac 50 miliona RSD, NAV bismo dobili kao:

Gotovina i ekvivalentna aktiva 50.000.000 RSD

Akcije u svojini fonda:

A – 100.000 akcija po 50 RSD = 5.000.000 RSD

B – 2.000.000 akcija po 100 RSD = 200.000.000 RSD

C – 1.250.000 akcija po 80 RSD = 100.000.000 RSD D – 2.600.000 akcija po 75 RSD = 195.000.000 RSD

Ukupna tržišna vrednost akcija 500.000.000 RSD

Ukupna vrednost aktive 550.000.000 RSD

³¹Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str.111

³²Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*.Novi Sad: Feljton , str. 54

Obaveze 20.000.000 RSD

Ukupna neto vrednost aktive 530.000.000 RSD

Broj akcija investicionog fonda 1.000.000

NAV 530 RSD

NAV se često još naziva *bid* ili *sell price* i predstavlja osnovu cene po kojoj je moguće prodati akciju otvorenom investicionom fondu tj. cenu po kojoj, po pravilu, otvoreni fond toga dana otkupljuje svoje akcije. Neto vrednost aktive po akciji računa se svakog radnog dana. Za većinu investicionih kompanija, pri računanju NAV, uzimaju se cene hartija iz njihovog portfolia sa kraja prethodnog radnog dana. Neke kompanije, međutim, koriste jedan trgovački dan starije cene hartija. NAV se, po pravilu, nalazi u svim, pa i u dnevnim novinskim izveštajima o investicionim kompanijama. Ova se informacija, telefonom, svakodnevno može dobiti od menadžment kompanije.³³

Praćenjem kretanja NAV, samo u kratkom roku, možemo steći relativno preciznu predstavu o tome koliko je cenovno nestalan posmatrani portfolio u odnosu na druge fondove ili berzanske indekse i kakva mu je kapitalna apresijacija ili depresijacija. Međutim, za razliku od kretanja cena običnih akcija, NAV na dugi rok ne obavlja precizno posao izražavanja kapitalne apresijacije fonda. Osnovni razlog tome je što fond kontinuirano 128 adaptira strukturu svog portfolia, realizuje kapitalne dobitke i gubitke i realizovane kapitalne dobitke deli akcionarima. Kada se kapitalni dobitci isplate akcionarima dolazi do pada NAV za iznos isplaćenog kapitalnog dobitka po akciji. To, naravno, smanjuje značaj kretanja NAV u opisivanju investicionih performansi u odnosu na kretanje cena običnih akcija. Zbog toga, dugoročna mera performansi investicionih kompanija nije NAV, već stopa ukupnog prinosa koja obuhvata i realizovane kapitalne dobitke.³⁴

2.2. Vrste investicionih fondova

Investicione kompanije se mogu deliti na više načina. Hartije od vrednosti stoje u osnovi njihovih najvažnijih podela. Investicione kompanije se dele na osnovu načina kupovine i prodaje njihovih akcija, na osnovu ročnosti hartija od vrednosti iz njihovog portfolia i na osnovu strukture hartija od vrednosti u njihovom portfoliu.

Investicione kompanije se, po načinu investiranja u njih i povlačenju sredstava iz njih, mogu podeliti na otvorene i zatvorene.

Otvorene investicione kompanije (*mutual funds*) su dominantno prisutni na tržištu kako po ukupnom broju, tako i po aktivu kojom raspolažu.

Tokom osamdesetih i devedesetih godina zabeležili su izvanredno veliki rast u svim segmentima njihove aktive. Otvorene investicione kompanije imaju obavezu da stalno prodaju akcije zainteresovanim investitorima kao i da ih, na njihov zahtev, otkupljuju.

³³Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Feljton, str. 57

³⁴Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 79

Otkup akcija izlaže fondove likvidnosnom riziku zbog koga otvorene investicione kompanije investiraju, gotovo u potpunosti, u hartije od vrednosti kojima se aktivno trguje u sekundarnom prometu. Može se, doduše, desiti da ako, po proceni portfolio menadžmenta, fond preraste granice njegovog efikasnog upravljanja dođe do zatvaranja fonda za dodatne investicije. Taj slučaj je dosta redak i obično se tada otvara tzv. fond duplikat (*clone fund*) sa gotovo istom portfolio strukturom, ciljevima i strategijom. Otvoreni investicioni fondovi dosta ulažu u propagandu jer rast kapitala fondova, kroz rast prodaje njihovih akcija, uz konstantnu proviziju za portfolio menadžment, uvećava njihove prihode.³⁵

Unit trusts za razliku od *mutual funds* (u SAD), svojim investitorima ne daju akcije već tzv. *units* tj. učešća u fondu. *Unit investment trust* predstavlja vrstu otvorenih investicionih fondova u SAD koji investiraju najčešće u obveznice i ne treba ih mešati sa *Unit trust*–ovima u Velikoj Britaniji. Oni imaju relativno fiksni portfolio, pa se može reći i da su bez aktivnog portfolio menadžmenta.

Zatvorene investicione kompanije (*closed-end funds*) emituju fiksni broj akcija i nisu dužni da svoje akcije otkupljuju od investitora. Akciju zatvorenog investicionog fonda investitori mogu da kupe tj. da u fond ulože sredstva, ili na inicijalnoj javnoj emisiji akcija (*IPO- initial public offering*) kod investicione banke (koja je *underwriter*) koja je preduzima, ili na berzi i u vanberzanskom prometu, kao već emitovanu akciju svake druge kompanije.³⁶

Svoja sredstva investitori iz zatvorenog fonda mogu da povuku samo direktnom prodajom drugom zainteresovanom investitoru, preko berze ili u vanberzanskom prometu. Dakle, po pitanju inicijalne ponude akcija postoji izvesna sličnost između otvorenih i zatvorenih investicionih fondova, ali po pitanju njihovog sekundarnog prometa, postoji izrazita različitost.

Pri tome, u sekundarnom prometu akcija zatvorenih investicionih fondova nema nikakve garancije da će prodajna cena odgovarati NAV. Ona se, kao i kod akcija drugih javnih kompanija, formira na osnovu ponude i tražnje i ne postoji nikakvo pravilo da kupci za akciju moraju platiti NAV. Akcijama zatvorenih investicionih fondova, u praksi, se češće trguje uz diskont tj. tržišna vrednost njihovih akcija je često ispod NAV.

Posebna i sve popularnija vrsta zatvorenih investicionih fondova su fondovi nekretnina, tzv. REITs (*real estate investment trusts*), koji su ideju investicionih fondova preneli i na nekretnine. Raspoloživa sredstva ulažu direktno u nekretnine ili u hipotekarne kredite i građevinske zajmove.

U okviru investicionih fondova treba pomenuti i posebnu kategoriju tzv. hedž fondova (*hedge funds*). Ova vrsta institucija uglavnom za investitore ima bogate pojedince, druge finansijske institucije, legate i fondacije. Imaju mnogo veći stepen investicionih sloboda i mnogo manji broj obaveza u odnosu na redovne investicione fondove. Po pravilu, nisu regulisani od strane istog nacionalnog zakonodavstva kao ostali investicioni fondovi iako se, u osnovi, bave istom vrstom posla.

Danas su, može se reći, granice između otvorenih i zatvorenih investicionih fondova manje izražene nego ranije. Mnoge zatvorene investicione kompanije imaju ugovorne mogućnosti

³⁵Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 83

³⁶Bogle, J.C., (1999) *Bogle on Mutual Funds - New Perspectives for the Intelligent Investor*, Richard D. Irwin Inc, New York, str 204.

da, ako cena njihovih akcija značajno padne ispod NAV, mogu pozajmiti sredstva i otkupiti deo svojih akcija čime bi podstakli tražnju i njihovu cenu približili NAV-u.³⁷

Na osnovu ročnosti hartija od vrednosti iz njihovog portfolia, investicione kompanije se dele na investicione fondove koji investiraju na tržištu novca (*money market funds*) i investicione fondove koji investiraju, pretežno, na dugoročnom finansijskom tržištu tj. tržištu kapitala (*long-term funds*).

Na tržištu novca, fondovi uglavnom investiraju u kratkoročne obveznice države (*US treasury bills*), ugovore o repupovini sredstava (*repurchase agreements* - „*REPOs*“), bankarske depozitne certifikate (*CDs*), bankarske akcepte (*banker's acceptances*) i komercijalne papire (*commercial paper*).

Investicione kompanije na tržištu novca (*money-market funds*) zovu se još i likvidni investicioni fondovi (*liquid asset funds*). Oni su formalno otvoreni investicioni fondovi, ali im dividende više liče na kamate i veoma su slični bankarskim računima.

Na tržištu kapitala, fondovi pretežno investiraju u obveznice i akcije i to u dugoročne obveznice preduzeća, dugoročne državne obveznice, municipalne obveznice, hipotekarne založnice, konvertibilne obveznice kao i sve vrste akcija. Fondovi takođe aktivno investiraju i u finansijske derivate - opcije, fjučerse i varante.

Struktura hartija od vrednosti u portfoliu zavisi od investicionih ciljeva investicionih fondova. Po tom kriterijumu, oni se mogu podeliti u veliki broj grupa.³⁸

Generalno, investicioni fondovi koji posluju na dugoročnom finansijskom tržištu mogu investirati, pretežno, u akcije – fondovi akcija – (*equity funds*) ili pretežno u obveznice – fondovi obveznica – (*bond funds*).³⁹

Investicioni ciljevi svih investicionih fondova obavezno su naznačeni u njihovim prospektima. U zavisnosti od investicionih ciljeva, investicioni fondovi koji investiraju, pretežno, u akcije mogu se podeliti u više grupa.

Nekima je cilj investirati u preduzeća koja donose stabilan prihod, drugima u preduzeća koja „brzo rastu“ tj. donose kapitalne dobitke. Neki se opredeljuju samo za neke privredne grane, drugi, pak, za egzotične tehnologije; neki investiraju u pojedine zemlje i regione u inostranstvu, drugi podražavaju neki berzanski indeks.

Investicioni fondovi koji primarno ulažu u hipotekarne založnice i hartije preduzeća koja se bave proizvodnjom i rentiranjem stambenog i poslovnog prostora zovu se REITs – *real estate investment trusts*.

³⁷Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 178-9

³⁸Amling, F. (2005) *Investments, an Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions, str. 58

³⁹Amling, F. (2005) *Investments, an Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions, str. 68

2.3. Organizacija investicionih fondova

Investicioni fondovi su, po pravilu, organizovani tako da se poslovi njihovog upravljanja izvode spolja od strane pridruženih organizacija i nezavisnih ugovornih strana. Investicioni fondovi, po pravilu, nemaju sopstvene zaposlene.

Struktura investicionog fonda, u praksi, se najčešće sastoji od upravnog odbora, portfolio menadžera koji upravlja portfoliom i distributivno–prodajne organizacije. Međutim, strogo formalno gledano, u funkcionisanju investicioni fondovi uloge su podeljene na akcionare (*shareholders*), upravni odbor (*board of directors/trustees*), menadžment kompaniju (*management company*) tj. savetnika (*adviser*), nezavisnog poverenika (*independent custodian*), posrednika transfera (*transfer agent*) i glavnog pokrovitelja (*principal underwriter* ili *fund distributor*).

U praksi, menadžment kompanija, po pravilu, daje inicijativu za uspostavljanje investicionog fonda i, uobičajeno, upravlja poslovanjem većeg broja investicionih fondova.

2.4. Prihodi investicionih kompanija

Investicioni fondovi mogu sticati dobit za svoje investitore, u osnovi, na tri načina. Prvo, po osnovu dividendi i kamata primljenih na hartije od vrednosti u portfoliu. Drugo, ako prodajući neku hartiju od vrednosti ostvare profit tj. ako je prodaju po većoj ceni od nabavne. U tom slučaju govorimo o realizovanoj kapitalnoj dobiti koja se, po pravilu, isplaćuje investitorima - *capital gains distributions*. Treće, ako dođe do rasta vrednosti hartija od vrednosti iz portfolia fonda, a time i do rasta NAV fonda - *unrealized capital gains*. Naravno, investitorima niko ne garantuje da će po bilo kom od ovih osnova fond zarađivati, a po trećem osnovu čak može i gubiti.⁴⁰

Prinos (*yield*) predstavlja prihod po akciji plaćen akcionarima na osnovu dividendi i kamata tj. po prvom osnovu prihoda fonda. Obično se izražava kao procenat nabavne cene akcije fonda (*offer price* ili *buy price*).

Isplate (*distributions*) pored dividendi i kamata (*yield*) obuhvata i realizovanu kapitalnu dobit (*capital gains distribution*) tj. obuhvata sve isplate akcionarima - po prvom i drugom osnovu prihoda fonda.

Ukupni prinos (*total return*) pored isplate obuhvata i nerealizovane kapitalne dobitke koji se manifestuju u rastu NAV. On dakle, obuhvata dividende, kamate, profit realizovan prodajom hartija od vrednosti i rast vrednosti akcija fonda tj. rast vrednosti NAV. To je sveobuhvatna i najbolja mera performansi investicionog fonda.⁴¹

Za investicione fondove se često kaže da su renovirali ukupan finansijski sistem SAD, ali i u čitavom svetu. U našoj zemlji su se tek pojavili, i mogli bi biti korisni u smislu podsticaja štednje, koncentracije i efikasne alokacije kapitala.

⁴⁰Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 78

⁴¹Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 85

3. OSIGURAVAJUĆE KOMPANIJE

3.1. Vrste i osnovna obeležja institucionalnih investitora

Institucionalni investitori su finansijske institucije koje u svom poslovanju integrišu obeležja svih ostalih finansijskih posrednika. Danas, dominantna uloga institucionalnih investitora ogleda se u procesu investiranja.

Pojava povećanja značaja i učešća institucionalnih, na račun individualnih, investitora označava se pojmom institucionalizacija tržišta. Institucionalni investitori doprinose povećanju efikasnosti tržišta. Poseban značaj imaju inostrani institucionalni investitori koji su nosioci velikih globalnih ulaganja, a koji obimom svog poslovanja odlučujuće utiču na obrasce kreiranja i trgovine finansijskim instrumentima. U institucionalne investitore, u širem smislu, spadaju:⁴²

- 1) osiguravajuće organizacije,
- 2) penzijski fondovi,
- 3) finansijske kompanije,
- 4) zadužbine.

Uže značenje ovog pojma odnosi se na osiguravajuće organizacije i penzijske fondove.

Glavna svojstva institucionalnih investitora su sledeća:⁴³

- 1) oni nisu, kao komercijalne banke, predmet monetarnog regulisanja iz razloga što oni ne mogu kreirati monetarnu multiplikaciju, niti uticati na količinu novca u opticaju. Zbog toga se penzijskom fondu ili osiguravajućoj organizaciji ne nameće obaveza držanja obaveznih rezervi na računu kod centralne banke,
- 2) institucionalni investitori ne obezbeđuju funkciju plaćanja,
- 3) verovatno najvažnije svojstvo ove grupe investitora je njihova fiducijarna uloga, što znači da svoje poslove zasnivaju na poverenju.

Posledica fiducijarnosti je način na koji oni preuzimaju rizik.

3.2. Osnovne vrste osiguravajućih kompanija i njihovo ponašanje na tržištu

Osiguravajuća društva predstavljaju institucije koje se, za unapred utvrđenu sumu, obavezuju da pružaju usluge osiguranja i vrše isplatu naknada u slučaju realizacije štetnih događaja, odnosno osiguranog slučaja. Tako ove institucije preuzimaju na sebe rizik tj. omogućavaju transfer rizika sa pojedinačnih subjekata. Transfer rizika vrši se distribucijom na veći broj nosilaca rizika, pri čemu se polazi od verovatnoće učestalosti njegovog pojavljivanja.

⁴²Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 98

⁴³Ćirović, M. (2003) *Bankarski menadžment*, Ekonomski institut, Beograd, str. 104

Udruživanjem više pojedinaca, izloženih datom riziku, vrši se njegova podela, čime ga oni individualno mogu lako podneti. Ukupna suma koju osiguravajuća organizacija prikupi od osiguranih lica, na ime premije osiguranja, uvek je veća od ukupne sume koju treba da isplati osiguranim licima u vidu osiguranih suma (ta razlika predstavlja profit osiguravajuće organizacije). Sa stanovišta njihovog ponašanja na finansijskom tržištu, bitno je razlikovati dve osnovne vrste osiguravajućih društava:⁴⁴

- 1) za osiguranje života i
- 2) za osiguranje imovine.

Na finansijskim tržištima su posebno aktivna društva koja se bave osiguranjem života, zbog čega se njima posvećuje posebna pažnja.

Osiguravajuća društva koja se bave **osiguranjem života** preuzimaju obavezu izvršenja isplate određenog iznosa novca nosiocu polise osiguranja u slučaju bolesti ili smrti. Osiguravajuća društva nude širok spektar polisa osiguranja života, kao što su: klasične polise potpunog i vremenskog osiguranja od rizika smrti ili bolesti, polise koje povezuju osiguranje sa investicijama, polise osiguranja života kreirane za potrebe penzijskih programa, čisto investicione polise. Život individua je neizvestan i, po definiciji, ograničen. Ograničen je i radni vek i radna sposobnost pojedinca. Osiguranje života je jedan od načina otklanjanja rizika koji potiču iz ovih okolnosti. Najčešći rizik koji se osigurava je rizik siromaštva odnosno nedostatka sredstava za život u slučaju gubitka radne sposobnosti. Druga grupa rizika koji se osiguravaju su rizici zaštite i održavanja zdravlja. Osnovni oblici osiguranja života su sledeći:⁴⁵

- 1) osiguranje života u užem smislu,
- 2) osiguranje od nesposobnosti za rad
- 3) anuitetno osiguranje,
- 4) zdravstveno osiguranje.

Zajedničke osobine svim oblicima osiguranja su da imaju karakter dugoročne štednje i da su zasnovani na procenjivanju verovatnoće događanja osiguranog slučaja.

Osiguravajuće kompanije prikupljaju sredstva zaključivanjem ugovora o osiguranju i izdavanjem polise osiguranja. Osnovni tipovi ugovora, odnosno polisa životnog osiguranja i rizika koje oni pokrivaju su sledeći:⁴⁶

- 1) obično ili potpuno životno osiguranje, koje pokriva ceo životni vek nosilaca polise. Korisnicima se isplaćuje osigurana suma u slučaju smrti osiguranika;
- 2) vremensko osiguranje, koje se odnosi na tačno određeni vremenski period. Korisnik dobija osiguranu sumu u slučaju smrti osiguranika u toku datog perioda;

⁴⁴Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 108

⁴⁵Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 115

⁴⁶Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 119

- 3) nasledno osiguranje, kao tip ugovora po kojem se osigurana suma isplaćuje živom nosiocu polise na određeni budući datum ili korisnicima u slučaju smrti osiguranika pre tog datuma;
- 4) grupno osiguranje života je aranžman u kom se polisom pokriva grupa ljudi, povezanih određenim interesom;
- 5) industrijsko životno osiguranje, koje se realizuje polisama manjih denominacija, čije se premije plaćaju mesečno od strane nosilaca osiguranja i u mestima osiguranika;
- 6) univerzalno životno osiguranje je osiguranje čije se premije mogu menjati u iznosima i vremenu plaćanja od strane nosilaca osiguranja;
- 7) promenljivo životno osiguranje je tip osiguranja života u kom se menja osigurana suma;
- 8) prilagodljivo životno osiguranje, koje dozvoljava promenu pojedinih uslova osiguranja bilo vremenskog perioda osiguranja, bilo nominalne vrednosti polise;
- 9) kreditno životno osiguranje je ograničeno vremensko osiguranje koje je založeno radi isplate kredita u slučaju smrti zajmoprimca pre nego što je kredit otplaćen.

Druga osnovna vrsta osiguravajućih kompanija su one koje se bave **osiguranjem imovine**: osiguranjem od krađe, štete, požara i drugih nepredviđenih okolnosti i događaja koji mogu smanjiti vrednost određenim fizičkim dobrima. Osiguravajuća društva koja se bave osiguranjem imovine mogu biti dvostruko orijentisana:⁴⁷

- 1) ka domaćinstvima, gde se nude usluge osiguranja kuća, nekretnina, automobila itd.
- 2) ka privredi, gde se nudi širok spektar usluga, od osiguranja proizvodnih kapaciteta i imovine, do osiguranja izvršenja određenih ugovora ili poslova.

Većina osiguravajućih društava se bavi obema grupama poslova osiguranja. Osiguravajuća društva raspolažu velikim sredstvima. Suština posla osiguravajućih društava sastoji se u obezbeđenju isplata vlasnicima polisa određenog iznosa sredstava u budućnosti, tj. u slučaju da se osigurani slučaj dogodi. Saglasno tome, ove institucije dolaze do sredstava periodičnim uplatama premija. Međutim, osiguravajuća društva mogu imati i druge izvore prihoda. Jedan od njih je i prihod koji je rezultat njihovih ulaganja. Dakle, osiguravajuća društva svoja sredstva nikada ne drže neaktivna, nego ih koriste za povećanje svoje profitabilnosti.

3.3. Principi investiranja kompanija životnog osiguranja

Osiguravajuća društva su veliki investitori u hartije od vrednosti.

Osnovni problem, pri donošenju investicionih odluka, osiguravajućeg društva je usklađenost (ročne, rizične i valutne) strukture plasmana sa strukturom izvora.

Osiguravajuća društva se dominantno opredeljuju za ulaganje u visokolikvidne hartije od vrednosti. Ovo se posebno odnosi na društva koja se pretežno bave poslovima osiguranja imovine. U delatnostima osiguranja života, predvidivost naplata i isplata je znatno veća, pa je

⁴⁷Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 154

i mogućnost kreiranja diversifikovanog masivnog portfolia, konsekvantno, mnogo veća. U današnjim uslovima se na tržištu osiguranja javljaju konglomerati, koji, osim osiguranja raznih vrsta, nude i širok asortiman drugih finansijskih usluga. Osiguravajuća društva postaju značajni igrači u penzijskom osiguranju, odnosno formiranju penzijskih fondova.⁴⁸

Novčana sredstva, kojima raspolažu osiguravajuća društva, akumuliraju se tokom godine. Ovo prirodno svojstvo osiguranja čini nužnim stalno prisustvo osiguravajućih društava na tržištu. Upravljanje velikim stokovima sredstava je, s druge strane, bitno za efikasnost osiguravajućih kompanija. Obrasci investiranja osiguravajućih kompanija uslovljeni su karakterom njihovih obaveza tj. pasive, što podrazumeva usaglašavanje ročne strukture izvora finansiranja i njihovih plasmana. Kako su kod životnog osiguranja dominantni stabilni dugoročni izvori sredstava, razumljivo je da će ove osiguravajuće kompanije najviše investirati u dugoročne obveznice, bilo državne, bilo korporativne. Na taj način realizuje se podudarnost aktive i pasive, uz stabilnost prihoda. U aktivni američkih osiguravajućih kompanija, obveznica je dominantna vrsta hartija, čije učešće varira oko 55 % ukupne aktive. Druga kategorija aktive po veličini učešća u ukupnoj vrednosti su hipotekarni krediti, koji takođe imaju duge rokove dospeća. Kod opšteg osiguranja, osnovni vid investiranja su vlasničke korporativne hartije od vrednosti. To je uslovljeno činjenicom da su rezerve ovih organizacija manje nestabilne, a potencijalni gubici veći. U praksi američkih osiguravajućih kompanija opšteg osiguranja oko 20,6% aktive su ulaganja u akcije. Druga kategorija aktive po veličini su municipalne obveznice, što se objašnjava činjenicom da su prinosi na ove obveznice oslobođeni poreza.

Investiranje treba da, pored prinosa, obezbedi i solventnost, odnosno zaštitu osiguranika. Ciljevi investiranja osiguravajućih kompanija odražavaju strukturu izvora njihovih sredstava. Osnovni principi kod investiranja koji omogućavaju dostizanje oba cilja, su navedeni u daljem tekstu.⁴⁹

Stabilnost dobitka. Ako u standardnoj polisi životnog osiguranja može da stoji da će kamatna stopa na rezerve biti zagarantovana, pri čemu ova garancija važi sve do isteka roka dospeća polise, investicije osiguravajuće kompanije moraju obezbediti stabilan dobitak, koji je jednak ili veći od te stope.

Investicije koje ispunjavaju ovaj uslov su: neke vrste državnih obveznica, korporativne obveznice i hipotekarne obveznice. Ove hartije obezbeđuju fiksni dobitak tokom dužeg vremenskog perioda.

Likvidnost. Primarna likvidnost osiguravajuće kompanije se postiže regularnom upotrebom prihoda od premija. Preostala sredstva mogu biti uložena u hartije od vrednosti koje obezbeđuju i visok prinos i predvidivu likvidnost.

Rizik ovih operacija je u nepredvidivoj konjunktornoj promeni. U periodima kada je dotok prihoda od premija narušen i kada se registruje smanjenje novih poslova, investiciono angažovanje opada. U tim uslovima, kompanije pozajmljuju sredstva od banaka, a obveznice se prodaju po nižoj ceni od nabavne, dakle sa gubicima.

⁴⁸Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 197

⁴⁹Bogle, J.C., (1999) *Bogle on Mutual Funds - New Perspectives for the Intelligent Investor*, Richard D. Irwin Inc, New York, str. 215

Vremenska usklađenost obaveza i ulaganja. Funkcija investiranja u osiguravajućim kompanijama je, po svojoj prirodi, dugoročna zbog karaktera rezervi i obaveze ovih kompanija. Prosečni period investiranja osiguravajućih kompanija je mnogo duži nego kod individualnih investitora. Investicioni programi koje primenjuju osiguravajuće kompanije se fokusiraju na kupovinu dugoročnih obveznica. Period posedovanja je najčešće jednak roku dospeća.

Osiguravajuće kompanije mogu kupovati i cele emisije obveznica, uključujući i obveznice malih i srednjih industrijskih korporacija. U tom slučaju osiguravajuća kompanija pregovara direktno sa kompanijom o kupovini ovih emisija. Ovi privatni plasmani se izuzimaju iz procedure odobravanja Komisije za hartije od vrednosti, čime je jedan od značajnih transakcionih troškova eliminisan. Stopa prinosa na ove hartije od vrednosti je, po pravilu, veća od tržišne kamatne stope.⁵⁰

Regulacija investicionih ciljeva. Osiguravajuće društvo mora da ispuni preuzete obaveze u svakom momentu, bez obzira na vreme nastanka osiguranog slučaja. Zbog toga su osiguravajuće kompanije ograničene u investicionim aktivnostima propisima koji su kreirani da bi se obezbedila puna solventnost, odnosno zaštitili vlasnici polisa. Propisi investicionih aktivnosti osiguravajuće kompanije su uporedivi sa propisima koji uređuju ponašanje investicionih kompanija i otvorenih investicionih fondova. Jedno od pravila koje se primenjuje u regulaciji je pravilo „obazrivog čoveka“ (*prudent-man rule*). Drugo rešenje je definisanje liste hartija od vrednosti koje se legalno mogu koristiti za investiranje investicionih kompanija i osiguravajućih društava.

Većina savremenih država ostvaruje efektivnu kontrolu nad investicionom politikom osiguravajućih kompanija. Uobičajene restrikcije zahtevaju tačno određeni kvalitet i određenu vrstu investicija koje osiguravajuće kompanije moraju da obezbede. Mogućnost investiranja se definiše kao sposobnost osiguravajuće kompanije da prihvati rizik. Osiguravajuće kompanije takođe mogu investirati u hipotekarne obveznice. Iznos koji se može investirati u obične akcije je ograničen na relativno mali procenat ukupnih sredstava. Ovaj iznos obično varira oko 10 % njihovog portfolia.

Direktive Evropske Unije koje regulišu životno osiguranje i druge oblike osiguranja propisuju ograničenja strukture aktive osiguravajućih društava. Direktive dopuštaju osiguravajućim društvima ulaganja u određene tipove aktive i do određene granice izloženosti riziku. Investicije, u značenju ove regulacije, su:⁵¹

- 1) dužnički finansijski instrumenti (obveznice i drugi instrumenti na tržištu novca i kapitala),
- 2) krediti, akcije i drugi oblici učešća sa promenljivim prinosom,
- 3) investicioni sertifikati investicionih fondova i fondova zemljišta,
- 4) zgrade i prava vezana za nepokretnosti.

Pravila EU o diversifikaciji investiranja definišu gornje granice ulaganja sredstava tehničkih rezervi osiguravajućih društava na sledeći način: 10% u pojedinačne nekretnine, 5% u hartije

⁵⁰Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 219

⁵¹Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 234

od vrednosti jednog emitenta, 5% u neosigurane kredite pojedinih dužnika, 3% u gotovinu na računu, 10% u hartije od vrednosti kojima se ne trguje na organizovanom tržištu.⁵²

Preuzimanje rizika i izlaganje riziku ulaganja. Iako u ulaganjima osiguravajućih kompanija dominira investiranje u obveznice, to nužno ne znači da je rizik investiranja eliminisan. Osiguravajuća kompanija se suočava sa rizikom inflacije i rizikom kamatne stope. U uslovima monetarne stabilnosti, ključni je rizik kamatne stope. Postoje dva osnovna načina na koji portfolio menadžment može nadoknaditi promene u prinosima dugoročnih obveznica koje izazivaju promene kamatnih stopa.

Prvi je držanje obveznica do roka dospeća, što sprečava pojavu kapitalnog gubitka, čak iako dođe do pada kamatnog prinosa. Specifičnost upravljanja kamatnim rizikom u osiguranju potiče iz pravila da polise životnog osiguranja odražavaju tekuće kamatne stope. Ako je, na primer, trenutna tržišna kamatna stopa 14%, i ako je 7% zagarantovana stopa na investirane rezerve osiguravajuće kompanije po osnovu već prodatih polisa, onda će novac uložen u sadašnjem trenutku doneti 14% za period od 20 do 25 godina. To je dovoljno dug period koji može da obuhvati različite zagarantovane kamatne stope, ali samo pod uslovom da se obveznice drže do dospeća. Ukoliko, na primer, tokom naredne godine dobitak poraste na 15%, osiguravajuća kompanija može povećati zagarantovanu stopu vlasnicima polise na, primera radi, 8%. Stare polise će nastaviti da ostvaruju zagarantovani prinos zasnovan na prethodno ugovorenoj stopi. Nove polise se izdaju i garantovana stopa raste. Ukoliko kamatne stope kasnije opadnu, može se dogoditi da kompanija zarađuje manje nego što je garantovano vlasnicima polisa. Ključni problem je, dakle, da kamatni prinos koji ostvaruje osiguravajuća kompanija i stopa prinosa koja je garantovana vlasnicima polisa, budu u korelaciji.⁵³

Drugi način kompenzacije promena u kamatnim stopama je pažljivo upravljanje portfoliom obveznica, kako bi se iskoristile prednosti očekivanih promena u prinosima. Na ovaj način menadžer portfolia nadoknađuje eventualne gubitke usled rizika promene novčanih stopa.

Oporezivanje i investiranje. Uzajamne osiguravajuće kompanije u većini zemalja uživaju delimično oslobođanje od poreza na dobitak, kako bi se izbeglo dvostruko oporezivanje investicionog dobitka vlasnika polisa. Ovo je posledica činjenice da se gotovo sav dobitak takve kompanije uglavnom isplaćuje vlasnicima polisa. U slučaju da je osiguravajuća kompanija profitno orijentisano akcionarsko društvo, celokupni prinos stečen od investicija, izuzev obaveznih rezervi i garantovane dividende, koje se isplaćuju akcionarima, oporezuje se, što će reći da ove osiguravajuće kompanije ne spadaju u kategorije izuzete od poreza.

3.4. Portfolio kompanija životnog osiguranja

Većina osiguravajućih kompanija sledi konzervativnu investicionu politiku. Visokokvalitetne obveznice čine najveći deo njihovih investicija.

Rizičnije hartije od vrednosti, poput običnih akcija, čine mali, ali rastući deo ukupnih investicija. Neke kompanije vrlo aktivno trguju svojim hartijama kako bi iskoristile prednosti promene kamatne stope. Neke kupuju obveznice niskog rejtinga kako bi unapredile

⁵²Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 238

⁵³Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 239

prinos na uložena sredstva. Ali, suština politike osiguravajućih kompanija je dugi period posedovanja - kupiti i držati. Ova politika je posebno izražena kod investiranja u hipotekarne privatno plasirane obveznice. Ovako kupljene obveznice se, po pravilu, drže do roka dospeća.

U novije vreme, osiguravajuće kompanije su postale mnogo agresivniji investitori, zbog rastuće konkurencije ostalih institucionalnih investitora, pre svih, uzajamnih fondova. Čak su se mnoge osiguravajuće kompanije integrisale sa investicionim kompanijama (koje upravljaju uzajamnim fondovima) kako bi postale konkurentnije.

Struktura portfolia osiguravajućeg društva prvenstveno zavisi od delatnosti kojima se osiguravajuće društvo bavi i od njegove veličine. Pri plasmanu svojih sredstava, osiguravajuće društvo nije zainteresovano za rizik i prinos jednog, izolovanog, finansijskog instrumenta, već za performanse portfolia različitih finansijskih instrumenata. Najveći deo portfolia u osiguravajućim društvima predstavljaju državne obveznice, pošto je većina zemalja svojim propisima predvidela određene stimulacije (oslobađanje od poreza) za osiguravajuća društva, ukoliko investiraju u ove hartije. Izvori sredstava kod životnog osiguranja, koji se po svom karakteru smatraju dugoročno raspoloživim sredstvima, plasiraju se prvenstveno u dugoročne obveznice. Stabilni izvori sredstava osiguravajućih društava životnog osiguranja nameću i investiranja u nekretnine. Drugo mesto po procentualnoj zastupljenosti u portfoliu, iza državnih obveznica, zauzimaju korporativne obveznice. Pri kupovini korporativnih obveznica, posebna pažnja se posvećuje njihovom rejtingu.⁵⁴

Postoje velike razlike između pojedinih zemalja kada je reč o investiranju u nekretnine i hipotekarne zajmove, koji u većini zemalja zauzimaju značajno mesto u portfoliu osiguravajućih društava. I ovde se registruje veće investiranje kompanija životnih osiguranja u odnosu na one za osiguranje imovine. Posedovanje primarnog hipotekarnog portfolia pretpostavlja dugoročno angažovanje sredstava i dobro obezbeđenje od rizika.

Nepostojanje ili slabo funkcionisanje sekundarnog tržišta, na kome bi se mogla prodati hipoteka, može biti ograničavajući faktor za osiguravajuća društva da formiraju hipotekarni portfolio.

U konstrukciji portfolia koriste se raznorodni strateški pristupi koji se mogu klasifikovati u dve velike grupe: pasivne i aktivne investicione strategije.

Osnovna razlika između aktivnog i pasivnog menadžmenta je u postojanju ili nepostojanju apriorno utvrđenih ciljeva investiranja, definisanih na osnovu prognoze promena na tržištu. Pasivni portfolio menadžment je ulaganje prema unapred poznatim pravilima i na osnovu podataka iz prošlosti.

Analogno: aktivna strategija se prepoznaje po postojanju predviđanja i delovanju koje je zasnovano na tim prognozama. Tipična pasivna strategija je investiranje zasnovano na praćenju tržišnog indeksa. Najčešće pominjani primer pasivnog portfolio menadžmenta je indeksni fond. Portfolio takvog fonda se kreira tako da tačno preslikava indeks kakav je, na primer, S&P 500.

Aktivne strategije portfolio menadžmenta su široko diferencirane.

⁵⁴Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 254

Gruba podela prepoznaje tri osnovne grupe: ⁵⁵

- 1) Vremensko prilagođavanje tržištu odnosno praćenje tržišta,
- 2) Otkrivanje propulzivnih sektora i ulaganje u njih,
- 3) Otkrivanje propulzivnih hartija.

Vremensko **prilagođavanje tržištu** se izvodi tako što se rizik portfolia usklađuje prema prognozama budućeg ponašanja tržišta.

Strategija praćenja tržišta, ako se ona može drugačije označiti, se češće i uspešnije primenjuje kod obveznica, nego kod akcija. Praćenje tržišta kod obveznica se zasniva na proceni budućih promena kamatnih stopa. Ako se očekuje rast kamatnih stopa, cene obveznica će opadati. U tom slučaju će portfolio menadžer skratiti tzv. trajanje (*duration*) portfolia. Ako se predviđa smanjivanje kamatnih stopa, ova strategija implicira produženje trajanja portfolia. ⁵⁶

Druga strategija ima za osnovu **identifikaciju industrijske grane (sektora)** kod koga se očekuje rast ili pad vrednosti njegovih hartija.

Treća osnovna aktivna strategija je **selekcija pojedinačnih hartija od vrednosti**. Portfolio menadžeri pronalaze potcenjene hartije od vrednosti i od njih formiraju optimalni portfolio.

Svaki portfolio svake osiguravajuće kompanije je rizičan zbog čega osiguravajuća društva koriste metode upravljanja portfoliom kojima smanjuju rizike. Prvi od tih tipičnih metoda poznat je pod oznakom imunizacija portfolia a drugi, trajanje (*duration*) portfolia.

Ako je najveći deo portfolia osiguravajućih društava uložen u dugoročne obveznice, otvara se pitanje kako će se taj portfolio ponašati u uslovima promenljivih kamatnih stopa. Izvesno je da će rast kamatnih stopa usloviti smanjivanje cene obveznice. Posledica će biti kapitalni gubitak za osiguravajuću kompaniju. Portfolio menadžment može taj gubitak delimično kompenzovati rastućim prinosom od reinvestiranja, odnosno ulaganjem u nove obveznice koje donose veći, rastućim kamatnim stopama prilagođen, prinos.

Međutim, svaka suprotna promena kamatnih stopa imaće za posledicu pojavu rizika reinvestiranja. Dakle, kompenzacija gubitaka nije uvek moguća zbog toga što se rokovi dospeća obveznica u portfoliu i rokovi isplata osigurane sume razlikuju. Preostali period dospeća obaveza neće nužno biti jednak rokovima dospeća novih obveznica.

Imunizacija je zaštita portfolia dugoročnih obveznica od delovanja rizika reinvestiranja. Imunizacija, dakle, omogućava minimiziranje rizika reinvestiranja, odnosno kompenziranje kapitalnih gubitaka, nastalih usled rasta kamatnih stopa, rastom prinosa od reinvestiranja. Ovaj cilj se postiže ulaganjem u obveznice čije trajanje odgovara rokovima dospeća obaveza investitora. ⁵⁷

⁵⁵Ćirović, M. (2003) *Bankarski menadžment*, Ekonomski institut, Beograd, str. 264

⁵⁶Amling, F. (2005) *Investments, an Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions, str. 87

⁵⁷Amling, F. (2005) *Investments, an Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions, str 98.

Imunizacija portfolia zasnovana na konceptu trajanja ostvaruje se, dakle, konstruisanjem portfolia obveznica čije prosečno trajanje odgovara prosečnom roku dospeća obaveza. Druga alternativa je kombinovanje portfolia obveznica i kamatnih fjučersa. U ovom slučaju se prinos od obveznica koristi za reinvestiranje, ali ne u nove obveznice, nego u kamatne fjučerse sa rokom dospeća koji odgovara roku dospeća obaveza.

3.5. Ponašanje kompanija za osiguranje imovine

Kompanije za osiguranje imovine od posledica požara i gubitaka, prodaju polise osiguranja kako bi pokrile rizik gubitka imovine. Većina ovih kompanija pruža osiguranje od uobičajenih rizika (što uključuje požar, oluje, grad, eksplozije, i sl.), povrede zaposlenih, oštećenja imovine i štete na automobilima. Visina odštete kod ove vrste osiguranja je uslovljena stvarnom vrednošću imovine. Premije koje se plaćaju za ovo osiguranje se najčešće odnose na kratak period, obično od jedne do tri godine. Iznos premije mora pokriti iznos gubitka tokom trajanja osiguranja uvećanih za režijske troškove kompanije.⁵⁸

Izvor sredstava za investiranje kod kompanija za osiguranje imovine su unapred plaćene premije, kao i sredstva koja obezbeđuju sami vlasnici.

Investiciona politika je determinisana prirodom posla kao i izvorom sredstava.

Uopšteno: najveći deo sredstava investira se u obične akcije. Slede preferencijalne akcije i visokokvalitetne obveznice. Kompanije iz ove grupe mogu preuzimati veće rizike, nego što to mogu kompanije za životno osiguranje, jer one investiraju svoj, a ne novac vlasnika polisa životnog osiguranja. Likvidnost hartija je vrlo bitna za kompanije iz ove vrste osiguranja.

Jedan od mogućih rizika, sa kojim se suočavaju ove kompanije, je i rizik inflacije. Jedan od najboljih načina zaštite od ovog rizika je investiranje u obične akcije. Zakoni i posebna pravila koja regulišu investiranje kompanija za osiguranje imovine zahtevaju minimum ulaganja u visokokvalitetne obveznice.

Preostali deo, dakle glavnina sredstava, može biti investirana prema slobodnom izboru ovih kompanija.

Investiciona politika ovih kompanija je, po pravilu, agresivna.⁵⁹

Menadžment portfolia ima gotovo potpunu slobodu izbora investiranja. Najjednostavniji koncept merenja trajanja obveznica (*duration*) omogućava merenje rizika kamatne stope obveznice i pokazuje vreme potrebno da se u potpunosti isplati ulaganje u kupovinu date obveznice. To je, dakle, prosečna ponderisana vrednost svih primanja po osnovu obveznice u njenom životnom ciklusu obveznice, od momenta izdavanja do momenta dospeća. Ponderi svake sekvence plaćanja obveznice su njihova učešća u vrednosti celog ulaganja.⁶⁰

Obveznice služe kao rezerva likvidnosti i mogu se tretirati kao defanzivna komponenta njihove investicione strategije. Najvećim delom portfolia ovih kompanija upravlja njihovo

⁵⁸Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 145

⁵⁹Amling, F. (2005) *Investments, an Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions, str. 132

⁶⁰Krstić, B.(2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet, str.45

osoblje. Uobičajeno je da investiciona odeljenja daju predloge upravljačkoj strukturi kompanije, ali ne preuzimaju odgovornost u donošenju investicionih odluka. Mnoge kompanije iz ove grupe trpe velike gubitke. To se kompenzuje prinosima od investiranja zbog toga što su dividende kompanija za osiguranje imovine determinisane pretežno prinosom njihovog portfolia.

4. PENZIJSKI FONDOVI

4.1. Osnovni koncept

Penzijski sistemi većine zemalja se oslanjaju na tri bazična stuba. Prvi stub su javno vođene penzijske šeme. One pretežno funkcionišu na principu isplate sadašnjih penzija iz sadašnjih penzijskih doprinosa („*pay as you go* - PAYGO“). Ovi fondovi, uglavnom, ne ulažu za hartije od vrednosti, jer su sadašnji doprinosi jedva dovoljni za finansiranje sadašnjih penzija. Ovi planovi, po pravilu, obezbeđuju elementarni nivo socijalne sigurnosti. Takozvani drugi stub čine privatno vođeni penzijski planovi. Osiguranici ili njihovi poslodavci redovno uplaćuju izvestan iznos koji se akumulira i ulaže. Posle izvesnog perioda osiguranici stiču pravo na isplatu. Takozvani treći stub čine lični penzijski planovi u formi štednje. Osnovna razlika između drugog i trećeg stuba je dobrovoljnost- drugi je obavezan, a treći nije.⁶¹

Penzijski plan je, dakle, osnova ovog sistema. On može biti kolektivni ili individualni. To je ugovor koji se može zaključiti između poslodavca, udruženja poslodavaca, profesionalnih udruženja ili sindikata (kao organizatora), s jedne i društva za upravljanje penzijskim fondom, s druge strane. Organizator se obavezuje da će uplaćivati penzijske doprinose za svoje zaposlene. Društvo za upravljanje se obavezuje da će da investira prikupljena sredstva. Postoje različite vrste penzijskih planova. Ukoliko se klasifikuju prema sponzoru mogu se razlikovati.⁶²

- 1) javni penzijski planovi,
- 2) privatni penzijski planovi,
- 3) planovi sponzorisani od strane osiguravajućih kompanija,
- 4) individualni penzijski planovi.

Javni penzijski planovi su planovi sponzorisani od strane centralne ili lokalne vlade. Privatni penzijski planovi su planovi sponzorisani i administrirani od strane kompanija. Individualni penzijski planovi su sponzorisani i administrirani od strane osiguravajućih kompanija. Za razumevanje ponašanja penzijskih fondova bitna je klasifikacija prema definisanom kriterijumu.

Osnovna tipologija penzijskih planova je data u nastavku rada.⁶³

Plan sa definisanom isplatom je plan koji svojim učesnicima obezbeđuje izvestan prihod posle penzionisanja. Visina ovog prihoda a koji se izračunava algoritmom koji uzima u obzir broj godina radnog staža i visinu plate za vreme radnog veka. Fond sa utvrđenom isplatom je zasnovan na principu obaveze sponzora fonda da isplati određeni iznos kada investitor odlazi u penziju. Korisnik fonda u ovom slučaju ne snosi rizik investicija fonda, ali snosi rizik napuštanja firme ili bankrotstva firme koje sa sobom povlači i bankrotstvo fonda.

⁶¹Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić , str.36

⁶²Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*.Novi Sad: Feljton, str. 67

⁶³Krstić, B.(2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet , str. 98

Plan sa utvrđenim doprinosima je plan kojim se definiše visina ulaganja, ali ne i visina penzije. To su obično štedni planovi u kojima se definiše iznos uloga koji je istovremeno izuzet iz osnovice za oporezivanje.

Fond koji nastaje iz planova sa utvrđenim doprinosom je fond kod kojeg osnivač ili sponzor ne preuzima obavezu garantovanja ukupnog iznosa penzije osiguranika. Svaki korisnik ima svoj račun na koji poslodavac uplaćuje određene iznose. Visina penzije će, naravno, zavisiti i od uspešnosti upravljanja fondom i visine prihoda fonda. Investicioni rizik i rizik inflacije snosi sam osiguranik.

Hibridni penzijski fondovi, koji predstavljaju relativno noviju pojavu, su, na neki način, kombinacija prethodne dve vrste penzijskih planova. Od planova sa utvrđenim doprinosima su preuzeli da učesnici snose investicioni rizik, što znači da se ne garantuje fiksni iznos penzija u budućnosti. Sam iznos penzija, prvenstveno, zavisi od poslovanja fonda. Od planova sa definisanom isplatom, hibridni fondovi su preuzeli specifičan mehanizam određivanja uplata za obezbeđivanje minimalnog iznosa penzija. Postoji više formi hibridnih fondova.⁶⁴

Kapitalizovani penzijski plan je plan koji je akumulirao sredstva jednaka sadašnjoj vrednosti budućih penzijskih isplata. Nekapitalizovani penzijski planovi funkcionišu kao PAYGO sistemi, jer nemaju akumulirana sredstva, nego se isplata penzija vrši iz tekućih uplata.

Penzijski fond je ukupna suma sredstava koja su akumulirana tokom radnog veka ili perioda osiguranja učesnika sistema. Ova sredstva se povlače u vreme penzionisanja ili za vreme penzionerskog staža. Penzijski fondovi se razlikuju od ostalih klasičnih finansijskih investitora, jer pružaju mogućnost indirektnog posedovanja finansijskih instrumenata od strane krajnjih investitora, odnosno osiguranika. Penzijski fondovi imaju naglašen fiducijarni karakter i stoga su pod stalnom kontrolom države. Obezbeđenje sigurnog prihoda za penzionere je veoma složeno u uslovima dugih perioda osiguranja, delovanja makar i pužajuće inflacije i promena starosne strukture zaposlenih.⁶⁵

Penzijski fondovi mogu postojati kao autonomni, kao penzijski fondovi koji nisu pravno odvojeni od sponzora i kao fondovi osiguravajućih kompanija.

Autonomni penzijski fondovi su fondovi koji su pravno odvojeni od sponzora.

Mogu biti u obliku zasebnog pravnog subjekta ili posebnog računa (*separate accounts*). Kod penzijskih fondova koji nisu pravno odvojeni od sponzora njihova sredstva mogu formirati rezerve u bilansu stanja ili biti držana u nekom drugom finansijskom obliku. Bez obzira na oblik ulaganja, ova sredstva ostaju u vlasništvu sponzora plana.

Investiranjem ušteda iz penzijskih planova, fondovi obezbeđuje finansiranje isplate budućih penzija. Sa stanovišta njihovog uticaja na finansijska tržišta, relevantni su fondovi zasnovani na principu kapitalizacije.

Ovi fondovi ubrzano rastu, jer su distributivni fondovi zapali u krizu. Čak je, i u razvijenim zemljama, praktično nemoguće alimentirati tekuće prihode penzionera iz tekućih nadnica. Vrednost aktive kapitalizovanih penzijskih fondova je brzo rasla u protekle dve decenije

⁶⁴Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 154

⁶⁵Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Feljton, str. 168

upravo zbog rasta broja penzijskih planova kao i broja zaposlenih koje ovi planovi obuhvataju.

U regulaciji i ponašanju penzijskih fondova postoje, posmatrano po zemljama, izvesne razlike. Generalno, u svim zemljama raste njihov značaj i relevantnost za regulatore. Tako, primera radi, britanski fondovi u velikom procentu investiraju u akcije velikih korporacija i to, uglavnom, američkih. Ovi fondovi masovno koriste instrumente hedžinga. Poslovanje ovih fondova je povezano sa nizom poreskih olakšica. Iskustvo druge vrste su penzijski fondovi u Nemačkoj, koji imaju visoku autonomiju što podrazumeva da oni mogu upravljati sredstvima na način koji procenjuju kao najefikasniji. Posebna nacionalna agencija je nadležna za kontrolu njihovog poslovanja.⁶⁶

4.2. Upravljanje sredstvima penzijskih fondova

Odnos između upravljača i sponzora uređuje se na jedan od sledeća tri osnovna načina:⁶⁷

- 1) unutrašnjim upravljanjem - sponzor plana organizuje upravljanje sredstvima fonda,
- 2) spoljnim upravljanjem - sponzor angažuje profesionalnu menadžersku kompaniju, odnosno društvo za upravljanje fondovima,
- 3) kombinacijom ovih načina.

Društvo za upravljanje, odnosno menadžerska kompanija koja upravlja ovim sredstvima, vodi poslove u interesu svojih klijenata (osiguranika) i postupa sa oprežnošću dobrog privrednika ili dobrog domaćina. Svaki portfolio penzijskog fonda mora da bude diversifikovan i da zadovolji uslove pune kratkoročne likvidnosti, s jedne, i omogući uvećanje sopstvene vrednosti da bi mogao odgovoriti budućim obavezama, s druge strane. Menadžment penzijskih fondova ima obavezu (dnevnog i periodičnog) obaveštavanja osiguranika o stanju njihovih penzijskih računa i rezultatima investiranja.

Sredstva penzijskih fondova su visoko kvalitetan izvor finansiranja ulaganja. Uplate doprinosa u fond su stabilne. Obaveze fonda prema osiguranicima su u velikoj meri predvidive. Zbog ovih osobina penzijski fondovi raspolazu sa velikim iznosima sredstava koje mogu investirati u različite hartije od vrednosti. Zbog toga penzijski fondovi značajno utiču na stabilnost finansijskog sistema. Njihov potencijal obezbeđuje dugoročne izvore investiranja.

Penzijski fondovi imaju visoko predvidive rokove dospeća obaveza.⁶⁸

Oni, uopšteno govoreći, nisu, dakle, izloženi visokom riziku likvidnosti, baš zbog toga što mogu predvideti i prilive i odlive sredstava. Ova vrsta investitora je, zbog toga, zainteresovana za takvu strukturu portfolia koja će im omogućiti maksimizaciju prinosa, uz prihvatljiv nivo rizika. Ovim svojstvima se objašnjava i njihovo investiciono ponašanje. Penzijski fondovi su izloženi riziku promene kamatne stope. Ali ni ova izloženost nije visoka

⁶⁶Ćirović, M. (2003) *Bankarski menadžment*, Ekonomski institut, Beograd str. 175

⁶⁷Ćirović, M. (2003) *Bankarski menadžment*, Ekonomski institut, Beograd, str. 198

⁶⁸Bogle, J.C., (1999) *Bogle on Mutual Funds - New Perspectives for the Intelligent Investor*, Richard D. Irwin Inc, New York, str. 205

kao kod druge vrste investitora, jer se mogu „upariti” rokovi dospeća obaveza i pojedinačnih komponenti portfolia. Ni rizik inflacije, kod fondova koji ne garantuju isplatu, nije visok. Izuzetak su posebna regulatorna pravila koja, da bi se očuvala realna vrednost investiranih sredstava, penzijskim fondovima u nekim zemljama (Velika Britanija, na primer) nameću obavezu indeksiranja isplaćene penzije.

Fondovi, u ovom slučaju, moraju da ulažu veći deo aktive u realnu imovinu, koja je otporna na inflatorne uslove poslovanja.

Veliki deo portfolia penzijskih fondova čine dugoročne obveznice.

Zbog toga je problem njihove zaštite od delovanja kamatnog rizika, odnosno rizika promena kamatne stope vrlo bitan. Ako tržišna kamatna stopa poraste, cene obveznica će pasti i penzijski fond će zbog toga ostvariti kapitalni gubitak.⁶⁹

Tehnika zaštite se naziva **imunizacija portfolia**. Osnovni način kojim se izvodi imunizacija portfolia je investiranje u obveznice čije trajanje (*duration*) odgovara rokovima dospeća obaveza penzijskog fonda. Ova tehnika omogućava da se kamatni rizik smanji na razumnu meru. Aktiva i obaveze fonda su, dakle, približno jednako osetljivi na promene kamatnih stopa ali sa suprotnim predznakom. Gubici i dobici, nastali usled neočekivanih promena kamatnih stopa, se potiru. Portfolio je imunizovan za dati period, ako je njegova vrednost na kraju datog perioda, bez obzira na promene kamatnih stopa u toku datog perioda, veća ili jednaka vrednosti koju bi portfolio imao da su kamatne stope bile nepromenjene za dati period. Nadalje, portfolio je imunizovan ako je njegova tržišna vrednost veća ili jednaka sadašnjoj vrednosti obaveza diskontovanih internom stopom prinosa.

Druga osnovna tehnika zaštite portfolia od kamatnog rizika je **dedikacija**. Ona je, u osnovi, usaglašavanje toka gotovine nekog investiranog portfolia sa unapred utvrđenim obavezama. Dedikacijom se eliminiše rizik promene kamatne stope. Prvi korak kod ove metode je utvrđivanje obaveza i plana isplate tih obaveza u budućnosti. Kod procene budućih obaveza uzimaju se u obzir različite varijable kao što su procene kretanja troškova života, cena i plata. Kada se utvrdi plan budućih obaveza definišu se ograničenja ulaganja u portfolio, kao što su izbor sektora ulaganja i kreditnog rejtinga obveznica.

Kupovinom korporativnih obveznica u portfolio se unosi kreditni rizik i rizik opoziva. Zbog toga se u portfolio unose obveznice koje su neopozive i čiji kreditni rejting verovatno neće opasti. Novčani neto tok dedikovanog portfolia neće biti ugrožen, čak i ako rejting obveznica bude smanjen, sve dok emitenti plaćaju svoje obaveze.

⁶⁹Bogle, J.C., (1999) *Bogle on Mutual Funds - New Perspectives for the Intelligent Investor*, Richard D. Irwin Inc, New York , str. 245

5. SAVREMENI FINANSISJKI PROIZVODI

5.1. Franšizing

5.1.1. Pojmovno određenje franšizinga

Franšizing se definiše kao sistem saradnje i međusobnih poslovnih odnosa između nezavisnih tj. odvojenih preduzeća povezanih ugovorom o franšizingu na osnovu kojih jedan od njih (nosilac franšizinga-franšizer) ustupa drugom (korisnik franšizinga-franšizant) pravo korišćenja - eksploatacije po tačno određenim uslovima, ustupa znak ili komercijalnu formulu označenu jednakim znakom (zaštitni znak ili *trade mark*), osiguravajući ujedno pomoć i redovne usluge radi olakšavanja eksploatacije, a za to naplaćuje određena protivrednost u novcu - franšizu.⁷⁰ U srpskoj pravnoj teoriji se može naći i to da je franšizing dugoročni ugovor kojim se jedna strana (davalac franšize) obavezuje da vrši sukcesivne isporuke robe i da pruža određene usluge, prenosi svoja znanja i iskustva u poslovanju na drugu stranu (primaoca franšize), a druga strana se obavezuje da za to plati određenu naknadu.⁷¹ Sve ove definicije su na svoj način prihvatljive, a u cilju izbegavanja terminološke neusaglašenosti u zavisnosti od izvora u ovom kontekstu će se dalje koristiti termini davalac i primalac franšizinga.

Do sada je uglavnom preovlađivao stav da se franšizing javlja u dva osnovna vida i to kao proizvodni franšizing i prometni franšizing.⁷² Proizvodni franšizing se sastoji u tom da proizvođač - davalac franšizinga ustupa primaocu franšizinga pravo prodaje svog proizvoda ili grupe proizvoda na tržištu, a u određenim slučajevima i pravo njihove potpune ili delimične proizvodnje na bazi licence, znanja i iskustva davaoca franšize. Po pravilu se ustupa isključivo pravo prodaje na tačno određenoj teritoriji ili tržištu (zemlji). Primalac franšizinga je u obavezi da nabavlja proizvode koji su predmet franšizinga samo od proizvođača ili od isporučioća koga on odredi, a on ujedno ima pravo kontrole nad poslovanjem primaoca franšizinga. Prometni (poslovni) franšizing se sastoji u pružanju niza usluga (tzv. paketa usluga) koje davalac franšizinga pruža primaocu franšizinga. Davalac franšizinga daje svoju "poslovnu formulu" tj. način poslovanja (svoj "imidž"), svoje metode plasmana, stečeno znanje i iskustvo (know-how), robne i uslužne znakove i slično. Praktično daje mu kompletni provereni "paket" usluga sa ciljem uspešnog plasmana proizvoda. Na taj način se ostvaruje unifikacija poslovanja svih primalaca franšizinga koji su poslovnom odnosu (lancu) sa jednim davaocem franšizinga. Ovde se u određenoj meri može govoriti i o franšizingu sistema distribucije koji znači primenu vertikalnog odnosa kooperacije na osnovu dugoročnog ugovora između pravno samostalnih partnera na bazi koga davalac sistema daje korisniku sistema pravo i nalaže mu u dužnosti da distribuira tačno određene proizvode ili usluge uz korišćenje njegovog naziva, njegove robne marke i opreme robe, kao i ostalih njegovih zaštićenih prava, i uz korišćenje njegovih marketing organizacionih programa.

Neke klasifikacije govore pored franšizinga proizvoda (*franchising of products*) o franšizingu ukupnog poslovanja koji se odnosi i na ostale poslovne funkcije kao što su rukovođenje, nabavka, računovodstvo itd.⁷³ Ove podele treba posmatrati i u svetlu razvoja sistema franšizinga, pošto se tradicionalni franšizing koncept odnosi na ustupanje prava u vezi proizvoda i trgovinskog imena (*product and trade name franchising*) i javlja se kao odnos u

⁷⁰ Vasiljević, M. *Poslovno pravo*, Beograd: Savremena administracija, 1997, str. 236

⁷¹ Krasulja D. i Ivanišević M. *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, 2007, str. 503

⁷² Vasiljević, M. *Poslovno pravo*, Beograd: Savremena administracija, 1997, str. 245

⁷³ Stanković, S. *Poslovno pravo*, Mrljež doo: Beograd, 2004str. 342

plasmanu proizvoda između isporučioaca i prodavca u kome ovaj drugi pribavlja deo identiteta samog proizvođača (karakteristično za automobilske delove i servis, pića). Integralni franšizing ili franšizing "druge generacije" karakteriše otvorena, odnosno tekuća poslovna saradnja između davaoca i primaoca franšizinga koja se odnosi ne samo na proizvode, usluge i *trade mark*, već na celokupno poslovanje - marketing strategiju i plan, način rada i standarde, kontrolu kvaliteta i kontinuiranu komunikaciju u oba pravca (*business format franchising*) i karakterističan je za hotelski i turistički kompleks.

Inače, treba voditi računa o tome da franšiza (koja u ovom slučaju ima drugačije značenje od one kod ugovora o osiguranju gde predstavlja učešće osiguranika u šteti, odnosno deo za koji osiguravač ne dužuje naknadu iz osiguranja) označava skup elemenata (stvari, usluga, prava, metoda poslovanja) koje davalac franšizinga ustupa primaocu franšizinga.

Pretpostavka za zasnivanje sistema franšizinga, a time i za zaključenje ugovora, je da je davalac franšizinga ekonomski snažno preduzeće koje je steklo veliki poslovni ugled i čiji su proizvodi ili usluge poznati potrošačima po svom kvalitetu koji se raspoznaje po znaku, firmi ili drugim spoljnim obeležjima preduzeća davaoca franšizinga. Ova afirmisanost davaoca franšizinga je i osnovni motiv primaoca franšizinga da se uključi u franšizing sistem davaoca franšizinga i da olakša svoje poslovanje koristeći njegovu reputaciju. Prednosti franšizinga za njegovog primaoca su iskustvo (uspešnost) davaoca franšizinga, obuka koju pruža davalac franšizinga za njegovog primaoca, stalni razvoj i istraživanje koje on sprovodi i na tome gradi konkurentnost, prednosti kupovine i oglašavanja na veliko preko davaoca franšizinga, veća privredna snaga kada se radi „u sistemu“.

5.1.2. Franšizing kao dugoročni odnos

S obzirom da je franšizing dugoročni poslovni odnos (neki ga zato porede i sa brakom) preporučuje se da primalac franšizing prethodno prikupi što više informacija o davaocu franšizinga i njegovom franšizing sistemu. Kada je u pitanju sam davalac franšizinga treba prikupiti podatke koliko je dugo u ovom poslu i kakav mu je dosadašnji uspeh, koliko ima primalaca franšizinga uključenih u svoj sistem i na kojim lokacijama, kakvi su dosadašnji poslovni rezultati primalaca franšizinga, kolike su provizije i troškovi koje primalac franšizinga treba da plati, koliko je primaocima franšizinga trebalo da povrate uložene investicije i da ostvare zadovoljavajući prihod, kakvu pomoć davalac franšizinga pruža primaocima franšizinga i da li su oni zadovoljni saradnjom itd.

Svakako da je najdelikatnije pitanje provizije koju treba primalac franšizinga da plati i koja se sastoji od provizije za uključenje u sistem davaoca franšizinga (*initial franchise fee*) koja se plaća jednokratno (ne naplaćuju je svi davaoci franšizinga), rojaliteta (*royalty fee*) koja se plaća periodično (procenat nedeljnog, mesečnog ili godišnjeg prometa) i provizije za oglašavanje (*advertising fee*) za promociju primaoca franšizinga u propagandnoj kampanji koju na nivou sistema sprovodi davalac franšizinga.⁷⁴

Ilustracije radi, 85% davalaca franšizinga u SAD naplaćuje proviziju za uključenje u sistem, a 86% naplaćuje rojaliti od čega 78% u procentu od prihoda, a 22% u fiksnom iznosu.⁷⁵ Drugo posebno važno pitanje za primaoca franšizinga je način na koji davalac franšizinga sprovodi

⁷⁴ Vasiljević, M. *Poslovno pravo*, Beograd: Savremena administracija, 1997et, str. 445

⁷⁵ Krasulja D. i Ivanišević M. *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, 2007, str. 276

kontrolu i u kom obimu. Ovo se javlja u vidu odobrenja lokacije i prodajnog prostora od strane davaoca franšizinga, kontrole usluga i proizvoda koji se plasiraju, ograničenja palete proizvoda i usluga koje primalac franšizinga može da plasira, ograničenja u pogledu teritorije predaje i načina poslovanja na toj teritoriji.

Treći aspekt od posebnog značaja za primaoca franšizinga je rok na koji se zasniva poslovni odnos i u kojim slučajevima i pod kojim uslovima se okončava ugovor o franšizingu i kakve su mogućnosti za jednostrani raskid od strane davaoca franšizinga. Najčešći rok na koji su zaključeni ugovori o franšizingu u SAD je 6 do 10 godina (39%), a sa druge strane 12% nema fiksiranog roka.⁷⁶

Ugovor o franšizingu predstavlja proizvod autonomnog trgovinskog prava i nijedan nacionalni sistem prava, niti međunarodna regulativa, ne sadrže određenje ovog pravnog posla. Ugovor o franšizingu je po pravilu neformalan, a u praksi se ovi ugovori zaključuju prema tipskim uslovima poslovanja (formularima ugovora) davalaca franšizinga koji zahvaljujući svojoj dominantnoj privrednoj poziciji i pregovaračkoj snazi diktiraju uslove, maksimalno štiteći svoje interese. U tom pogledu je i značajna i uloga Međunarodnog udruženja za franšizing čiji je osnovni zadatak da izrađuje opšte uslove poslovanja i kodekse poslovne etike, kao što je "*Code of Principles and Standards of Conduct*" koji se preporučuju onima koji imaju nameru da uđu u pregovore oko franšizinga sa nekim od potencijalnih davalaca.⁷⁷

Inače, u praksi ugovor o franšizingu treba razlikovati od ugovora o licenci i ugovora o "know-how", jer se ugovorom o franšizingu uglavnom ne prenosi samo jedno znanje i iskustvo, bez obzira da li je zaštićeno patentom ili nije. U našem pravnom sistemu ovaj ugovor nije posebno tretiran. Sa aspekta zaključivanja ugovora o franšizingu sa nekim od stranih davalaca ili primalaca franšizinga relevantno je da ne postoji izričita obaveza prijavljivanja ovih ugovora nekom od državnih organa (Savezno ministarstvo za spoljnu trgovinu), ukoliko se ne radi o pribavljanju i ustupanju prava industrijske svojine i znanja i iskustva u smislu Zakona o spoljnotrgovinskom poslovanju.

Osnovne obaveze za davaoca franšizinga u ugovoru o franšizingu su:⁷⁸

- 1) da ustupi prodaju nekog proizvoda i korišćenje trgovačkog imena, znaka ili formule poslovanja (uključujući i "know-how") primaocu franšizinga;
- 2) da pruži pomoć oko pronalaženja odgovarajuće lokacije davaocu franšizinga ukoliko on sa istom ne raspolaže, kao i pomoć u njenom opremanju i uređenju (na koji način se postiže uniformnost sistema);
- 3) da obuča primaoca franšizinga i njegovo osoblje i pruži im bitne tržišne informacije;
- 4) da pruži pomoć upravljanju poslovnom jedinicom primaoca franšizinga;
- 5) da vrši propagandu koja je usmerena na poboljšanje plasmana primaoca franšizinga;
- 6) da se suzdrži od davanja bilo kakvog povlašćenog položaja drugim primaocima franšizinga.

⁷⁶ Stanković, S. *Poslovno pravo*, Mrljež doo: Beograd, 2004, str. 103

⁷⁷ Stanković, S. *Poslovno pravo*, Mrljež doo: Beograd, 2004, str. 107

⁷⁸ Vasiljević, M. *Poslovno pravo*, Beograd: Savremena administracija, 1997, str. 334

Sa druge strane, obaveze primaoca franšizinga su:⁷⁹

- 1) da svoju poslovnu jedinicu uredi u skladu sa uputstvima davaoca franšizinga;
- 2) da radi na unapređenju plasmana robe i usluga davaoca franšizinga;
- 3) da nabavlja robu i usluge od davaoca franšizinga ili lica koje on odredi;
- 4) da plati franšizu tj. naknadu davaocu franšizinga;
- 5) da dozvoli kontrolu svog poslovanja davaocu franšizinga;
- 6) da zaključi uobičajene ugovore o osiguranju od poslovnih rizika,
- 7) da ne zaključuje slične ugovore sa konkurencijom.

5.1.3. Prednosti i nedostaci franšizinga

Danas se više od trećine celokupne maloprodaje i sve veći deo domaćeg bruto proizvoda stvara privatnim franšizama. Franšiza je sporazum u kojem vlasnik trgovinske marke, trgovačkog imena ili autorskog prava daje dozvolu drugima da ga koriste u prodaji roba ili usluga. Kupac franšize je obično pravno nezavistan, ali ekonomski zavistan od integrisanog poslovnog sistema franšizera (prodavca franšize). Drugim rečima, kupac franšize može poslovati kao nezavistan preduzetnik, ali i dalje ostvarivati koristi od regionalne ili nacionalne organizacije.

Za franšizing je vezan veći broj prednosti:⁸⁰

1. Obezbeđena obuka i smernice
2. Privlačnost robne marke
3. Dokazani rezultati
4. Finansijska pomoć

Obuka i smernice. Verovatno najveća prednost kupovine franšize (u poređenju sa osnivanjem novog preduzeća ili kupovine postojećeg) je da će franšizer obično obezbediti i obuku i smernice kupcu franšize. Kao rezultat, verovatnoća uspeha generalno je mnogo veća za nacionalne kupce franšiza koji prime ovakvu pomoć nego za vlasnike malih preduzeća. Na primer, podaci ukazuju da je odnos neuspeha malih preduzeća uopšte prema preduzećima sa franšizom čak četiri ili pet na jedan.

Privlačnost robne marke. Pojedinaac koji kupuje poznatu nacionalnu franšizu, posebno zvučno ime, ima dobre šanse na uspeh. Ime franšizera ja adut za uspešno poslovanje. Ljudi su često više svesni proizvoda ili usluge koji nudi nacionalna franšiza i preferiraju je u odnosu na ono što nude manje poznata prodajna mesta.

⁷⁹ Stanković, S. *Poslovno pravo*, Mrljež doo: Beograd, 2004, str. 600

⁸⁰ Krasulja D. i Ivanišević M. *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, 2007, str. 34

Dokazani rezultati. Sledeća korist od kupovine franšize je da se franšizer već dokazao kao uspešan u poslovanju. Naravno, ako je neko prvi kupac franšize to neće biti slučaj. Međutim, ako organizacija postoji 5-10 godina i ima 50 ili više jedinica, nije teško uočiti koliko je uspešno bilo njeno poslovanje. Ako sve te jedinice i dalje posluju, a vlasnici u izveštajima prikazuju da finansijski dobro posluju, kupac može biti siguran da je franšizer dokazao da su izgled i mesto prodavnice, cenovna politika, kvalitet robe ili usluge i ukupan sistem upravljanja uspešni.

Finansijska pomoć. Sledeći razlog zašto franšiza može biti dobra investicija je da franšizer može pomoći novom vlasniku da obezbedi finansijsku pomoć neophodnu za pokretanje poslovanja. U suštini, neki franšizeri su lično pomagali kupcima franšize kada su počinjali s poslovanjem pozajmljujući im novac i ne zahtevajući otplatu sve dok se poslovanje ne uhoda. Ukratko, kupovina franšize je često idealan način za obezbeđivanje pomoći od finansijske zajednice.

Potencijalni kupci franšize moraju uporediti prednosti franšizinga i njegove nedostatke. Neke od najznačajnijih nedostataka su:⁸¹

1. Nadoknada za franšizu
2. Kontrola koju vrši franšizer
3. Neispunjena obećanja nekih franšizera
4. Visoki troškovi pokretanja posla

Nadoknada za franšizu. U poslu, niko ne dobija nešto za ništa. Što je franšizer veći i uspešniji, veća je i nadoknada za franšizu. Nije neuobičajeno da nadoknada za franšizu za nacionalni lanac bude između 5 i 100 hiljada dolara. Manji franšizeri ili oni koji nisu ostvarili veći uspeh naplaćuju manje. Ipak, preduzetnici prilikom donošenja odluka da li uvesti franšizu u malo preduzeće ili ne treba da uporede nadoknadu sa prinosom koji bi ostvarili da su svoj novac uložili u neki drugi posao. Takođe treba istaći da ova nadoknada pokriva samo koristi koje su prethodno navedene. Potencijalni kupac franšize takođe mora platiti za izgradnju jedinice i njeno popunjavanje, mada franšizer može pružiti pomoć u obezbeđivanju zajma od banke. Pored toga, nadoknada je obično vezana za bruto prodaju. Obično kupac franšize plaća početnu nadoknadu za franšizu, troši svoj novac za izgradnju prodavnice, kupuje opremu i zalihe, a potom stalno plaća nadoknade koje se zasnivaju na prodaji, a koje su između 5% i 12% bruto prodaje. Većina franšizera zahteva od kupaca da u gotovini plate 20-50% inicijalnog troška⁸². Ostatak se može pozajmiti, u nekim slučajevima i od samog franšizera.

Kontrola koju vrši franšizer. Kada neko radi u velikoj korporaciji, kompanija kontroliše aktivnosti zaposlenog. Ako pojedinac ima svoje preduzeće, on kontroliše svoje aktivnosti. Kupac franšize je negde između ovih ekstrema. Franšizer obično zadržava značajan deo kontrole nad poslovanjem, da bi obezbedio određeni stepen jednoobraznosti. Ukoliko preduzetnici ne poštuju uputstva franšizera, moguće je da njihova dozvola za franšizu ne bude obnovljena kada ugovor istekne.

⁸¹ Stanković, S. *Poslovno pravo*, Mrljež doo: Beograd, 2004, str. 335

⁸² Vasiljević, M. *Poslovno pravo*, Beograd: Savremena administracija, 1997, str. 281

Neispunjena obećanja nekih franšizera. U određenim slučajevima, posebno kod manje poznatih franšizera, kupci franšize ne dobijaju ono što im je obećano. Na primer, mnogi kupci franšize su otkrili da trgovinsko ime koje su kupili nema pokretačku snagu. Takođe, mnogi kupci franšize su otkrili da se obećana pomoć franšizera nije realizovala. Na primer, umesto da bude u mogućnosti da preko franšizera jeftinije kupi zalihe, mnogi kupci franšiza morali su da plate previsoke cene za zalihe. Ukoliko se kupac franšize požali suočava se sa rizikom da njegov ugovor sa franšizerom bude okončan ili da se ne obnovi.

Ne sme se dozvoliti da prednosti franšizinga zamagle činjenicu da su sa njime povezani i značajni troškovi. Iako nadoknada za franšizu može biti 75000 dolara stvarni trošak "otvaranja vrata poslu" može biti čak 200000 dolara.⁸³ U zavisnosti od vrste franšize mogući su sledeći izdaci:

Osnovna nadoknada za franšizu. Za ovo se može dobiti niz različitih usluga: obuka zaposlenih, licence, priručnici za vođenje posla, materijali za obuku, pomoć u izboru lokacije i njena priprema i tako dalje. Ili, ne mora se dobiti ništa od navedenog.

Osiguranje. Osiguranje treba pokriti niz stavki kao što su izlozi, kancelarijski nameštaj, vozila i drugo. Takođe, treba pribaviti i osnovno osiguranje koje je jeftino, a njegov cilj je da pomogne da ne dođe do paralizovanja u slučaju milionskih ili multimilionskih žalbi.

Početne zalihe proizvoda. Ako početne zalihe nisu uključene u nadoknadu za franšizu, neophodno ih je pribaviti.

Remodeliranje i renoviranje zakupljenog prostora. U većini komercijalnih zakupa, kupac franšize je odgovoran za sve te troškove.

Troškovi za komunalije. Depoziti za pokriće prvih mesec ili dva obično se zahtevaju za električnu energiju, gas, naftu, telefon i vodu.

Plate. Treba da obuhvataju i troškove obuke zaposlenih pre otvaranja prodavnice. Takođe, treba predvideti i platu za samog preduzetnika.

Servisiranje duga. Uključuje otplatu glavnice i kamate.

Knjigovodstveni i računovodstveni rashodi. Pored usluga koje franšizer može pružiti u ovoj oblasti preporučljivo je angažovati sopstvenog ovlašćenog javnog računovođu.

Nadoknade za pravnu i stručnu pomoć. Trošak angažovanja advokata za proveru ugovora o franšizi, podnošenje zahteva za dobijanje svih potrebnih građevinskih dozvola i rešavanje svih nepredviđenih situacija mora se uključiti u kalkulaciju troškova otvaranja.

Državne i lokalne licence, dozvole i potvrde. Tu spada niz dozvola, od dozvole za prodaju alkohola, do građevinskih dozvola za renoviranje.

⁸³ Stanković, S. *Poslovno pravo*, Mrljež doo: Beograd, 2004, str. 102

5.1.4. Osnovni tipovi franšiznog sistema

Postoji osam osnovnih tipova franšiza.

1. Menadžerska franšiza. Kupac franšiza upravlja poslom na nekoliko područja ili timom ljudi. To su kurirske franšize ili one čije se poslovanje zasniva na vozilima kojima upravljaju stanice za snabdevanje. Tu je primalac franšize neposredno uključen u poslovanje.

2. Multifranšizing ili master franšizing. Poslovanje u kojem primalac franšize ima pravo regrutacije drugih primalaca franšize a za istog davaoca franšize. Ciljevi su: brzo širenje na određenom tržištu, oslonac na finansijske izvore i kadrove spoljnog partnera, podeljen rizik ulaska na nepoznato tržište, povećanje kredibiliteta marke na lokalnom tržištu.

Međutim, istovremeno može doći i do negativnih oblika takvog poslovanja, u prvom redu gubitka kontrole na lokalnom tržištu u korist lokalnog partnera koji može biti vrlo jak, teškoća pri rukovođenju franšiznom mrežom na stranom tržištu, manjeg dotoka sredstava u blagajnu tantijema i ulaznih naknada, indirektna odgovornosti za rad master primaoca franšize i nemogućnosti akcije pri kršenju ugovora jer davalac franšize nije direktni partner u ugovoru nego je to master primalac franšize.

3. Franšizni kutak. Franšiza je koju može dobiti određeni trgovac koji posveti samo dio svoje trgovine nekoj delatnosti u franšizi. Taj je kutak uređen stilom i nameštajem koji odredi vlasnik franšize kako bi bio prepoznatljiv.

4. Kobrendiranje. To je formalno ili slobodno udruživanje više zaštitnih imena različitih vlasnika poslovnih koncepata. Takvo se poslovanje može obavljati pod istim krovom ili pokrivati velike regije. Takve su trgovine mešovitom robom na benzinskoj stanici koje nude nekoliko franšiza na jednom mjestu. U takvom poslovanju mora postojati sinergija zaštitnog imena i koncepta, u suprotnom će jedna franšiza oslabiti drugu. Pri tome treba preduzeti mere predostrožnosti kako bi udruživanje imena ojačalo poslovanje, a ne obrnuto.

5. Izvršna franšiza. Poslovanje u kojem je jedna osoba uključena u finansijske usluge ili usluge vođenje projekta. Poslovni prostor nema važnu ulogu jer se posao obavlja u poslovnom prostoru klijenta. Primer su franšize za poresko i troškovno savetovanje, rešavanje isplata šteta od osiguranja, poslovanje s nekretninama.

6. Maloprodajna franšiza. Kupac franšize ulaže znatna sredstva u reklamu, opremu i zaposlene kako bi pomogli u vođenju poslovnog sistema s velikim prihodima, koji se kasnije može prodati uz znatnu zaradu, ako se primalac franšize želi povući ili jednostavno zaraditi na svom ulaganju. Primeri su visoka moda i lanci hi-fi opreme, organizacija sajмова i velikih skupova.

7. Prodajna/distribucijska franšiza. Kupac je u stalnom pokretu, prodaje i(li) distribuira proizvode na nekom području i zapošljava osobe za dostavu kako bi se pokrila sva područja dok raste broj klijenata.

8. Pokretne usluge. Kupac franšize ulazi s manjim finansijskim ulogom i kupuje pravo bavljenja obično uslugama koje uključuje samo jednog zaposlenog i prijevozno sredstvo. Nudi usluge u domu - popravke/instaliranje na području čišćenja, održavanja ili motornih usluga.

5.2. Lizing

Lizing je veoma važan izvor srednjoročnog i dugoročnog finansiranja, jer predstavlja ekonomski efikasno rešenje nabavke sredstava potrebnih za poslovanje preduzeća. Lizing pruža mogućnost preduzećima da modernizuju svoju opremu i samim tim postanu efikasniji i konkurentniji. Lizing je naročito pogodan za mala i srednja preduzeća, kao i nova, tek osnovana preduzeća koja često ne mogu da računaju na druge mogućnosti finansiranja. Upravo zato vlade mnogih zemalja podržavaju lizing kao važan metod podsticanja investicija.

Lizing se može definisati kao pisani ugovor između dve strane: lizing kompanije (davaoca lizinga) i korisnika opreme (primaoca lizinga). U ovoj transakciji davalac lizinga nabavlja opremu od dobavljača i daje je na korišćenje primaocu lizinga na određeni vremenski period, dok je korisnik lizinga zauzvrat dužan da davaocu vrši periodična plaćanja po uslovima definisanim u ugovoru.

Lizing industrija je danas u svetu veoma razvijena. U mnogim zemljama se putem lizinga finansira više od četvrtine svih nabavki poslovne opreme. Samo u zemljama u razvoju se godišnje putem lizinga finansira nabavka nove opreme i vozila u vrednosti od preko 40 milijardi dolara.⁸⁴

Razlozi za lizing su brojni. Nije svako preduzeće ili pojedinac u mogućnosti da kupi opremu neophodnu za pokretanje, proširenje ili modernizaciju sopstvenog poslovanja. Ne raspolaže svako preduzeće adekvatnim sredstvima koje bi moglo da ponudi kao obezbeđenje za bankarske kredite. Lizing predstavlja odgovor na takve probleme tako što pruža mogućnosti primaocima lizinga da pribave neophodnu opremu. Preduzeće ili pojedinac plaćaju lizing naknade iz profita ostvarenog po osnovu korišćenja predmeta lizinga. Veoma često lizing obezbeđuje 100% finansiranja za projekat. Korišćenjem lizinga moguće je ostvariti određene poreske prednosti – puni iznos lizing naknade se može odbiti od osnovice za porez na dobit.

5.2.1. Pojam lizinga

Lizing je oblik ugovornog zakupa određenih dobara koji nastaje na osnovu ugovora vlasnika ili/i proizvođača opreme odnosno složenih tehnologija i zakupca (korisnika sredstva). Umesto da kupuje sredstvo od vlasnika ili proizvođača, zakupac ga uzima u zakup pod uslovima utvrđenim ugovorom.

Lizing predstavlja pribavljanje osnovnog sredstva putem zakupa i javlja se u različitim aranžmanima. Osnovni oblici lizinga su operativni lizing i finansijski lizing. U lizingu se javljaju sledeće ugovorne strane:⁸⁵

- 1) zakupac koji zakupljuje sredstvo i za to plaća ugovorenu cenu;
- 2) zakupodavac koji iznajmljuje sredstvo zakupcu i za to prima ugovorenu naknadu.

⁸⁴ Vasiljević, M. *Poslovno pravo*, Beograd: Savremena administracija, 1997, str 56

⁸⁵ Carpediem Consulting. "An Introduction to Leasing." A self-study module. Chicago: Carpediem Consulting Corporation, 2005, str 14

Zakupodavac može biti vlasnik ili/i proizvođač sredstva koje se daje u zakup, a može biti i finansijer koji je kupio sredstvo da bi ga odmah dao u zakup, tj. koji se tim aranžmanima bavi profesionalno. Lizing se razvrstava na dva osnovna oblika: finansijski lizing i operativni lizing, sa veoma različitim sadržajima. U osnovi ove podele je faktičko stanje, u tom smislu koliko rizici i koristi od vlasništva sredstva pripadaju zakupcu ili zakupodavcu. Ukoliko se ti rizici i koristi od vlasništva prenose na zakupca, reč je o finansijskom lizingu, a ako rizici ostaju na zakupodavcu, reč je o operativnom lizingu.

Iako može izgledati da je lizing jedan od novijih metoda finansiranja, prvi slučajevi praktične primene odigrali su se u davnoj prošlosti. Pronađeni su dokazi da su 2.000 p.n.e. Vavilonci primenili jednu vrstu lizinga za čamce i stoku. Jedan od prvih teoretskih opisa lizinga pronađen je u rimskim pravnim spisima. U svom savremenom obliku finansijski lizing je potekao iz SAD.

Prvu kompaniju za finansijski lizing osnovao je Henri Šofeld 1952. godine u SAD. Kompanija je osnovana sa ciljem da realizuje jednu konkretnu transakciju u domenu železničkog transporta. Navedenom transakcijom demonstrirana je ekonomska efikasnost finansijskog lizinga pa je Šofeld odlučio da nastavi poslovanje i osnuje američku lizing kompaniju "United States Leasing Corp." (koja se danas zove - "United States Leasing International Inc.") . Razvoj finansijskog lizinga u Evropi počeo je krajem 50-tih i početkom 60-tih godina prošlog veka.⁸⁶

Nekoliko faktora je podstaklo brz razvoj finansijskog lizinga u Severnoj Americi i zapadnoj Evropi. Tehnološki napredak stvorio je kod preduzeća potrebu da obnove sopstvena stalna sredstva, a finansijski lizing je pružio neophodni mehanizam pribavljanja stalnih sredstava pod povoljnijim uslovima nego što je to slučaj pri kupovini opreme.

U isto vreme, 50-tih godina prošlog veka došlo je do razvoja tržišta finansijskih usluga i značajnije ponude zajmova uz niske kamatne stope, što je poslužilo kao način obuzdavanja inflacije i cena roba. Navedeni faktori, u kombinaciji s povoljnim poreskim stopama za poslove lizinga, doprineli su atraktivnosti finansijskog lizinga za lizing kompanije. Povećanje broja lizing kompanija stimulusao je dalji razvoj sektora finansijskog lizinga u celini.

Koncept finansijskih lizinga je 70-tih godina prošlog veka usvojen u zemljama u razvoju Azije, Južne Amerike i Afrike, a 80-te je obeležilo širenje navedenog koncepta na svetskom nivou. Danas lizing predstavlja efikasan finansijski instrument za pribavljanje i obnavljanje stalnih sredstava kako za mala i srednja preduzeća, tako i za finansiranje milionskih dolarskih transakcija u domenu transporta (na primer, lizing aviona), u vađenju nafte (lizing naftnih izvora) i druge.⁸⁷

⁸⁶ Kothari, Vinod. *Lease Financing and Hire-Purchase*. 4th ed. India: Wadhwa and Company, India, 2006, str 67

⁸⁷ Živković, A. *Bankarsko poslovanje i platni promet*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, str 123

5.2.2. Pravni aspekti lizing poslova

Sva oprema koja se po osnovu lizinga daje u zakup, ostaje vlasništvo zakupodavca, s tim što se po isteku roka ugovora o lizingu zakup može dalje produžiti ili zakupac može postati vlasnik opreme koju je koristio u lizing aranžmanu.

Savremena praksa privređivanja u razvijenim tržišnim ekonomijama sveta, sve više koristi lizing aranžmane kao specifičan oblik finansiranja pokretnih i nepokretnih investicionih dobara. Što znači, da lizing aranžmani predstavljaju takvu transakciju, na osnovu koje se jedno preduzeće, umesto da kupi potrebnu opremu, obraća specijalizovanoj instituciji koja mu tu opremu daje u zakup na određeni rok, dovoljno dug da se u njemu izvrši amortizacija opreme.

Za razliku od kupoprodajnih aranžmana, gde obavezno dolazi do promene vlasništva, kod lizing aranžmana, po isteku ugovora, zakupodavac zadržava pravo vlasništva, a može i da proda opremu zakupcu. Bitno je ukazati na to da se lizing aranžmani ne mogu poistovetiti sa aranžmanima o zakupu, kod kojih se zakupodavac ne lišava vlasništva nad zakupljenim dobrom nakon isteka ugovora o zakupu, dok kod lizinga to nije slučaj (može doći i do promene vlasništva opreme koja je bila predmet lizing aranžmana).⁸⁸

Osnovna karakteristika zaključivanja lizing aranžmana je to što zakupcu pruža mogućnost da ne angažuje sopstvena sredstva, ili tuđa (krediti, zajmovi, avansi i dr.), za kupovinu opreme. Za zakupca se oprema amortizuje u toku eksploatacije.

Lizing predstavlja obligacioni odnos i na njega se primenjuje Zakon o finansijskom lizingu. Davalac lizinga može baviti lizingom kuće osnovane u skladu sa tim zakonom, jer se on, u smislu Zakona o finansijskom lizingu, može baviti samo finansijskim lizingom.⁸⁹

Operativni je lizing klasičan zakup sredstva u kome na zakupodavcu ostaju koristi i rizici u vezi sa vlasništvom sredstva datog u zakup, odnosno davalac lizinga zadržava pravo vlasništva nad sredstvom tokom i nakon isteka ugovora.

I u ovom slučaju moguće je da zakupac po isteku ugovora o zakupu otkupi to sredstvo uz plaćanje određene naknade. Međutim, to je predmet posebnog kupoprodajnog aranžmana u kome je reč o prometu dobara, dok davanje dobra u zakup predstavlja promet usluga, i ta dva aranžmana imaju različit tretman i u poreskom i u računovodstvenom smislu.

Moguće je da zakupodavac daje u operativni zakup svoje već postojeće sredstvo, na primer vozilo ili mašinu, ili je reč o sredstvu koje se kupuje, kada zakupac učestvuje u izboru predmeta zakupa. U ovom drugom slučaju, zakupac fizički preuzima sredstvo na korišćenje, a kupovina sredstva obuhvata se poreski i računovodstveno kod zakupodavca, i on predstavlja vlasnika tog sredstva.⁹⁰

⁸⁸ Carpediem Consulting. "An Introduction to Leasing." A self-study module. Chicago: Carpediem Consulting Corporation, 2005, str 56

⁸⁹ Vasiljević, M. *Poslovno pravo*, Beograd: Savremena administracija, 1997, str 59

⁹⁰ Kothari, Vinod. *Lease Financing and Hire-Purchase*. 4th ed. India: Wadhwa and Company, India, 2006, str 133

Postoji nekoliko elemenata koji jasno upućuju na to kada se lizing smatra finansijskim i da u tom smislu ne može biti razlike u oceni kod zakupca i zakupodavca:⁹¹

- 1) lizingom se prenosi vlasništvo dela imovine zakupcu na kraju roka lizinga;
- 2) lizing ima opciju da zakupac otkupi zakupljeno sredstvo po ceni za koju se očekuje da bude znatno niža od poštene vrednosti na dan kada istekne rok lizinga;
- 3) vreme trajanja lizinga odgovara pretežnom delu preostalog korisnog veka (preostali vek trajanja iznosi, na primer, šest godina, a lizing je ugovoren na pet godina) zakupljenog sredstva, čak i ako vlasništvo nije preneto;
- 4) sadašnja vrednost minimalnih plaćanja lizinga na početku lizinga iznosi najmanje koliko i poštena vrednost sredstva datog u lizing;
- 5) zakupljeno sredstvo je namenski opredeljeno tako da ga samo zakupac može koristiti bez značajnijih modifikacija.

Ako ugovor sadrži sve navedene uslove, posredi je finansijski (dugoročni) lizing, a ako ugovor ne sadrži nijednu tako ugovorenu odredbu, reč je o operativnom lizingu. Ako nije zadovoljen treći uslov, faktički se isključuje i četvrti uslov, pa takav ugovor može biti samo klasifikovan kao operativni lizing.

Lizing se klasifikuje na početku. Ukoliko se u bilo koje vreme zakupac i zakupodavac slože da promene odredbe lizinga na način koji bi uzrokovao drugačije klasifikovanje lizinga, revidirani ugovor/sporazum smatra se novim lizingom.

5.2.3. Vrste lizing poslova

Lizing poslovi (aranžmani) kao specifični tržišni oblici primene savremene nauke, tehnike, tehnologije i finansiranja između privrednih subjekata, odnosno kao specifični oblici ugovora o zakupu, s obzirom na njihovu sadržinu, mogu se podeliti na:⁹²

a) Direktan lizing nastaje kada se uspostavlja neposredan poslovni odnos između proizvođača i davaoca opreme korisniku opreme na upotrebu (eksploataciju). Ovaj oblik lizinga je prvi ušao u primenu kako u svetu, tako i u našoj privrednoj praksi. Ovaj odnos među učesnicima (bez posrednika) je dvostran i ima jednostavnu formu, ali manju povoljnost za proizvođača opreme, jer isti, pored sredstava za proizvodnju opreme, mora da ima odgovarajuća sredstva i za finansiranje lizing aktivnosti. Ovaj oblik direktnog lizinga je najčešći kada su u pitanju po obliku i vrednosti manji predmeti.

b) Indirektni lizing se zasniva na posredovanju lizing organizacije između proizvođača opreme i korisnika lizing opreme (pravi lizing). Posredničke lizing organizacije kupuju i finansiraju nabavku određene opreme za potrebe svojih korisnika, s tim što im opremu daju na korišćenje uz obavezu plaćanja zakupnine.

⁹¹ Carpediem Consulting. "An Introduction to Leasing." A self-study module. Chicago: Carpediem Consulting Corporation, 2005, str 145

⁹² Živković, A. *Bankarsko poslovanje i platni promet*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, str 201

c) Lizing bez otkupa ostatka vrednosti opreme je određena vrsta lizinga, odnosno to je ugovorni odnos između davaoca lizing opreme i korisnika – zakupca lizing opreme, gde se ugovara da se po isteku lizing roka ne vrši otkup vrednosti opreme koja je bila predmet lizinga.

d) Lizing sa otkupom ostatka vrednosti opreme je češći slučaj u praksi, a zasniva se na interesu i davaoca i primaoca lizing opreme, što se obavezno reguliše u ugovoru.

e) Lizing između privrednih subjekata u zemlji.

f) Lizing između privrednih subjekata iz zemlje i inostranstva (međunarodni lizing aranžmani), javlja se kod uvoza opreme i drugih trajnih dobara velike vrednosti. Zakonom o spoljnotrgovinskom poslovanju, ovlašćeni su privredni subjekti da vrše uvoz opreme radi korišćenja, odnosno privremeni izvoz opreme radi korišćenja od strane poslovnih partnera u inostranstvu.

g) Lizing koji ima rok važenja duže od jedne godine. Ima različiti tretman u pogledu odredaba Zakona o računovodstvu, pa se o tome mora voditi računa prilikom izrade elaborata o opravdanosti korišćenja lizinga i zaključivanja Ugovora o lizingu.

5.2.4. Lizing u Srbiji

Iako formalno i nije bilo neophodno usvajati poseban zakon o finansijskom lizingu, već je za to bio dovoljan Zakon o obligacionim odnosima, lizing je zaživeo tek nakon početka primene novog zakona. To je stoga što je novi Zakon predvideo skraćen postupak povraćaja finansirane imovine, ukoliko primalac lizinga ne ispunjava svoje obaveze.

Novi propisi su omogućili da se u slučaju neispunjavanja obaveza više ne ide na parnični postupak, koji često traje i po nekoliko godina, već je sud dužan da postupa u roku od tri dana i da u istom roku izvrši i povraćaj opreme.

Poreski tretman lizinga koji je dala prethodna srpska vlada, da oslobodi poreza na promet opremu koja se finansira na lizing, ali ne i putnička vozila, jasno govori da je ideja vlade bila da se podstakne privreda i nabavi nova oprema, posebno u delatnostima gde se danas koristi zastarela oprema, a ne da građanstvo nabavi nove automobile.⁹³

Međutim, ljudi iz lizing kuća upozoravaju da je nedovoljno jasan poreski tretman i dalje jedna od stavki zbog koje se oni ne osećaju dovoljno lagodno. Pre svega, pri kupovini putničkih vozila, građanin kome lizing kuća finansira kupovinu vozila, mora da plati porez na tržišnu vrednost vozila iako automobil još nije u njegovom vlasništvu. Takođe, i dalje je nerešeno pitanje da li će, i koliki, porez plaćati primaoci lizinga kad budu otkupljivali predmet lizinga, odnosno kad budu plaćali poslednju ratu.⁹⁴

S druge strane, činjenica je da je lizing atraktivniji metod finansiranja od kredita. Prilikom zaključivanja ugovora o lizingu, korisniku lizinga se ne traže dodatna sredstava obezbeđenja, jer je sam predmet lizinga koji ostaje u vlasništvu lizing kompanije garancija. Međutim, postavlja se pitanje šta lizing kuća da radi sa polovnom opremom.

⁹³ Krasulja D. i Ivanišević M. *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, 2007, str 65

⁹⁴ Zakon o finansijskom lizingu - www.parlament.gov.rs

Najveći problem lizing kompanija je šta da rade sa opremom koja bi im se eventualno vratila. Kod automobila ili opreme za koju postoji veće interesovanje, čak i kad se radi o robi u polovnom stanju lizing kuće nemaju glavobolju. Problem nastaje kod specifične opreme koju eventualno koriste jedna ili dve firme u Srbiji. Upravo zbog toga lizing kuće se dodatno pokrivaju dodatnim garancijama, većim učešćem, a ponekad se od korisnika lizinga traži i žirant. O performansama lizinga u Srbiji biće više u nastavku gde se analizira poslovanje lizing kuća.

Na kraju trećeg tromesečja 2013. godine, u sektoru finansijskog lizinga u Republici Srbiji, poslovali su sledeći davaoci lizinga:

- CA Leasing Srbija d.o.o. Beograd
- ERB Leasing a.d. Beograd
- Hypo Alpe-Adria-Leasing d.o.o. Beograd
- Intesa Leasing d.o.o. Beograd
- LIPAKS d.o.o. Beograd
- NBG Lizing d.o.o. Beograd
- NLB Leasing d.o.o. Beograd
- Piraeus Leasing d.o.o. Beograd
- Porsche Leasing SCG d.o.o. Beograd
- Procredit Leasing d.o.o. Beograd
- Raiffeisen Leasing d.o.o. Beograd
- S-Leasing d.o.o. Beograd 5. LIPAKS d.o.o. Beograd
- Sogelease Srbija d.o.o. Beograd
- UniCredit Leasing Srbija d.o.o. Beograd
- VB Leasing d.o.o. Beograd
- Zastava Istrabenz Lizing d.o.o. Beograd

Ukupan broj zaposlenih u sektoru finansijskog lizinga iz godine u godinu se povećavao, da bi u 2009. godini počeo da se smanjuje, što se nastavilo i u 2010. godini. U 2011. godini broj zaposlenih je varirao u rasponu od 471 do 485, a na kraju godine je iznosio 482. U toku 2012. godine broj zaposlenih se ponovo smanjivao i na kraju godine iznosio je 426, a u 2013. Godine je došlo do povećanja broja zaposlenih tako da je ovaj broj na kraju trećeg tromesečja 2013. Godine 433. Prosečan broj zaposlenih po jednom davaocu lizinga iznosio je oko 27.

Ukupno deset davalaca lizinga je u 100% ili većinskom vlasništvu stranih pravnih lica. U 100% ili većinskom vlasništvu domaćih lica je pet davalaca lizinga (od čega četiri u vlasništvu domaćih banaka sa stranim kapitalom). U vlasništvu domaće banke sa stranim kapitalom i stranog pravnog lica, sa po 50% učešća u kapitalu, jedan je davalac lizinga.

Osnivači 14 davalaca lizinga su banke, članice bankarskih grupa ili druge finansijske institucije. Osnivači dva davaoca lizinga (LIPAKS d.o.o. Beograd i Zastava Istrabenz Lizing d.o.o. Beograd) ne pripadaju finansijskom sektoru. Toj grupi može se dodati i Porsche Leasing SCG d.o.o. Beograd, čiji je osnivač banka koja posluje u sastavu Porsche grupe i koja je specijalizovana za usluge finansiranja proizvoda iz prodajnog programa ove grupe.

Ukupna bilansna aktiva svih davalaca lizinga je na dan 30. septembar 2013. godine iznosila 68,2 milijardi dinara, što u odnosu na 31. decembar 2012. (kada je iznosila 72,0 milijarde dinara) predstavlja smanjenje od 5,2%. Najveći deo bilansne aktive davalaca lizinga odnosio se na sredstva indeksirana valutnom klauzulom (83,7%), dok se najveći deo bilansne pasive davalaca lizinga odnosio na obaveze u stranoj valuti (81,0%).⁹⁵

U ukupnoj bilansnoj aktivni davalaca lizinga najznačajnije učešće imala su potraživanja po osnovu finansijskog lizinga, koje se na kraju prvog tromesečja 2013. godine, u odnosu na kraj 2012. godine, smanjilo sa 82,2% na 80,9%.

Obrtna imovina davalaca lizinga se, u odnosu na 2012. godinu, povećala za 1,8%, pre svega zbog povećanja pozicije gotovina i gotovinski ekvivalenti za 108,3%. Učešće te pozicije se u ukupnoj bilansnoj aktivni povećalo sa 3,5% (u 2012. godini) na 7,7% na kraju trećeg tromesečja 2013. godine. Pojedini davaoci lizinga su, zbog nemogućnosti plasiranja u finansijski lizing, slobodna finansijska sredstva oročavali kod banaka, što je uticalo na značajnije učešće pozicija dugoročna i kratkoročna finansijska sredstva u ukupnoj bilansnoj aktivni. Učešće ovih pozicija u njoj se smanjilo sa 7,6%, koliko je iznosilo na kraju 2012. godine, na 5,0% na kraju trećeg tromesečja 2013. godine. Učešće pozicije ostala obrtna imovina i odložena poreska sredstva se smanjilo sa 4,2% (u 2012. godini) na 3,3%.

U ukupnoj bilansnoj pasivi davalaca lizinga, na dan 30. septembar 2013. godine, najveće učešće imale su dugoročne obaveze od 84,6%, koje su se, u odnosu na 2012. godinu, smanjile za 6,3%. Učešće dugoročnih kredita iz inostranstva u ukupnoj bilansnoj pasivi smanjilo se sa 82,3% (u 2012. godini) na 80,7%, dok se učešće dugoročnih kredita u zemlji povećalo sa 3,3% (u 2012. godini) na 3,9%.

Učešće kratkoročnih obaveza u ukupnoj bilansnoj pasivi se, na dan 30. septembar 2013. godine, povećalo u odnosu na 2012. godinu, sa 3,5% na 4,8%. U toj poziciji, na kategoriju ostale obaveze i odložene poreske obaveze odnosilo se 1,5% ukupne bilansne pasive (kao i u 2012. godini). Na kratkoročne kredite u zemlji odnosio se deo čije je učešće u ukupnoj bilansnoj pasivi 2,8% (1,7% u 2012. godini), a na poziciju obaveze iz finansijskog lizinga 0,3%, kao u 2012. godini.

Na kraju trećeg tromesečja 2013. godine, kapital svih davalaca lizinga iznosio je 7,1 milijardi dinara, što u odnosu na kraj 2012. godine, kada je iznosio 7,7 milijardi dinara, predstavlja smanjenje za 7,5%. Na smanjenje kapitala, najvećim delom, uticalo je smanjenje neraspoređene dobiti i pozicija rezervi. Zbog većeg smanjenja dugoročnih obaveza od smanjenja bilansne pasive, učešće kapitala u ukupnoj bilansnoj pasivi se, na dan 30. septembar 2013. godine, smanjilo sa 10,8% (u 2012. godini) na 10,5%.

Davaoci lizinga su na dan 30. septembar 2013. godine ostvarili bilansnu sumu u iznosu od 68,2 milijardi dinara, što čini 2,35% bilansne sume bankarskog sektora. Bilansna suma davalaca lizinga na dan 31. marta 2013. godine, u odnosu na 31. decembar 2012. godine,

⁹⁵ Podaci su preuzeti sa sajta Narodne banke Srbije – www.nbs.rs

smanjena je za 5,2%, dok je u istom periodu bilansna suma bankarskog sektora smanjena za 0,9%

Za potrebe praćenja strukture tržišta finansijskog lizinga i stepena konkurencije između davalaca lizinga, pored pojedinačnog i ukupnog tržišnog učešća prema visini bilansne aktive, izvršen je i obračun *Herfindahl–Hirschman*-ovog indeksa. Takođe, na osnovu pojedinačnog tržišnog učešća prema visini potraživanja po osnovu finansijskog lizinga (portfolija), utvrđen je i rang prema visini tih potraživanja.

Tržište finansijskog lizinga spada u kategoriju konkurentskog tržišta, što ukazuje i *Herfindahl–Hirschman*-ov indeks, koji je na dan 30. septembar 2013. godine iznosio 922,0.

Redosled davalaca lizinga po tržišnom učešću prema visini bilansne aktive se na kraju prvog tromesečja 2013. godine sasvim malo izmenio u odnosu na kraj 2012. godine. Vodeći davalac lizinga zadržao je svoju poziciju, uz povećanje tržišnog učešća sa 40,8% na 41,3%.

Najveću promenu ranga i učešća na tržištu prema visini bilansne aktive na dan 30. septembar 2013. godine, u odnosu na 2012. godinu, imao je NLB Leasing d.o.o Beograd, pri čemu se tržišno učešće oba davaoca lizinga povećalo.

Najveću promenu u rangu prema visini bilansne aktive i prema visini portfolija imao je davalac lizinga *NLB Leasing d.o.o. Beograd*, koji je sa četvrtog mesta pomerio na sedmo mesto, pri čemu se tržišno učešće smanjilo sa 7,4% na 6,1%.

U trećem tromesečju 2013. godine, ukupan rezultat pre oporezivanja, na nivou tržišta finansijskog lizinga, bio je negativan i iznosio je 439,0 miliona dinara (u 2012. godini je bio pozitivan i iznosio je 19,1 milion dinara). Pojedinačno posmatrano, devet davalaca lizinga je ostvarilo pozitivan rezultat pre oporezivanja, u ukupnom iznosu od 427,4 miliona dinara, dok je sedam davalaca lizinga imalo negativan rezultat pre oporezivanja, u ukupnom iznosu od 866,4 miliona dinara. U posmatranom periodu, u odnosu na 2012. godinu, preračunato na godišnji nivo, ukupni prihodi i dobici su smanjeni za 21,7%, dok su ukupni rashodi i gubici smanjeni za 12,4%.

Najznačajnija kategorija prihoda davalaca lizinga bili su prihodi od kamata po osnovu finansijskog lizinga, čije se učešće u ukupnim prihodima u prvom tromesečju 2013. godine povećalo, u odnosu na 2012. godinu, sa 72,6% na 75,1%. U strukturi ukupnih prihoda, značajnije su učestvovali prihodi po osnovu posla finansijskog lizinga (prihodi u vezi sa zaključenjem i realizacijom ugovora o finansijskom lizingu – obrada zahteva za finansiranje, prefakturisani troškovi, ostali troškovi nastali u slučaju neizmirenja obaveza primalaca lizinga) sa 14,3%, dok su neto prihodi od ostalih kamata učestvovali sa 6,5%, a kategorija ostali dobici i prihodi sa 3,7%.

U okviru kategorije rashoda, najveće učešće imali su rashodi kamata po osnovu posla finansijskog lizinga, čije se učešće u ukupnim prihodima, u trećem tromesečju 2013. godine, u odnosu na 2012. godinu, smanjilo sa 34,1% na 32,9%. Značajnije pozicije u kategoriji rashoda su neto rashodi od usklađivanja vrednosti imovine, sa učešćem u ukupnim prihodima od 21,6%, troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi sa 19,9%, ostali troškovi

poslovanja sa 6,0%. Troškovi po osnovu posla finansijskog lizinga su u ukupnim prihodima učestvovali sa 4,6%, a troškovi amortizacije i rezervisanja sa 2,6%.

Na kraju trećeg tromesečja 2013. godine, kao i na kraju 2012. godine, strukturu plasmana prema primaocu lizinga karakterisalo je visoko učešće plasmana po osnovu finansijskog lizinga odobrenih privrednim društvima koja ne pripadaju finansijskom sektoru, uključujući i nefinansijska pravna lica u stečaju (84,7%). Učešće ostalih primalaca lizinga je znatno niže. Fizička lica su u ukupnim plasmanima učestvovala sa 3,4%, preduzetnici sa 3,6%, javna preduzeća sa 3,2%, a poljoprivrednici sa 3,6%.

Na kraju trećeg tromesečja 2013. godine nije bilo velikih promena u strukturi plasmana prema predmetu lizinga u odnosu na prethodnu godinu, tako da najveće učešće i dalje ima finansiranje teretnih vozila, minibusa i autobusa sa 34,7% (33,3% u 2012. godini).

Sledeća po učešću u finansiranju su putnička vozila sa 25,3% (25,6% u 2012. godini). Učešće finansiranja poljoprivredne opreme se na kraju prvog tromesečja 2013. godine, u odnosu na 2012. godinu, povećalo sa 9,1% na 9,2%, kao i učešće finansiranja opreme za pružanje usluga sa 2,7% na 3,8% i ostalih pokretnih stvari sa 6,9% na 7,0%, dok je učešće finansiranja proizvodnih mašina i opreme smanjeno sa 12,6% na 10,2%. Učešće finansiranja građevinskih mašina i opreme smanjeno je na 7,1% u odnosu na 5,8%.

U sektorskoj strukturi plasmana na dan 30. septembar 2013. godine, najznačajnije učešće imali su sektori saobraćaja, skladištenja, informisanja i komunikacija sa 29,5% (28,5% u 2012. godini) i sektor prerađivačke industrije sa sektorima rudarstva i snabdevanja vodom sa 22,4% (23,1% u 2012. godini).

Značajnije je i učešće sektora trgovine sa 14,6% (16,2% u 2012. godini), ostalih delatnosti sa 12,5% (13,5% u 2012. godini), sektora građevinarstva sa 8,9% (kao i u 2012. godini) i sektora poljoprivrede, šumarstva i ribarstva sa 9,1% (7,0% u 2012. godini).

Portfolio za tržište finansijskog lizinga, na dan 30. septembar 2013. godine, iznosio je 55,2 milijardi dinara, što u odnosu na kraj 2012. godine (59,2 milijarde dinara) predstavlja smanjenje za 6,7%.

Dospela nenaplaćena bruto potraživanja iznosila su 10,8 milijarde dinara, što čini 17,1% bruto potraživanja po osnovu finansijskog lizinga (17,2% u 2012. godini), dok je neto knjigovodstvena vrednost dospelih nenaplaćenih potraživanja iznosila 4,4 milijarde dinara, tako da je njeno učešće u portfoliju iznosilo 8,0% (9,1% u 2012. godini), a u kapitalu 61,4% (69,5% u 2012. godini).

Na kraju trećeg tromesečja 2013. godine, u ukupno dospelim nenaplaćenim potraživanjima, najveći deo odnosio se na potraživanja od čijeg je dospeća proteklo više od 90 dana. Ta potraživanja u svom bruto iznosu su, u ukupnim bruto potraživanjima po osnovu finansijskog lizinga, učestvovala sa 14,8% (14,4% u 2012. godini), dok je neto knjigovodstvena vrednost tih potraživanja u ukupnom portfoliju učestvovala sa 5,9% (6,6% u 2012. godini).

Ispravka vrednosti i dospelih i nedospelih potraživanja na dan 30. septembar 2013. godine iznosila je 7,8 milijarde dinara, a njen udeo u ukupnim bruto potraživanjima po osnovu finansijskog lizinga iznosio je 12,4%, što predstavlja povećanje u poređenju s krajem 2012. godine, kada je iznosio 11,0%.

U toku prva tri tromesečja 2013. godine, davaoci lizinga su imali vraćenih predmeta lizinga u vrednosti od 1,8 milijardi dinara, što je, zajedno s prenetim stanjem iz ranijih godina, iznosilo 3,5 milijarde dinara i predstavljalo 6,3% portfolija i 48,4% kapitala, dok su ove vrednosti na kraju 2012. godine iznosile 8,2% portfolija i 62,8% kapitala. Od navedene ukupne vrednosti vraćenih predmeta lizinga, davaoci lizinga su 13,3% ponovo dali u finansijski lizing, 39,4% prodali, dok je 40,9% ostalo neangažovano.

Vrednost vraćenih predmeta lizinga umanjena je putem ispravke vrednosti za 6,4%. Na dan 30. septembar 2013. godine stanje vraćenih predmeta lizinga iznosilo je 1,4 milijardi dinara, što predstavlja 2,6% portfolija, odnosno 19,8% kapitala (na kraju 2012. godine stanje vraćenih predmeta lizinga je predstavljalo 2,9% portfolija i 22,4% kapitala).

Na kraju trećeg tromesečja 2013. godine, zbog iskazanog negativnog rezultata pre oporezivanja, pokazatelji profitabilnosti davalaca lizinga (prinos na prosečnu aktivu i prinos na prosečan kapital) bili su negativni.

Zbog većeg smanjenje prosečne aktivne kamatne stope od smanjenja prosečne pasivne kamatne stope, neto kamatna marža je se smanjila. Pokriće rashoda od kamata se smanjilo, dok su se operativni rashodi prema prosečnim plasmanima minimalno povećali.

Zbog manjeg smanjenja kapitala od smanjenja obaveza, solventnost na tržištu finansijskog lizinga se povećala, na šta ukazuju i pokazatelji, po kojima su ukupne obaveze 8,55 puta veće od kapitala, a dugoročne obaveze 8,09 put veće od kapitala.

Najveći iznos plasmana po osnovu finansijskog lizinga finansira se putem zaduživanja u inostranstvu – obaveze po kreditima primljenim iz inostranstva na dan 30. septembar 2013. godine činile su 80,7% ukupne bilansne pasive, dok su plasmani po osnovu finansijskog lizinga činili 80,9% ukupne bilansne aktive. Inostrani poverioci davalaca lizinga su najčešće osnivači ili pravna lica koja posluju u okviru iste bankarske grupe. Na kraju trećeg tromesečja 2013. godine, učešće dugoročnih kredita u zemlji se povećalo u odnosu na 2012. godinu, sa 3,3% na 3,9% ukupne bilansne pasive, kao i učešće kratkoročnih kredita u zemlji sa 1,7% (na kraju 2012. godine) na 2,8% ukupne bilansne pasive.

5.3. Faktoring

Faktoring je veoma raširen metod finansiranja prevashodno izvoza, ali isto tako i uvoza. Vrednost poslova faktoringa u svetu dostigla je 760 milijardi evra u 2003. godini. Faktoring je komercijalna usluga zasnovana na ugovoru o faktoringu. Konvencija UNIDROIT o međunarodnom faktoringu (Otava, 28. maj 1988.) reguliše pojedinosti takvog ugovornog odnosa.

Ugovor o faktoringu definiše se kao ugovor zaključen između jedne strane (isporučioca) i druge strane (faktora) u skladu s kojim:⁹⁶

- Isporučilac može ili će preneti na faktora potraživanja nastala iz kupoprodajnih ugovora za robu ili usluge sklopljene između isporučioca i kupca (dužnik), osim onih o prodaji robe koja je namenjena prevashodno za njihovu ličnu, porodičnu ili kućnu potrošnju;
- Faktor je dužan da za isporučioca obezbedi najmanje dve od navedenih funkcija:
 - Finansiranje isporučioca kroz avansne uplate;
 - Vođenje računa (knjigovodstvo) u vezi potraživanja;
 - Naplata potraživanja;
 - Zaštita od neplaćanja od strane dužnika;
- Obaveštenje o prenosu potraživanja mora biti dostavljeno dužniku.

Postoje dve vrste faktoringa: sa pravom regresa i bez prava regresa. U faktoringu bez prava regresa, kad faktoring kompanija nije u mogućnosti da naplati potraživanja od dužnika, ona nema pravo da zahteva plaćanje od strane isporučioca. U faktoringu sa regresom, faktoring kompanija ima pravo da zahteva naplatu potraživanja od isporučioca u slučaju da ne može da izvrši naplatu od dužnika. Dakle, u faktoringu sa regresom isporučilac garantuje plaćanje potraživanja faktoring kompaniji. Ova razlika je značajna jer u slučaju faktoringa sa regresom, faktoring kompanija snosi dodatni tržišni rizik moguće nesolventnosti isporučioca. Ugovor o faktoringu ne garantuje faktoring kompaniji prvenstvo nad drugim poveriocima u stečajnom postupku.

Širom sveta faktoring je dominantan oblik finansiranja na osnovu aktive (imovine) i značajan izvor eksternog finansiranja za korporacije i mala i srednja preduzeća. Kod finansiranja na osnovu aktive kredit koji odobri zajmodavac eksplicitno je vezan (na bazi formule) za vrednost osnovne aktive (obrotnog kapitala zajmoprimca), a ne za ukupni bonitet zajmoprimca. Ovom eksplicitnom vezom kontinuelno se upravlja tako da vrednost osnovne aktive uvek prelazi iznos kredita. Kod faktoringa osnovna aktiva su potraživanja zajmoprimca, preciznije potraživanja od kupaca, koja faktor (zajmodavac) kupuje uz diskont. Na primer, prodavac (zajmoprimac) može dobiti od faktora 70% vrednost potraživanja, a preostalih 30% (umanjeno za kamatu i proviziju za usluge) po naplati od kupaca.⁹⁷

U zemljama u razvoju faktoring nudi nekoliko prednosti u odnosu na druge vrste pozajmica. Prvo, faktoring može biti posebno koristan u zemljama sa slabim zakonima vezanim za obezbeđenje zajmova, neefikasnim sistemom bankrotstva jer faktorisana potraživanja nisu deo imovine malog MSP koje bankrotira. Drugo, u odnosima faktoringa, kredit se primarno zasniva na kvalitetu osnovne aktive, a ne na kvalitetu zajmoprimca. Stoga faktoring može biti posebno privlačan za visoko rizična MSP. Faktoring može ublažiti problem informacione asimetrije zajmoprimaca u poslovnim okruženjima sa slabim informacionim strukturama

⁹⁶ SEED, *Faktoring u Srbiji, Studija o izvodljivost - Ažurirana verzija* Beograd: SEED, 2009, str. 12.

⁹⁷ Bakker, M., Klapper, L. i Udell, G. *Financing Small and Medium-size Enterprises with Factoring: Global Growth and Its Potential in Eastern Europe* Svetska banka, kancelarija u Varšavi, 2004, str. 44.

ukoliko faktori izrade baze podataka o potraživanjima i ako osnovna aktiva predstavlja obaveze relativno transparentnih preduzeća.

U nekim zemljama kao što su SAD, u određenim granama faktoring predstavlja najznačajniji primarni izvor obrtnog kapitala. Međutim, u drugim zemljama kao što je Italija, značaj faktoringa kao primarnog izvora obrtnog kapitala daleko je rašireniji. I domaći i međunarodni faktoring predstavljaju značajan izvor finansiranja u privredama u razvoju uključujući Istočnu Evropu (novih EU8 + Rumunija) gde je faktoring porastao za 443%, agregatno, u periodu 1998-2003, a neke od ovih zemalja ostvarile su čak i više stope rasta.⁹⁸

Slično tradicionalnim komercijalnim zajmovima, faktoring obezbeđuje obrtni kapital za MSP. Međutim, faktoring i pozajmice na osnovu aktive, što je još jedna vrsta finansiranja na osnovu aktive, značajno se razlikuju od tradicionalnih komercijalnih zajmova gde se kredit primarno zasniva na bonitetu zajmoprimca, a ne na vrednosti aktive koja je u osnovi faktoring ugovora. U tradicionalnim zajmovnim odnosima na razvijenim finansijskim tržištima, zajmodavac gleda na zalogu (kolateral) samo kao na sekundarni izvor otplate. Primarni izvor otplate je zajmoprimac i njegova održivost njegovog uspešnog poslovanja.

Pored toga, kod tradicionalnih komercijalnih zajmova produženje kredita nije eksplicitno povezano sa vrednošću osnovne aktive, dok je kod finansiranja na osnovu aktive u središtu upravo vrednost osnovne aktive, to jest potraživanja od kupaca i zalihe kod zajmova na osnovu aktive kao što je to slučaj u Australiji, Kanadi, Velikoj Britaniji i SAD. Održivost i bonitet zajmoprimca, iako nisu beznačajni, imaju tek sekundarni značaj. Faktoring se može obaviti na regresnoj i neregresnoj osnovi. Na razvijenim finansijskim tržištima najveći deo faktoringa obavlja se na neregresnoj osnovi gde faktor preuzima vlasništvo nad računima kao i najveći deo rizika neizvršenja zbog toga što faktor nema pravo potraživanja (regres) od klijenta (zajmoprimca) ukoliko se potraživanje ne naplati. Kod regresnog faktoringa, s druge strane, faktor ima pravo potraživanja od zajmoprimca ukoliko se ne naplate potraživanja. Dakle, do gubitka dolazi samo ako se nenaplate potraživanja koja su u osnovi faktoringa i ukoliko zajmoprimac ne može da nadoknadi faktoru taj iznos.

U razvijenim zemljama faktoring se obično obavlja na neregresnoj osnovi. U Italiji, na primer, 60% faktoringa se obavlja na neregresnoj osnovi.⁹⁹ Takođe, studija o američkim firmama koje se kotiraju na berzi otkrila je da je 73% njihovih faktorisanih potraživanja bilo na neregresnoj osnovi, ali da su prodavcu (zajmoprimci) sa potraživanjima nižeg kvaliteta češće koristili regresni faktoring.¹⁰⁰ Međutim, na tržištima u razvoju, gde je teško proceniti rizik neizvršenja naplate potraživanja najveći deo faktoringa obavlja na regresnoj osnovi.

Pored dimenzije regres/neregres, faktoring takođe može biti sa obaveštenjem i bez obaveštenja. Obaveštenje (notifikacija) znači da su kupci klijenta obavešteni da su njihovi računi (to jest, njihova dugovanja) prodati faktoru. Kod ovog faktoringa, klijent obično šalje faktoru priznanice, stanje računa, i kopije faktura što jasno ukazuje da kupci klijenta znaju ko je faktor i da su svesni činjenice da je njihovo potraživanje kupio faktor.

U tipičnom odnosu faktoringa, faktor pruža niz usluga: finansiranje, uslugu preuzimanje kreditnog rizika i uslugu naplate. Servisiranje kredita uključuje ocenu boniteta kupaca klijenta čije račune (obaveze) faktor kupuje na osnovu faktura za svaki pojedinačni račun

⁹⁸ SEED, *Faktoring u Srbiji, Studija o izvodljivost - Ažurirana verzija* Beograd: SEED, 2009, str 18.

⁹⁹ Bakker, M., Klapper, L. i Udell, G. *Financing Small and Medium-size Enterprises with Factoring: Global Growth and Its Potential in Eastern Europe* Svetska banka, kancelarija u Varšavi, 2004, str. 46.

¹⁰⁰ SEED, *Faktoring u Srbiji, Studija o izvodljivost - Ažurirana verzija* Beograd: SEED, 2009, str. 19.

kupaca. Faktor obično zasniva ove procene na kombinaciji svojih podatak i javno dostupnih podataka o performansama potraživanja.

Usluge naplate uključuju na platu tekućih računa i spornih računa uz minimiziranje gubitaka vezanih za ove druge. To znači slanje opomena za sporna potraživanja i/ili naplatu potraživanja preko sudskog sistema.

Faktor ostvaruje nekoliko bitnih prednosti kod nuđenja usluga kreditiranja i naplate. Prvo, on može ostvariti značajnu ekonomiju obima u obe ove aktivnosti koje su značajne za njegovog klijenta. Kako faktor obavlja ove usluge za mnogo različitih klijenata on može amortizovati fiksne troškove vezane za njih. Pored toga, većina MSP obično ima malo iskustva u ovoj oblasti. Konačno, faktor pravi baze podataka o performansama istraživanja. Najveći i najiskusniji faktori obično postaju ekvivalentni velikim agencijama za informacije o kreditnom rejtingu. Oni takođe uživaju istu ekonomiju obima u razmeni informacija kao i kreditni biro i javni registri o kreditima.

Sledeća karakteristika odnosa faktoringa da faktor obično plaća manje od 100% nominalne vrednosti potraživanja iako stiče vlasništvo nad celokupnim potraživanjem. Razlika između ovog i fakturisanog iznosa predstavlja rezervu koju drži faktor. Ova rezerva koristi se za pokriće svih spornih potraživanja. Ako se faktura isplati u celosti faktor doznačava iznos rezerve klijentu. Uobičajena stopa avansa je 70%, što znači da je rezerva 30%. Faktor takođe naplaćuje svojim klijentima proviziju i dodatne troškove kamate. U najjednostavnijim aranžmanima sve je ovo podvedeno pod jednu proviziju. Na primer, ako faktor kupi potraživanje od 100 RSD od svog klijenta prema faktoringu koji predviđa 70% avansa i 2% provizije, faktor će platiti 68 RSD i steći vlasništvo nad potraživanjima na dan izdavanja fakture. Ako je rok za plaćanje fakture 30 dana, i faktura se plati u celosti 30-toga dana faktor doznačava klijentu 30 RSD 30-tog dana.¹⁰¹

Factoring obično uključuje i dodatne naknade iznad uobičajene provizije. Na primer, može se naplatiti kamata na saldo potraživanja koji prevazilazi neki iznos ili na saldo potraživanja koja nisu naplaćena za određen broj dana. Alternativno, kamata može biti fiksna i uključena u osnovnu proviziju. Factoring takođe može uključivati naplate za podnošenje ovog zahteva, naknade za proveru kredita, predugovorne dju dilidžens provizije, kao i provizije za proveru javnih registara o eventualnim poreskim prekršajima ili presudama, parnicama, bankrotstvima, administrativnim postupcima i slično. Specifične nadoknade definišu se u ugovoru o faktoringu. Ovaj ugovor pokriva širok broj drugih pitanja koji se odnose na vezu između faktora i klijenta uključujući datum stupanja ugovara na snagu, početne uslove, mogućnost obnove ugovora, ekskluzivnost odnosa faktoringa, fakture koje su potrebne da bi se izvršio faktoring, minimalno zahtevan obim faktoringa, kupovnu cenu faktura, procenat kupovne cene na koju klijent ima pravo isplate unapred, odredbe o raskidu ugovora i slično.

¹⁰¹ Bakker, M., Klapper, L. i Udell, G. *Financing Small and Medium-size Enterprises with Factoring: Global Growth and Its Potential in Eastern Europe*) Svetska banka, kancelarija u Varšavi, 2004, str.. 49.

6. FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE NA PRIMERU BANAKA

Kategorija bilansa u bankarstvu ima višestruko značenje, kako za banke, tako i za njihove dužnike i poverioce. Principi bilansa su standardni i pokazuju formalnu ravnotežu između aktive i pasive. Opšti koncept bilansa je zasnovan na prikazivanju poznatih identiteta stanja i tokova i funkcionalnih veza i relacija u formiranju stanja i tokova. Na bazi ovog koncepta se mogu identifikovati odnosi između aktive i pasive, rashoda i prihoda, kao i neto dobit. Bilansi se mogu posmatrati na nivou jedne banke, sistema poslovnih banaka i nacionalnog bankarskog sektora. Uporedivi i pouzdani bilansi su važni izvori informacija i osnova za donošenje važnih mikro i makroekonomskih i finansijskih odluka. Specifičnosti bankarskih bilansa se nalaze u iskazivanju tokova i strukture kreditnih plasmana, kreiranja novčane mase i povećanja obima depozita u sistemu. Bankarski bilansi se mogu posmatrati i sa aspekta rashoda i prihoda, čija razlika predstavlja rezultat bankarske aktivnosti u bilansu stanja.¹⁰²

Postoje dve osnovne vrste bilansa, a to su bilans stanja i bilans uspeha. U okviru bilansa stanja su obuhvaćeni stanje i promene sredstava, kao i izvori sredstava banke. U okviru bilansa uspeha su obuhvaćeni prihodi, rashodi i finansijski rezultat. Ostvarena dobit ili gubitak se unose u bilans stanja nakon izvršenog obračuna bilansa uspeha. Sredstva i izvori sredstava su osnova aktivnosti banke, pa se zbog toga uvek prvo obrađuje bilans stanja, a tek zatim bilans uspeha banke.

U bilansu stanja banke se na levoj strani evidentira aktiva, a na desnoj strani pasiva. Bankarski bilans je u fundamentalnoj ravnoteži, ako su u robnom i valutnom pogledu izbalansirane vrednosti aktive i pasive. Stanje aktive i pasive se evidentira na određeni dan.¹⁰³

Na strani aktive banke se evidentiraju potraživanja i imovina banke, a na strani pasive depozitni i nedepozitni izvori, ukoliko govorimo o pasivi u užem smislu (gde su prikazana sredstva transaktora koji nemaju tretman vlasnika banke), a ukoliko govorimo o pasivi u širem smislu, uz ove izvore se javlja i kapital banke (gde kapital predstavlja finansijski potencijal banke).

Rast bankarske pasive je važan pokazatelj povećanja finansijske i kreditne snage banke, iako je obim aktive ključni indikator. Centralnu ulogu o povećanju bankarskih resursa imaju trendovi formiranja depozita kod banaka, dok ostali izvori imaju uglavnom rezidualnu ulogu. Rast bankarskih izvora u najširem smislu, kada se podrazumeva, ne samo kvantitet, već i struktura i kvalitet, generalno je determinisan stopom rasta depozitnih resursa, nedepozitnih resursa, stopom bankarske transformacije sredstava i stopom obnavljanja bankarskih potencijala preko infuzije jednom plasiranih sredstava.

Pasiva banke i njeni izvori se javljaju kao sinonimi iz razloga [to se pasiva banke definiše kao pojavni oblik njenih aktivnosti, usmerenih ka mobilisanju finansijskih resursa. Sem toga, ona čini osnov za realizaciju posredničkih funkcija banke između finansijski deficitnih i finansijski suficitnih transaktora. Pasiva se može prikazivati ispod aktive ili na desnoj strani bilansa stanja.

U strukturi pasive dominiraju depozitni izvori. U poslednjih tridesetak godina su sve veća konkurencija banaka, deregulacija kamatnih stopa na depozite, kao i ciklični periodi prouzrokovali značajne promene, tako da je u velikoj meri povećano učešće nedepozitnih

¹⁰²Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije* 2, Subotica: Ekonomski institut., str 45.

¹⁰³Krstić, B.(2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet, str 94.

izvora sredstava, čime je promenjena struktura pasive. Pored ovih, značajan faktor strukture pasive je i veličina banke. Podaci pokazuju da veće banke imaju bolju strukturu depozitnih izvora i bolji odnos depozitnih i nedepozitnih izvora, dok se manje banke pretežno oslanjaju na depozitne izvore, zbog čega su njihovi kamatni troškovi veći nego što je to slučaj kod većih banaka.¹⁰⁴

Bilans uspeha banke prikazuje prihode i rashode u toku obračunskog perioda, kao i finansijski rezultat, odnosno dobit ili gubitak. Ostvareni finansijski rezultat se poredi sa planiranim i njime se meri uspešnost, odnosno neuspešnost rada poslovnog sistema banke i njenih organizacionih delova. Rashodi se prikazuju na levoj strani bilansa uspeha, a prihodi na desnoj strani bilansa uspeha.

Konkretnu strukturu bilansa uspeha je moguće analizirati primenom dveju analitičkih metoda: kompozitna i procentualna metoda. Kompozitna metoda koristi apsolutne iznose pojedinih rashodnih i prihodnih pozicija, kako bi se dobile relativne vrednosti i tako dobijeni pokazatelji upoređivali sa prethodnim godinama i drugim bankama. Primenom procentualne metode se dolazi do procentualnog rasta i/ili pada prihodnih i rashodnih pozicija u odnosu na prethodnu godinu.

Sučeljavanjem pozicija bilansa stanja i bilansa uspeha se dolazi do relevantnih pokazatelja o poslovanju banke, a u tu svrhu se vrše analize likvidnosti, profitabilnosti i kapitalna analiza.¹⁰⁵

6.1. Struktura bilansa banke

Minimum informacija koje mora da obezbedi bilans stanja su sledeći podaci:¹⁰⁶

AKTIVA

- Sredstva banke kod CB
- Dinarski plasmani
- Devizna sredstva i efektivna
- Devizni plasmani i potraživanja
- Trajna sredstva i ulози

PASIVA

- Dinarski i devizni depoziti
- Obaveze prema CB
- Obaveze prema drugim bankama

¹⁰⁴Krstić, B.(2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet, str 96.

¹⁰⁵Ćirović, M. (2003) *Bankarstvo*, Beograd: Savremena administracija, str 201.

¹⁰⁶Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str.

- Obaveze po izdatim HoV
- Obaveze prema inostranstvu
- Kapital, rezerve i dugoročna rezervisanja

Bilans stanja predstavlja bilansnu sumu ili ukupni bilansni potencijal poslovne banke. Bilans banke treba analizirati po podbilansima:¹⁰⁷

- dinarski i devizni
- privreda i stanovništvo

Za banku je od posebne važnosti održavanje bilansne ravnoteže i kratkoročne i dugoročne.

Kratkoročna bilansna ravnoteža je odnos između novčanih sredstava i kratkoročnih plasmana u aktivi i kratkoročnih izvora sredstava. Dugoročna ravnoteža predstavlja odnos između dugoročnih plasmana u aktivi i dugoročnih izvora sredstava u pasivi bilansa stanja.¹⁰⁸

Dugoročni plasmani = dugoročni izvori sredstava

Neravnoteža postoji kada su plasmani veći od izvora i kada je kapital banke veći od trajnih ulaganja. Trajni kapital se revalorizuje na teret revalorizacione rezerve, a revalorizaciona rezerva se pokriva revalorizacijom osnovnih sredstava i revalorizacijom amortizacije. Ukoliko revalorizacija OS i amortizacije nije dovoljna za pokriće revalorizacije trajnog kapitala, tada se razlika (revalorizacioni rashodi) pokriva iz prihoda banke, odnosno na teret rashoda banke.

Ukoliko je revalorizacija OS i amortizacije veća od revalorizacije trajnog kapitala, tada se razlika izdvaja u prihod banke (revalorizacioni prihodi) i vrši njegovo direktno povećanje.

Upravljanje aktivom bilansa banke podrazumeva dobro poznavanje bilansa. U meri u kojoj se pravilno upravlja pojedinim elementima aktive zavisi uspešnost poslovanja banke.

Menadžment banke na različite načine, a imajući u vidu ukupnu aktivu na različit način upravlja njenim delovima i obavlja transakcije na različit način:¹⁰⁹

- sa neaktivnom aktivom (beskamatni plasmani, gotovina, obavezna rezerva)
- na novčanom tržištu
- na tržištu kapitala
- na terminskom i špekulativnom tržištu

Neaktivna aktiva ima najmanje učešće u aktivi, ali je i najviše neizvesna jer ne zavisi samo od menadžmenta banke, nego i od spljnih činilaca. U zavisnosti od visine obavezne rezerve na raspolaganju je veći ili manji obim za plasmane u zavisnosti od toga koliko gotovine se

¹⁰⁷Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str.211

¹⁰⁸Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str.124

¹⁰⁹Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*.Novi Sad: Feljton, str. 87

usmerava na blagajnu, na raspolaganju je veći ili manji obim sredstava koja se mogu usmeriti u privredu. Transakcije na finansijskim tržištima donose veće prihode što je stepen rizikaveći. Cilj upravljanja aktivom je ostvariti što veću neto profitnu stopu.

Da bi se dobro upravljalo pasivom potrebno je dobro odrediti aktivu. Struktura pasive je unapred dobro poznata. Cilj upravljanja pasivom je njena transformacija u plasmane. Za te potrebe menadžment deli pasivu na:¹¹⁰

- sopstvene izvore sredstava – akcijski kapital
- tuđe izvore sredstava

3. komisiona sredstva – poslovi za tuđi račun Kada je struktura sredstava u pitanju, od značaja je pomiriti što je više moguće antagonizam između rentabilnosti i likvidnosti. Što je veći interes da se ostvari likvidnost, to je moguće ostvariti manju rentabilnost.

U **bilansu uspeha** banke se grupišu i iskazuju prihodi i rashodi banke. U bilans uspeha treba uključiti:¹¹¹

PRIHODI

- prihod od kamata
- prihod od naknada
- prihod od provizija i naknada
- dobiti umanjeni za gubitke od HoV za trgovinu
- dobiti umanjeni za gubitke od HoV za investiranje
- dobiti umanjeni za gubitke od poslovanja stranom valutom

RASHODI

- rashod po osnovu kamata
- administrativni troškovi
- neposlovni rashodi
- porezi i doprinosi

Gubitak u poslovanju se pokriva iz rezervi banke, a ako je gubitak veći od rezervi tada se razlika nepokrivenog gubitka pokriva na teret osnivačkog kapitala banke. Pokriće gubitka knjigovodstveno se iskazuje preko ispravke vrednosti osnivačkog kapitala banke, a ne direktnim smanjenjem trajnog kapitala.¹¹²

¹¹⁰Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 122

¹¹¹Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str.244

¹¹²Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str. 85

Bilans stanja i bilans uspeha treba posmatrati povezano. Razlog tome je u činjenici što se iskazani finansijski rezultat u bilansu uspeha (neraspoređena dobit ili nepokriveni gubitak) prenosi u bilans stanja banke, tako što se na strani pasive evidentira neraspoređena dobit, a na strani aktiva neraspoređeni gubitak.

U računovodstvenoj terminologiji reč aktiva poistovećuje se sa sredstvima, a pasiva sa obavezama. Za fundamentalnu ravnotežu je potrebno da postoji identitet jednačine:¹¹³

AKTIVA = OBAVEZE + FONDOVI (KAPITAL)

Međutim, pri tome treba imati u vidu da se aktiva ne poistovećuje sa sredstvima zato što ona podrazumevaju ukupnu aktivu banke umanjenu za iskazani nepokriveni gubitak:¹¹⁴

SREDSTVA = UKUPNA AKTIVA – ISKAZANI NEPOKRIVENI GUBITAK

U skladu sa zakonskim propisima Srbije koji se u svim segmentima postepeno usklađuju sa međunarodnim, banke su u obavezi da sačine pored bilansa stanja i uspeha i izveštaj o ostvarenim pokazateljima poslovanja u kome se iskazuje:¹¹⁵

- Trajni kapital
- Odbitne stavke trajnog kapitala
- Kapital
- Nepokriveni iznos potencijalnih gubitaka
- Neto kapital
- Ukupna rizična aktiva
- Odbitne stavke ukupne rizične aktive
- Neto rizična aktiva
- Novčani deo akcijskog kapitala
- Adekvatnost kapitala
- Učešće kapitala u pasivi
- Učešće sredstava stanovništva u pasivi
- Odnos kratkoročnih plasmana i kratkoročnih
- Odnos devizne pasive i devizne aktive
- Veliki i najveći mogući krediti u odnosu na kapital

¹¹³Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Feljton, str. 97

¹¹⁴Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str. 87

¹¹⁵Hadžić M. (2007) *Bankarstvo*, Beograd: Univerzitet Singidunum, str.98

- Učešće u kapitalu preduzeća
- Plasmani u OS

Razvoj banke je do poslednje decenije XX veka bio zasnovan na pretpostavci da rast poslovanja banke automatski dovodi do porasta profita. Prema savremenom konceptu upravljanja aktivom i pasivom razvoj banke se ne zasniva na obimu njenog bilansa nego na profitabilnom poslovanju, uspešnoj kontroli rizika i adekvatnosti kapitala. Za savremeni koncept upravljanja aktivom i pasivom značajan je propis CB o obaveznom iznosu kapitala banke.

Osnovni bankarski agregat je finansijski potencijal. Finansijski potencijal je obim slobodnih sredstava banaka raspoloživ za plasiranje. Finansijski potencijal je raspoloživ tek nakon što banka izmiri obaveze u odnosu na propisanu stopu likvidnosti. Iz toga proizilazi da je finansijski potencijal razlika između ukupnog finansijskog potencijala i propisanih rezervi (obavezna rezerva koju propisuje CB i rezerve koje su određene poslovnom politikom).

U finansijski potencijal banke su uključene sledeće kategorije sredstava:¹¹⁶

DINARSKI POTENCIJAL

- Dinarski depoziti
- Likvidni deo trajnog kapitala (trajni kapital-trajna sredstva i ulozi)
- Obaveze po izdatim HoV
- Međubankarski krediti
- Sredstva CB

DEVIZNI POTENCIJAL

- Devizni depoziti privrede
- Devizna štednja građana
- Ostala devizna sredstva

Finansijski potencijal formira se od depozita privrede, stanovništva i ostalih sektora. Depoziti mogu biti transakcioni (kratkoročni) depoziti i štedni i oročeni depoziti. Razlika između štednih i oročenih depozita je u tome što za razliku od oročenih depozita, štedni depoziti nemaju rokove dospeća.

Drugi izvor formiranja kreditnog potencijala su nedepozitni izvori. Nedepozitni izvori nastaju zaduženjima kod dr. banaka i na finansijskom tržištu kao i emisijom vrednosnih papira, najčešće obveznica. Nedepozitni izvori skuplji su od depozitnih. Treći izvor formiranja finansijskog potencijala je formiranje kapitala banke. Formiranje kapitala je relativno najjeftinije i zavisi od politike dividendi.

¹¹⁶Živković, A. i dr. (2006) *Berzanski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola, str. 335

6.2. Prikupljanje i obrada informacija neophodnih za upravljanje performansama banke

Menadžmentu banke su potrebne informacije kao pomoć u donošenju odluka.¹¹⁷

- Informacije za planiranje proističu iz različitih izvora, i unutar i izvan organizacije. Informacije o onome što je organizacija ostvarila u prošlosti često su polazna osnova za donošenje planova za budućnost. Na primer, poznavanje koliki je ranije bio trošak određenog procesa ili operacije može biti vrlo koristan za procenu verovatnih troškova u budućnosti.
- Informacije za kontrolu u najvećoj meri dobijaju se iz internih izvora unutar organizacije. Menadžeri treba da znaju koji su stvarno ostvareni rezultati da bi uporedili ono što se do tada dogodilo sa onim što je planirano, kao i da bi ponovno razmislili šta će se verovatno dogoditi u budućnosti ukoliko se ne preduzmu korektivne mere.

Najveći deo informacija za menadžment su finansijske prirode, iako nefinansijske informacije mogu biti jednako značajne. Menadžeri treba posebno da znaju koliko koštaju aktivnosti i koliko košta izraditi i prodati proizvode i usluge koje organizacija pruža svojim potrošačima.

Može se napraviti razlika između podatka i informacije.

- Podatak je prikupljanje neobrađenih činjenica ili mišljenja.
- Informacija je podatak koji je obrađen tako da on ima svrhu ili značenje.

Podaci nemaju vrednost za menadžment, dok informacije treba da imaju vrednost. Međutim, obrada podataka u informacije za menadžment ima svoj trošak. Menadžmentu se pružaju informacije da bi im se pomoglo u planiranju, kontroli i odlučivanju. Odluke menadžmenta verovatno će biti bolje kada se zasnivaju na kvalitetnijim informacijama.

Kvalitetna informacija ima nekoliko karakteristika:¹¹⁸

- Ona treba da ima **svrhu** i da bude **značajna** za tu svrhu.

Nema smisla davati menadžeru izveštaj, ako menadžer ne zna zašto mu je on dat ili ako ne zna šta s njim da radi. Slično tome, informacije o izveštaju treba da budu značajne za svrhu i ne treba da sadrže detalje koji se mogu zanemariti.

- Ona treba da bude **pravovremena**. To znači da je treba pružiti menadžeru u trenutku kada menadžer nešto može da uradi sa njom. Na primer, pretpostavimo da preduzeće sačinjava mesečne izveštaje o rezultatima ekspoziture i da je u maju menadžer ekspoziture X dobio izveštaj o stvarnim troškovima u januaru. Ova informacija bila bi preko tri meseca stara i menadžer bi je verovatno zanemario jer nije bitna za njegovu trenutnu situaciju.

Slično tome, pretpostavimo da menadžment tim na višem nivou želi da donese odluku o strategiji za širenje banke u inostranstvu i traži izveštaj o tržišnim uslovima u

¹¹⁷Hadžić M. (2007) *Bankarstvo*, Beograd: Univerzitet Singidunum, str.102

¹¹⁸Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*.Novi Sad: Feljton, str. 111

Severnoj Africi. Ako oni žele da donesu odluku u februaru, izveštaj koji se podnese u martu neće imati ikakvu vrednost jer je odluka već donesena.

- Ona treba da bude **razumljiva**. Menadžer treba da razume šta mu informacija saopštava. Ako je ne razume, on je neće koristiti za donošenje odluke. Ako je pogrešno razume, on može doneti lošu odluku. Poseban problem može se javiti kod korišćenja tehničkog jezika (žargona) i računovođe uvek treba da vode računa o načinu na koji predstavljaju finansijske informacije nefinansijskim menadžerima.
- Informacija treba da bude **onoliko tačna koliko je to potrebno**. Step en tačnosti zavisiće od razloga zbog kojeg je informacija potrebna. Problem u računovodstvu može biti da sačinjeni izveštaji prikazuju brojeke do najbližeg dinara ili evra, a menadžer je zainteresovan za brojeke do najbliže desetine ili stotine hiljada. S druge strane, kada se računaju kursne razlike menadžer će verovatno želeti da kurs bude dat u hiljaditi deo dinara.
- Informacije treba da budu **onoliko potpune koliko se to traži**, ali **ne treba da budu prekomerne**. Menadžerima treba dati sve informacije koje su im potrebne za donošenje odluka, ali je često korisno privući njihovu pažnju na ono što se čini bitnim. Na primer, u izveštajima o kontroli stvarni rezultati mogu se uporediti sa planiranim, a da se razlike stvarnog i planiranog u izveštaju navode kao varijacije.

Izveštaj koji ističe najznačajnije informacije, kao što je najveća varijacija, pomaže menadžmentu da obrati pažnju na ono što je značajno. Ponekad menadžeri žele da budu informisani samo kada se dogodi nešto izuzetno ili neobično. Izveštavanje na ovoj osnovi naziva se **izveštavanje po izuzetku**.

- Informacije treba **saopštiti pravoj osobi**. U preduzeću informacije za menadžment treba da budu usmerene na menadžere koji ih mogu koristiti i mogu nešto sa njima uraditi.

U kontekstu računovodstva odgovornosti, informacije a treba saopštiti menadžeru koji je za njih odgovoran i koji je u poziciji da ih kontroliše. Nema smisla podnositi izveštaj o plasmanima menadžeru koji nema kontrole nad njima.

- Informaciju treba **saopštiti odgovarajućim kanalom**. „Kanal“ informacija označava metod na koji se informacija daje kao što su: usmeno, u formalnom izveštaju, u neformalnom izveštaju, elektronskom poštom, elektronskim prenosom datoteke i tko dalje. On takođe označava pojedinca ili odeljenje ili spoljnu organizaciju koja je pružila informaciju.

Odgovarajući kanal komunikacija razlikuje se u zavisnosti od okolnosti i prirode informacija. Na primer, on će zavisi ti od toga koliko je brzo informacija potrebna, koliko informacija treba saopštiti, koliko daleko informaciju treba poslati i troškova njenog slanja na različite načine.

6.3. Vrednost i kvalitet informacija za upravljačko računovodstvo

Sledeći kvalitet dobrih informacija za menadžment je da vrednost informacija za Sledeći kvalitet dobre informacije je da **vrednost informacije treba da prevazilazi trošak njenog pribavljanja**.

Informacije za menadžment imaju vrednost jer pomažu menadžeru da donese odluke. Ako se odluka menadžera razlikuje u odnosu na ono što bi odlučio bez informacija, vrednost tih informacija može se meriti količinom novca koji je posledično ušteden. Vrednost informacija proističe iz postupaka donosilaca odluka koji koriste te informacije za unapređenje rentabilnosti.

Informacija ima vrednost kao strateški resurs i efikasan upravljački informacioni sistem može banci dati stratešku prednost u odnosu na konkurente. Informacija nema vrednost ukoliko se ne koristi. Takođe, ona nema vrednost ako je već poznata (nema „vrednosti iznenađenja“) U cilju ocene vrednosti informacija, mogu se postaviti sledeća pitanja:¹¹⁹

- Ko koristi informacije?
- Za šta se one koriste?
- Koliko često se koriste?
- Koliko često se daju, ali se ne koriste?
- Šta je ostvareno njihovim korišćenjem?
- Postoje li alternative ovom izvoru informacija?

Trošak pribavljanja informacija uključuje:¹²⁰

- trošak prikupljanja podataka
- trošak obrade podataka
- trošak čuvanja podataka i informacija
- trošak pružanja informacija

U banci upravljački informacioni sistemi mogu biti vrlo skupi sa velikim računarskim sistemima i bazama podataka i velikim brojem zaposlenih čiji je posao obrada i pružanje informacija. Tu spadaju takozvane upravljačke računovođe. Takođe, mogu postojati i eksterni troškovi kao što je trošak korišćenja usluge agencije za istraživanje tržišta ili konsultantske firme.

Podaci za pripremu informacija za menadžment proističu iz različitih izvora unutar organizacije (interni izvori) i izvan organizacije (eksterni izvori).

¹¹⁹Hadžić M. (2007) *Bankarstvo*, Beograd: Univerzitet Singidunum, str. 142

¹²⁰Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet, str. 156

Postoji mnogo internih izvora podataka za upravljačko računovodstvo od kojih svi nisu deo računovodstvenog sistema. Granice računovodstvenog sistema nisu uvek jasno definisane, posebno u upravljačkom računovodstvu. Pored internih izvora informacija, mogu se pribaviti informacije i iz velikog broja eksternih izvora

Upravljačko računovodstvo razlikuju se od finansijskog računovodstva jer:¹²¹

- finansijski računi pružaju podatke za pripremu finansijskih izveštaja za eksterne korisnike kao što su akcionari banke ili država (poreski organi)
- izveštaji upravljačkog računovodstva/računovodstva troškova pripremaju se isključivo za internu upotrebu menadžmenta

Interno sačinjene informacije mogu se pružiti menadžerima:¹²²

- sa mnogo ili malo detalja, kako menadžment traži
- odnose se na bilo koje stavke za koje su menadžmentu potrebne informacije
- u bilo kojem formatu koji se traži (na primer, nema propisa o tome kako treba formatirati i predstavljati izveštaje upravljačkog računovodstva)
- često ili retko, prema potrebi menadžmenta

Informacije se obično daju menadžmentu u formi izveštaja. Izveštaji se mogu sačiniti u različitim oblicima, od periodičnih štampanih izveštaja, do najviših menadžera koji sačinjavaju lični izveštaj o izvršnom informacionom sistemu.

Računarska tehnologija je promenila upravljačke informacione sisteme. Pre mnogo godina kada su računari bili značajno sporiji i imali ograničen kapacitet skladištenja podataka postojala su i ozbiljna ograničenja količine podataka koja se mogla prikupiti, sačuvati i analizirati. Računari su mogli da izrađuju redovne izveštaje, kao što su mesečni izveštaji o budžetu, ali je menadžerima bilo teško da u realnom vremenu proveravaju sistem i iz njega vade ažurirane informacije.

Danas banke imaju informacione sisteme sa ogromnim kapacitetom obrade i čuvanja podataka čime se omogućuje pristup velikim bazama internih i eksternih podataka (na primer, preko Interneta). Izazov je, međutim, napraviti informacione sisteme koji:¹²³

- su dizajnirani da pruže informacije koje su potrebne menadžerima, bilo kroz rutinske izveštaje ili kroz ad hoc upite
- pružaju informacije čija je vrednost veća od troškova njihovog pribavljanja.

U kontekstu sistema upravljačkog računovodstva, korisno je istaći nekoliko karakteristika IT sistema.¹²⁴

¹²¹Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić, str. 58

¹²²Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Feljton, str. 156

¹²³Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut, str. 52

- **Prikupljanje podataka.** U bankama podaci se mogu prikupiti elektronski što znači da je moguće sakupiti veliki obim podataka za analizu. Ovi podaci se čuvaju i analiziraju da bi se menadžmentu pružile informacije o obimima prodaje za svaki proizvod, klijenta ili ekspozituru. Ove informacije mogu se koristiti za analizu preferencija i modela ponašanja potrošača, kao i za izračunavanje rentabilnosti svakog prodatog proizvoda.
- **Datoteke.** Računarski sistemi mogu imati ogroman kapacitet čuvanja, što znači da se velike količine podataka mogu držati uz relativno mali trošak. Sa sistemima baza podataka, podaci se mogu strukturirati i organizovati tako da budu uvek dostupni. Mogu se koristiti i tehnike tražnja podataka da bi se izvuklo više informacija iz baze podataka.
- **Brzina komuniciranja i mreže.** Podaci se mogu brzo preneti do udaljenih mesta. Internet, a posebno poslovni intranet sistemi omogućavaju menadžerima da pristupe poslovnim podacima sa svog laptop računara bilo gde u svetu. Menadžeri tako imaju stalan pristup informacijama.
- **Sposobnost obrade.** Podaci se mogu brzo obraditi. Menadžeri sa onlajn pristupom informacionim sistemima svog preduzeća mogu zatražiti i trenutno dobiti „ad hok“ informacije neophodne za planiranje, kontrolu i odlučivanje.

Računarski softver. Menadžeri imaju pristup velikom broju softvera za obradu podataka i pripremu informacija za menadžment. Najčešće se koristi softver za radne tabele za svrhu planiranja i prognoze.

¹²⁴Hadžić M. (2007) *Bankarstvo*, Beograd: Univerzitet Singidunum, str. 162

ZAKLJUČAK

Finansijsko tržište je deo privrednog sistema koji treba da omogući uspostavljanje veza između subjekata sa viškom i subjekata sa manjkom finansijskih sredstava. Razvijenost i efikasnost finansijskog tržišta omogućava da se uspostavi ravnoteža između štednje i investicija i da dođe do optimalne alokacije slobodnih finansijskih sredstava koja će dovesti do toga da finansijskim sredstvima raspolažu oni koji su stanju da plate najvišu cenu i saglasno tome da ih najbolje upotrebe. U najkraćem, finansijsko tržište predstavlja "mazivo" privrednog sistema čija se neefikasnost ili nepostojanje značajno odražava na (ne)funkcionisanje privrede.

U razvijenim tržišnim privredama, finansijska tržišta predstavljaju motor uspešnog privređivanja celokupnog privrednog sistema. Finansijsko tržište u razvijenim zemljama, kao organizovan prostor na kome se traže i nude finansijsko-novčana sredstva, odlikuje se širokim spektra mogućnosti plasiranja novca, kapitala, hartija od vrednosti i finansijskih derivativa. Ono svim svojim učesnicima omogućava da se bave odabranim finansijskim poslovima na specijalizovanim finansijskim tržištima koja su se razgranala tokom neprestanog razvoja finansijskog poslovanja. Pored specijalizacije pojedinih delova finansijskog tržišta, praćene i specijalizacijom berzanskog poslovanja koje je od izuzetnog značaja za uspešnost i stabilnost celokupnog tržišta, razvijaju se i niču nove finansijske institucije, pojavljuju se razni finansijski instrumenti, nove mogućnosti za profit, a sve to u cilju većeg obrta novca i što veće zarade.

Savremena finansijska tržišta označavaju finansijska tržišta koja su se javila u poslednje tri decenije. U ovom periodu došlo je do ogromnih promena u oblasti finansija. Dolazi do razvoja informacione tehnologije, telekomunikacija, internacionalizacije, pojave novih oblika finansijske aktive i niza drugih promena koje su uslovile rastuću turbulentnost i dinamičnost. Savremena finansijska tržišta odlikuju se kontinuelnošću jer se na njima cene formiraju tokom celog dana, pa je moguće vršiti kupoprodaju 24 časa dnevno na gotovo svim mestima na planeti gde za to postoje potrebni uslovi. Svetsko finansijsko tržište u najkraćem odlikuju procesi internacionalizacije i globalizacije, finansijske inovacije i deregulacioni tokovi.

Globalizacija predstavlja proces integracije nacionalnih finansijskih tržišta u jedno svetsko tržište. Zahvaljujući toj tendenciji privredni subjekti sve više traže izvore finansiranja na internacionalnom tržištu gde postoje veće mogućnosti da se do tih sredstava dođe za razliku od skućenog domaćeg finansijskog tržišta. Počeci nastajanja internacionalnog finansijskog tržišta su 1960-te kada nastaje i tržište evroobveznica. Poslednja decenija prošlog veka obeležena je otvaranjem nacionalnih finansijskih tržišta i povećanjem stepena konkurencije u EU. Ovaj proces trebao je za cilj da ima povećanje efikasnosti preduzeća, niže troškove povezivanja štednje i investicija i posledično, brži privredni rast i razvoj. Faktori koji su izazivali globalizaciju i internacionalizaciju finansijskih tržišta su mnogobrojni, ali tri posebno dominiraju:

Deregulacija i liberalizacija tržišta i aktivnosti tržišnih učesnika od strane ključnih centara sveta. Ovaj faktor tesno je povezan sa povećanjem stepena međunarodne konkurencije.

Tehnološki napredak, koji je omogućio lakšu kontrolu i monitoring.

Povećanje institucionalizacije međunarodnog tržišta.

Brojne su i finansijske inovacije koje su doprinele širenju finansijskih tržišta, poslova na njima i koje su davale dodatan impuls globalizaciji i internacionalizaciji. Finansijske inovacije je teško nabrojati ili grupisati samo po jednom kriterijumu, ali se kao ilustracija širine inovacija može prikazati klasifikacija stručnjaka Banke za međunarodne obračune po kojoj se inovacije mogu podeliti u sledeće grupe:¹²⁵

Inovacije u domenu transfera kreditnih rizika, posebno rizika od neizvršenja obaveza;

Inovacije u domenu transfera cenovnih rizika, koje su kreirane sa ciljem da se smanji rizik u vezi sa promenama cena hartija od vrednosti, deviznih kurseva i slično;

Inovacije u cilju poboljšanja likvidnosti;

Inovacije radi poboljšanja kreditiranja i

Inovacije radi pribavljanja novog akcionarskog kapitala.

Postoji veliki broj razloga i motiva za uvođenje i kreiranje finansijskih inovacija. U najvažnije spadaju:

Sredinom 1970-ih došlo je do porasta neizvesnosti i nestabilnosti u svetskoj ekonomiji. Izvršena je demonetizacija zlata, ukinuti su fiksni devizni kursevi, inflacija je bila u porastu, a svet su pogodila dva naftna šoka. U tim uslovima nastanak instrumenata za zaštitu od finansijskih rizika bio je prirodna posledica.

Razvoj informacione tehnologije i telekomunikacija dao je tehničku podlogu za inovacije na finansijskim tržištima.

Dolazi do povećanja nivoa edukovanosti učesnika u poslovanju na finansijskim tržištima. Finansijska teorija kao deo ekonomske nauke doživljava veliki zamah tako da je za nekoliko decenija investicioni menadžment od umetnosti (veštine) prerastao u naučnu oblast.

Dolazi do povećanja konkurencije između finansijskih posrednika.

Težnja za zaobilaznjem postojeće regulative.

Deregulacioni tokovi. Finansijska tržišta su dugo vremena predstavljala jednu od najviše regulisanih oblasti. U poslednje dve decenije u većini najrazvijenijih zemalja došlo je do regulativnih reformi. Finansijske krize, globalizacija i finansijske inovacije doveli su do smanjenja uloge države u regulisanju finansijskih tržišta. Država je zadržala nadležnosti u oblasti zakonodavstva i održavanja željenog nivoa konkurencije da bi se obezbedila sigurnost učesnika na finansijskom tržištu i održalo poverenje. Uporedo sa smanjenjem uloge države

¹²⁵Ivaniš Marko i Jeremić Ljiljana (2003) *Osnovi finansija*, Beograd: Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, str. 134

dolazi do razvoja regulatornih tela u okviru pojedinačnih segmenata finansijskog tržišta. Jačaju funkcije monitoringa, kontrole i revizije i dolazi do povećanja discipline i odgovornosti za sve učesnike. Deregulacioni tokovi su se ogledali u: smanjenju uloge države, kombinovanju zakonske regulative i samoregulative, osnivanju samoregulatornih tela, povećanju stepena konkurencije, povećanju javnosti rada, preduzimanju niza mera na povećanju poverenja, sve većoj kontroli i monitoringu učesnika i otvaranju domaćih finansijskih tržišta za inostrane subjekte.

Dugoročni održivi rast cilj je svake ekonomske politike. Razvijena finansijska tržišta to treba da omoguće osiguravanjem efikasne alokacije slobodnih finansijskih sredstva. Finansijska tržišta zahvaćena su procesom internacionalizacije i globalizacije pretvarajući niz nacionalnih tržišta u globalno tržište. Finansijsko tržište ima tri osnovna segmenta: tržište novca, tržište kapitala i špekulativno tržište. Na tima tržištima trguje se mnogobrojnim različitim hartijama od vrednosti.

Kao glavni učesnici na finansijskim tržištima se javljaju preduzeća, banke, investicione kompanije, država, penzioni fondovi i drugi učesnici. Poseban značaj imaju posrednici koji omogućavaju da se transakcije obavljaju efikasnije i efektivnije.

Finansijsko tržište kao apstraktan pojam svoju konkretizaciju doživljava na berzi i vanberzanskim tržištima na kojima se obavljaju transakcije u datom vremenu i datom prostoru (koji se u velikom broju slučajeva može posmatrati kao sajber prostor).

Finansijska tržišta predstavljaju najdinamičniji segment svetske privrede. Stope rasta finansijsko tržišta mere se u desetinama procenata godišnje, a svakog dana kreira se nekoliko novih vrsta hartija od vrednosti. Razvijenost finansijskog tržišta je preduslov za razvijenu privredu, a to pokazuje i empirija.

Davalac franšize može imati veći broj obaveza zavisno od ugovora. Ustupanje prava isključive prodaje robe ili vršenja usluga, pored toga postoji i obaveza jednoobraznog kvaliteta i pakovanja proizvoda; ustupanje prava upotrebe žiga; ustupanje prava upotrebe firme, memoranduma i drugih poslovnih znakova; ustupanje know how;

Franšizing nije samo ugovorni odnos već i metoda kooperacije između dva ili više preduzeća, pri čemu je jedno preduzeće davalac, a drugo primalac franšizinga. Davalac franšize je vlasnik prava isključive upotrebe firme, žiga, oznake porekla proizvoda i usluga, simbola i drugih neregistrovanih znakova razlikovanja, proizvoda i usluga, kao know-how.

Davalac franšize stavlja na raspolaganje pravo korišćenja skupa proizvoda i usluga. Primalac franšize mora obavezno i u potpunosti iskoristićavati taj skup proizvoda i usluga u skladu s komercijalnim tehnikama koje je davalac isprobao i koje povremeno obnavlja, a davalac franšizinga prima naknadu ili ostvaruje druge prednosti;

Ugovor o franšizingu može sadržati i komercijalnu, finansijsku ili industrijsku pomoć, kako bi se omogućila integracija u trgovačku delatnost davaoca franšize i njegov nadzor jer se primalac uvodi u jednu originalnu tehniku i know-how koji nije uobičajen. Na ovaj način se

čuva imidž robnog ili uslužnog žiga koji se prodaje, razvija klijentela uz manje troškove i veću rentabilnost za obe strane koje zadržavaju potpunu pravnu samostalnost.

U procesu izgradnje franšizing sistema važno pitanje je izbor preduzetnika za partnera, jer od njegovih sposobnosti zavisi uspešnost primene ukupnog franšiznog sistema. Nakon izbora franšizata, pristupa se potpisivanju ugovora o franšizingu. Uz ugovor primaoci franšizinga dobijaju uputstvo o franšizing poslu, sa detaljnim uputstvima o izgledu i primeni franšiznog poslovanja. U ugovoru i uputstvu su detaljno izložena sva prava korišćenja industrijske i intelektualne svojine, sa standardima kompanije davaoca sistema. Franšizer je ovlašćen da u svakom delu sistema i u svako vreme može vršiti kontrolu kvaliteta, poštovanja i pridržavanja robnih žigova i standarda od strane primaoca.

Osnovni princip lizing poslovanja je da davalac lizinga zadržava pravno vlasništvo nad predmetom lizinga, dok primalac lizinga stiče ekonomsko vlasništvo.

Postoje dve osnovne vrste lizinga:

1. operativni lizing
2. finansijski lizing

Za razliku od operativnog lizinga koji je veoma sličan klasičnom iznajmljivanju, finansijski lizing je mnogo kompleksnija transakcija. To je oblik kreditnog aranžmana koji finansira nabavku određene opreme za potrebe primaoca lizinga.

Davalac lizinga, uz prethodni dogovor sa primaocem lizinga, kupuje opremu od dobavljača i daje mu je na korišćenje. Primalac lizinga koristi ovu opremu u poslovanju i stiče prihode po tom osnovu, koji mu omogućuju da isplaćuje ugovorene obaveze koje ima prema davaocu lizinga. Tokom perioda otplate, oprema ostaje u pravnom vlasništvu davaoca lizinga. Po isteku ugovora, primalac lizinga može da se odluči da vrati opremu davaocu, ili da je kupi za cenu koja je znatno niža od očekivane tržišne vrednosti opreme. U praksi se najčešće (ali ne i obavezno) ugovor napravi tako da plaćanjem poslednje lizing rate, primalac lizinga automatski postaje i pravni vlasnik predmeta lizinga.

Finansijski lizing je često definisan kao alternativni vid finansiranja novih investicija preduzeća. U odnosu na bankarske kredite finansijski lizing ima veliki broj prednosti kako za davaoca tako i za primaoca lizinga. Lizing nudi određene prednosti. Lizing se najčešće nudi bez dodatnih sredstava obezbeđenja – jedna od glavnih prednosti lizinga je ta što davalac lizinga pruža finansiranje bez zahteva za dodatnim obezbeđenjem (upravo iz razloga što je on pravni vlasnik predmeta lizinga). U privredama u tranziciji se često traži i dodatno obezbeđenje, ali je ono u ovom slučaju daleko manje nego kod tradicionalnog bankarskog kreditiranja.

Pogodnost i brzina su naredno preimućstvo. Upravo iz razloga što dodatno obezbeđenje najčešće nije potrebno, lizing može biti ugovoren daleko jednostavnije i brže nego klasični bankarski kredit (u idealnom slučaju za svega jedan dan).

Fleksibilnost lizinga daje mogućnost da se započne ili razvije biznis sa minimalnim početnim ulaganjem (učešćem). Plan otplate lizing rata može biti podešen tako da odgovara specifičnim potrebama korisnika lizinga. Preko davaoca lizinga se često mogu obezbediti dodatne usluge kao što su povoljnije održavanja mašina i opreme, što se ne može očekivati u slučaju bankarskog kreditiranja.

Davalac lizinga ima sigurnost - vlasništvo nad opremom i jednostavnija procedura povraćaja daju davaocu lizinga sigurnost koja je mnogo veća nego što bi to bila bilo koja zaloga koja se koristi kod osiguranja kredita banaka. Relativno jednostavna dokumentacija uzrokuje da transakcioni troškovi budu niski omogućavajući lizing kompanijama da podignu efikasnost na viši nivo. Lizing kompanijama obično nije dozvoljeno da primaju depozite, pa je njihovo poslovanje daleko manje kontrolisano nego što je to slučaj kod banaka. Manji nivo regulacije im pruža mogućnost da budu mnogo efikasnije.

Treba naglasiti da lizing kompaniji, kao davaocu lizinga, pogodnosti koje uživa omogućuju da postigne veću efikasnost. Ovime se stvara prostor da kompanija snizi cene svojih usluga, što automatski predstavlja korist za primaoca lizinga. Na taj način se praktično sve prednosti koje ima davalac lizinga indirektno prenose na primaoca lizinga.

Factoring je posao koji može imati značajnu ulogu u razvoju srpske spoljne trgovine. Factoring može predstavljati jedan od spasonosnih mehanizama obezbeđenja kapitala u zemlji kao što je Srbija.

Perspektiva domaćeg faktoringa već je pomenuta u vezi hroničnih problema nedovoljnih obrtnih sredstava u srpskim preduzećima. Ovde se može naglasiti još jedan pokazatelj perspektive domaćeg faktoringa – činjenica da niska kupovna moć građana zahteva od proizvođača i maloprodajnih firmi da ponude mogućnost odloženog plaćanja robe široke potrošnje. U suprotnom, oni nemaju tržište.

Nedostatak finansijskih sredstava i poteškoće u polaganju do njih predstavljaju osnovni problem MSP, a posebno onih u ranoj fazi razvoja. Sledeći pokazatelji ukazuju na dobru perspektivu izvoznog i domaćeg faktoringa u Srbiji:

Pozitivna očekivanja u vezi budućeg trenda rasta srpske proizvodnje za izvoz.

Rastuća potreba srpskih preduzeća za bržim obrtom tekućih sredstava, što odražava hronični problem nedovoljnih obrtnih sredstava, koji je prisutan u poslednjih dvanaest godina. Ovaj problem će se uvećavati sa očekivanim rastom proizvodnje za izvoz. Izvozni faktoringa trebao bi biti odgovarajuće rešenje – domaća preduzeća trebala bi biti u stanju da reše problem niske likvidnosti i da poboljšaju proizvodne cikluse.

Isto tako, oživljavanje finansijske podrške MSP, a posebno u svrhu proizvodnje za izvoz, preko bankarskih zajmova iz međunarodnih kreditnih linija, ukazuje na povećanje mogućnosti za faktoring u Srbiji.

Generalno niska kupovna moć građana uslovljava situaciju u kojoj su proizvođači i maloprodajne firme prinuđene da potrošačima ponude mogućnost odloženog plaćanja. Dakle,

domaći faktoring bi ponudio alternativni izvor finansiranja prodaje robe široke potrošnje na odloženo.

Na samom kraju može se doći do zaključka da savremeni finansijski proizvodi zaista povećavaju profitabilnost i efikasnost finansijskog sektora, da omogućavaju nove izvore zarade, upravljanja i usmeravanje slobodnih novčanih sredstava ali i da korisnicima takođe omogućavaju dolazak do sredstava, uvažavajući potrebe i specifičnosti koje svaki subjekat danas ima i uzimajući u obzir specifičnosti svakog od navedenih finansijskih proizvoda. U tom smisli, prednosti su višestruke i ogledaju su i iz vlasnika kapitala i slobodnih sredstava i iz pozicije subjekta na tržištu kome su ta sredstva potrebna kako bi započeo ili proširio svoje poslovanje. Posebno treba napomenuti da je ova situacija povoljna i po regulatorna finansijska tela, državu i celokupnu privredu zemlje jer doprinosi razvoju, prilici za zaradu, povećanje i unapređenje tržišta, samim tim i snižavanjem „cene“ zaduženja, prilike za punjenje državne kase putem poreza itd.

LITERATURA

1. Amling, F. (2005) *Investments, an Introduction to Analysis and Management*, Prentice-Hall International Editions
2. Banjanin M.K., (2006) *Naučnoistrživačka metodologija*, Dispublic, Beograd
3. Bogle, J.C., (1999) *Bogle on Mutual Funds - New Perspectives for the Intelligent Investor*, Richard D. Irwin Inc, New York
4. Ćirović, M. (2003) *Bankarski menadžment*, Ekonomski institut, Beograd.
5. Đuričić, U. (2008) *Bankarski portfolio menadžment-Strategijsko upravljanje bankom, bilansom i portfolio rizicima banke*. Novi Sad: Feljton
6. Hadžić M. (2007) *Bankarstvo*, Beograd: Univerzitet Singidunum
7. Jović, Z. (2008) *Menadžment finansijskih institucija*, Beograd: Univerzitet Singidunum
8. Kotler, P. i Keller, L. (2006) *Marketing menadžment*, Beograd
9. Krasulja D. i Ivanišević M. (2007) *Poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet
10. Krstić, B.(2004) *Bankarski menadžment*, Niš: Ekonomski fakultet
11. Leko, V.(2011) *Financijske institucije i tržišta I*. Zagreb: Mikrorad
12. Lovreta Stipe i dr. (2010) *Trgovinski menadžment*, Savemena administracija, Beograd
13. Mekdonald Malkom, Danbar Ijan (2003) *Segmentiranje tržišta: od analize do profita*, Clio, Beograd
14. Miljević, M. (2007) *Skripta iz metodologije naučnog rada*, Filozofski fakultet, Pale.
15. Miljević, M. (2007) *Metodologija naučnog rada*, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale
16. Pečujlić M., Milić V (2003) *Metodologija društvenih nauka*, Vizartis, Beograd
17. Pušara, K. (2007) *Međunarodne finansije*, Beograd: Univerzitet Braća Karić
18. Sutherland Jonathan and Canwell Diane (2004)*Key Concepts in Strategic Management*, Hampshire, New York, Palgrave Macmillan
19. Vunjak, N. (2006) *Bankarske finansije 2*, Subotica: Ekonomski institut
20. Živković, A. i dr. (2006) *Bankarski i bankarski menadžment*, Beograd: Viša poslovna škola