

Ekonomika preduzeća



ААПС



MENADŽMENT FORUM JUGOISTOČNE EVROPE INTELIGENTNO UPRAVLJANJE RIZICIMA U USLOVIMA GLOBALNE EKONOMSKE KRIZE

DRAGAN ĐURIČIN	KAKO IZ EKONOMIJE MORALNOG HAZARDA PREĆI U EKONOMIJU INTELIGENTNOG UPRAVLJANJA RIZICIMA: SLUČAJ SRBIJE	259
KATARINA ĐULIĆ	KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U KRIZI	284
DUŠAN SKENDŽIĆ	VALUE-BASED ERM	296
DEJAN MALINIĆ	RAČUNOVODSTVO FER VREDNOSTI I VOLATILNOST FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA U USLOVIMA FINANSIJSKE KRIZE	308
DUŠAN VUJOVIĆ	GLOBALNI KONTEKST KRIZE I ODGOVORI EKONOMSKE POLITIKE	327
VLADIMIR ČUPIĆ SRĐAN KOKOTOVIĆ NENAD MILOJEVIĆ TATJANA OROZOVIĆ DUŠAN TONČIĆ	DA LI SU EFEKTIVNI POSTOJEĆI METODI ZA UPRAVLJANJE RIZICIMA U BANKARSKOM POSLOVANJU?	343
JELENA PEROVIĆ	IZBEGAVANJE RIZIKA U MEĐUNARODNIM POSLOVNIM UGOVORIMA	363
EDVARD JAKOPIN MIRJANA KNEŽEVIĆ	VPS SRBIJE U KONTEKSTU TRANZICIJE I EKONOMSKE KRIZE	376
BORISLAV MILJANOVIĆ	KRIZA - PRILIKA ZA INVESTIRANJE	389

EP **Ekonomika preduzeća**

ČASOPIS SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE

OSNOVAN 1947. GODINE U BEOGRADU

GODINA LVII SEPTEMBAR-OKTOBAR 2009

BROJ 7-8

str. 259-398

IZDAVAČ: SAVEZ EKONOMISTA SRBIJE

Beograd, Dobrinjska 11/1

Mihajla Pupina 147

Tel: 011/264-49-80; 361-34-09

Fax: 011/362-96-89

Ž.R: 205-14935-97 Komercijalna banka

WEB: www.ses.org.rs

www.aapsyu.org

E-mail: office@ses.org.rs

PRESEDNIK SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE

Dragan Đuričin

ODGOVORNI UREDNIK

Nikola Stevanović

ZAMENIK ODGOVORNOG UREDNIKA

Dragan Đuričin

REDAKCIJA

Jelena Birovljev

Dejan Malinić

Goran Petković

Jovan Ranković

Danilo Šuković

Dušan Vujović

Slobodan Malinić

Milan Matijević

Zoran Njegovan

Blagoje Paunović

Marko Simoneti

Ljiljana Stanković

Milica Uvalić

TEHNIČKI UREDNIK

Branko Cvetić

ŠTAMPA

"Kuća štampe" 011 307.5.307

stampanje.com

Štampano u 350 primeraka

Časopis izlazi šest puta godišnje

Godišnja pretplata 4.000 dinara bez PDV-a

Za inostranstvo 8.000 dinara bez PDV-a



vaj broj našeg časopisa posvećujemo referatima za Menadžment forum jugoistočne Evrope Bled-Kopaonik, u organizaciji Saveza ekonomista Srbije i IEDC – Poslovna škola Bled, a na temu "Inteligentno upravljanje rizicima u uslovima globalne krize".

Dragan Đuričin u svom referatu pod naslovom "Kako iz ekonomije moralnog hazarda u ekonomiju inteligentnog upravljanja rizicima: slučaj Srbije", nakon uvodnih napomena

o poreklu aktuelne globalne ekonomske krize, predstavio je glavne trendove u krizi, da bi, zatim, dao introspektivni opis krize u Srbiji kao i kanale njenog intenziviranja sa strane globalne krize. Fokusirajući opravdano racionalan pristup riziku kao bitnu polugu preokreta u krizi, dao je jednu preglednu tipologiju rizika s poentom na upravljanju njima. Na kraju slede preporuke za antikrizno ponašanje u Srbiji.

Katarina Đulić je u referatu "Korporativno upravljanje u krizi", nakon teze o slabostima korporativnog upravljanja kao korenu svih velikih kriza i njihovom odvijanju po obrascu "Korporativni skandali – Finansijska kriza – Regulatorna reakcija države u cilju zaštite investitora", glavnu pažnju posvetila upravnim odborima. Naime, putem komparativne analize relevantnih pitanja za uspešno ostvarivanje uloge UO u Evropi i SAD ponudila je svoje viđenje kako treba da izgleda i funkcioniše "idealni" UO, što je od koristi za naše prilike.

Dušan Skendžić u svom referatu "Value Based ERM" bavi se važnim pitanjima upravljanja rizikom preduzeća (ERM – Enterprise Risk Management) u funkciji kreiranja vrednosti za akcionare. Ističući opravdanu zamerku svojevrstnog zapostavljanja rizika u upravljanju vrednošću, autor detaljnije opisuje vrste rizika, modele njihovog kalkulisanja i, što je posebno važno, njihovo uključivanje u modele kalkulisanja vrednosti za akcionare, kao bitnog činioca donošenja racionalnih odluka.

Dejan Malinić se u referatu "Računovodstvo fer vrednosti i volatilitnost finansijskih izveštaja u uslovima finansijske krize" bavi najdelikatnijim pitanjem savremenog finansijskog izveštavanja. Polazeći od uloge finansijskih izveštaja kao bitnog izvorišta i presudnog utočišta efekata ukupnog poslovnog i finansijskog ponašanja, autor daje jednu suptilnu analizu koncepta fer vrednosti, modela, prednosti, ali i opasnosti njegove primene naročito kada se nađe u rukama nesavesnih menadžera, računovođa i revizora, sa opasnim efektom procikličnosti već u predkrizno vreme. Posebnu pažnju je posvetio delikatnosti primene tog koncepta u uslovima finansijske krize, kada su tržišne vrednosti naročito nepouzdana podloga vrednovanja u finansijskim izveštajima.

Dušan Vujović je u referatu "Globalni kontekst krize i odgovori ekonomske politike" glavnu pažnju usmerio na slučaj SAD, što je, s obzirom na mesto i ulogu te zemlje u svetskim finansijama i ekonomiji, istovremeno i opšti slučaj. Pri tom je, najpre, predstavio inicijalne uzroke nastanka i mehanizme širenja krize, ukazujući na začuđujuću inertnost odgovornih institucija u pogledu predviđanja i pokušaja predupređivanja te ekonomske pošasti. Potom je izložio moguće puteve izlaska iz krize koncentrisane na neophodnost povratka i unapređenja poverenja potrošača i investitora kako bi se obezbedio dugoročno održiv rast, što je krupan zahtev u čiju se složenost i izvodljivost može uspešno proniknuti čitanjem ovog napisa.

Vladimir Čupić i drugi svojim referatom o efektivnosti postojećih metoda upravljanja rizicima u bankama pogađaju jednu od ključnih meta analize problema koji ovo Savetovanje pokriva. Ovo kažemo zato što bankarski sektor, kao bitni član ukupnog finansijskog sektora, nije nimalo nevin u vezi s nastankom svih dosadašnjih pa i aktuelne finansijske i ekonomske krize, već, naprotiv, vrlo važan činilac u njenom iniciranju, bujanju i smirivanju.

Jelena Perović je svojim referatom "Izbegavanje rizika u međunarodnim poslovnim ugovorima" upotpunila tematiku ovog Savetovanja jednim važnim aspektom upravljanja rizikom. Ovo stoga što stepen pravne izvesnosti ili neizvesnosti u svim poslovnim ugovorima, a pogotovo onim međunarodnim koji su, ako spor izbije, predmet rigoroznih međunarodnih arbitraža, predstavlja važnu odrednicu preuzetog rizika od strane pravnih lica uključenih u posao.

Edvard Jakopin i Mirjana Knežević u referatu "Veliki privredni sistemi u kontekstu tranzicije i ekonomske krize" tretiraju, reklo bi se, središnji problem srpskog realnog sektora. Jer, s obzirom na mesto VPS u realnom sektoru, nasleđena ali značajnim delom i novoprodukovana niska efektivnost i često poražavajuća neefikasnost VPS predstavlja najveći kamen spoticanja za antirecesione mere u realnom sektoru. Kako su to po pravilu javna preduzeća umereno je problem adresovati na državu, pogotovo što njeni postupci u vezi s njima često nisu bili shvatljivi.

Borislav Miljanović u referatu "Kriza – prilika da investirate" s razlogom nastoji da pokaže moguće, i individualne i opšte ekonomske, koristi zamene investicione depresivnosti investicionim optimizmom. U tu svrhu lansirao i analizira tezu da je opasnost istovremeno i šansa, kao i ulogu savremenog sistema komunikacije u korišćenju šansi.



MENADŽMENT FORUM JUGOISTOČNE EVROPE

Menadžment forum jugoistočne Evrope Bled-Kopaonik nastavlja tradiciju Miločerskog ekonomskog foruma koji se neprekidno održava još od 1993. godine u organizaciji Saveza ekonomista Srbije. Miločerski ekonomski forum je bio fokusiran na osnovne tranzicione podprocese u zemljama u regionu: privatizaciju/restrukturiranje, stabilizacionu politiku, institucionalne promene i reindustrijalizaciju.

Menadžment forum jugoistočne Evrope Bled-Kopaonik će se baviti problemima post – tranzicionih privreda posebno iz ugla privrednih subjekata -preduzeća, banaka i finansijskih posrednika. U fokusu će biti problemi poslovne strategije, restrukturiranja, finansijskog upravljanja, strategijskog marketinga, upravljanja ljudskim resursima kao i prilagođavanja najboljim rešenjima svetske prakse. Suorganizatori foruma su Savez ekonomista Srbije i IEDC-Poslovna škola Bled.

Slovenija i Srbija imaju ne samo različite rezultate, već i različito iskustvo u sprovođenju tranzicije iz socijalizma u kapitalizam. Dobri i loši primeri imaju koristi za privrednike iz oba prostora. Dobre primere treba slediti a loše primere izbegavati. Pored toga, naše privredne subjekte povezuju ekonomski interesi, višedecenijsko iskustvo života u istom institucionalnom prostoru, geografska pozicija i evropske vrednosti. To je dovoljno da se dve ugledne organizacije kao što su Savez ekonomista Srbije i IEDC-Poslovna škola Bled upuste u organizaciju konferencije. Konačno, pozitivna energija koja postoji između suorganizatora ove konferencije još više pojačava prethodne interese.

Ideja skupa je da se u početku u njegov rad uključe privrednici iz naše dve države a da vremenom skup preraste u pravi regionalni forum. Forum će se održavati svake treće nedelje septembra na Bledu (Slovenija) i Kopaoniku (Srbija), kao i na drugim relevantnim lokacijama u okruženju, počev od 2010. godine na Bledu.

Promotivna konferencija koja će bliže informisati poslovnu zajednicu o ovom skupu održava se 16-17. septembra 2009. godine u Beogradu pod nazivom „Inteligentno upravljanje rizicima u uslovima globalne ekonomske krize“. Tema ovogodišnjeg foruma usmerena je traženje rešenja za probleme, posle osam godina neprekinutog rasta svetske privrede. U novom kontekstu globalne ekonomske krize, sistemski rizik može da pokrene niz negativnih posledica, od kvaliteta sredstava i nesolventnosti do institucionalne krize, uključujući najšire socijalne nemire. Specifičnost poslednje krize je što niko ne može da izbegne “veliki talas”.

Rizik se može definisati kao pretnja kontinuitetu poslovanja, mogućnost gubitka usled jednog događaja (ili niza događaja) koji mogu negativno uticati na ostvarenje ciljeva organizacije. U isto vreme, rizik predstavlja i priliku. Adekvatno upravljanje rizikom zaslužuje kvalifikaciju “inteligentno”. Inteligentno upravljanje rizikom uključuje ne samo želju da se izbegnu negativne posledice, već takođe i potrebu da se prihvatanjem rizika ostvari pozitivan rezultat. Inteligentan pristup upravljanju rizikom odnosi se na sposobnost razumevanja, kontrole i modeliranja rizika.

Ovogodišnji forum promoviše sveobuhvatan pristup koji je posvećen inteligentnom odgovoru na rizik u uslovima globalne ekonomske krize. Zapravo, postoje dve relevantne perspektive: makro (odgovori ekonomske politike) i mikro (strategijski menadžment, finansijski menadžment, menadžment ljudskih resursa, marketing menadžment, itd).

Na forumu će učestvovati članovi borda kompanija, banaka i drugih finansijskih posrednika, top menažeri, najviši predstavnici regulatornih tela i vladinih agencija, kao i predstavnici naučnih institucija, pre svega iz Srbije i Slovenije.

BLED-KOPAONIK

SAVEZ EKONOMISTA SRBIJE



Savez ekonomista Srbije (SES) je profesionalna organizacija osnovana 1947. godine koja okuplja akademičare, privredne praktičare i predstavnike državne administracije i regulatornih tela na najvišem nivou.

Osnovne aktivnosti organizacije su organizovanje naučnih skupova, tribina i okruglih stolova kao i izdavanje časopisa ("Ekonomika preduzeća" i "Ekonomiska misao"). Najpoznatiji naučni skupovi koji se regularno održavaju su: Kopaonik biznis forum (mart) i Miločerski ekonomski forum (septembar) do 2008 godine. Savez ekonomista Srbije nastavlja da organizuje Menadžment forum jugoistočne Evrope Bled-Kopaonik u cilju očuvanja tradicije Miločerskog ekonomskog foruma.

Savez ekonomista Srbije je jedan od osnivača Udruženja korporativnih direktora Srbije.

UDRUŽENJE KORPORATIVNIH DIREKTORA SRBIJE



Udruženje korporativnih direktora Srbije (UKDS) je profesionalna organizacija sa misijom unapređenja kvaliteta korporativnog i javnog upravljanja u Srbiji, koje će dovesti do podizanja konkurentnosti, rasta ekonomskih sloboda i smanjenja korupcije. Organizacija okuplja najuglednije korporativne direktore (članove upravnih i nadzornih odbora) uspešno privatizovanih preduzeća i banaka, novih brzorastućih kompanija kao i drugih organizacija korporativnog tipa.

UKDS takođe obavlja aktivnosti kao što su evidentiranje, regrutovanje i obuka kandidata za članove odbora direktora. Udruženje pomenute aktivnosti prenosi na Centar za korporativno upravljanje osnovan pod okriljem Saveza ekonomista Srbije. Tim predavača uključuje međunarodne i domaće stručnjake specijalizovane u različitim oblastima korporativnog upravljanja: strategijski menadžment, finansijski menadžment, upravljačko računovodstvo, poslovno pravo i investicije. Takođe, centar organizuje program "direktor direktorima" koji obuhvata razmenu iskustava između direktora poznatih svetskih korporacija i domaćih direktora.

IEDC-Poslovna škola Bled



IEDC-Poslovna škola Bled je međunarodno priznati centar za obrazovanje menadžera i razvoj menadžmenta, smešten na Bledu, u Sloveniji. Misija škole je da unapredi razumevanje i praksu menadžmenta i da igra vodeću ulogu u jačanju konkurentskih mogućnosti i prednosti preduzeća i privrednika u Evropi.

Smeštena na raskršću transevropskih puteva, IEDC-Poslovna škola Bled predstavlja idealno sastajalište za razmenu ideja i istraživanje onoga što je najbolje u menadžerskoj praksi. Škola pruža celokupni portfelj standardnih programa razvoja menadžmenta, programa prilagođenih potrebama i skrojjenih po meri preduzeća, kao i programa magistarskih studija menadžmenta u širokoj lepezi formata koji odgovaraju potrebama veoma zauzetih rukovodilaca.

IEDC-Poslovna škola Bled akreditovana je i reakreditovana od strane CEEMAN, dok su njeni Programi magistarskih studija menadžmenta akreditovani od strane Asocijacije MBA (AMBA Velika Britanija). Programi edukacije za rukovodioce na IEDC-Poslovnoj školi Bled naširoko su priznati kao jedni od najboljih i najinovativnijih u Evropi.

KAKO IZ EKONOMIJE MORALNOG HAZARDA PREĆI U EKONOMIJU INTELIGENTNOG UPRAVLJANJA RIZICIMA: SLUČAJ SRBIJE

FROM MORAL HAZARD ECONOMY TO INTELLIGENT RISK MANAGEMENT ECONOMY: CASE OF SERBIA

Dragan Đurićin

Ekonomski fakultet Beograd / Deloitte

Apstrakt

Globalna kriza o kojoj govorimo poslednjih godinu dana često nas podseća da je ekonomija igračka u rukama političara (*gismo science*). Prethodno važi čak i za privrede kod kojih je ekonomski racio uvek bio ispred partikularnih interesa. Uzrok sadašnje krize je zamena ortodoksnih ekonomskih principa filozofijom deregulacije, pre svega, u finansijskom sektoru i isključiv interes centralne banke za kontrolu inflacije. U početku se javio rast. Međutim, rast je bio naduvan pošto je emitovana vrednost sa finansijskih tržišta daleko prevazilazila stvorenu vrednost u realnom sektoru. Baloni na tržištu kapitala po osnovu sekjuritizacije kredita za stambenu izgradnju i kreditnih derivata poslali su pogrešan signal investitorima. Nastala je investiciona groznica. Na kraju dana baloni su pukli, javila se nelikvidnost na tržištu kapitala a banke su se zaglavile. Tzv. „strah od straha“ je iz finansijskog sektora prvo prenesen u realan sektor, a zatim u institucije i politički sistem. Apetit za rizik u ekonomiji moralnog hazarda je bio neuobičajeno visok. Pri tome se rizik prenosio (različitim hedž strategijama) umesto da se podnosio. Ekonomija moralnog hazarda je neodrživa pošto ne uspeva da obezbedi satisfakciju svim učesnicima ekonomskih transakcija. Kriza je nastala u ekonomiji, a njeno rešavanje preuzeli su političari. Posledično, proizvodnja vrednosti kao ortodokсни princip ekonomske racionalnosti zamenjen je nekonvencionalnim inicijativama oživljavanja „nesolventnih finansijera“ i „proizvođača gubitaka“ pomoću državnih fondova. Iza ovih mera stoji politički pragmatizam kupovanja vremena radi održavanja socijalno prihvatljivog nivoa zaposlenosti.

Srbija takođe predstavlja ekonomiju moralnog hazarda s tim da drugi razlozi stoje iza ove kvalifikacije. Moguće je pretpostaviti da će globalna ekonomska kriza u Srbiju delovati još razornije nego u starim i novim (post-

tranzicionim i nastajućim) kapitalističkim privredama. Glavni razlog za ovakvu bojazan je stanje tranzicionizma u kome se privreda Srbije nalazi i njegove glavne manifestacije: krhka makroekonomska stabilnost, brokerski mentalitet domaćih preduzetnika, nizak prinos na ulaganja i visok regulatorni rizik. U impotentnoj i raštimovanoj privredi visok rizik utiče na pad ekonomskih očekivanja i nizak nivo investicija. Uostalom, dobro je poznato da u plitkoj vodi visok talas ima razornije dejstvo na obalu.

Ipak, ostaje nada da globalni problem u maloj privredi, zapravo, i ne predstavlja problem. Ukoliko je to slamka spasa za Srbiju, predstoji nam iskren, marljiv i nedvosmislen rad na afirmaciji ortodoksnih ekonomskih principa kada udarni i povratni talas globalne krize prođu, političari se povuku iz ekonomije, a tržište počne ponovo da šalje nedvosmislene signale investitorima. U makroekonomiji je potrebno obnoviti stare lekcije kako se ne bi ponavljale greške tranzicionizma kada novi svetski ekonomski poredak stupi na scenu. Pri tome ne treba ići predaleko u očekivanjima od ekonomskih politika. Makro-ekonomske politike treba da obezbede stabilnost dok rast aktivnosti zavisi od strategija preduzeća i banaka. Suština izlaska iz krize je u reformama na nivou preduzeća i banaka. Što se tiče poslovne ekonomije i menadžmenta, mali korak u dobrom pravcu je primena koncepta inteligentnog upravljanja rizicima. Suština novog koncepta je da u uslovima smanjenog nivoa ekonomske aktivnosti apetit za rizikom ne sme da padne uprkos povećanju stepena izloženosti rizicima.

Ključne reči: *Globalna ekonomska kriza, ekonomija moralnog hazarda, izloženost rizicima, sistemski rizik, nesistemski rizik, apetit za rizik, metrika rizika, inteligentno upravljanje rizicima.*

Abstrakt

The global economic crisis that we have been discussing in the past year is reminiscent of the position that economy is a toy in the hands of politicians (gismo science). The former qualification is valid even for economies that traditionally place the economic rational before individual interests. The root of the current crisis lies in the replacement of orthodox economic principles with the philosophy of deregulation, primarily in the financial sector and exclusive focus of central bank on inflation. At the beginning there was growth. However, the growth was inflated since the value release by financial sector greatly surpassed the value creation in the real sector. The capital market bubbles from mortgage backed securities and credit derivatives sent a wrong signal to investors and initiated an investment fever. At the end of the day the balloons bursted; there was illiquidity in the capital market, banks were stuck, economic balance was significantly impaired, and lack of trust in system institutions appeared. The general "fear of fear" was transmitted from the financial sector to real one and then onto institutions and the political system. Risk appetite in an economy of moral hazard was unusually high. In addition, the risk was transferred (by different hedge strategies) instead of being borne. Economy of moral hazard is unsustainable because it cannot ensure satisfaction to all actors of economic transactions. The crisis started in an economy and its resolution was undertaken by the politicians. As a result, the value creation as an orthodox principle of economic rationality was replaced with unconventional initiatives to revive insolvent financial institutions and loss makers with the assistance of public funds. Political pragmatism of buying time by maintaining the socially acceptable level of employment stood behind this policy approach.

Serbia also represents an economy of moral hazard; only the reasons for that qualification differ. We can assume that global economic crisis will be even more destructive in Serbia than in the old and new (post-transitional and nascent) capitalist economies. It is known that in shallow waters high waves have a more destructive effect on the shore. The key reason for this apprehension is the state of transitionism in which Serbia finds itself and its principal manifestations: fragile macroeconomic stability, brokerage mentality of local entrepreneurs, low return on investment and high regulatory risk. Briefly, in impotent economy high risk results in a fall of economic expectations and low investment appetite.

Nonetheless, there is still hope that from perspective of small economy if the problem becomes global, it is no more a problem. If that is the rescue thread for Serbia, we are to engage in honest, hard and focused work to affirm orthodox economic principles once the most potent wave of global crisis goes by, politicians pull out of economics, and the market restarts to send unambiguous signals to economic agents. One has to revise the old lessons of macroeconomics in order not to repeat the mistakes of transitionism when the nascent new world economic order climbs on stage. At the same time one should not create overly ambitious expectations of economic policy results. Macroeconomic policy ensures stability but the created value depends on the company and bank strategy. The crux of the crisis' exit strategy lies in reforms at micro level (the enterprise and bank level). As far as business management is concerned, a small step in a good direction is the application of the concept of intelligent risk management. The underlying reasoning of the new concept is

that in conditions of lowered level of economic activity risk appetite should not fall despite the rise in risk exposure levels.

Key words: *global economic downturn, economics of moral hazard, risk exposure, systemic risk, unsystemic risk, risk appetite, risk metrics, intelligent risk management*

UVOD

Kriza o kojoj je reč ima sve karakteristike turbulencije koji se širi kroz finansijski i realni sektor globalne privrede. Kriza ima tipične manifestacije i domet. Što se tiče manifestacija, u pitanju je kombinovani efekat nelikvidnosti (i nesolventnosti) finansijskih tržišta i opšteg pada tražnje u realnom sektoru koji ekonomsku spiralu usmerava nadole. U vezi sa dometima krize, dozvolite mi da nepristojno citiram samog sebe iz članka koji je objavljen pre godinu dana "kriza je takva da krije opasnost gubitka svega i za sve" [4, str.56].

Još 2006. godine su se pojavili prvi nagoveštaji promene pritiska u finansijskom sistemu, s tim da je bilo potpuno jasno šta će se desiti u avgustu 2007. kada se zaglavilo međubankarsko kreditiranje. Početkom 2008. godine počinju veći problemi sa refinansiranjem sekjuritizovanih kredita za stambenu izgradnju. Kriza je kulminirala u septembru 2008. godine. Centar turbulencije je bio na finansijskim tržištima u SAD. Bilo je dovoljno samo 19 dana da se završi jedna epoha. Konkretno, proces je započeo 7. septembra nacionalizacijom dve finansijske organizacije koje su se bavile kreditiranjem stambene izgradnje (*Fannie Mea* i *Freddie Mac*). Nedelju dana kasnije je objavljeno da *Bank of America* preuzima poznatu investicionu banku *Merrill Lynch*. Nekoliko dana kasnije poznata investiciona banka *Lehman Brothers* je bankrotirala što je već sledećeg dana uticalo na dramatičan pad akcija poznatog fonda sa tržišta novca *Reserve Primary* na ispod \$1 koji je u svom portfoliju imao neosigurane kratkoročne hartije bankrotirale investicione banke. Istog dana sistem federalnih rezervi (centralna banka SAD) je za \$ 85 milijardi obavio konverziju duga u akcije 79,9% kapitala giganta iz oblasti osiguranja *AIG*. Takođe, da bi se amortizovao udar smanjene vrednosti aktive, dve poznate investicione banke objavljuju da postaju komercijalne banke (*Goldman Such* i *Morgan Stenley*). Konačno, 25. septembra *Washington Mutual Bank* ulazi pod nadzor korporacije za osiguranje

depozita što predstavlja najveći debakl u istoriji američkog bankarstva.

Turbulencija se brzinom svetlosti prenela na druga finansijska tržišta već kontaminirana toksičnom finansijskom aktivom američkih emitenata. U pitanju su bili finansijski instrumenti nastali sekjuritizacijom kredita za stambenu izgradnju (*subprime mortgages*) i za međubankarsko finansiranje (*credit derivatives*). Na finansijskim tržištima nelikvidnost je bila glavni indikator krize dok je kriza poverenja bila njena glavna posledica.

Kriza se brzo iz finansijskog sektora prenela u realan sektor. U poslednjem kvartalu 2008. godine iz realnog sektora SAD praktično je „isparilo” nekoliko hiljada milijardi dolara vrednosti. Glavni indikator krize u realnom sektoru je bio pad tražnje. Naime, kriza poverenja sa finansijskih tržišta se, zahvaljujući padu kreditiranja potrošnje (investicione i trajne), brzo transformisala u pad tražnje na komercijalnim tržištima. „Strah od straha” je uticao na opšti pad ekonomskih očekivanja i povratno uticao na pad nivoa ekonomskih aktivnosti. Recesija je bila neminovna.

Posledice sadašnje krize su duboke, dugoročne i nepredvidive. Pošto se kao mogući efekti krize javljaju socijalna i politička nestabilnost, država preduzima razne profilaktičke mere. I pored aktivne uloge države u borbi sa krizom, rizik pojave ireverzibilnosti je još uvek velik, odnosno, postoje šanse da trenutna recesija sklizne u depresiju. Ukoliko se to desi, mogućnosti za brz zaokret dramatično padaju. Na primer, velika depresija 1929-33 godine je trajala 43 meseca. Ukoliko bismo primenili prethodnu istorijsku analogiju, da li to znači da će se zaokret u odnosu na sadašnju krizu javiti tek u aprilu 2011. godine? Postoje i druge analogije koje na izlazak iz krize gledaju sa različitim stepenom optimizma. Na jednoj strani su analogije sa recesijama u periodu 1973-75 i 1981-82 koje su znatno kraće trajale. Međutim, opominjuće je iskustvo krize u periodu 1873-78 godine poznate kao „finansijska panika” koja je trajala 65 meseci. Uzroci te krize su bili slični današnjoj krizi, odnosno, kriza je nastala usled krupnih grešaka u regulaciji finansijskog sistema pošto je država proglasila da samo zlato može biti podloga valute umesto zlato i srebro. Interesantno je da je pad proizvodnje u finansijskoj panici bio znatno manji nego tokom

velike depresije 1929-33 godine ali je osnovno obeležje ove krize bila duga deflacija.

Na koju krizu od dosadašnjih kriza najviše podseća postojeća kriza? Na finansijsku paniku koja je započela 1873. godine, veliku depresiju iz 1929. godine ili recesije iz 1973. ili 1981. godine?

U traženju uzroka poslednje krize treba poći od promene dominantnog kulturnog modela u SAD kao centra nove globalne ekonomije koji je bio direktna posledica deregulacije finansijskih tržišta. U novoj ekonomiji sklonost ka investicijama je potpuno potisnula sklonost ka štednji. U tradicionalnoj ekonomiji stanovništvo je štedelo, banke su prikupljale i alocirale štednju u investicije, preduzetnici su investirali, a država je korigovala debalanse ponude i tražnje i održavala ravnotežu. U novoj ekonomiji stanovništvo, tradicionalno štednjom suficitaran sektor, je promenilo model ponašanja investirajući, pre svega, u nekretnine. Tražnja za nekretninama je povećala njihovu cenu što je bio stimulans za dalje širenje ovakvog ponašanja. Interesantno je da su banke, takođe, ušle u biznis investiranja u hartije od vrednosti. Pošto je štednja nestala, a investicije hipertrofirale, banke su relaksirale uslove kreditiranja i intenzivirale aktivnosti sa kreditnim derivatima. Ovakvo stanje je dovelo do smanjenja stepena heterogenosti biznis modela finansijskih posrednika što je za posledicu imalo neadekvatnu diversifikaciju rizika. Naime, komercijalne banke i osiguravajuće kompanije su ušle u investiciono bankarstvo, investicione banke su radile slične poslove kao i hedž fondovi i fondovi privatnog kapitala, a poslednji su bili veoma inovativni u kretanju novih (ili egzotičnih) derivata koji su postali predmet transakcija svih finansijskih posrednika. Visoki rizici povezani sa uzastopnom sekjuritizacijom koju su obavljali finansijski posrednici bili su faktički ignorisani zahvaljujući novoj filozofiji deregulacije na finansijskim tržištima prema kojoj su novi finansijski instrumenti tretirani kao inovacije. Doduše, poslovanje banaka je regulisano uglavnom u delu komercijalnog bankarstva, ali je investiciono bankarstvo koje je hipertrofiralo faktički bilo podregulisano. Deregulacija finansijskih tržišta je pojačala već visok apetit za rizik. Rizik je, doduše, uzastopnim sekjuritizacijama hedžovan, ali samo privremeno. Tako je stvorena ekonomija moralnog hazarda.

Ekonomija moralnog hazarda je FIRE (*finance insurance real estate*) ekonomija. Osnovna karakteristika ekonomije moralnog hazarda je dominacija subjekata visokog apetita za rizik koji se procesom sekjuritizacije neograničeno prenosi. Rezultat ovakvog ponašanja je debalans između stvorene vrednosti u realnom sektoru i emitovane vrednosti u finansijskom sektoru. Ekonomija moralnog hazarda je neodrživa pošto dovodi do zloupotrebe interesa jedne grupe učesnika od strane druge grupe učesnika. Na primer, NINA (*no income, no assets*) krediti koji su korišćeni za finansiranje kupovine nekretnina dovode do zloupotrebe interesa investitora koji su podneli krajnji rizik njihove sekjuritizacije. To je potvrđeno pucanjem spekulativnih balona nastalih hipertrofijom finansijskih instrumenata korišćenih za finansiranje stambene izgradnje kao i različitih derivata čija je potreba upravo povećana održavanjem likvidnosti i neograničenim prenošenjem rizika u uslovima pregrejanog finansiranja stambene izgradnje. Pucanje balona označilo je početak krize poznate u široj javnosti zbog masovne sekjuritizacije kredita za stambenu izgradnju kao *subprime mortgages* kriza ili samo *subprime* kriza.

Sadašnja finansijska kriza može se objasniti i neprimerenim rastom finansijskog leveridža (obaveze ili aktiva u odnosu na sopstveni kapital) u bankama. Tradicionalno je poslovanje banaka bilo finansijski veoma konzervativno i regulisano posebno u vezi sa pitanjima kao što su nivo depozita, kapitalne rezerve i upravljanje rizikom. Jasno je da rast stepena zaduženosti banaka povećava stepen rizika. Na primer, kod banke koja ima finansijski leveridž 25:1 relativno mala promena u vrednosti aktive usled gubitka od recimo 4% dovešće do potpune dekapitalizacije banke. U poslednje tri decenije prošlog stoleća, došlo je do naduvavanja bilansa banaka. Na početku prošlog stoleća tipična evropska banka je imala odnos aktive i kapitala od 4:1, 1970-tih taj je odnos pao na 12:1. U poslednjem periodu taj je odnos još više pogoršan. Slično se dešavalo i u SAD mada manjim intenzitetom. Ekstremna primer je *Bank of America*. Prema [5, str.48], u septembru 2008. godine odnos između aktive i sopstvenog kapitala kod *Bank of America* je bio 73,7:1. Drugim rečima, kapital ove poznate banke je bio samo 1,4% njene aktive. Štaviše, ukoliko bi se u obračun finansijskog leveridža uklju-

čile i vanbilasne operacije, odgovarajući odnos bi porastao na neverovatnih 134:1.

Interesantno je da je u isto vreme sa rastom finansijskog leveridža u bankama došlo do razvoja regulative za upravljanje rizicima. Okvir za upravljanje rizicima dat je u *Basel II* dokumentu čija je implementacija u EU otpočela 2007. godine. Ovaj dokument pravi razliku između poslovnog rizika (kreditnog, tržišnog i operativnog rizika) i vanposlovnog rizika ili rezidualnog rizika. Interesantno da je ovom regulativom predviđeno da rizik likvidnosti spada u rezidualne rizike. Korisno je primetiti da kod banke sa visokim leveridžom rizik likvidnosti se nikako ne može kvalifikovati kao rezidualni rizik.

Zajedno sa prestankom međubankarskog kreditiranja u drugoj polovini 2007. godine presušili su i drugi izvori finansiranja, uključujući kratkoročne i dugoročne hartije od vrednosti tako da je vrednost *subprime mortgages* kao bitne pozicije aktive u bilansima finansijskih posrednika značajno redukovana. Tako se kriza likvidnosti transformisala u krizu solventnosti.

Nepoverenje u finansijski sistem se odrazilo na kontrakciju kredita za potrošnju (finalnu i investicionu). Prestanak kreditiranja potrošnje je doveo do transformacije kupca koji ima mesečna plaćanja za prethodne kupovine vođene često iracionalnim razlozima (ugledanje, lojalnost brendu, luksuz i sl.) u kupca koji je potpuno averzivan na kredit i, samim tim, vrlo restriktivan prema potrošnji sa prethodnim karakteristikama, odnosno, racionalan i orijentisan na najbolji balans vrednosti i korisnosti. Promene u finalnoj potrošnji uticale su na promene u investicionoj potrošnji čineći preko noći kapacitete predviđene za prethodne ukuse potpuno neadekvatnim.

U borbu protiv krize uključila se država, pre svega, kroz aktivnosti centralne banke i ministarstva finansija. U savladavanju krize centralne banke poštuju dva načela. Prvo, apsorbovati sve dubioze relevantnih finansijskih posrednika (banaka i osiguravajućih kompanija, pre svega) koje se mogu apsorbovati. Drugo, garantovati sve što se može garantovati za relevantne finansijske posrednike. Konkretno mere su vezane za upumpavanje kapitala u poslovne banke i osiguravajuće kompanije, izdavanje garancija za međubankarske kredite i konverziju potraživanja u kapital. U okviru monetarne politike dolazi

do smanjenja cene kapitala kako bi se povećala marketabilnost toksične aktive i obezbedilo finansiranje (na primer, država u SAD za svaki \$ kupljenih toksičnih papira od strane privatnih investitora kupuje \$ i kreditira 12 \$ nove kupovine). Interesantno je da je doktrina monetarne relaksacije (*monetary easing*) proširena i na međunarodni plan preko međunarodnih finansijskih organizacija IMF/WB koje su značajno relaksirale uslove kreditiranja zemalja u razvoju i tranziciji. Ministarstva finansija najvećih ekonomija su se u rešavanje krize uključila kroz poreske stimuluse. U uslovima opšteg pada ekonomske aktivnosti nerazumno je očekivati da se rastući deficiti finansiraju povećanjem poreza.

Prethodne mere dovode do rasta budžetskog deficita. Jedini izlaz je emisija državnih hartija od vrednosti. Ali ova mera otvara pitanje: ko su kupci državnih hartija od vrednosti kada kriza smanjuje prostor za investiranje. Pomoćni izlaz je da centralna banka kupuje državne hartije od vrednosti, ali ova aktivnost, praktično, dovodi do štampanja novca.

Upumpavanje novca (što predstavlja monetarnu relaksaciju) i fiskalni stimulusi (što predstavlja fiskalnu relaksaciju) zapravo stavljaju u konflikt monetarnu i fiskalnu politiku. Ekonomska ortodoksija poznaje dva paketa mera za održavanje ravnoteže: fiskalnu relaksaciju praćenu monetarnom restrikcijom i fiskalnu restrikciju praćenu monetarnom relaksacijom. Zato je teško poverovati da će nekonvencionalna kombinacija mera ekonomskih politika u kojoj dolazi istovremeno do monetarne i fiskalne relaksacije dovesti do trajnog oživljavanja privredne aktivnosti. Verovatnije je očekivati da će ova kombinacija dovesti do nove nestabilnosti usled rasta volatilnosti na tržištu obveznica i pojačane fluktuacije deviznih kurseva. Štaviše, ostaje i dilema u vezi pravednosti ove kombinacije mera. Naime, da li odgovor nosilaca ekonomskih politika na krizu izazvanu rastom privatnog leveridža (i time privatnog bogatstva) treba da bude rast javnog duga? Konačno, ova kombinacija mera dovodi do monetarne ekspanzije pošto finansiranje deficita budžeta državnim obveznicama povećava njihovu kuponsku stopu kao i dugoročne kamatne stope tako da je centralna banka praktično prinuđena da kupuje državne papire. Kupovina obveznica države od strane centralne banke je zapravo štampanje

novca. Ukoliko se štampanjem novca bavi zemlja čija valuta istovremeno predstavlja rezervnu valutu, onda se problem prenosi sa lokalnog na globalni nivo. Otuda i pritisak da se rešenje nađe u uvođenju nove valute, na primer specijalnih prava vučenja, naročito za trgovinu energentima i retkim metalima koji dolazi od Kine i Rusije. Posledično, kriza dovodi do pritiska na promenu međunarodnog ekonomskog poretka.

Pošto kriza ima globalni karakter, ona istovremeno predstavlja i krizu globalizacije. Na primer, svetska trgovina je u prvom kvartalu 2009. godine opala za 25%. IMF je predvideo za 2009. godinu pad svetske trgovine za 13%. Pad će biti naročito značajan u izvozno orijentisanim privredama. Kriza će imati manje efekte na privrede koje imaju kapacitet da smanjenje izvoza supstituišu prodajom na domaćem tržištu. Kriza u ovim privredama će se manifestovati smanjenjem stope rasta. Na primer, u Kini stopa rasta u 2009. godini biće prepolovljena u odnosu na 2008. godinu.

Iako je centar turbulencije bio na finansijskim tržištima u SAD, njeni efekti su bili još razorniji u drugim delovima globalne privrede, pre svega u EU. Evropske banke imaju u proseku veći finansijski leveridž od banaka iz SAD. Na primer u 2008. godini prosečan finansijski leveridž u bankarskom sektoru Velike Britanije je bio 24:1, Francuske 28:1 dok je odgovarajući podatak za SAD bio 12:1. Poseban problem je izloženost rizicima usled postojanja toksične aktive američkih emitenata koja je prema [5. str.51] veća za oko 75% kod banaka iz EU u odnosu na banke iz SAD.

Banke iz EU imaju visoku izloženost rizicima po osnovu poslovanja sa krizom najpogođenijih područja sveta (Istočna Evropa i Istočna Azija). Na primer, banke iz EU potražuju \$ 1,8 triliona od istočnoevropskih država od čega samo na banke iz Austrije otpada oko \$ 300 milijardi. Ipak najveći problem finansijskog sistema EU je fiskalna decentralizacija. Za razliku od monetarne politike koja je, uglavnom, jedinstvena za zemlje euro zone, fiskalna politika je decentralizovana. Zemlje koje imaju visok stepen zaduženosti (Grčka i Belgija, na primer) imaju sužen prostor za delovanje fiskalnih stimulansa. Rešenje je rast državnog duga, ali ta mera povećava troškove finansira-

nja zbog rasta kuponske stope državnih obveznica i rasta diskonta pri aranžmanima konverzije duga.

Očigledno je da će poslednja kriza učiniti svet ne samo mnogo siromašnijim već i mnogo opasnijim. Kada globalno finansijsko tržište ne funkcioniše punim kapacitetom i kada dolazi do zastoja u svetskoj trgovini mogu se očekivati nestabilnosti na tržištu ultimativnih resursa kao što su energenti, hrana, voda, retki metali i sl. Kako raspored ovih resursa nije u korelaciji sa ekonomskom (i vojnom) moći, mogu se očekivati geopolitičke turbulencije.

Paradoksalno da u visoke turbulencije koju je stvorio nov kulturni model SAD, upravo ova zemlja predstavlja oazu sigurnosti. Tome, pored uloge globalnog policajca i veličine ekonomije, doprinose i poslednje mere na planu sređivanja njenog finansijskog sistema. Na primer, poslednjih meseci rešen je jedan od najvećih problema finansijskog sistema SAD integracijom *Bank of America* i *Citigroup*. Država je prodala toksičnu aktivu po realističnim cenama, a vlasnici obveznica su dobili mogućnost zamene za akcije nastalog giganta za koga se očekuje da će u jednom trenutku biti podeljen i privatizovan. Takođe, restrukturirane banke počele su da posluju na načelu niskog leveridža i praćenja klijenata dok kontroverzni finansijski posrednici tipa hedž fondova i fondova privatnog kapitala se vraćaju u okvir biznis model klasične investicione banke. Na kraju, ali ne i po značaju, nova (stara) filozofija regulacije finansijskih tržišta je zamenila filozofiju deregulacije, pre svega, u vezi sa nivoom kapitalizacije, trgovinom kreditnim derivatima i kompenzacijama za direktore. Regulatorna ide u pravcu ciljanog finansijskog leveridža za banke od 15:1. Sličan trend se može očekivati i u pogledu regulacije osiguravajućih kompanija.

U preciziranju odgovora na postavljeno pitanje, moglo bi se konstatovati da poslednja kriza ima najviše sličnosti sa finansijskom panikom koja je započela 1870. godine (greške u regulaciji finansijskog sistema, umeren pad proizvodnje i duga deflacija), ali u celini ona se ne može poređiti ni sa jednom dosadašnjom krizom. Glavni razlog za prethodnu kvalifikaciju je način upravljanja krizom.

Upumpavanje kapitala od strane centralne banke u finansijski sistem, u krajnjoj instanci, predstavlja način remonetizacije ispumpanih kreditnih balona, odnosno, pokušaj povratka na prethodno stanje stvari. Međutim, u

situaciji u kojoj su i država i stanovništvo prezaduženi, a privreda beleži pad aktivnosti, nesolventnost dovodi do začaranog kruga pada profitabilnosti, deflacije, pada vrednosti kolaterala i, naravno, rasta bankrotstava. Pomenuti začarani krug će se završiti kada cene akcija, nivo kredita i veličina dohodaka ponovo budu u ravnoteži. Za novu ravnotežu je potrebno, pored konsolidacije i potpuno nove regulative finansijskog sistema koja vraća banke u model konzervativnog bankarstva, i energizovanje realnog sektora, dugo godina zaboravljene teme. Aksiomatski važi da je za održiv rast (ili rast koji stvara vrednost) potreban balans između stvorene vrednosti (realan sektor) i ispuštene vrednosti (finansijski sektor).

GLAVNI TRENDVI U KRIZI

Globalizacija i informaciona tehnologija su snage koje dovode do rasta povezanosti i međuzavisnosti. Povezanost i međuzavisnost su pretpostavke pozitivne i negativne sinergije. Fenomen *interlocking fragility* u smislu *P. Kotler* i *J. Caslione* [9] je glavni razlog negativne sinergije, odnosno, iznadproporcionalnog uticaja negativne pojave na nestabilnost sistema uslovljen međusobnom povezanošću. Moralni hazard je negativna pojava koja se lako pretvara u turbulenciju čija je manifestacija opšti rast izloženosti rizicima. Turbulencija u ekonomiji ima iste karakteristike kao i u prirodi, naime, ima randomni karakter, nepredvidiva je i ima destruktivno dejstvo. Takođe, turbulencija se teško modelira i predviđa.

Sadašnja turbulencija u globalnoj ekonomiji je nastala kada su dominantni uticaj dobili privredni subjekti koji ne veruju u ništa drugo sem u progres. Tipične manifestacije apetita za rizik kod ovih subjekata su hiperprodukciju i/ili rast zaduženja i/ili rast emitovanog kapitala.

Od vremena *Adam Smith*-a osnovno načelo koje omogućava održivost privrednog modela je načelo dobitka za obe strane (*win-win*) koje učestvuju u transakciji. Osnovni mehanizam za ostvarivanje ovog načela je tzv. "nevidljiva ruka" tržišta. Danas je definitivno jasno da svetska privreda plaća visoku cenu verovanja u moć nevidljive ruke tržišta, odnosno, zabluda, pre svega, arhitekata finansijskih tržišta u SAD da ljudi (vlasnici, menadžeri, zaposleni, partneri i sl.) uvek donose racionalne odluke kao i da su tržište i institucije samoregulišući mehanizmi.

Prema [1, str.81], iracionalnost je realna nevidljiva ruka koja utiče na ljudske odluke. Tzv. „kognitivna pristrasnost” najčešće sprečava ljude da donose odluke koje dovode do dobitka za obe strane. Naime, situacija tzv. „igre sa nul-tom sumom” (*zero-sum-game*) je pre pravilo nego izuzetak. Pohlepa je najčešći faktor kontigentne pristrasnosti. Štaviše, čak i kada imaju dobre namere, ljudi donose iracionalne odluke, zbog emotivnosti, kratkovidnosti, nekonzistentnosti ili konfuznosti. Zadatak regulative i institucija sistema je da umanje delovanje kontigentne pristrasnosti. Za to je potrebna „vidljiva ruka” države.

Deregulacija finansijskih tržišta koja je bila na sceni poslednje tri decenije je glavni razlog pojačanog delovanja kontigentne pristrasnosti. Kada princip da se radi sopstvenih interesa sužava prostor za ostvarivanje tuđih interesa dominira, javlja se ekonomija moralnog hazarda. Moralni hazard se manifestuje u investicijama (*equity* i realnim), finansiranju investicija, ali i u potrošnji. Na primer, masovna upotreba kreditnih kartica pri kupovini potrošnih dobara i raznih usluga i neredovno servisiranje obaveza, uključujući i kriminalna dela (*cyber crime*, na primer) predstavlja vrstu moralnog hazarda.

Ekonomija moralnog hazarda je neodrživa pošto za posledicu ima debalans između stvorene vrednosti u realnom sektoru i emitovane vrednosti u finansijskom sektoru što dekurazira privredne subjekte da nastave sa transakcijama. Pucanjem spekulativnih balona nastalih hipertrofijom finansijskih instrumenata povezanih sa finansiranjem stambene izgradnje i kreditnih derivata kao glavnog instrumenta vanbilansnog finansiranja banaka prestaje da postoji ekonomija moralnog hazarda i otpočinje kriza. Kriza ima svoje glavne trendove. Glavni trendovi u krizi su:

1. Rastuća uloga države
2. Ireverzibilni karakter makro-ekonomske ravnoteže
3. Promena modela ponašanja kupaca
4. Rastuća volatilnost na tržištu osnovnih resursa
5. Imperativ restrukturiranja i inovativnosti
6. Izgradnja poverenja između biznisa i civilnog društva
7. Nova uloga liderstva
8. Usporavanje globalizacije

1. Rastuća uloga države. Prema [3, strane:138-9], za ocenu mogućnosti izlaska iz krize bitna su tri faktora: ranjivost privrede, sposobnost vlade da reaguje i mogućnost vlade da reaguje. Ranjivost na krizu meri se promenom stopa rasta GDP i izvoza. Globalna ekonomska kriza nema podjednak uticaj na sve zemlje. Najviše su pogođene zemlje visokog stepena izvozne zavisnosti. Sposobnost vlade da stabilizuje privredu kao i njena mogućnost da to učini, takođe, utiču na to kako će zemlja izaći iz recesije. Jedna grupa zemalja koristi upumpavanje novca u finansijski sistem dok druge idu na zaduživanje. Upumpavanje novca utiče na inflaciju, a pozajmljivanje na spoljnu likvidnost. Poseban problem su političke i institucionalne nemogućnosti za sprovođenjem reformi u smislu restrukturiranja finansijskih institucija i uspostavljanja nove regulative. Odlaganje reformi dovodi do prolongiranja stagnacije. U svakom slučaju, ranjivost privrede na recesiju, sposobnost vlade da reaguje i mogućnost da to učini čine vektore koji opisuju prostor u kome se može sagledati sistemski rizik.

Opasnost od socijalne i političke nestabilnosti se uvek javlja kada zbog pada ekonomske aktivnosti dolazi do pada zaposlenosti. Zato je jedna od osnovnih karakteristika poslednje krize rastuća uloga države u njenom savladavanju. Prisustvo države raste u finansijskom i realnom sektoru. Trenutno u najrazvijenijim tržišnim privredama sveta (SAD, EU i Japan) država je glavni kreditor i bitan ili većinski vlasnik najvažnijih banaka i osiguravajućih kompanija. Država utiče i na regulativu u smislu zaoštavanja uslova u vezi kapitalne adekvatnosti, upravljanja rizicima i ograničavanja vanbilansnih transakcija sa kreditnim derivatima. U sektoru stambene izgradnje država je u mnogim zemljama postala glavni garant ili vlasnik neotplaćenog dela hipotekarnih kredita. Prisustvo države u sektoru energetike, takođe, raste ovoga puta u oblasti obnovljivih energetskih izvora. U oblasti automobilske industrije država daje kredite za likvidnost i razvoj energetski efikasnih automobila. Država je prisutna indirektno preko tendera i finansiranja namenskih programa još i u poljoprivredi, farmaciji i telekomunikacijama. Značajnu ulogu u krizi imaju i državni investicioni fondovi (*SWF-Sovereign Wealth Fund*) koji su u poslednjoj deceniji formirani u resursima bogatim zemljama i novoindustrija-

lizovanim zemljama (Abu Dabi, Kuvajt, Saudijska Arabija, Norveška, Singapur, Rusija i dr.). Aktivu fondova čine retki metali, nekretnine, akcije, državne obveznice i drugi finansijski instrumenti. Prema [9, str.33] aktiva ovih novih igrača na globalnom finansijskom tržištu je preko \$ 4 hiljade milijardi.

Stratezi privatnih preduzeća i banaka moraju biti svesni novih ekonomskih politika, rastuće uloge javnog sektora i novih igrača na globalnom finansijskom tržištu. Naime, u uslovima kada se javlja nova regulativa i kada raste uloga države (domaće i strane) u biznisu, smanjuje se diskrecioni prostor direktora i menadžera.

2. Ireverzibilni karakter makro-ekonomske ravnoteže. Većina relevantnih ljudi smatra da današnja kriza ne predstavlja dolju privrednog ciklusa koji u proseku traje 6-7 godina i čija faza opadanja u proseku traje 10 meseci već strukturna promena ekonomije koja označava kraj jedne epohe. Tranzicija između dve epohe nikada nije kratka. Posledično, kriza će biti duga.

Trajanju krize doprineće i trenutne mere države koje su više političke nego ekonomske prirode i koje, u krajnjem slučaju, dovode do ireverzibilnih procesa (produbljivanje krize umesto njeno savladavanje). Zato se stratezi preduzeća i banaka moraju pripremiti za poslovanje u uslovima permanentne krize.

To neće biti lako pošto su se privredni subjekti u poslednje tri decenije navikli na visok stepen makro-ekonomske stabilnosti, pre svega stabilnosti cena. Za dobar broj grana trenutni problem je deflacija. Naime, pad tražnje stvara višak kapaciteta koji vrši pritisak na pad cena. Međutim, mere države u pravcu monetizacije deficita u bankama i drugim finansijskim posrednicima kao i inicijative za energizovanje proizvodnje pomoću stimulativnih paketa za privredu mogu da dovedu do naglog zaokreta prema inflaciji naročito pošto se prodaju zatečeni stokovi roba. Na to će, pre svega, uticati cene energenata i drugih ultimativnih resursa koje ne mogu ostati na istom nivou u situaciji masovnog štampanja novca.

Opasnost od inflacije postoji, ali je prerano to nazvati trendom. Najvažniji način za držanje inflacije pod kontrolom je nivo nadnica i penzija. Nema ekonomskih razloga da tržište rada u uslovima recesije pokazuje bilo kakve elemente nefleksibilnosti. Isto važi i za penzije koje se

moraju vezivati isključivo za plate. Ali problem dolazi sa političke strane. Nezavisno od postojeće krize, ostaje problem finansiranja zdravstvenog i socijalnog osiguranja koji je prenesen iz prethodnog perioda i koji će biti pojačan padom zaposlenosti i produženjem prosečne starosti stanovništva.

Očigledno je da su za stratega preduzeća deflacija i inflacija kontradiktorni signali. Stratezi preduzeća ne treba da se iscrpljuju preciznim procenama nivoa deflacije ili inflacije već moraju da razviju modele upravljanja cenama u uslovima opšte nestabilnosti. Pravo je vreme da se izvrši revizija modela ugovora sa dobavljačima i način formiranja cena sa distributerima. Fleksibilnost mora da postoji i na ulaznoj i na izlaznoj strani. U tom smislu politika cena treba da uspostavi vezu između ulaznih troškova i izlaznih cena i podeli rizik (na primer, ugovori sa maksimalnom garantovanim cenom). Nije održivo da u situaciji inflacije postoje fiksne cene prema kupcima kao ni da u situaciji deflacije postoje fiksne cene sa dobavljačima. U novim uslovima moraju se upariti funkcije nabavke i funkcija prodaje, a rizike promene cena treba da dele svi učesnici u lancu snabdevanja.

3. Promena modela ponašanja kupaca. Potrošački bum je počeo pre tri decenije. Efekte rasta najviše su koristili kupci nekretnina pošto su dohoci i cene nekretnina rasle brže od inflacije. U svakom slučaju potrošnja je rasla po stopi koja je brža od ekonomskog rasta. Prema [6, str.106], u periodu 1995-2005 realno raspoloživ dohodak je porastao u SAD i Velikoj Britaniji za 25%, a u Japanu i Nemačkoj 10%. Motor potrošačkog buma je bio u SAD. Rastu potrošnje je doprinela i kreditna ekspanzija. Kreditiranje potrošnje je uticalo na rast tražnje čak i u zrelim granama. Prerecesioni kupac je bio "kupac koji plaća mesečno". Kriza u prvi plan stavlja "na kredit averzivnog kupca" koji vrednost i korisnost stavlja ispred luksuza i brenda. Promena modela ponašanja uticala je na pad tražnje. Na primer, prodaja automobila u SAD je u 2008. godini pala na 6 miliona jedinica u odnosu na 2007. godinu kada je bila 60 miliona jedinica.

Kriza menja navike kupaca. Preduzeća koja su navikla na kontinuelan rast prodaje u novim uslovima moraju računati sa njenim padom i cikličnim usponima i padovima. Odgovarajuće strategije podrazumevaju određivanje

prave veličine kapitala, aktive i zaposlenih na bazi novih kategorija proizvoda. Takođe, realno je očekivati da će u mnogim granama doći do geografskog refokusiranja pošto će se motor potrošnje pomeriti iz SAD u Aziju.

Recesija utiče na ponašanje kupaca produžavajući jedan broj prerecesionih trendova odnosno usporavajući, zaustavljajući ili preusmeravajući drugi broj trendova. Prema [6, str.108-12], postoji osam karakterističnih trendova koje treba pratiti tokom recesije i posle nje. Dominantni trendovi koji su preneseni iz prethodnog perioda su rast zahteva za simplifikacijom i fokus na korporativno upravljanje. Kriza će pojačati ove trendove. Simplifikacija je zapravo zahtev za jednostavnim proizvodima najvećeg mogućeg stepena vrednosti. Fokus na korporativno upravljanje je posledica odavno primećenog instinkta javnosti da kažnjava preduzeća za neetično korporativno i poslovno upravljanje ili nekorektan odnos prema kupcima i okruženju.

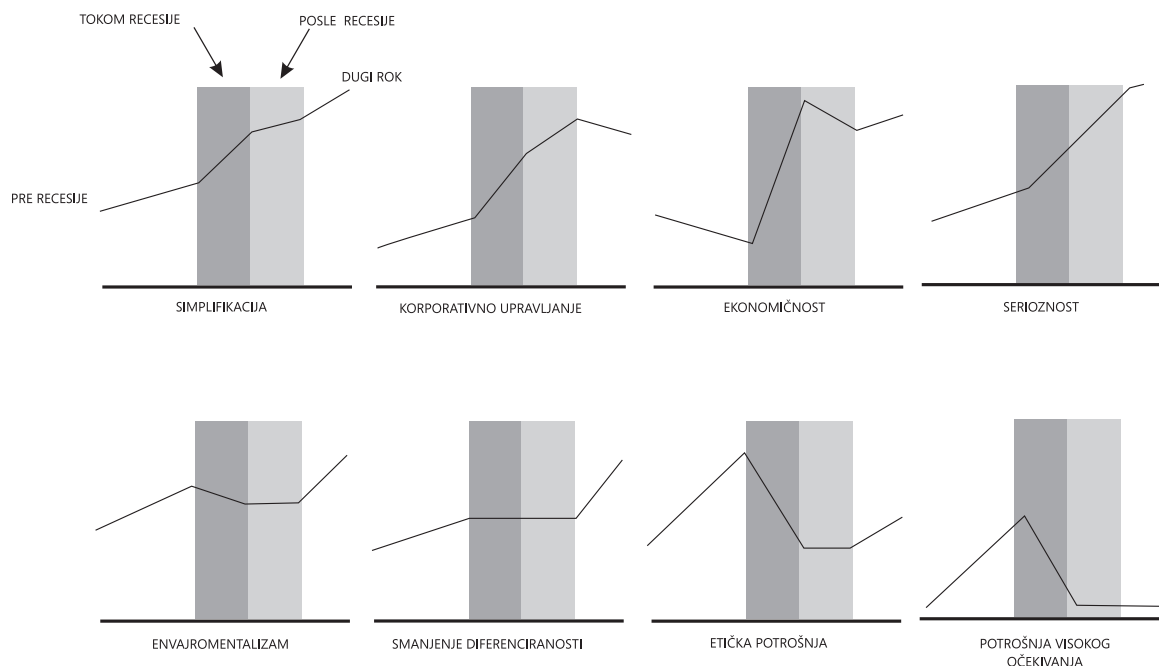
Novi trendovi su ekonomičnost i serioznost u kupovini. Za većinu kupaca u uslovima krize ekonomičnost pri kupovini nema alternative. Za kupce sa većim diskrecionim dohotkom ekonomičnost će biti posledica eho efekta krize koji će se manifestovati ponudom manje ekstravagantnih proizvoda u odnosu na prerecesione originale. Normalno, granicu ekonomične kupovine predstavljaće lična i funk-

cionalna satisfakcija ponuđenim proizvodima. Što se tiče serioznosti pri kupovini u uslovima krize, može se očekivati da će kupci u krizi biti mnogo agilniji u istraživanju alternativa i manje lojalni postojećim brendovima.

Trendovi koji će doživeti usporavanje su envajronmentalizam i opadanje poverenja u institucije sistema. Prerecesioni kupac je bio spreman da plati premijsku cenu za proizvode čija proizvodnja i potrošnja su u prijateljstvu sa okruženjem. Za očekivati je da će recesija uticati na zamenu ovih proizvodima jeftinijim varijantama koji nemaju toliki stepen prijateljstva prema okruženju. U pitanju je trenutno usporavanje koje će se ponovo javiti na sceni posle krize. Što se tiče, opadanja poverenja u institucije, pretranzicioni kupac je bio samosvestan, više je verovao sebi nego institucijama. U krizi, se može očekivati promena tog razmišljanja i rast poverenja u institucije.

Trendovi koji će biti potpuno obustavljeni odnose se na altruističku potrošnju i potrošnju visokog očekivanja. Večere u humanitarne svrhe i ekstravagantna putovanja sigurno neće biti karakteristika kupca u recesiji. Štaviše, i postrecesionom periodu njihovo obnavljanje će biti usporeno pošto će se prvo kupovati proizvodi koji se nalaze u drugim kategorijama. Na Ilustraciji 1 je prikazano kako će analizirani trendovi uticati na potrošnju u recesiji i posle nje.

Ilustracija 1. Glavni trendovi koji utiču na potrošnju prema [6, str.110-1]



4. Rastuća volatilnost na tržištu osnovnih sirovina. Neposredno pred otpočinjanje finansijske krize cene energenata, hrane i retkih metala su došle do istorijskih maksimuma. Kriza je uticala na dramatičan pad tražnje i cena ovih proizvoda. Na primer, u periodu od šest meseci cena sirovine nafte je pala sa \$140 na \$40 za barel. Međutim, nizak volumen tražnje za energentima i nekim retkim metalima usled niskog nivoa investicija može da dovede do kontigentiranja proizvodnje i rasta cena, obzirom da se radi o ultimativnim proizvodima. Što se tiče hrane i vode, tu nema velikog izbora tako da će obzirom na njihovu ograničenost verovatno doći do rasta cena uprkos padu kupovne moći. U novom kontekstu produktivno korišćenje neobnovljivih resursa postaje velika tema.

5. Imperativ restrukturiranja i inovativnosti. Gotovo da ne postoji grana koja ne trpi posledice recesije. Međutim, jaz u performansama između jakih i slabih konkurenata se povećava. Ta situacija omogućava najjačim igračima da oblikuju granu i pravila konkurisanja prema sopstvenim namerama. Poslednje se obično ostvaruje eksternim rastom. Posledično, u novim uslovima stratezi preduzeća moraju da igraju u dve ravni. Naime, moraju da pronađu načine da odgovore na izazove koje stvara recesija posebno u vezi sa strategijama eksternog rasta (ofanzivnim i defanzivnim) istovremeno prateći evoluciju grane u dugom roku u kojoj se nalazi njihov preovlađujući biznis kako bi na vreme otpočeli sa strategijskim prilagođavanjima. Kontraciklično ulaganje u istraživanje i razvoj je najbolji način da se ostvari konkurentna prednost u periodu posle krize. Naime, najbolji način da se izvrši strategijsko prilagođavanje je da se razviju i implementiraju inovativna rešenja u proizvodnji, proizvodnom programu i načinima prodaje. Progres u nauci i tehnologiji ne zavisi direktno od tražnje i profitnih margina. Primeri inovacija koje su nastale u velikoj depresiji 1929-33 (na primer, mlazni motor i najlom) o tome rečito govore.

6. Izgradnja poverenja između biznisa i civilnog društva. U predvečerje krize, poverenje između osnovnih interesnih grupa u društvu je bilo na visokom nivou. Sa početkom krize ta se situacija dramatično pogoršala. Prema [2, str.57], *Edelman* barometar poverenja je bitno opao.

Poverenje je opalo u banke, druge finansijske posrednike kao i u velike korporacije, dok je u državu povećano.

Zašto je prethodna činjenica bitna za stratege preduzeća? Zbog toga što nepoverenje otežava obavljanje biznisa. Odsustvo poverenja povećava transakcione troškove, smanjuje vrednost brenda i otežava privlačenje, zadržavanje i upravljanje talentovanim ljudima. U ekstremnom slučaju odsustvo poverenja može dovesti do negativnog publiciteta, bojkota i represivne reakcije regulatornih tela. Generalno, u sistemima koji baziraju na proceni ponašanja odsustvo poverenja dovodi do birokratizacije upravljanja.

Strategijski imperativ za većinu današnjih preduzeća je ponovna izgradnja poverenja između biznisa i civilnog društva. Poslovno upravljanje mora da pokaže senzibilitet za pritisak koji dolazi iz institucija civilnog društva u vezi sa pitanjima kao što su sistem kompenzacija za direktore i menadžere, upravljanje rizicima, odnos prema zaposlenima i odnos prema okruženju. Moderne korporacije nisu odgovorne samo vlasnicima već i drugim interesnim grupama. U definisanju svojih ciljeva, moderne korporacije polaze od trostrukog ograničenja (ekonomska racionalnost, socijalni zahtevi i odnos prema okruženju).

7. Nova uloga liderstva. Kriza zahteva nov tip liderstva. Lideri u krizi imaju dve bitne uloge. Prvo, ulogu stabilizatora situacije kako bi se odgovarajućim merama kriznog upravljanja kupilo vreme i našla rešenja za promene. Drugo, adaptivnu ulogu kojom se razvija kapacitet za reagovanje u novim uslovima kroz prestrojavanje u hodu na bazi uvida u trenutnu situaciju i trendove razvoja. Adaptivna uloga je posebno delikatna. Naime, ljudi od lidera očekuju da oni sa autoritativnom izvesnošću pronađu odgovore na njihovu anksioznost čak i ako lideri radeći taj posao menjaju ono u šta njihovi sledbenici veruju, odnosno, koriste sredstva u koja oni ne veruju.

Problem je u tome što gotovo svi ljudi sa pozicijom autoriteta nemaju odgovarajuće iskustvo za upravljanje krizom pošto u ovakvoj krizi do sada nisu bili. Osnovna karakteristika sadašnje krize je turbulentnost (randomnost, međuzavisnost i razarajući karakter). To ne znači da ljudi sa pozicijom autoriteta nemaju šansu da urade prave stvari u ovoj krizi. Uostalom, njihova dosadašnja pozicija je posledica liderstva, odnosno, dužeg dometa daljine vizije. Ključni pojam je tzv. „adaptivno liderstvo”. Adaptivno lider-

stvo podrazumeva istovremenu konzervaciju i inovativnost, odnosno, seriju ciljanih adaptacija. Naime, u današnjoj situaciji lideri moraju da razvijaju rešenja za budućnost istovremeno primenjujući današnja najbolja rešenja. To nije lako jer razvijanje adaptivnosti menja lojalnost prema postojećim rešenjima što može predstavljati predmet napada dosadašnjih sledbenika koji su navikli na postojeća rešenja. Razvojem adaptabilnosti mi zapravo ne znamo tačno kuda idemo tako da adaptabilnost ne znači detaljno razrađen strategijski plan već sprovođenje serije eksperimenata, odnosno, stalne korekcije osnovne ideje vodilje za promenljive uslove. U tom kontekstu liderstvo je umetnost eksperimentisanja i improvizacije oko originalne ideje vodilje bez obzira da li je ona posledica intuicije ili paranoje. Lideri moraju imati veru da će bar jedan eksperiment napraviti prodor u nov kontekst.

Liderstvo znači ne samo upravljanje adaptivnim odgovorima koje treba da prihvate sledbenici, već i upravljanje sopstvenim stavovima i emocijama. Takav pristup, zapravo, dovodi do testiranja sopstvenih limita. Uvid u sopstvene mogućnosti (fizičke i emotivne) je kritičan za uspeh lidera. U tom smislu lider mora da bude istovremeno optimista i realista. Balans prethodnih stavova dovodi do zdrave tenzije koja onemogućava da optimizam preraste u nadahnuto nagađanje, a realizam u cinizam. Dalje, lider mora biti sposoban da se povuče na rezervni položaj i rekalibrira prethodne ciljeve kada se pokaže da organizacija nema potencijal za njihovo ostvarenje. Konačno, u ostvarenju svoje uloge lider ne sme da izgubi sebe. Najbolja pomoć na tom putu je mobilizacija i motivisanje drugih članova organizacije da se uključe u proces promena. Socijalni odnosi u organizaciji su mnogo bitniji za dugoročne rezultate od kratkoročnih finansijskih performansi.

8. Usporavanje globalizacije. Prema projekcijama IMF datim sredinom godine svetski proizvod će opasti i to za 1,5-2% što će biti praćeno mnogo većim padom svetske trgovine od oko 13%. U 2009. godini prvi put posle Drugog svetskog rata opašće indeks globalizacije (učeeće izvoza u proizvodnji). EBRD predviđa pad proizvodnje u EU za 5%. Potvrđuje se još jednom da u teškim vremenima i najotvorenije kulture podležu zatvaranju.

Suštinu globalizacije do pojave krize predstavljao je simbiotski odnos između Kine i Amerike (*Chimerica*).

Dugo vremena se činilo kako to metaforično ističe *Niall Ferguson* [5, str.49], da je to „brak u raju”. Naime, kineski su štedeli, amerikanci su trošili. Kinezi su izvozili, amerikancu uvozili. Kinezi su beležili trgovinski i budžetski suficit, amerikanci deficite bilansa tekućih plaćanja i budžeta. Kinezi su intervenisali kako bi sprečili apresijaciju lokalne valute dok su amerikanci prodali kinesima skoro \$1.000 milijardi državnih obveznica kako bi finansirali svoje deficite. Kriza prekida pomenutu simbiozu. Prva posledica će biti okretanje Kine prema sopstvenom tržištu kao i trećim tržištima (sa proizvodima i investicijama). Slična tendencija javlja se i u Indiji. Obzirom da je trenutno Japan treće najveće tržište sveta iza (SAD i EU), u bliskoj budućnosti se može očekivati da će tri zemlje iz Azije (Kina, Indija i Japan) biti ne samo među pet najvećih tržišta u svetu, već da će to biti tržišta sa najvećim rastom. Nedavno je *Goldman Sachs* predvideo da će se ekonomija Kine izjednačiti sa ekonomijom SAD 2027. godine korigujući svoju prethodnu projekciju da će se to sustizanje desiti 2040. godine. Treba imati u vidu da ekonomije ovih zemalja, sa izuzetkom Japana, nisu ultimativno vezane za izvoz. Moguće je da će ta činjenica bitno uticati na jačanje protekcionističkih tendencija. Definitivno, kriza utiče na *the rise of the rest* efekat, odnosno jačanje uloge novoindustrijalizovanih i resursima bogatih privreda u svetskoj privredi kao i afirmaciju njihovog pristupa razvoju koji je više introvertan nega ekstrovertan a ukoliko je ekstravertan onda je tesno povezan sa geopolitičkim interesima.

Jedno je sigurno, trendovi u krizi su takvi da će novi ekonomski poredak koji je u nastajanju biti bitno drugačiji od prethodnog. Kakva je pozicija Srbije u novom stanju stvari?

SRBIJA: LOKALNA KRIZA POJAČANA GLOBALNOM KRIZOM

Srbija je, takođe, ekonomija moralnog hazarda ali sa specifičnim razlozima za takvu kvalifikaciju. Hiperinflacija, burazerska privatizacija, partijska svojina, apresiran devizni kurs i sl. su samo neki fenomeni koji govore o prisustvu moralnog hazarda u privredi Srbije.

Glavna izloženost rizicima u Srbiji dolazi iz tranzicionizma kao društveno-ekonomskog sistema koji se javlja kao posledica spore i plitke tranzicije. Tranzicionizam je

višedimenzionalan fenomen koji uključuje ne samo ekonomske i geostrateške aspekte, već i druge bitne aspekte (političke, istorijske, antropološke i kulturne). Zbog čestih zaustavljanja i pokretanja reformi, u tranzicionizmu se javljaju visoki transakcioni troškovi. Glavni razlog transformacije tranzicije u tranzicionizam je geopolitička kataklizma izazvana raspadom Jugoslavije u prošloj deceniji i eho efekti te situacije koji su se u prošloj deceniji manifestovali kroz tranzicionu recesiju a u ovoj deceniji kroz usporavanje reformi zbog odlaganja integracije Srbije u EU.

Dok je svet napredovao, Srbija je bila u tranzicionizmu. Za razliku od post-tranzicionih privreda, Srbija nije uspela da savlada tranzicionu stagflaciju odnosno, prevaziđe problem nedovoljanog nivoa privredne aktivnosti praćen visokom inflacijom. Nivo privredne aktivnosti je 1993. godine pao na oko 40% bruto domaćeg proizvoda iz pretranzicione 1989. godine, a inflacija je imala karakter mega inflacije. Taj pad nivoa ekonomske aktivnosti u Srbiji može se porediti sa padom u vreme velike depresije 1929-33 godine u SAD.

Posle političkih promena 2000. godine dolazi do makro-ekonomske stabilizacije primenom tranzicionog modela „jake valute u slaboj privredi”. Ovaj model je bio zasnovan na hiperliberalnoj koncepcijskoj platformi i korišćenju prihoda od privatizacije za održavanje kursa domaće valute. Iako je doveo do makro-ekonomske stabilizacije, model nije uspeo da ostvari drugi tranzicioni cilj, reindustrijalizaciju. Posledično, privreda nije podigla konkurentnost koja omogućava dostizanje razvijenih privreda u EU. Domaći preduzetnici imaju brokersku umesto industrijske orijentacije, a investicije se parkiraju u delatnosti niskog povraćaja i malog multiplikativnog efekta. Impotentna privreda je na kraju 2008. godine došla na 73% bruto domaćeg proizvoda iz predtranzicione 1989. godine. Pri tome je napredak u sektoru razme-njivih proizvoda bio mnogo manji nego u sektoru usluga. Srbija izvozi svega 20% svog bruto domaćeg proizvoda za razliku od post-tranzicionih privreda kod kojih je odgovarajuće učešće 50-80%.

Privredu koja se dve decenije nalazi u tranzicionizmu zahvatila je 2008. godine svetska ekonomska kriza pojačavajući njegove negativne efekte i, samim tim, stepen izloženosti rizicima. O izloženosti privrede Srbije negativnim

uticajima globalne ekonomske krize rečito govore i indikatori ranjivosti privrede za 2008. godinu. U pitanju su: indeks nekomfortnosti privrede, indeks globalne konkurentnosti, kredit rejting, demografski rizik i zaduženost. U 2008. godini indeks nekomfortnosti privrede, u smislu *Arthur Okun*, od 0,32 (= 0,135 inflacija + 0,188 nezaposlenost) rečito govori inflacija i nezaposlenost potvrđuju postojanje tranzicione recesije. Podsetimo se da je tolerantna veličina ovog indeksa 0,10. Takođe, na visoku ranjivost privrede utiče i niska konkurentnost. Prema *World Economic Forum* [11], Srbija se u 2008. godini među 135 zemalja nalazi na 85. mestu na rang listi konkurentnosti prema indeksu globalne konkurentnosti. To je znatno lošije od drugih post-tranzicionih privreda kao i od suseda. Takođe, kredit rejting od *BB-stable* prema agencijama *Fitch* i *S&P* je na granici odobravanja kredita i ispod glavnih konkurenata. Dalje, prisutan je ogroman demografski rizik koga opisuju negativne stope prirodnog priraštaja u poslednjih 11 godina i najveća prosečna starost stanovništva u Evropi od skoro 42 godine. Posledično, radna snaga u Srbiji nije deflatorni faktor (kako bi se to moglo zaključiti posmatranjem nivoa GDP p.c. od EUR 4.651) već inflatorni faktor. Pri svemu tome dug raste mada se nalazi na još uvek tolerantnom nivou od 0,64 GDP (>0,80 se smatra visokom zaduženošću) ali praktično bez mogućnosti smanjenja u srednjem roku zbog netolerantnog nivoa Dug / Izvoz = 3,16. Štaviše, ovaj drugi odnos svrstava Srbiju u red visoko zaduženih privreda (>2,20 se smatra visokom zaduženošću).

Delimična kontrola inflacije je krajnji domet tranzicionog modela „jaka valuta u slaboj privredi”. Glavne slabosti ovog modela su nedovoljan rast pošto se prihodi od privatizacije koriste za održavanje kursa umesto za rast proizvodnje i konkurentnosti, kao i trgovinski deficit pošto precenjeni kurs penalizuje izvoznike a privileguje uvoznike. Poseban problem predstavlja činjenica da čak i u pogledu održavanja cenovne stabilnosti model nije bio preterano efikasan. Naime, u periodu 2004–08 inflacija je bila na dvocifrenom nivou. Posledično, ovaj tranzicioni model nije održiv. Njegovu održivost posebno ugrožava globalna kriza. Naime, u uslovima pada, čak i ireverzibilnosti stranih direktnih investicija, doznake etnike

nisu dovoljne da pokriju rastuće deficite u bilansu tekućih transakcija i budžetu.

Prethodne činjenice povećavaju sistemski rizik u Srbiji. Najveći broj aspekata ovog rizika pokriva rizik spoljne nelikvidnosti. Procena rizika spoljne nelikvidnosti zahteva poređenje veličine deviznih rezervi, sa jedne strane, i sume kratkoročnog duga i deficita bilansa tekućih plaćanja. Na kraju 2008. godine bruto devizne rezerve su bile oko €9 milijardi. Kratkoročni dug u 2009. godini je oko €3,6 milijardi, a deficit bilansa tekućih plaćanja u rastu i dostiže 17,3% GDP (ili €5,8 milijardi). Devizne rezerve su skoro 2,5 puta veće od tekućeg duga, ali problem predstavlja suma tekućeg duga i deficita tekućeg bilansa koja dramatično smanjuje rezervu likvidnosti za 2010. godinu. Treba imati u vidu da će zbog globalne ekonomske krize postojeći izvori finansiranja duga (strane direktne investicije i doznake etnike) biti značajno smanjeni što može zemlju da uvede u spoljnu nelikvidnost.

Sredinom 2009. godine globalna ekonomska kriza u kombinaciji sa domaćom ekonomskom krizom pojačava probleme nezavršene tranzicije, a pre svega problem nedovoljnog institucionalnog kapaciteta za reforme. Pad tražnje (domaće i izvozne) u kombinaciji sa rastom rizika dovode do rasta troškova finansiranja. Na osnovu prethodnih kvalifikacija može se izvesti zaključak o daljem rast, inače, već visokom sistemskom riziku.

Bitan problem privrede Srbije je njena raštivost koja se posebno očituje kroz odnos između realnog i finansijskog sektora. Realni sektor je impotentan, a bankarski relativno potentan. Doduše bankarski sektor nema alternativu pošto je tržište kapitala (globalno i lokalno) u stresu. Realan sektor stagnira, prinos na ulaganja je nizak, a raste broj „proizvođača gubitaka” naročito u javnom sektoru. Suprotno, stope rasta u poslednje četiri godine kod najvećih banaka su se kretale u rasponu 20–40% godišnje, a ROE se kretao u rasponu 15–25%. Uprkos visokom i profitabilnom rastu, aktiva bankarskog sektora je na nivou bruto domaćeg proizvoda što ostavlja priliku za ekspanziju. U EU-15 bankarska aktiva je 3-4 puta veća od bruto domaćeg proizvoda. Međutim, ekspanzija bankarskog sektora zavisi od rasta potentnosti realnog sektora.

Bankarski sektor u Srbiji nije pregrejan što je dobro za uslove krize posebno kada se poredi sa jednim brojem

post-tranzicionih privreda (Letonija, Litvanija, Estonija i Mađarska, na primer). Takođe, banke u Srbiji nisu kontaminirane toksičnom finansijskom aktivom. Međutim, realan sektor nije dovoljno dogrejan.

Značajnih lokalnih banaka bez stranog kapitala i stabilnom pozicijom nema. Naime, u vlasništvu bankarskog sektora dominira strani kapital (> 80%). Posledično, bankarski sektor Srbije je indirektno izložen riziku preko likvidnosti svojih centrala i njihove politike kreditiranja filijala. Takođe, dominacija kredita sa deviznom klauzulom i široko korišćenje reprogramiranja i konverzije kredita dovode do rasta rizika (valutni rizik, kreditni rizik i rizik defoltiranja).

Globalna kriza imaće najmanje dva negativna efekta na privredu Srbije. Prvo, nedvosmislena posledica devalvacije svetskog finansijskog sistema je smanjeni obim stranih direktnih investicija ili čak i njihov inverzan tok. Atraktivnost Srbije kao mesta za parkiranje investicija inače nije bila velika, a kriza će još više devalvirati osnovne prednosti investiranja u Srbiju kao što su niske cena preduzeća u procesu privatizacije i visoke stope prinosa korigovane efektom devalvacije (ili čak uvećane efektom revalvacije) kod ulaganja u državne hartije od vrednosti. Drugo, tražnja (izvozna i domaća) pada kao posledica recesije. Smanjenje izvozne tražnje je vidljivo i posebno će se manifestovati u ekstraktivnoj i prerađivačkoj industriji dok će pad domaće tražnje biti karakterističan za građevinarstvo. U prvoj polovini godine industrijska proizvodnja u Srbiji je pala 18% u odnosu na isti period prošle godine. U ovim uslovima pada likvidnost realnog sektora i, time, raste nemogućnost servisiranja uzetih kredita. Ono što predstavlja poseban problem za realni sektor su slabe mogućnosti produžavanja odobrenih kredita (*roll-over*) što predstavlja indirektno povlačenje kapitala.

Ipak, relativno povoljnijem stanju doprinosi i relativno nizak stepen zaduženosti države i građana kao i volumen otplate anuiteta koji dospevaju na naplatu. Privatni dug dominira nad državnim dugom. Rast kredita u privatnom sektoru u 2008. godini bio je skoro 40%. Međutim, ovde se javlja jedna nedoumica vezana za solventnost privatnih dužnika i njihovu sposobnost da uredno servisiraju svoje kreditne obaveze i time održavaju likvidnost bankarskog sektora u uslovima recesije. Nedvosmislen

problem je nemogućnost privrede da u uslovima recesije održi (i poveća) proizvodnju. Problem sa ovom kvalifikacijom je njen sijamski blizanac, izloženost države riziku spoljne nelikvidnosti. Naime, u uslovima impotentnog realnog sektora i finansijskog sektora kod koga pada likvidnost, država lako može postati nelikvidna (spolja i iznutra). Naime, bitan rizik se odnosi na kontinuelan deficit bilansa tekućih plaćanja koji utiče na rast duga. Olakšanje ne proizilazi iz činjenice da je najveći deo duga, zapravo, privatni dug. Privatni dug stvara kontigentnu odgovornost države za njegovo servisiranje i povećava troškove refinansiranja duga korišćenjem državnih hartija od vrednosti.

Prethodno pitanje je povezano i sa pitanjem deviznog rizika. Za Srbiju kao privredu van euro zone sva rešenja u vezi monetarnog modela i politike kursa se nalaze u praznom skupu. Naime, politika flotirajućeg kursa krije opasnost preterane devalvacije, dok politika fiksnog kursa dovodi do gubitka konkurentnosti ili do odloženog šoka ranije ili kasnije korekcije nivoa kursa. Isto važi i za politiku tzv. "kontrolisanog flotirajućeg kursa" koju, pored slabosti oba modela, karakteriše i arbitrarnost. Politika kursa je povezana sa deviznim rizikom koji utiče na kreditni rizik i automatski na rizik defoltiranja. Preko 80% kredita su krediti denominirani u stranoj valuti. U slučaju devalvacije domaće valute, taj rizik se u prvoj sekundi pretvara u kreditni rizik a u drugoj sekundi u rizik defoltiranja.

Iz domaćeg depozitnog potencijala banke plasiraju manji procenat kredita (30%). Iz perspektive održavanja likvidnosti privrede, ova činjenica je neprijatna jer se može očekivati smanjenje kredita iz stranih izvora zbog globalne ekonomske krize i odbrane likvidnosti stranih banaka, pre svega, na lokalnim tržištima. Takođe, na profitabilnost privrede Srbije ova činjenica će delovati nepovoljno usled pritiska na rast deviznog kursa u uslovima smanjene ponude kredita. Kada je u pitanju likvidnost bankarskog sektora, ne treba zanemariti još dve činjenice: odliv domaće štednje iz banaka usled nepoverenja u sistem naročito karakterističnim za novembar 2008. godine, kao i odliv kratkoročno plasiranog kapitala u hartije od vrednosti Narodne banke Srbije (repo papiri).

Suprotno svetskim trendovima, kamate u Srbiji su ne samo na visokom nivou, već i ne opadaju tempom koji

je karakterističan za druge privrede. U uslovima recesije visoke kamate doprinose daljem smanjenju nivoa aktivnosti. S druge strane, kontrola tokova kapitala neće obezbediti nov priliv kapitala, u najboljem slučaju može da spreči odliv kapitala, ali je u krajnjem slučaju kontraproduktivna. Konačno, i pristup međunarodnim izvorima finansiranja je ograničen. Na primer, IMF je uveo dvostruko ograničenje u pristupu fleksibilnim kreditnim linijama i *stand by* aranžmanima. Delimično prestrukturiranje privatnog duga se može obaviti i iz nacionalnih izvora ukoliko bi centralna banka konvertovala kredite u stranoj valuti u domaću valutu kompenzirajući (u celini ili delimično) poslovne banke za gubitke.

Obzirom da glavni izvor finansiranja deficita predstavljaju međunarodne finansijske organizacije, bitne su njihove preporuke u pravcu relaksiranja kreditno monetarne politike i razvoja sistema sveobuhvatnih, značajnih i trajnih fiskalnih stimulusa. Ove preporuke polaze od stava da se većina mera koje se primenjuju u razvijenim ekonomijama mogu primeniti i u tranzicionim ekonomijama, normalno uz odgovarajuća prilagođavanja. Logično je pretpostaviti da monetarna politika treba da onemogući depresijaciju domaće valute i time spreči rast privatnog i javnog duga u uslovima smanjene aktivnosti. Što se tiče ekspanzivne fiskalne politike, izgleda da se zaboravlja da ona omogućava rast agregatne tražnje, ali samo kada je privreda konkurentna.

Jedno je sigurno, izlazak Srbije iz kombinovane krize domaće tranzicione recesije i globalne recesije mnogo će manje zavisiti od pomoći međunarodnih finansijskih organizacija i njihovih preporuka u vezi monetarne relaksacije i fiskalnih podsticaja nego od intervencija države velikog obima na planu stimulisanja agregatne tražnje, pre svega, preko sektora koji su u njenom vlasništvu (ili lako mogu preći u njeno vlasništvo). Nov pristup bitno se razlikuje od prethodne konceptijske platforme sprovođenja tranzicije koja je bila zasnovana na hiper liberalnoj doktrini i tranzicionom modelu "jaka valuta u slaboj privredi" čije je naličje bila država u povlačenju. Prema Mario Nuti [10, str.20], globalna kriza je potpuno diskreditovala ovu konceptijsku platformu.

UPRAVLJANJE RIZIKOM: KLJUČ ZA ZAOKRET U KRIZI

Rizik je kardinalna ekonomska kategorija sa ambivalentnim značenjem. Pre svega, pomisao na rizik stvara neprijatnost u stomaku. U tom smislu jedan aspekt rizika je njegovo izbegavanje. Međutim, rizik se uvek preuzima radi prinosa koji se očekuje tako da je drugi aspekt rizika vezan za latentnu vrednost koju preuzimanje rizika može da ostvari. Gotovo pola veka je velika depresija 1929-33 uticala na odnos privrednih subjekata prema riziku. Naime, model ponašanja je bio formiran na osnovama koncepta visoke averzivnosti na rizik, odnosno, niskog apetita za rizik. U isto vreme regulatorni okvir je garantovanjem depozita i zabranom komercijalnim bankama da se bave investicionim bankarstvom (*Glass-Steagall zakon*) trebalo da obezbedi rast poverenja i eliminiše kongnitivnu pristrasnost.

U poslednje tri decenije strategije privrednih subjekata visoko averzivnih na rizike su evoluirale u svoju suprotnost, ponašanje koje karakteriše visok apetit za rizik. Štaviše, značajno je promenjen i regulatorni okvir (na primer, ukinut je *Glass-Steagell zakon*). Liberalizacija finansijskih tržišta je najviše doprinela pojavi ekonomije moralnog hazarda koja, praktično, rizik potcenjuje i/ili ga prenosi na druge. U uslovima krize, rizik je ponovo ključna reč. Međutim, odnos prema riziku se mora promeniti. Izbegavanje rizika u uslovima niskog nivoa ekonomske aktivnosti nije logično. Ono što je potrebno to je upravljanje rizikom ali na inteligentan način koji doprinosi stvaranju vrednosti.

Postoje različite vrste rizika. Ekonomska teorija pravi razliku između sistemskog i nesistemskog rizika. Sistemski rizik (ili rizik tržišta kapitala) je rizik kolapsa finansijskog tržišta i celokupne privrede. U pitanju je rizik diskontinuiteta (privrednih subjekata, investicija i ekonomskih transakcija). Nestabilnost finansijskog sistema ukazuje na rast sistemskog rizika. Neadekvatna regulativa finansijskog sistema izaziva povećanje rizika po osnovu povezanosti koja postoji između finansijskih posrednika, s jedne strane, kao i povezanosti između finansijskih posrednika i realnog sektora, sektora stanovništva i države, s druge strane. U uslovima povećanog sistemskog rizika, bankrotstvo jednog subjekta ili određenog broja subjekata izaziva

kaskadni efekat koji može da dovede do bankrotstva cele privrede. Sistemski rizik se ne može izbeći diversifikacijom ali se može smanjiti hedžingom. Preduzeća i banke mogu upravljati samo nesistemskim rizikom mada sistemski rizik utiče na njihov apetit za rizik. Nesistemski rizik je rizik ulaganja u pojedinačnog emitenta hartija od vrednosti. Ovaj rizik se može izbeći diversifikacijom portfolia hartija od vrednosti.

Druga relevantna klasifikacija rizika je na kreditni (ili finansijski) rizik, tržišni rizik i operativni rizik. Kreditni rizik je rizik bankrotstva dužnika koji se nalazi sa kreditorom u određenom odnosu bez obzira da li je u pitanju bankarski kredit, kredit između dva preduzeća ili kredit državi. Tržišni rizik je posledica promene cena, kamatnih stopa ili cena osnovnih sirovina. Operativni rizik je vezan za neadekvatno vođenje poslova, zloupotrebe zaposlenih, greške u informacionom sistemu, greške u uvođenju novih proizvoda i sl. Ovaj rizik ne obuhvata rizik neadekvatne strategije i reputacioni rizik. Kreditni, tržišni i operativni rizik spadaju u neposlovne rizike i pokriveni su tzv. „regulatornim kapitalom” (rezervama u kapitalu koje određuje regulatorno telo) dok rizik strategije, rizik neadekvatnosti ljudskog kapital, reputacioni rizik i sl. spadaju u neposlovni rizik.

Rizik je moguće klasifikovati i na eksterni i interni rizik. Eksterni rizik obuhvata rizik zemlje (kamatne stope, devizni kurs, cene osnovnih sirovina, rizik gubitka suvereniteta) i rizik grane (nivo cena, dobavljači, koncentracija, regulacija i sl.). Interni rizik se odnosi na rizike neadekvatnog vođenja poslova. Ovaj rizik u najvećem stepenu odgovara operativnom riziku.

Očigledno je da se u uslovima rasta rizika uslovljenog globalnom krizom privredni subjekti ne mogu ponašati na stari način u smislu da primenjuju jednu strategiju za normalna vremena, drugu strategiju za prosperitet a treću strategiju za recesiju. U normalnim vremenima preduzeća kombinuju ofanzivne i defanzivne elemente strategije kako bi ostvarila prosečne rezultate. U uslovima prosperiteta preduzeća puno investiraju kako bi ostvarila ekstraordinarne rezultate (brže rasla od okruženja i od neposrednih konkurenata). U uslovima recesije, preduzeća smanjuju troškove i investicije (uključujući i investicije u marketing i razvoj) kako bi preživela. Nova normalnost u glo-

balnoj krizi je turbulencija, odnosno, stanje u kome se u istom danu javljaju dva ciklusa, rast i pad.

Očigledno je da se u uslovima globalne recesije sistemski rizik dramatično povećava. Takođe, povećava se i nesistemski rizik pojedinačnih privrednih subjekata. Uticaj pojedinačnih komponenti nesistemskog rizika je različit. Za privredne subjekte u Srbiji situacija je posebno delikatna zbog činjenice da je svetska recesija još više povećale izloženost rizicima u privredi koja se skoro dve decenije nalazi u tranzicionoj recesiji i čija je glavna patologija upravo pad apetita za rizikom. U slučaju Srbije, tranzicionizam bitno utiče na sistemski rizik i rizik zemlje.

Pitanje svih pitanja je kakva treba da bude strategija i menadžment model preduzeća u uslovima tolikog stepena izloženosti rizicima? Očigledno je da je u novim uslovima potrebna nova strategija koja ne bazira samo na izbegavanju rizika već, i pre svega, na korišćenju rizika kao i takav menadžment model koji bazira na ranom uočavanju svih rizika i proučavanju mogućih interakcija, izradi alternativnih scenarija i izboru strategije koja donosi najveću vrednost za prihvatljiv nivo rizika. Drugim rečima, apetit za rizik u kombinovanoj recesiji ne samo što ne sme da pada, već mora da raste, ali kontrola rizika mora da bude inteligentna.

Upravljanje rizicima je vezano za razumevanje svih rizika kojima su privredni subjekti trenutno izloženi kao i rizika u vezi sa planiranim akcijama koje će oni preduzeti. Upravljanje rizicima treba da da odgovor na pitanje da li je rizik prihvatljiv i, ako nije prihvatljiv, šta treba preduzeti da bi se rizik izbegao. Prihvatljivost rizika zavisi i od očekivanog prinosa. Ključna reč u kovanici „očekivani prinos” je „očekivani”. U običnom govoru „očekivano” znači da će se nešto verovatno desiti. U statistici, za predstavljanje očekivane vrednosti jedne promenljive, kada je raspored verovatnoće normalan, služi aritmetička sredina. Generalno, očekivani prinos je ponderisani prosek mogućih nivoa prinosa kada je primenjeni ponder na određeni prinos jednak verovatnoći pojave tog prinosa.

U ekonomskoj teoriji postoji više modela koji tretiraju prosečan odnos između rizika i prinosa. Na primer, CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) služi za analizu uticaja sistemskog rizika na prinos. Teorija arbitražnog određivanja cena (*Arbitrage Pricing Theory*) predstavlja prošir-

renje CAPM za situaciju kada postoji više izvora sistemskog rizika. Pomenute koncepcije polaze od pretpostavke da je godišnja standardna devijacija prinosa merilo zavisnosti rizika i prinosa. Drugim rečima, to znači da svaku investiciju karakterišu, pored očekivanog prinosa, i njegova standardna devijacija. Pri tome aksiomatski važi da postoji supstitabilnost (*trade off*) prinosa i rizika u smislu da se veći očekivani prinos može ostvariti samo preuzimanjem većeg rizika. Investitori u hartije od vrednosti ne brinu o riziku koji mogu diversifikovati. Ekstra prinos je posledica nediversifikovanog dela sistemskog rizika koji investitori preuzimaju. Pri tome se kao merila rizika koriste dospeće i merila osetljivosti portfolija koja mere uticaj jednog faktora rizika na vrednost portfolija poznata kao “grčka slova” (delta, gama, vega, teta i ro).

U slučaju preduzeća analiza rizika je komplikovanija. Razlog za to je mnogo manji mogući stepen diversifikacije u odnosu na finansijske posrednike. Da bi se smanjio na najmanju meru rizik defoltiranja (ili bankrotstva), preduzeća pažljivo uparuju finansijsku i investicionu perspektivu određenih odluka. Banke se još pažljivije odnose prema riziku. Pošto je obično sopstveni kapital banke jednocifreni procenat njene aktive, a bruto profit nekoliko procenata aktive, značajniji gubici zbog nemogućnosti servisiranja obaveza od strane debitora dovode do erozije sopstvenog kapitala stavljajući banku u tešku situaciju dekapitalizacije i, eventualno, bankrotstva. Recesija povećava gubitke u bankarskom sektoru i samim tim njihovu dekapitalizaciju. Zadatak regulacije je da obezbedi dovoljan nivo kapitala u bankama kako bi se minimizirao efekat sistemskog rizika.

Postoje dva pristupa upravljanju rizikom: dekompozicija rizika i agregiranje rizika. Dekompozicija rizika podrazumeva upravljanje pojedinačnim komponentama rizika. Agregiranje rizika uključuje uticaj diversifikacije na smanjenje rizika. Na primer, banke koriste oba pristupa za upravljanje tržišnim rizikom. Agregiranje rizika se koristi za upravljanje kreditnim rizikom dok se dekompozicija rizika koristi za upravljanje rizicima u poslovima sa kreditnim derivatima. Najčešće se koristi pristup agregiranja rizika. U tom slučaju potrebno je predvideti distribuciju verovatnoće (ili statistički raspored) za različite tipove rizika i različite biznise. Prvi korak u agregiranju

rizika je izračunavanje distribucije verovatnoće gubitka po tipovima rizika i po vrstama biznisa. U sledećem koraku dolazi do agregiranja tih distribucija verovatnoća da bi se dobila distribucija verovatnoće ukupnog rizika.

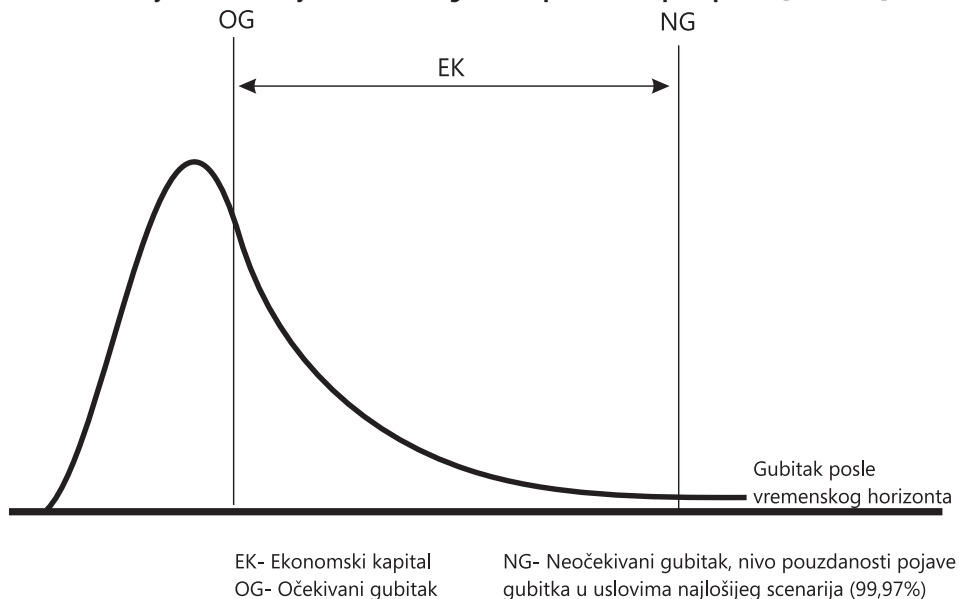
U finansijskim organizacijama postoji duga tradicija upravljanja rizicima. Banke kao osnove finansijske organizacije prave rezerve u kapitalu za slučaj pojave gubitka. Stvarni gubici obično se razlikuju od očekivanih gubitaka tako da se u kapitalu moraju naći i rezerve za slučaj neočekivanih gubitaka. Posledično, suštinsko pitanje regulacije finansijskog sektora je pitanje veličine kapitala (ili adekvatnosti kapitala) za pokriće raznih eventualnosti. Naime, kapital banaka i drugih finansijskih posrednika mora biti u stanju da pokrije razliku između očekivanih gubitaka u određenom vremenskom periodu i neočekivanih gubitaka (ili gubitaka u najlošijem scenariju) u istom periodu. Neočekivani gubitak je gubitak za koji se može konstatovati sa visokom pouzdanošću, na primer 99,97%, da se neće pojaviti. Osnovna ideja je da se očekivani gubici pokrivaju iz zarade banke, a da se za neočekivane gubitke pokriće traži u kapitalu banke. Na Ilustraciji 2 prikazana je distribucija verovatnoće (ili statistički raspored) gubitka za nivo statističke pouzdanosti od 99,97% i za vremenski horizont od godinu dana. Slučajna promenljiva koja opisuje rizik pojave gubitka je predstavljena asimetričnim statističkim rasporedom veće zakrivljenosti sa leve strane.

Oblik krive distribucije verovatnoće gubitka ukazuje na mogućnosti izbegavanja rizika. Tržišni rizik se obično prikazuje normalnim ili log-normalnim distribucijom verovatnoće. Kreditni rizik se prikazuje asimetričnom distribucijom verovatnoće sa većom zakrivljenošću na levoj strani. Izbor distribucije verovatnoće za operativni rizik je, takođe, specifičan zbog činjenice da postoji visoka frekvencija faktora niskog rizika i mala frekvencija faktora visokog rizika. Alternativne distribucije verovatnoće gubitka su prikazane na Ilustraciji 3.

Razumevanje suštine upravljanja rizikom zahteva upoznavanje sa pojmom ekonomski kapital za čije objašnjenje će biti iskorišćena Ilustracija 4. Očekivani gubitak (OG) predstavlja gubitak koji se može predvideti na bazi vremenske serije podataka. Statistički posmatrano, u pitanju je prosečan ponderisani gubitak date distribucije verovatnoće. Neočekivani gubitak (NG) predstavlja odstupanje stvarnog gubitka od očekivanog gubitka. Ukoliko je stvarni gubitak manji od očekivanog gubitka, postojeće rezervacije kapitala ostaju i za sledeći period. Ukoliko je stvarni gubitak veći od očekivanog gubitka, potrebno je napraviti nove rezervacije u kapitalu. Ukoliko je gubitak ekstremno velik (na šta ukazuje osenčena površina dijagrama), bankrotstvo je neminovno. Verovatnoća ovakvog ekstremnog gubitka direktno korespondira sa kredit rejtingom. Sada dolazimo do ključne veličine u upravljanju rizikom. To je ekonomski kapital (EK) koji zavisi od projekcije neočekivanog gubitka.

U pitanju je iznos kapitala koji mora postojati da bi se ograničila mogućnost bankrotstva u određenom periodu sa određenim nivoom pouzdanosti. Nivo pouzdanosti zavisi od poslovnih ciljeva i strategije, odnosno, od apetita za rizik. Princip rada banke može biti rad sa preduzećima koja imaju kredit rejting AA (verovatnoća bankrotstva u periodu od godinu dana je 0,03%, odnosno, nivo statističke pouzdanosti je 99,97%).

Ilustracija 2. Distribucija verovatnoće gubitka i potreban kapital prema [7, str.166]



Ukoliko banka radi sa preduzećima sa kredit rejtingom BB, to znači da je odgovarajući nivo pouzdanosti 99,80%. Ekonomski kapital postoji da bi pokrio neočekivani gubitak. Na primer, ukoliko banka sa rejtingom AA procenjuje da je mogući gubitak 1% godišnje i ako je gubitak za najlošiji scenario (gubitak čija je verovatnoća pojavljivanja 0,03% u periodu posmatranja) iznosi 5%, ekonomski kapital za kredit od 100 novčanih jedinica bi iznosio 4 novčane jedinice (razlika između gubitka najlošijeg scenarija i očekivanog gubitka).

Distribucija verovatnoće gubitka u određenom periodu može se posmatrati kao okvir za analizu rizika. Na bazi ovog koncepta, moguće je izvesti nekoliko merila. Osnovna merila su: standardna devijacija (ili varijansa), očekivani gubitak, u oznaci OG, vrednost pod rizikom, u oznaci VaR i očekivani gubitak „repa“ distribucije verovatnoće, u oznaci OG(G).

Faktički, očekivani gubitak ne predstavlja merilo rizika već prosečan gubitak obavljanja određenog biznisa. Statistički, u pitanju je prosečan gubitak koji nastaje neograničenim ponavljanjem istog biznis modela. Neočekivani gubitak predstavlja odstupanje stvarnog gubitka od očekivanog gubitka.

Standardna devijacija (ili varijansa) odražava stepen neizvesnosti u vezi sa budućim dobitcima i gubicima po osnovu određenog biznisa. U slučaju normalnog statističkog rasporeda, standardna devijacija zajedno sa očekivanim gubitkom u potpunosti opisuje distribuciju verovatnoće gubitka. U pitanju je adekvatno merilo distribucije verovatnoće gubitka samo u slučaju da je statistički raspored simetričan.

Vrednost pod rizikom (VaR- *Value at Risk*) je merilo rizika razvijeno od strane investicione banke *J.P. Morgan*.

Sušтина ovog merila je da sa pouzdanošću od $X\%$ može pretpostaviti da se neće izgubiti V novčanih jedinica u narednih N dana. Varijabla V predstavlja vrednost pod rizikom, $X\%$ je nivo statističke pouzdanosti, a N je vremenski horizont. Za datu distribuciju verovatnoće gubitka, G , vrednost pod rizikom se određuje kao

$$VaR_{\alpha}(G) = \inf_{g \in \Pi} \{P(G > g) \leq 1 - \alpha\}, \alpha \in (0,1)$$

Gde je VaR poslednji kvantil distribucije verovatnoće. Ekonomsko objašnjenje vrednosti pod rizikom je maksimalan gubitak za dati nivo poverenja α (na primer, 95%) ili minimalni gubitak koji će se ostvariti u $1 - \alpha$ (u konkretnom slučaju 5%) najgorih ishoda. Pošto je vremenski horizont determinanta distribucije verovatnoće u kojoj će se javiti odgovarajući gubitak, ostaje da se ona odredi. Na primer, za tržišni rizik tipičan vremenski horizont je 1-10 dana dok je u slučaju kreditnog rizika odgovarajući vremenski horizont godinu dana.

Osnovni problem VaR merila leži u zanemarivanju mogućih gubitaka preko praga intervala poverenja, za $1 - \alpha$ slučajeva. Problem u velikoj meri rešava uvođenje merila očekivanog gubitka repa distribucije (na primer, 5%), u oznaci $OG(G)$, na engleskom oznaka je $ES(L)$ – *Expected Shortfall*. U pitanju prosečan gubitak za $1 - \alpha$ slučajeva. Preciznije, očekivani kratkoročni gubitak je:

$$OG_{\alpha}(G) = O(G, G \geq VaR_{\alpha}(G))$$

Odnos između karakterističnih merila rizika na bazi koncepta distribucije verovatnoće rizika dat je na Ilustraciji 5.

Ilustracija 3. Alternativne distribucije verovatnoće gubitka



Metrika rizika zavisi od poslovne strategije i biznis modela, odnosno, apetita za rizik. Za testiranje konkretnog modela upravljanja rizikom koristi se tzv. „stres test“. Stres test pokazuje kako se kreću performanse u slučaju ekstremnih tržišnih situacija. Teorijski, ekstremne tržišne situacije imaju veoma malu (praktično zanemarivu) verovatnoću pojave. Na primer, ekstremnim događajem može se smatrati dnevna promena cene određene hartije od vrednosti od 5 standardnih devijacija. U slučaju da normalni raspored opisuje distribuciju verovatnoće gubitka, ova situacija bi se mogla javiti jednom u periodu od 7.000 godina, dok se u praksi ova situacija javlja jednom ili dva puta u periodu od 10 godina. Tipični primeri stres testa su: promena krive prinosa za 100 baznih poena, smanjenje vrednosti aktive za 20%, promena kursa rezervnih valuta za 6% ili promena kursa domaće valute za 20%. Stres test se pravi na bazi scenarija. Korišćenje scenarija podrazumeva dve mogućnosti. Prvo, praćenje promene jedne varijabile uz pretpostavke da nema promene drugih varijabila. Drugi pristup je utvrđivanje odnosa zavisnosti između varijabile koja je predmet stres testa i drugih varijabila kako bi se napravila projekcija za njih uslovno od promena koje stvara varijabila koja je predmet stres testa [8]. Drugi pristup je mnogo realniji. U prilog tom zaključku govori i istraživanje koje je napravio Deloitte za 100 najvećih gubitaka u vrednosti akcija koje je pokazalo da u preko 80% slučajeva uništena vrednost je posledica interakcije dva i više faktora rizika [12, str.17].

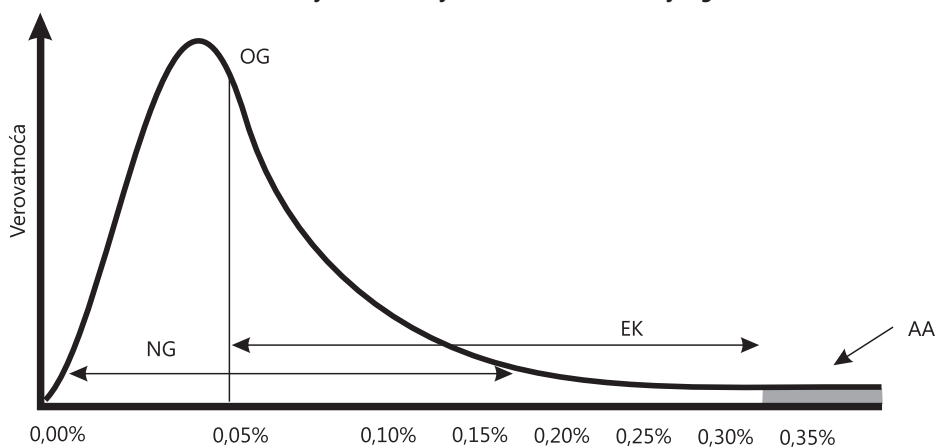
REGULATORNI OKVIR UPRAVLJANJA RIZIKOM

Zadatak svake države je da obezbedi stabilnost. Generalno, stabilnost znači stabilnost kursa i cena. Stabilnosti se ostvaruje na različite načine u privrednim sektorima. U bankarskom sektoru stabilnost se ostvaruje garantovanjem depozita i minimiziranjem verovatnoće defoltiranja banaka poštovanjem određenih pravila regulacije. Suština se svodi na kapitalnu adekvatnost.

Do 1988. godine regulatorna tela su određivala kapitalnu adekvatnost banke preko minimalnog odnosa sopstvenog kapitala i aktive ili maksimalnog odnosa aktive i sopstvenog kapitala. Slaba tačka ovakvog načina utvrđivanja kapitalne adekvatnosti banke je nereprezentativnost aktive kao pokazatelja aktivnosti banke. Naime, aktiva ne govori o ukupnom riziku koji banka preuzima pošto ne obuhvata vanbilansne transakcije (transakcije sa kreditnim derivatima kao što su konverzije, opcije, egzotični derivati i sl) kao i operacije sa kratkoročnim i dugoročnim hartijama od vrednosti. Ove transakcije ne utiču na volumen iskazane aktive i, samim tim, ne utiču na volumen kapitala koji se mora obezbediti za pokriće rizika povodom tih transakcija. Faktičko stanje je da vanbilansne transakcije povećavaju kreditni rizik banke. Na primer, ukoliko partner kamatne konverzije defoltira u slučaju kada konverzija ima pozitivnu vrednost za banku (negativnu vrednost za partnera) banka će zabeležiti gubitak.

Precizan obračun kapitalne adekvatnosti banke zahteva uključivanje bilansnih i vanbilansnih transakcija. Da

Ilustracija 4. Obračun ekonomskog kapitala za distribuciju verovatnoće gubitka u periodu od godinu dana za banke koje rade sa klijentima sa AA kredit rejtingom



bi se to postiglo, potrebno je izračunati rizikom ponderisanu aktivu za obe vrste transakcija. Rizikom ponderisana aktiva za bilansne pozicije izračunava se ponderisanjem glavnice kredita rizikom debitora. U slučaju kreditnih derivata prvo se izračunava ekvivalentni iznos kredita, a zatim se on ponderiše rizikom klijenta.

Rešavajući problem kapitalne adekvatnosti regulatorna tela najrazvijenijih tržišnih ekonomija su pod okriljem Banke za međunarodna poravnanja iz Bazela (*BIS-Bank for International Settlements*) 1988. godine napravila sporazum pod nazivom "*The 1988 BIS Accord*" popularno nazvan *Basel I*. Ovaj dokument propisuje dva standarda kapitalne adekvatnosti: multiplikator ukupna aktiva/sopstveni kapital (< 20) i *Cooke* racio za bilansne i vanbilansne pozicije. Suština drugog standarda je obračun rizikom ponderisane aktive kao merila kreditnog rizika. Standard propisuje da sopstveni kapital banke mora biti najmanje 8% rizikom ponderisane aktive.

Od 1996. godine radi se intenzivno na unapređenju dokumenta *Basel I* koje je finalizovano 1998. godine u dokumentu „*The BIS 1998*“. Suštinu promena čini obezbeđenje kapitala ne samo za kreditni rizik, već i za tržišni rizik. Takođe, nov regulatorni dokument pravi razliku između statutarne finansijskih izveštaja i menadžerskih izveštaja (ili bankarskih knjiga) koji obuhvataju sve transakcije. Konačno, kao merilo tržišnog rizika nov dokument preporučuje *VaR* merilo.

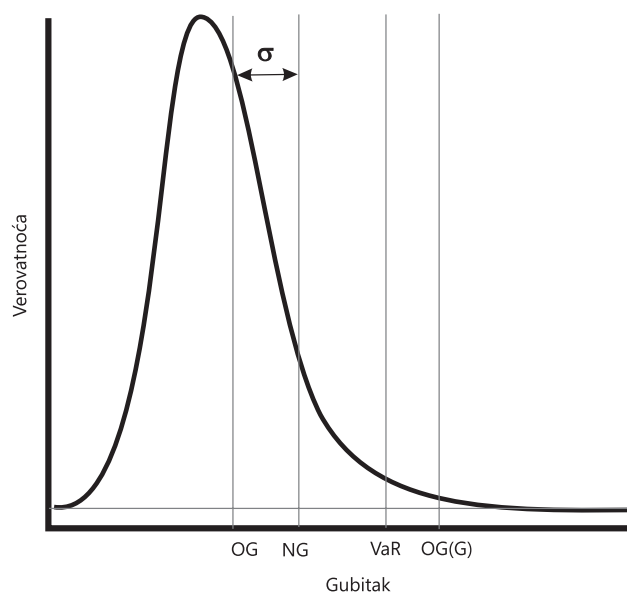
U periodu 1999-2005 dolazi do serije unapređenja *Basel I* dokumenta koja rezultiraju novim dokumentom, *Basel II*. Dokument je počeo da se primenjuje od 2007. godine u EU za banke i finansijske posrednike koji rade sa hartijama od vrednosti. Dokument ima tri stuba: kapitalnu adekvatnost, nadzor i tržišnu disciplinu. Obračun minimalnog kapitala kojim se pokriva kreditni rizik vrši se na nov način kojim se respektuje kreditni rejting debitora. Obračun minimalnog kapitala za pokriće tržišnog rizika ostao je nepromenjen (*VaR* merilo). Novost je obračun minimalnog kapitala za pokriće operativnog rizika. Nov dokument definiše sedam tipova operativnog rizika i osam osnovnih poslovnih linija bankarskog biznisa što daje 56 različitih kombinacija rizika i poslovnih linija. *VaR* merilo takođe se koristi za merenje ope-

rativnog rizika. I dalje važi zahtev iz *Basel I* dokumenta da sopstveni kapital mora biti veći od 8% rizikom ponderisane aktive. Pored pomenute tri vrste rizika, *Basel II* dokument pominje i rezidualni rizik koji obuhvata faktore rizika kao što su sistemski rizik, reputacioni rizik, rizik strategije, rizik likvidnosti, pravni rizik i dr.

Što se tiče nadzora, *Basel II* daje određenu diskreciju nacionalnim regulatornim telima u vezi primene postupka nadzora uz očekivanje konzistentne primene opštih pravila nadzora. Konačno, u vezi tržišne discipline, zahteva se od banaka iskazivanje većeg broja informacija o alokaciji kapitala i preuzetim rizicima u vezi sa tim.

Regulatorni okvir *Basel II* bitno je uticao na modele upravljanja rizikom ne samo u finansijskim organizacijama, već i u realnom sektoru. U tome su naročito prednjačila preduzeća iz naftne industrije. ERP softveri, na primer, MySAP ERP, takođe se bave analizom rizika. Osnovne slabosti ovih modela odnose se na nepoštovanje interakcije faktora rizika, zanemarivanje operativnih rizika, naročito rizika strategije i neadekvatnosti ljudskog kapitala. Očigledno je da globalna kriza pojačava potrebu za razvojem sveobuhvatnih modela za ove svrhe. U tom smislu inteligentno upravljanje rizikom postaje imperativ.

Ilustracija 5. Metrika merenja rizika na bazi distribucije verovatnoće gubitka



INTELIGENTNO UPRAVLJANJE RIZIKOM

Upravljanje rizikom na nivou preduzeća je pod velikim uticajem regulative upravljanja rizikom u finansijskom sektoru. Poslednja unapređenja *Basel II* dokumenta podrazumevaju izradu stres testa i za preduzeće koje je komitent banke kao i izradu odgovarajućeg finansijskog modela pomoću koga se vrši procena izloženosti preduzeća riziku analizom relevantnih faktora rizika.

Upravljanje rizikom je proces pomoću koga preduzeće identifikuje, procenjuje, prati i kontroliše faktore rizika iz različitih izvora u cilju maksimizacije svoje vrednosti. Inteligentno upravljanje rizikom zahteva da se apetit za rizik stavi u sklad sa izloženošću riziku. To se postiže rastom rezistentnosti na šokove.

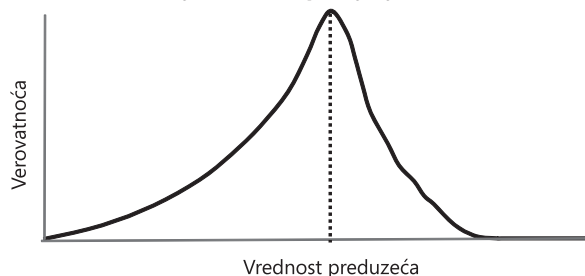
Sušтина problema je u pronalaženju najboljeg scenarija uticaja faktora rizika na vrednost. Da bi se to postiglo, potrebno je objasniti pojam rezistentnost na šokove. Na Ilustraciji 6a prikazana je rezistentnost na šokove kao grafička ilustracija izloženosti preduzeća faktoru rizika. Već smo konstatovali da se distribucija verovatnoće rizika koristi za opisivanje izloženost riziku pomoću vrednosti preduzeća i njenog varijabiliteta u zavisnosti od delovanja faktora rizika. Uža distribucija verovatnoće znači veću rezistentnost na šokove, šira distribucija verovatnoće manju rezistentnost na šokove. Ukoliko stratezi preduzeća nisu zadovoljni stepenom izloženosti riziku i stvorenom vrednošću predstavljenom pomoću distribucije verovatnoće, oni će preuzeti aktivnosti upravljanja rizikom kako bi preduzeće usmerili u pravcu veće rezistentnosti na šokove. Pored uže distribucije verovatnoće, rezultat upravljanja rizikom biće i veća vrednost preduzeća (Ilustracija 6b).

P. Kotler i *J. Caslione* predlažu nov sistem za upravljanje rizikom u uslovima turbulencija izazvanih globalnom recesijom pod nazivom Chaotics Management System [9, strane:106-10]. Ovaj sistem omogućava manevrisanje preduzeća u uslovima turbulencija, pre svega, pomoću novog internog procesa, procesa upravljanja rizikom. Nov menadžment sistem podrazumeva rano upozoravanje otkrivanjem slabih signala koje ne uspevaju da otkriju drugi konkurenti, izradu alternativnih scenarija i procenu vrednosti strategije u slučaju primene najboljeg scenarija.

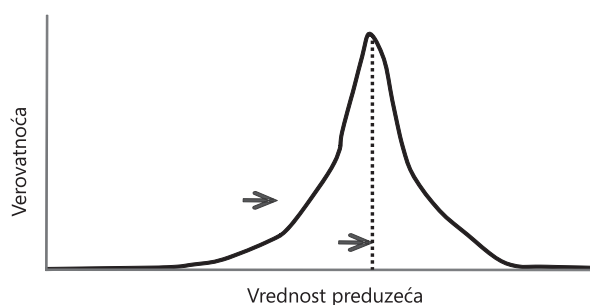
Deloitte je razvio model za inteligentno upravljanja rizikom [12, str.22-4] koji se može primeniti u prethodno

opisanom menadžment konceptu. Suština modela je procena vrednosti preduzeća na bazi izračunavanja uticaja faktora rizika na pokretače vrednosti. Model polazi od pretpostavke da nema boljeg relaksatora rizika od vrednosti preduzeća koja se može ostvariti preuzimanjem određenog rizika (rastom apetita za rizik ili rastom rezistentnosti na šokove). Koncept je prikazan na Ilustraciji 7. Ilustracija pokazuje da proces započinje identifikacijom svih faktora rizika kojima je preduzeće izloženo. U pitanju su eksterni rizici (globalna kriza, rizik zemlje, granski rizik i sl.) i interni rizici (pre svega, operativni rizik i kreditni rizik). Kretanje na desno kroz ilustraciju vodi prema prvom filteru faktora rizika, mix biznisa i/ili proizvoda. Zadatak ovog filtera je da identifikuje rizike relevantne za preduzeće. Na primer, rizik promene cene nafte neće predstavljati relevantan rizik za telekomunikaciono preduzeće, ali za železaru to će biti relevantan rizik. Nastavljajući nadesno kroz ilustraciju može se sagledati uticaj relevantnih faktora rizika na pokretače vrednosti kao što su stopa rasta, cena kapitala i sl. Sagledavanje uticaja faktora rizika na pokretače

Ilustracija 6. Efekti upravljanja rizikom



a. Distribucija pojave gubitka pre upravljanja rizikom



b. Distribucija pojave gubitka posle upravljanja rizikom

vrednosti zahteva upravljanje faktorima rizika (osiguranje od valutnog rizika, osiguranje objekata i poslova i sl.) što predstavlja drugi filter u procesu. Zatim se uticaj rizika na pokretače vrednosti kvantifikuje preko stvorene vrednosti. Raspon uticaja na pokretače vrednosti predstavlja izloženost riziku (rezistentnost na šokove).

Izloženost riziku je ključni input za određivanje apetita za rizik. Suština je u traženju odgovora na pitanje: da li su stratezi preduzeća zadovoljni sa postojećom izloženosti riziku? Uparujući konzistentno izloženost riziku sa apetitom za rizik, stratezi preduzeća donose odgovorajuće odluke u vezi sa *mix*-om biznisa/proizvoda, investicijama, ciljanim tržištima i sl. Svaka odluka menja odnos rizik-prinos doprinoseći novom odnosu stvorene vrednosti i stepena izloženosti riziku. Ovi obračuni se rade pre implementacije nove strategije kako bi se dobio uvid u odnos između rizika i stvorene vrednosti kada se ocenjuju različite strategijske alternative. Bitnu kariku novog koncepta predstavlja integracija procesa upravljanja rizikom u proces formulisanja i implementacije strategije. Na Ilustraciji 8 dati je IntEVAR model upravljanja rizikom razvijen od strane *Deloitte*. Model stavlja u odnos interne i eksterne pokretače rizika (leva strana ilustracije) i faktore pod njihovim uticajem (sredina ilustracije) kako bi se mogli projektovati elementi bitni za procenu vrednosti preduzeća, odnosno, vrednost strategije (desna strana ilustracije). Ovaj model dobija mnogo veći stepen sofisticiranosti kada se upotrebi metod scenarija (deterministički i stohastički), korelaciona analiza ili uvede veći broj promenljivih vezanih za poslovne linije, proizvode i sl. Ovom prilikom je prikazan scenario uticaja promene deviznog kursa na vrednost preduzeća. Devizni kurs utiče na cenu finalnih proizvoda i varijabilne troškove u zavisnosti od lokacije preduzeća i njegovih prodajnih tržišta. Ilustracija pokazuje da pad cena finalnih proizvoda od 5% i rast varijabilnih troškova od 6% utiču na neto prodaju i troškove proizvodnje i, preko njih, na slobodan novčani tok. Primenom modela za prethodne pretpostavke vrednost preduzeća se smanjuje za 22% (ili 0,5 milijardi). Poruka modela je da stratezi preduzeća moraju da vode računa o hedžovanju valutnog rizika.

UMESTO ZAKLJUČKA: PREPORUKE ZA SRBIJU

Osnovne karakteristike svake ekonomske krize su, pored povećane ranjivosti (privrede i pojedinačnih ekonomskih subjekata) usled rasta rizika, i nove mogućnosti koje energija turbulencije po sebi nosi. Rast ranjivosti zahteva defanzivne mere (izbegavanje rizika), a rast mogućnosti ofanzivne mere (prihvatanje rizika). Pošto su loša vremena loša za većinu a dobra za manjinu, uspeh u lošim vremenima omogućava iznadprosečan prinos.

Do stanja u kome se svetska ekonomija nalazi danas dovele su krupne greške u regulaciji tržišta kapitala i isključivi fokus monetarne politike na kontrolu inflacije. Ekonomija moralnog hazarda je dovela do krize koja je glavni razlog zarušavanja jednog poretka i otpočinjanja tranzicije prema drugom poretku. Liberalni kapitalizam se zarušio 2008. godine slično kao i centralizovani socijalizam 1989. godine. Rizik je ključna reč pre krize, tokom krize i posle krize. Osnovni cilj ovog rada je da ukaže da je za prelazak iz ekonomije moralnog hazarda u ekonomiju inteligentnog upravljanja rizikom neophodna kompleksna i konzistentna promena na makro i mikro planu. Suština je pomeranje fokusa od statičke ekonomske stabilnosti (makro nivo) prema dinamičnom menadžmentu (mikro nivo).

Makro-ekonomske mere treba da obezbede ne samo stabilnost, već i strukturno prilagođavanje ekonomije kako bi ona ušla u stanje zdravog rasta (ili rasta koji stvara vrednost). Pri tome „vidljiva ruka“ države kroz sistem regulacije, pre svega finansijskih tržišta, treba da obezbedi balans između stvorene vrednosti u realnom sektoru i emitovane vrednosti u finansijskom sektoru. Naime, vidljiva ruka države treba da smanji posledice moralnog hazarda, odnosno, kognitivne pristrasnosti u ponašanju privrednih subjekata. Preduzeća i banke treba da podnose rizik umesto da ga izbegavaju ili neograničeno prenose. Međutim, renetizacija deficita kao dominantna strategija konsolidacije nosi visok rizik ireverzibilnosti. Država u najrazvijenijim privredama svojim merama protiv krize ne samo da pokreće niz etičkih pitanja (javni dug se koristi za pokriće posledica visokog privatnog leveridža), već i nerezonski preuzima rizik ponašajući se kao „kockar koji gubi“ (rizičnim potezima pokušava brzo da nadoknadi izgubljeno). Ova situacija krije opasnost novih turbulencija zbog ire-

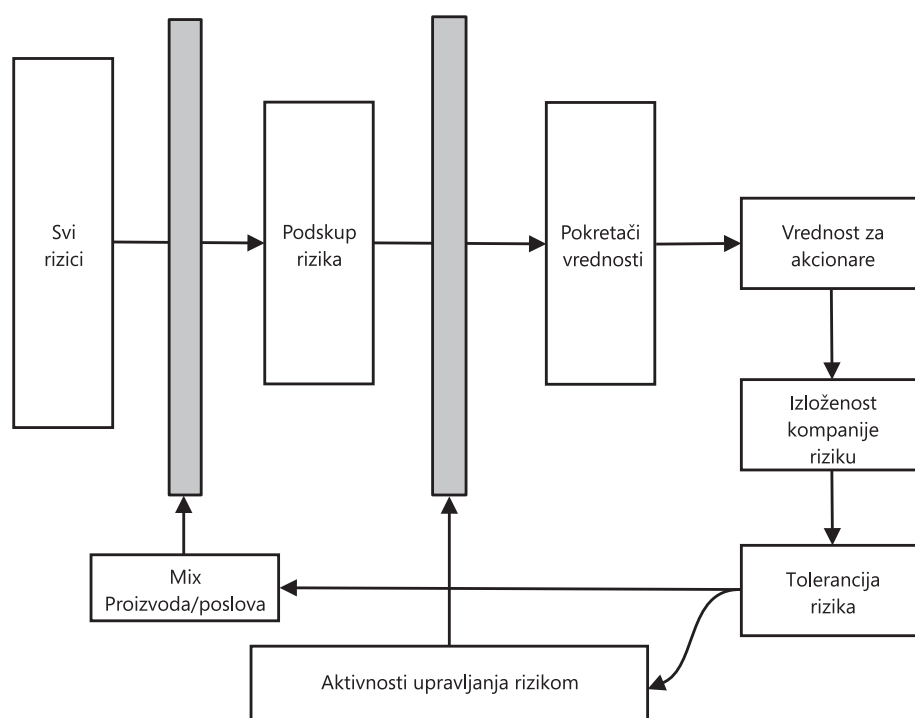
verzibilnog karaktera uspostavljene ravnoteže opominjući stratege privrednih subjekata da je stanje permanentne krize nova normalnost sa kojom treba računati.

U slučaju Srbije izlazak iz krize neće biti lak zadatak obzirom da se lokalna kriza uslovljena tranzicionizmom i svetska kriza uslovljena nelikvidnošću tržišta kapitala i zaglavljivanjem bankarskog sistema nalaze u interferenci. Turbulencija je ogromna tako da je ranjivost privrede Srbije na kombinovanu krizu izuzetno visoka. Spremnost vlade da reaguje je umerena. Međutim, mogućnosti vlade da reaguje su male zbog poznatog problema suboptimizacije usled političkih kompromisa koji karakterišu koalicione vlade sa velikim brojem učesnika. Za izlazak iz krize neophodni su optimizam i dostojanstvo. Vlada treba da ima optimizam, a narod treba da bude dostojanstven. Što se tiče političkog vrha, mobilizacija i uključivanje drugih u ostvarenje jasne, originalne i izvodljive vizije za Srbiju, za recimo pet godina, je najbolju način da se smanji opasnost apsolutizma makar on bio i prosvেćen.

U čemu se ogleda optimizam vlade? Prvi korak u prilagođavanju je izgradnja novog monetarnog modela koji bi obezbedio stabilnost kursa. Kredit IMF za održa-

vanje stabilnosti domaće valute je korak u dobrom pravcu. Takođe, vlada treba da radi na povećanju nivoa aktivnosti, pre svega, preko stratejskih sektora koji se nalaze i/ili bi se lako mogli naći u njenim rukama (energetika, telekomunikacije, infrastruktura, poljoprivreda i sl.). Dokapitalizacija treba da bude osnovni model uvođenja stranog (i domaćeg) kapitala u stratejske sektore. Takođe, kroz koncesije i BOT (*Building Operating Transferring*) aranžmane država treba da omogući finansiranje infrastrukture bez novog zaduženja uz povećanje nivoa aktivnosti koje imaju efekat multiplikatora na rast ekonomije. Konačno, sa prethodnim merama treba povezati industrijske politike i politiku regionalnog razvoja. Kamate moraju da padaju a centralna banka treba da proširi ulogu regulatora i da se delimično povuče iz uloge poslodavca poslovnih banaka. Postojeći porezi se ne smeju povećavati, a poreski sistem mora biti eksplicitan i kodifikovan. Deficite budžeta i bilansa tekućih transakcija koji su neizbežni u srednjem roku treba pokrivati rastom zaduženja od međunarodnih finansijskih organizacija i državnih investicionih fondova novoindustrijalizovanih zemalja i/ili sirovinama bogatih zemalja sa kojima Srbija treba da uđe u partnerstvo

Ilustracija 7. Okvir za inteligentno upravljanje rizikom prema [12, str.18]



EKONOMIKA PREDUZEĆA

u strateškim sektorima. Smanjenje državne administracije i usklađivanje penzija su neminovne mere sa jakim demonstracionim efektom.

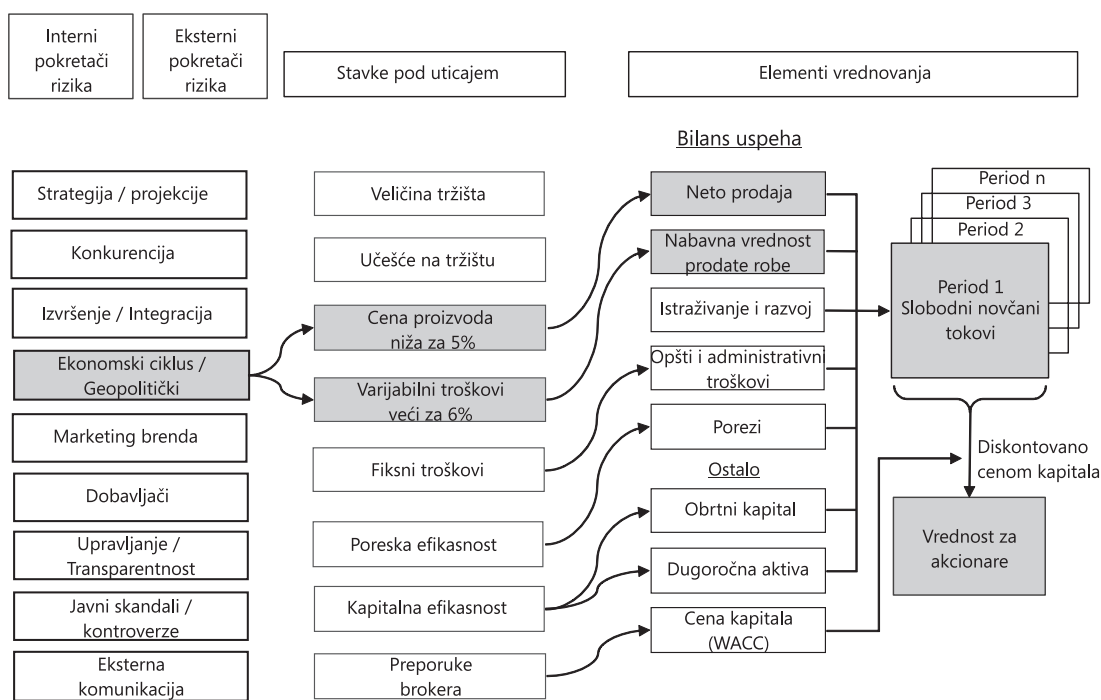
Suštinu zaokreta treba da čine reforme na mikro-ekonomskom nivou, odnosno, razvoj novog menadžment koncepta na osnovu koga privredni subjekti treba da prihvataju rizik umesto da ga izbegavaju ili neograničeno prenose. Nije logično da se, zbog izbegavanja rizika, i dalje smanjuje inače nizak nivo aktivnosti. To se, pre svega, odnosi na javni sektor u kome, da bi se postiglo prethodno, treba zameniti sistem političkog upravljanja sistemom korporativnog upravljanja. U rukama države u ovom trenutku se nalaze, ili bi se lako mogli naći, resursi koji mogu da obezbede najveći rast proizvodnje i zaposlenosti. Što se tiče privatnog sektora, u ovom trenutku najveću opasnost za njega predstavljaju valutni i regulatorni rizik (indirektni porezi, antimonopolsko zakonodavstvo, i sl.). Najveća pomoć države privatnom sektoru je da obezbedi održivu makro-ekonomsku stabilnost.

Prihvatanje rizika zahteva primenu koncepta inteligentnog upravljanja rizikom kako u javnom tako i u privatnom sektoru. Suština inteligentnog upravljanja rizikom je

uparivanje apetita za rizik sa izloženošću riziku na način da se rezistentnost na šokove privrednog subjekta poveća uz mogućnost ostvarenja njegovih namera. Inteligentno upravljanje rizikom promoviše pristup koji istovremeno štiti preduzeće od uticaja faktora rizika u uslovima globalne krize i omogućava korišćenje latentnih mogućnosti za poboljšanje njegove pozicije koju nosi energija turbulencije izazvana upravo rastom rizika. U pitanju je profilaktičko sredstvo koje omogućava da turbulencija postane prednost, odnosno, da se haos pretvori u poredak. Da bi se to ostvarilo, potreban je sistem menadžmenta koji obezbeđuje rano upozoravanje o slabim signalima ključnih trendova razvoja koje ne može da identifikuje većina konkurenata, izgradnju različitih scenarija za moguće alternativne budućnosti i izbor i primena strategije koja vodi željenoj poziciji za promenjene okolnosti na bazi najveće procenjene vrednosti i tolerantan nivo rizika. Ne postoji bolji način relaksiranja rizika od procene efekata strategije.

Očigledno za nov poredak na koga presudno utiče turbulencija ekonomske krize je potreban nov pristup koji zahteva imaginaciju i tehničku kompetenciju. Prosperitet je veliki učitelj, kriza može biti još veći.

Ilustracija 8. Kvantifikovanje valutnog rizika prema [11, str.23]



IZVORI

1. D. Ariely, (2009): *The end of rational economic*, Harvard Business Review, July-August
2. E. Beinhocker, I. Davis, and L. Mendonca (2009): *The 10 trends you have to watch*, Harvard Business Review, July-August
3. Bremmer, P. Keat and R. Schaap (2009), *Contry assessments*, Harvard Business Review, July-August
4. D. Đuričin, (2008): *Srbija: tranzicija i posle u regionu nekadašnje Jugoslavije*, Miločerski ekonomski forum 2008, Savez ekonomista Srbije
5. N. Ferguson, (2009): *The descent of finance*, Harvard Business Review, July-August
6. P. Flatters and M. Willmont, (2009): *Understanding the post-recession consumer*, Harvard Business Review, July-August
7. J.C. Hull, (2007): *Risk Management and Financial Institutions*, Person. Prentice Hall, New Jersey
8. P. Kupiec, (1999): *Stress testing in a Value at Risk framework*, Journal of Derivatives, No.6
9. P. Kotler and J. Caslione, (2009): *Chaotics: The Business of Managing and Marketing in the Age of Turbulence*, Amacom, New York
10. M. Nuti, (2009): *The impact of the global crises on transition economies*, Economic Annals, April-June
11. M.E. Porter and K. Schwab, (2008): *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Palgrave-MacMillan, New York
12. S. Sigal, (2008): *Value-based enterprise risk management: the key to unlocking ERM potential*, Corporate Finance Review, January-February

**Dragan N. Đuričin**

redovan profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu na predmetima Strategijski menadžment i Menadžment projekata (osnovne akademske studije) i Poslovna strategija i Strategijske finansije (master studije). Kao konsultant Deloitte radi od 1994. godine, a od 2007. godine je na dužnosti predsednika Deloitte Adria. Predsednik je Saveza ekonomista Srbije. Bio je gostujući profesor Univerziteta u Veneciji i profesor Fulbright fondacije. Napisao je veći broj knjiga iz oblasti strategijskog menadžmenta, upravljanja projektima i ekonomike tranzicije. Član je ili je bio član odbora direktora: Metalac, Sintelon-Tarkett, Apatinska pivara -InBev, Hypo Alpe Adria Bank, Imlek, ABS Holdings i Institut za kardiovaskularne bolesti Dedinje.

KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U KRIZI

CORPORATE GOVERNANCE IN CRISIS

Katarina Đulić

International Finace Corporation, Belgrade

Fakultet za Ekonomiju, Finansije i Administraciju, Beograd

Apstrakt

Članak se fokusira na upravni odbor - mehanizam korporativnog upravljanja koji je na mikro nivou kompanija, po mišljenju autora, najviše doprineo izbijanju globalne finansijske krize. Rad će pokušati da odgovori na pitanje: kako treba da izgleda i funkcioniše „idealni“ upravni odbor? Koji formalni kriterijumi i uslovi treba da se ispune da bi upravni odbori dobro upravljali rizicima i da bi pravili dobre strateške izbore? Oslanjajući se na metodologiju IFC rad nudi referentni okvir za analizu pojedinih aspekata funkcionisanja upravnog odbora. Uz to, prikazom rezultata različitih istraživanja koja su ispitivala funkcionisanje upravnih odbora u Evropi i Americi rad nudi solidan osnov za komparativnu analizu. Na taj način, i firmama se pruža dobro analitičko oruđe za procenu rada sopstvenog upravnog odbora.

Ključne reči: korporativno upravljanje, finansijska kriza, upravni odbor

Abstract

This article is focused on Board of Directors - a corporate governance mechanism, which at the company level, has mostly contributed to a global financial crisis that started last year. The article will try to answer the following questions: how should be structured and how should function an „ideal“ Board of Directors? Which formal criteria and conditions should be met so that Board of Directors could manage risks well and could make good strategic choices? The article uses an IFC methodology to build up an analytical framework for examination of certain aspects of functioning of Board of Directors. In addition, the article presents results of different researches that examined boards in Europe and the United State thus offering a solid basis for a comparative analysis. In this way, the article offers to firms a good set of analytical tools to examine and evaluate their own boards.

Key words: corporate governance, financial crisis, board of directors

PROBLEMI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U KRIZI

Ovaj članak se bavi jednim aspektom korporativnog upravljanja¹ u vreme velike globalne finansijske krize 2008/2009. godine. Članak se fokusira na upravni odbor pošto je to, po mišljenju autora mehanizam korporativnog upravljanja koji je, na mikro nivou kompanija, najviše doprineo izbijanju globalne finansijske krize². Kada god pukne balon na finansijskom tržištu (1929, 1987), kada god se dogodi veliki korporativni skandal (Enron, Parmalat), kada god propadne velika korporacija koja je bila lider u svojoj industriji (Lehman Brothers, Bear Stearns), vlasnici sa pravom postavljaju pitanje: „Gde su bili i šta su radili direktori?“ Direktori, članovi upravnog odbora, koje su izabrali i postavili vlasnici, odgovorni su za utvrđivanje strateškog pravca razvoja i poslovnog plana druš-

1 Jednu od najsveobuhvatnijih definicija korporativnog upravljanja dala je Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD). Prema toj definiciji, korporativno upravljanje podrazumeva „skup odnosa između menadžmenta društva, njegovog upravnog odbora, njegovih akcionara i drugih nosilaca interesa. Korporativno upravljanje obezbeđuje i strukturu kroz koju se postavljaju ciljevi društva i utvrđuju sredstva za dostizanje tih ciljeva i praćenje učinka. Dobro korporativno upravljanje treba da pruži adekvatnu stimulaciju izvršnih rukovodilaca i članova upravnih odbora u društvu, da slede ciljeve koji su u interesu društva i akcionara, kao i da omoguće efikasan nadzor, podstičući time društva da racionalnije koriste svoje resurse.“ (vidi www.oecd.org).

2 U radu će termini „upravni odbor“ i „odbor direktora“ biti korišćeni kao sinonimi. Fokus je na telu koje nije čist izvršni organ (izvršni odbor) niti je samo interni organ nadzora (nadzorni odbor).

tva; za imenovanje i razrešenje generalnog direktora; za utvrđivanje naknade top menadžmenta; za nadzor nad radom uprave; za imenovanje i razrešenje internog revizora; za upravljanje rizicima. Kada se sagleda ova impresivna lista i kada se u obzir uzmu naknade koje direktori primaju, legitimno je da se mnogi akcionari danas osećaju izneverenim. Pitanje o korisnosti direktora je postavljano i ranije. U romanu „Saga o Forsajtima“ (John Galsworthy) jedan od likova (Soame Forsyth) se pita: „Šta osim uzimanja naknada i ispijanja čaja rade direktori?“. Izgleda da se u mnogim kompanijama, i dan danas, ne može pouzdano na to pitanje odgovoriti.

Slabosti korporativnog upravljanja su bile u korenu svih velikih finansijskih kriza. Do sada, najčešće se radilo o klasičnoj eksproprijaciji akcionara i slabom nadzoru uprave (opet nadležnost upravnog odbora). Gotovo uvek redosled događaja je bio sledeći:



Uzmimo za primer čuveni krah na berzi 1929. godine i početak Velike depresije. Zbog neadekvatnog nadzora i loših kreditnih procedura dvadesetih godina prošlog veka, došlo je do propasti mnogih američkih banaka. Usledio je pad DJIA (Dow Jones Industrial Average) za gotovo 90%. Kao odgovor na propast banaka i krah na berzi, koji je doveo do najveće ekonomske krize u prošlom veku, američka država je donela dva zakona. Banking Act (Glass-Steagall Act), donet 1933. godine, razdvojio je komercijalno i investiciono bankarstvo. Securities Exchange Act, donet 1934. godine, stvorio je Komisiju za hartije od vrednosti kao regulatora tržišta.

I novija istorija nudi slične primere. Neadekvatan nadzor nad brokerima i trgovanjem doveli su i do Crnog Ponedeljka i kraha na berzama širom sveta 1987. godine. U SAD, DJIA je pao za 40%. Kao odgovor države, 1988. godine, donet je Insider Trading and Securities Fraud Act koji propisuje strogo kažnjavanje insajderske trgovine i prevernih aktivnosti na finansijskom tržištu. Konačno, najsvježiji primer su nedavni veliki korporativni skandali (Enron, WorldCom) koji su takođe uzrokovali lomove na finansijskom tržištu (DJIA je pao za 35%, a NASDAQ za 75%). Oni su kao odgovor države doneli čuveni Sarbanes-

Oxley Act koji reguliše revizore, drastično povećava kazne za kriminal belih kragi i propisuje čitavu lepezu novih krivičnih dela. Ovaj zakon čak u svom „zvaničnom“ imenu ima reči „zaštita investitora“ (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)³.

Važno je napomenuti da SAD nisu usamljeni primer. I mnoge druge zemlje u svetu odgovarajući na sopstvene korporativne skandale (Parmalat u Italiji, Daewoo Group u Južnoj Koreiji, Vivendi Universal u Francuskoj, Adecco u Švajcarskoj) i probleme na tržištima koje su oni izazvali, donele su sopstvene zakone i/ili kodekse korporativnog upravljanja⁴.

Međutim, problemi korporativnog upravljanja koji su veoma doprineli krizi stravičnih razmera koju proživljavamo, čini se da nemaju koren samo u standardnim slabostima korporativnog upravljanja koje smo, primera radi, primećivali u vreme Enrona. Za početak, priroda i obu-

hvat finansijske krize koja je počela 2008. godine su prima facie dokaz da nešto ozbiljno nije bilo u redu sa odborima direktora u velikim investicionim bankama od kojih je kriza počela. U jednoj zanimljivoj komparativnoj studiji slučaja koja analizira šest velikih investicionih banaka na Vol Stritu od kojih je kriza počela⁵, autori postavljaju pitanje: „Da li su odbori direktora u investicionim bankama koje su propale⁶ mogli da učine nešto da spreče kolaps i, ako nisu, šta im je bilo na putu?“ Autori studije smatraju da je od ključne važnosti da se utvrdi da li su odbori direktora u do sad „preživelim“ bankama⁷ bili drugačiji i bolji od onih u bankama koje su nestale.

Studija je krenula od pretpostavke da, kada je u pitanju kriza 2008. godine, nije bilo reči o pukoj eksproprijaciji akcionara i klasičnom slabom nadzoru uprave. Autori su formulisali hipotezu da se ovog puta radilo o ograni-

3 Kim, Kenneth A. and John R. Nofsinger, „Corporate Governance“, 2nd edition, 2007.

4 Kim, Kenneth A. and John R. Nofsinger, „Corporate Governance“, 2nd edition, 2007.

5 Nestor Advisors, „Governance in Crisis: A comparative case study of six US investment banks“, NeAd Research Note 0109/April 2009.

6 Bear Stearns, Lehman Brothers Holdings i Merrill Lynch.

7 Goldman Sachs Group, Inc., JP Morgan Chase & Co. i Morgan Stanley.

čenom razumevanju sve kompleksnijeg i geografski sve rasprostranjenijeg biznisa od strane odbora direktora što je neminovno vodilo u pogrešne strateške izbore. Pored loših strateških izbora, odbori direktora u tim bankama su očigledno pali na još jednom ispitu – pokazali su da ne razumeju rizike kojima su njihove firme izložene i da loše njima upravljaju. Stoga autori studije nastoje da identifikuju neke organizacione i ljudske modele ponašanja koji se ponavljaju na samom vrhu ovih banaka a koji su mogli da doprinesu sudbini kompanija kada je nastupila kriza.

Zaključak studije je da postoje jasni modeli ponašanja koji se ponavljaju i koji su značajno doprineli sudbini pomenutih firmi. Ti modeli uključuju: „ušančenje“ tj. dugačke mandate direktora, asimetriju i koncentraciju moći u rukama jednog izvršnog direktora koji je ujedno i predsednik upravnog odbora, pasivnost neizvršnih direktora i neobjašnjivo nizak nivo finansijske ekspertize u odborima najkompleksnijih finansijskih institucija na svetu. Ove karakteristike analiziranih upravnih odbora su svakako doprinele lošem upravljanju rizicima i slabom nadzoru nad upravom. Konačno, naknade izvršnim direktorima, koje su bile čvrsto povezane sa vlasništvom u firmi, pokazale su da sveti gral aktivizma investitora – povezivanje interesa vlasnika i uprave – u današnjem svetu nije dovoljan, bar ne u sistemski važnim finansijskim institucijama.

Firma McKinsey je takođe zaključila da upravni odbori moraju da promene svoj način rada ako žele da se uspešno nose sa izazovima ekonomske krize. McKinsey je sproveo on-line ispitivanje direktora u februaru 2009⁸ sa namerom da ustanovi šta oni, kao članovi upravnog odbora misle: „Kako se odbori na kojima oni sede nose sa krizom?“ Na taj način, pružena je šansa upravnim odborima da sami ocene sopstveni rad.

Ko se snašao? Samo polovina od 186 intervjuisanih direktora smatra da su njihovi upravni odbori efektivno odgovorili na izazove krize. Ipak, važno je napomenuti da su skoro svi intervjuisani direktori izjavili da su njihovi odbori uveli znatne promene u procedurama od izbijanja krize (češće sastajanje, otvorena diskusija, veći zahtevi za informacijama, učešće outsidera itd.). Među-

tim, autori istraživanja se pitaju da li je u vremenima krize ovako dramatičnih razmera dovoljno činiti proceduralne promene? Dovode li te promene do suštinski drugačijeg funkcionisanja ovog tela ili samo do kozmetičkih izmena? Upravni odbori bi trebalo da dovode u pitanje svoje osnovne strateške pretpostavke: Da li imamo realnu viziju tržišta? Da li razumemo kako funkcioniše tržište? Da li je naša finansijska strategija adekvatna i u krizom izmenjenim uslovima? Možemo li da iskoristimo tešku situaciju u kojoj je naša konkurencija? Da li maksimalno koristimo naše ljudske resurse? itd. Međutim, iskustvo iz prošlih, manje dramatičnih kriza je pokazalo da upravni odbori po pravilu veruju da radikalne promene nisu neophodne. Taj sindrom, u psihološkoj teoriji poznat kao „usidrenje“, može se pokazati kao prepreka opstanku kompanije u vreme ove globalne krize. McKinsey-evi stručnjaci veruju da je u borbi sa ovim sindromom, presudna uloga predsednika upravnog odbora.

Nema vođstva. Drugi važan nalaz ove studije je da polovina intervjuisanih direktora smatra da se njihovi predsednici nisu snašli i adekvatno odgovorili na izazove krize. Otrprilike polovina intervjuisanih predsednika upravnog odbora, pak smatra da to nisu učinili ni njihovi direktori. McKinsey-evi stručnjaci veruju da predsednik upravnog odbora treba da igra ključnu ulogu u ova krizna vremena. On treba da provocira članove odbora da zajedno preispitaju strategiju i pretpostavke na kojima ona počiva. Često, on će morati da silom nameće promenu (promenu u procedurama, rasporedu sastanaka, atmosferi na sastancima, stilu komunikacije⁹). Takođe, nametnute promene zahtevaju agresivnije praćenje implementacije.

Šta je važno za „polaganje ispita“? U podgrupi direktora koji su svoj odbor ocenili kao uspešan u krizi, 60% intervjuisanih je glavnu zaslugu za uspeh pripisalo

8 Cambell A. and S. Sinclair, „The Crisis: Mobilizing boards for change“, *The McKinsey Quarterly*, February 2009.

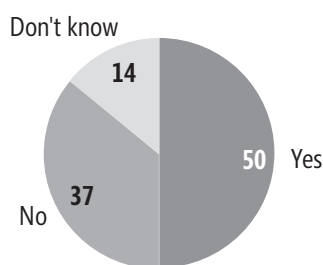
9 Neki odbori su na primer koristili eksterne stručnjake da bi ili olakšali promenu u stilu funkcionisanja ili da bi doveli u pitanje način razmišljanja članova odbora. Na jednom odboru, rad sa eksternim stručnjacima je podrazumevao da se identifikuje 6 do 10 pretpostavki na kojima je baziran poslovni plan kompanije za 2009. godinu i oko kojih se odbor formalno složio usvojivši taj plan. Eksterni konsultant je potom nasamo intervjuisao svakog direktora i pitao ga za mišljenje (u poverenju): Da li svaka od dogovorenih pretpostavki još stoji? Kada su rezultati pokazani čitavoj grupi, pokazalo se da većina članova odbora nije verovala da usvojene premise još uvek važe. (Cambell A. and S. Sinclair, „The Crisis: Mobilizing boards for change“, *The McKinsey Quarterly*, February 2009)

inovativnim pristupima u dve sfere – upravljanje rizicima i korišćenje novih strateških prilika. Tek potom dolaze finansije i operativne potrebe (rezanje troškova, briga o likvidnosti). Među neuspešnima, najviše kaznenih poena doneli su upravljanje ljudskim resursima i restrukturiranje.

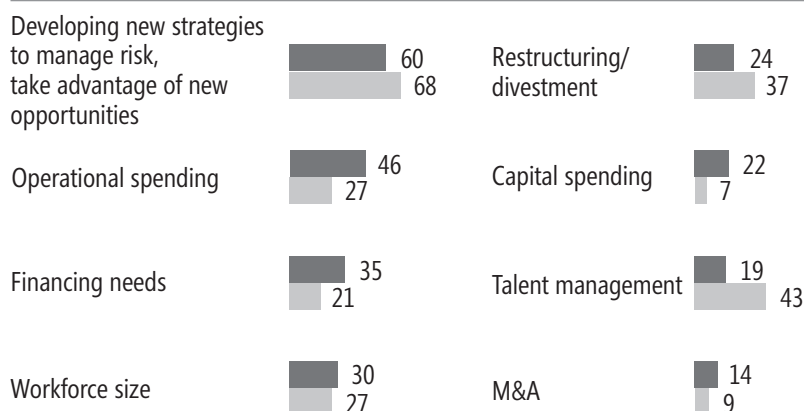
malni kriterijumi i uslovi treba da se ispune da bi upravni odbori dobro upravljali rizicima i da bi pravili dobre strateške izbore? Definisanjem referentnog okvira i uporednom analizom, firmama se može pružiti dobro analitičko oruđe za procenu rada sopstvenog upravnog odbora.

Do you think your board's response to the global economic turmoil has been effective?

% of respondents, n = 186¹



■ Areas boards have been effective at addressing.² n = 92
 ■ Areas boards have been ineffective at addressing.³ n = 68



¹Figures do not sum to 100%, because of rounding.

²Respondents who answered "other" are not shown; includes only respondents whose boards' response to turmoil has been effective.

³Respondents who answered "other" are not shown; includes only respondents whose boards' response to turmoil has been ineffective.

Izvor: Cambell A. and S. Sinclair, „The Crisis: Mobilizing boards for change“, *The McKinsey Quarterly*, February 2009

Naravno, nisu svi krivci na mikro nivou (na nivou firme). Na makro nivou, pre svih su krivi regulatorni i nadzorni organi. Oni nisu odlučno odreagovali kada su shvatili da tržište neadekvatno vrednuje rizike (banke su poslovale sa premalo kapitala i previše duga ne vodeći dovoljno računa o likvidnosti). Nadzorni organi nisu adekvatno odgovorili na očigledno loše politike kreditiranja na hipotekarnom tržištu. Konačno, institucionalni investitori nisu dovoljno ozbiljno shvatili sopstvenu odgovornost prema svojim principalima.

Ovaj rad se ne bavi svim uzročnicima finansijske krize 2008. Kako je već napomenuto, on je fokusiran na upravne odbore koji su loše upravljali rizicima i koji su pravili pogrešne strateške izbore. Ipak, ovaj rad se neće baviti ni upravljanjem rizicima niti strategijskim menadžmentom. Umesto toga, rad će pokušati da odgovori na pitanje: Kako treba da izgleda i funkcioniše upravni odbor? Koji for-

METODOLOGIJA

Za sveobuhvatnu analizu rada upravnog odbora bilo bi neophodno sagledati sledeće aspekte njegovog funkcionisanja:

1. Nadležnost upravnog odbora,
2. Imenovanje i izbor članova upravnog odbora,
3. Sastav upravnog odbora,
4. Strukturu i komisije upravnog odbora,
5. Radne procedure upravnog odbora,
6. Obaveze i odgovornosti upravnog odbora,
7. Samoocenjivanje i edukaciju pravog odbora i
8. Naknade za rad upravnog odbora¹⁰.

¹⁰ Metodologija je preuzeta od IFC-ja. Vidi, International Finance Corporation, „Korporativno upravljanje: Priručnik“, Beograd, 2008.

Kada je reč o nadležnosti upravnog odbora, procedurama izbora i imenovanja i obavezama i odgovornosti članova odbora, tu najčešće nema većih problema. Bar formalno. I nadležnosti i izbor i obaveze i odgovornosti uglavnom su propisani regulativom (bar kad je reč o otvorenim akcionarskim društvima). U tim sferama, većina firmi ne odstupa od zakonskih normi. Što više ulazimo u sferu dispozitivnih pravila, kojima je kompanijama ostavljeno da izgled i funkcionisanje svog upravnog odbora same dizajniraju i prilagode sopstvenim okolnostima, tu sve više ulazimo u sivu zonu. Više različitih istraživanja koja su se bavila funkcionisanjem upravnog odbora u vreme krize i o kojima će biti više reči kasnije u radu, ukazala su da su glavni problemi postojali u sastavu upravnog odbora, njegovoj strukturi i neadekvatnim radnim procedurama. Samocenjivanje i edukacija još uvek su vrlo retki u svim firmama mada je iskustvo pokazalo da daju odlične rezultate. Naknade su kompleksnije pitanje i prevazilaze okvire ovog rada. Fokus u članku će biti na sledećim aspektima funkcionisanja upravnog odbora – sastavu, strukturi i radnim procedurama.

Sastav upravnog odbora

Kada se razmatra sastav upravnog odbora, prvo se nastoji sagledati da li je njegova veličina (broj članova) adekvatna. Optimalna veličina upravnog odbora nije strogo definisana i varira od firme do firme. Ipak, neki osnovni principi uvek važe. Kod utvrđivanja veličine upravnog odbora, društva treba da se rukovode potrebom da broj članova odgovara zadacima ovog organa upravljanja te da omogući da upravni odbor vodi produktivne i konstruktivne diskusije, donosi brze i racionalne odluke i efikasno organizuje rad svojih komisija ako su one formirane. Kada je reč o optimalnom broju direktora, mišljenja su podeljena. Oni koji zastupaju ideju da je bolje da odbori budu veći kao glavni argument ističu da veći upravni odbor omogućava da različite ekspertize i perspektive budu zastupljene kroz relativno raznolike članove. Oni koji se zalažu za manje odbore, smatraju da se u manjim odborima vodi produktivnija diskusija i da se pitanja dublje i detaljnije analiziraju.

Drugi bitan element sastava upravnog odbora su kvalifikacije članova. Naime, upravni odbor treba da u

celini poseduje potrebne kvalifikacije i iskustvo. Najčešće ne postoje zakonski zahtevi u pogledu kriterijuma kvalifikovanosti članova upravnog odbora. Ipak, društvo bi trebalo da propiše takve kriterijume. Preporučene karakteristike za članove upravnog odbora bi bile: liderstvo, integritet, odgovornost, zrelost, radna etika. Preporučene kvalifikacije/znanja su: iskustvo u delatnosti, poslovna procena, posebne veštine kao što su finansije i računovodstvo, upravljanje rizicima i interna kontrola, strateški menadžment, pravo, ljudski resursi itd. Pored kvalifikacija postoje i neki drugi faktori koji obezbeđuju raznolikost perspektiva i mišljenja i time doprinose kvalitetnijoj diskusiji. Tu spadaju godine starosti, pol, učešće stranaca na upravnim odobrima itd.

Konačno, treći važni element sastava upravnog odbora jesu kategorije članova. Tri kategorije članova su izvršni, neizvršni i nezavisni direktori¹¹. Većina međunarodnih i nacionalnih kodeksa korporativnog upravljanja preporučuje da većinu u upravnim odborima čine neizvršni i nezavisni članovi koji donose veću nepristrasnost u rasuđivanju, dodatno spoljašnje iskustvo i znanje i korisne kontakte. U većini zemalja EU, neizvršni članovi obično vrše nadzor nad finansijskim i strateškim odlučivanjem društva. Pored ovih, postoje još tri oblasti u kojima je potrebno da neizvršni i nezavisni članovi obavljaju nepristrasni i kontinuiran nadzor: predlaganje članova upravnog odbora, naknade visokih rukovodilaca i članova upravnog odbora i interna i eksterna revizija. U istom smislu ali u većoj meri, nezavisni članovi upravnog odbora društva mogu davati značajan doprinos važnim odlukama društva, naročito u oceni učinka izvršnih direktora, određivanju naknada za izvršne rukovodioce i članove upravnog odbora, pregledu finansijskih izveštaja i rešavanju korporativnih sukoba. Nezavisni članovi pružaju investicionoj javnosti i eksternim vlasnicima dodatnu

11 Izvršni članovi se definišu kao oni koji imaju izvršnu funkciju u društvu tj. funkciju generalnog direktora ili člana izvršnog odbora. Posledično, neizvršni članovi nemaju izvršnu funkciju u društvu. Kada je reč o nezavisnosti, postoji mnogo vrlo komplikovanih i pomalo konfuznih definicija. Savet institucionalnih investitora (CII), grupacija nekih od najvećih svetskih institucionalnih investitora, jednostavno definiše nezavisnost na sledeći način: "Najjednostavnije rečeno, nezavisni član je lice čija funkcija člana upravnog odbora predstavlja njegovu ili njenu jedinu vezu sa društvom." (International Finance Corporation, „Korporativno upravljanje: Priručnik“, Beograd, 2008.)

sigurnost da će upravni odbor razmatrati pitanja bez očigledne pristrasnosti.

Struktura upravnog odbora

Struktura upravnog odbora je fokusirana na predsjednika upravnog odbora i njegovu ulogu i komisije upravnog odbora. Sposobnost predsjednika da pravilno izvršava svoje dužnosti zavisi od toga da li su mu dodeljena dovoljna i odgovarajuća ovlašćenja, kao i od njegovih ličnih i stručnih kvalifikacija. Predsednik treba da ima izuzetnu profesionalnu reputaciju i da poseduje lični integritet, da bude posvećen interesima društva i da uživa poverenje drugih članova upravnog odbora i akcionara. Takođe, treba da postoji jasna podela odgovornosti na čelu društva između vođenja upravnog odbora i odgovornosti za vođenje svakodnevnih poslova društva – kako na papiru tako i u praksi.

Što se tiče komisija, stalno usložnjavanje poslovnog okruženja neminovno vodi ka povećanju zahteva i odgovornosti kako upravnog odbora kao celine tako i članova pojedinačno. Komisije: 1) omogućavaju upravnom odboru da se bavi većim brojem složenijih pitanja na efikasniji način, uz podršku specijalista usredsređenih na detaljnu analizu određenih pitanja i davanje preporuka i predloga u procesu donošenja odluka; 2) omogućavaju upravnom odboru da razvija stručnost za poslove društva po posebnim oblastima, a naročito za finansijsko izveštavanje, rizik i internu kontrolu; i 3) povećavaju objektivnost i nezavisnost mišljenja upravnog odbora, izolujući ga od potencijalnog preteranog uticaja rukovodilaca i akcionara koji kontrolišu društvo. Komisije upravnog odbora treba da budu sastavljene od članova koji poseduju adekvatna znanja i iskustva u oblastima koje su predmet rada komisija, a broj članova treba da bude dovoljan za obavljanje poverenih zadataka.

Radne procedure upravnog odbora

Kada je reč o radnim procedurama, ovde će biti pomenute najvažnije. Uloga predsednika u ovom aspektu je da olakšava odlučivanje o tačkama dnevnog reda, da podstiče otvorene diskusije o pitanjima u prijateljskoj i konstruktivnoj atmosferi, da obezbeđuje mogućnost svim članovima upravnog odbora da iznesu svoja gledišta o

pitanjima o kojima se raspravlja i da usmerava upravni odbor prema konsenzusu. Članovi upravnog odbora treba da obezbede da sednice budu dobro organizovane i da se redovno održavaju. Članovi treba da imaju dovoljno vremena da se posvete izvršavanju zadataka upravnog odbora. Uz to, svaki član upravnog odbora treba da uzme učešće u diskusijama i glasanju, učestvuje u radu komisija upravnog odbora čiji je član, traži sednicu upravnog odbora za razmatranje pitanja od interesa za društvo i obaveštava upravni odbor kada nije u stanju da prisustvuje sednicama. Upravni odbor treba da ima plan sednica i plan rada koji sadrži teme koje treba obraditi. Svi članovi odbora treba da se valjano pripreme za učestvovanje na sednicama i ne bi trebalo da glasaju o pitanjima o kojima nisu potpuno informisani ili koja ne razumeju. Sekretar društva bi trebalo da bude odgovoran za administrativna i organizaciona pitanja u vezi sa pripremom i vođenjem sednica upravnog odbora.

STANJE U EVROPI I SRBIJI

Kako izgledaju i funkcionišu upravni odbori u Evropi i u Srbiji? U radu će biti prikazani rezultati nekoliko različitih istraživanja koja su ispitivala sastav, strukturu i funkcionisanje upravnih odbora u najboljim firmama u Evropi. Prvo od ovih istraživanja je istraživanje koje je sproveo Heidrick & Struggles¹². Prikupljanje i analiza podataka za ovo istraživanje, kao i objavljivanje rezultata traju već 10 godina. Istraživanjem je obuhvaćena 371 kompanija u Evropi (fokus je bio na najboljim firmama a one su odabirane uz pomoć referentnih berzanskih indeksa lokalnih berzi). Rezultati koji se tiču Srbije potiču iz studije Međunarodne Finansijske Korporeacije (IFC), a koju je sproveo Strategic Marketing u maju 2006. godine na oko 130 akcionarskih društava širom Srbije.

Sastav upravnog odbora

Mada broj direktora u upravnom odboru ne govori mnogo sam za sebe, prema podacima iz istraživanja, prosečan broj direktora u Evropi je 11.8, a u Srbiji oko 6.

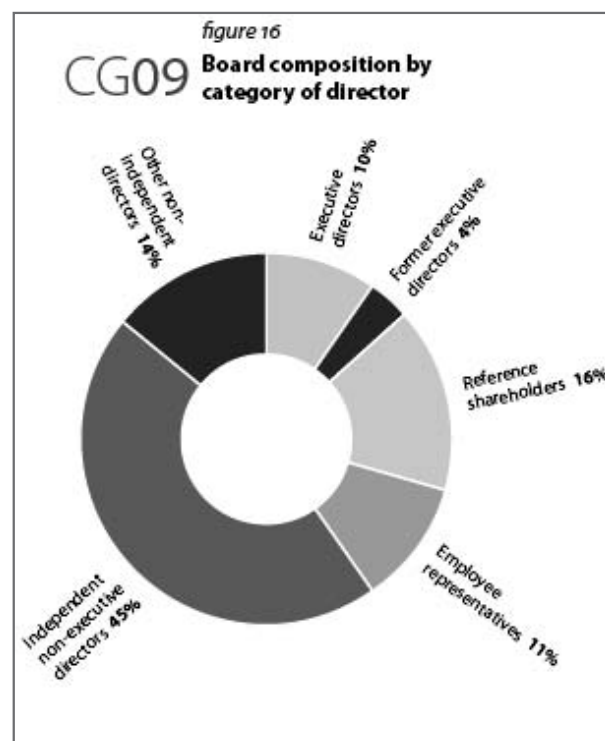
¹² Heidrick&Struggles, "Corporate Governance Report 2009: Boards in Turbulent Times", 2009

Na kompleksnom globalnom tržištu, različite perspektive svakako bi pomogle boljoj zastupljenosti različitih nosilaca interesa i održivijem biznisu. Raznolikost može da se ogleda u više dimenzija – funkcionalna ekspertiza, pol, nacionalnost i godine starosti. Evo kako izgleda tipičan evropski odbor direktora. Kada je reč o funkcionalnoj ekspertizi može da začudi činjenica da u čak 48% evropskih upravnih odbora nema direktora sa ekspertizom iz oblasti marketinga i prodaje. U velikoj meri nedostaju eksperti sa znanjem iz finansija. Na primer, finansijska ekspertiza nedostaje u čak 50% komisija za reviziju u Portugaliji, Danskoj, Finskoj i Švajcarskoj. Broj žena članova prosečnog upravnog odbora u Evropi je vrlo mali, mada razlike među zemljama postoje. Tako na primer, u Švedskoj i Finskoj preko 20% članova u upravnim odborima su žene. U Italiji i Portugalu pak, zastupljenost žena je svega oko 3%. Najveći broj stranaca imaju odbori u Holandiji, Švajcarskoj i Velikoj Britaniji (više od 40%), a najmanje odbori u Nemačkoj (8%). Konačno, kada je reč o prosečnoj starosti direktora, najmlađi su odbori u Austriji (55.9 godina), a najstariji u Holandiji (62.4 godine).

Ovi podaci nam govore da je sastav prosečnog evropskog upravnog odbora daleko od idealnog – u velikoj meri nedostaju mlađi ljudi, direktori sa znanjem iz finansija i marketinga i prodaje i žene. Što se tiče stranaca, u evropskim firmama oni su već zastupljeni u izvesnoj ali ne i dovoljnoj meri. Heidrick&Struggles su analizirali korelaciju između prihoda firme iz inostranstva (po regionima) i međunarodnih kapaciteta odbora direktora u tim firmama (merenog prisustvom stranih direktora iz relevantnih regiona). Njihovo istraživanje je pokazalo da su 2 od 3 direktora u Evropi još uvek Evropljani. 1 direktor u 4 je iz Severne Amerike. Region koji je nedovoljno predstavljen (s obzirom na aspiracije evropskih firmi) je Azija i Pacifik, ali se može sa priličnom pouzdanošću očekivati da će se to promeniti.

Nezavisnost većine članova je sledeća važna dimenzija dobrog upravnog odbora. Dobra vest je da su nezavisni neizvršni direktori najbrojnija kategorija u prosečnom evropskom upravnom odboru (čak 45% odbora čine nezavisni direktori), ali loša vest je da taj procenat stagnira. Uz to, unutar te kategorije, povećava se broj direktora koji su *de iure* nezavisni, a *de facto* nisu (npr. direktor koji je član

odbora već 9 godina). Generalno gledano, dugački mandati su najčešći način da se izigra pravna definicija nezavisnih direktora. Prosečan (faktički) mandat članova upravnih odbora u Evropi je 5,5 godina. Iskustvo pokazuje da je bolje da su mandati kraći i to iz dva razloga. Prvo, time se ostavlja više fleksibilnosti za prilagođavanje sastava upravnog odbora potrebama firme i okruženja. Drugo, dugački mandati kao i visoke naknade za članstvo dovode u pitanje nezavisnost članova upravnog odbora. Sledeći grafikon pokazuje odnos nezavisnih neizvršnih članova, izvršnih članova, bivših izvršnih članova, predstavnika akcionara i drugih direktora koji nisu nezavisni.



Izvor: Heidrick&Struggles, "Corporate Governance Report 2009: Boards in Turbulent Times", 2009

Ako, poređenja radi, analiziramo odbore direktora u preživelim i propalim investicionim bankama, neki trendovi se mogu uočiti. Prosečna dužina mandata neizvršnih direktora u preživelim bankama je bila 6,4 godine, a u propalim 7,8 godina. U Americi, kao i u Srbiji izvršni direktori mogu da budu članovi upravnog odbora. Ideja iza učešća izvršnih direktora u upravnom odboru je da veće prisustvo izvršnih direktora osigurava više informacija i drugačije tačke gledišta i da će veći broj izvršnih direktora direktno odgovarati akcionarima. Na svim odborima direktora u 6 investicionih banaka je upadljivo

odsustvo drugih izvršnih direktora osim generalnog. Dalja istraživanja su pokazala da je procenat neizvršnih direktora koji su imali finansijsku ekspertizu bio zabrinjavajuće nizak (procenat finansijskih eksperata među neizvršnim direktorima se kreće od svega 8% u JP Morganu, preko 10% u Lehman brothers i Merrill Lynch-u, 22% u Bear Sterns-u, 27% u Morgan Stanley i 44% u Goldman Sachs). Čak i laika bi verovatno začudila činjenica da univerzalna banka veličine jednog JP Morgana ima samo jednog finansijskog stručnjaka u svom odboru. Što se tiče starosti, najmlađi je odbor direktora u Morgan Stanley (59.8) a najstariji u Lehman Brothers (69.4). Premda se iskustvo visoko ceni, suviše star odbor može biti manje responsivan na izazove biznisa danas, a i njegovi članovi su manje zabrinuti za profesionalnu reputaciju i buduću mogućnost zaposlenja.

U Srbiji prosečan broj članova upravnog odbora je 6. Prosečna starost članova upravnog odbora je 47 godina. Dakle, naši odbori su značajno mlađi od evropskog proseka. Jednu šestinu članova upravnog odbora čine žene, a odbori u proseku imaju dva nezavisna člana. U Srbiji, u upravnim odborima dominiraju izvršni članovi. Kada je reč o pojedinim kategorijama direktora, još uvek većina članova upravnog odbora predstavlja neku interesnu grupu (većinskog akcionara, manjinskog akcionara, zaposlene). Kod nas još uvek nije uobičajeno da se zahtevaju posebne kvalifikacije za članstvo u upravnom odboru.

Struktura upravnog odbora

Kada je reč o komisijama Upravnog odbora, njihov prosečan broj u Evropi se ustalio na 3, a kao najvažnije istakle su se komisija za reviziju (94% evropskih kompanija je ima), naknade (ima je 89% evropskih kompanija), imenovanja i strategiju (ovih komisija najviše ima u Francuskoj, Nemačkoj i Austriji). U Srbiji komisije uglavnom ni

ne postoje. Sledeći grafikon pokazuje prisustvo pojedinih komisija u analiziranim firmama u Srbiji.

84% kompanija u Evropi ima razdvojenu funkciju generalnog direktora i predsednika upravnog odbora što je u skladu sa dobrom praksom (negativni primeri su Španija i Francuska u kojima 60% odnosno 42% firmi kombinuje ove dve funkcije u jednu). Loša praksa da prethodni generalni direktor postane predsednik upravnog odbora (i time inhibira promenu i ograničava svog naslednika) je prisutna u čak 19% evropskih firmi. U Srbiji ove dve funkcije su spojene osim ako firma ne propiše svojim aktima drugačije.

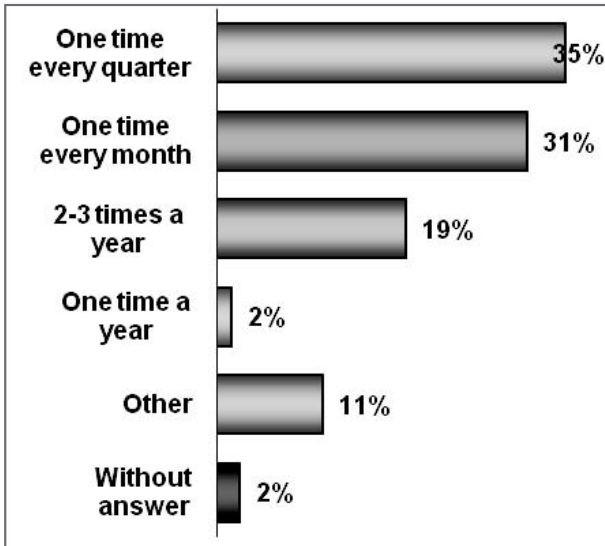
Pošto je u Americi uobičajeno da generalni direktor bude i predsednik upravnog odbora, neprekidno članstvo generalnog direktora u odboru direktora je u proseku 9 godina duže u grupi propalih investicionih banaka nego u grupi preživelih firmi.

Radne procedure

Prosečan upravni odbor u Evropi sastaje se 9.6 puta godišnje. U Srbiji se 56% odbora sastaje četiri ili manje puta godišnje i u tome dosta ličimo na Nemačku i Austriju u kojima se odbori u proseku sastaju 5.8 i 5.6 puta godišnje.



Izvor: IFC, 2006.



Učestalost sastajanja upravnog odbora u srpskim akcionarskim društvima Izvor: IFC, 2006.

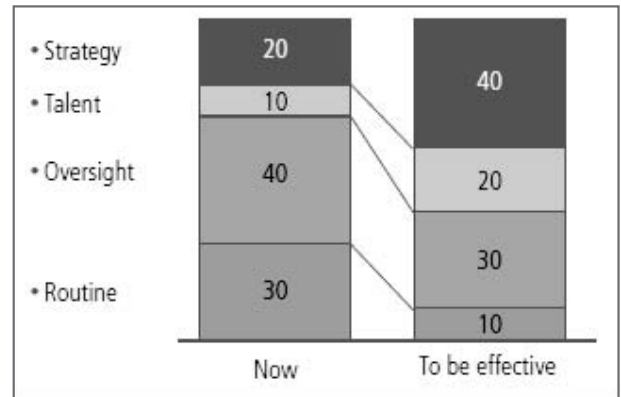
Komisije upravnog odbora u kompanijama u Evropi se sastaju u proseku 14 puta godišnje. Kako je napomenuto, većina akcionarskih društava u Srbiji nema komisije upravnog odbora.

Prisutnost na sastancima odbora u Evropi je oko 92% (najniža je u Francuskoj 87%). Istraživanje je pokazalo da je, pored sastava upravnog odbora, jedna od ključnih stvari raspoloživost direktora i predsednika upravnog odbora (najviše vremena za svoje dužnosti imaju direktori u Velikoj Britaniji a najmanje u Austriji). Studije ukazuju na uzročno-posledičnu vezu između raspoloživosti direktora i predsednika upravnog odbora i kvaliteta korporativnog upravljanja u firmama. Stoga, prilikom izbora članova upravnog odbora jedan od ključnih uslova treba da bude da izabrani član ima dovoljno vremena da se posveti svom radu u upravnom odboru. Raspoloživost se najčešće obezbeđuje ograničenjem broja članstava u upravnim odborima koje jedan neizvršni direktor može da ima.

U jednom istraživanju koje su zajedno uradili Canadian Coalition for Good Governance i McKinsey 2004. godine intervjuisano je 275 direktora. Jedno od pitanja koja su postavljena je bilo kako troše svoje vreme na sednicama odbora a kako bi po njihovom mišljenju trebalo da ga troše. Evo rezultata.

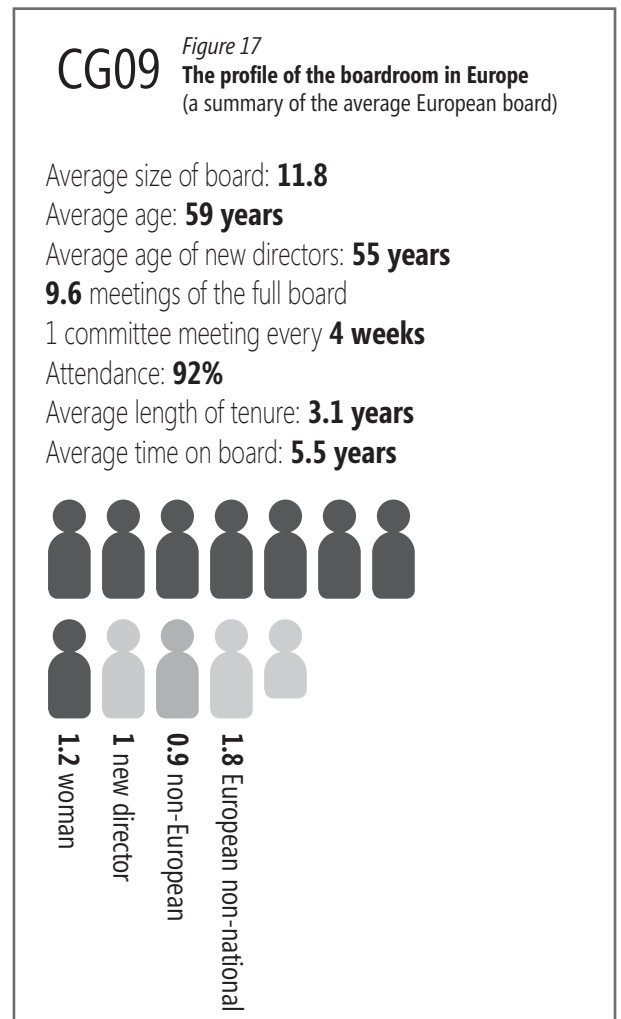
Indikativno je da u predstavljenom istraživanju sami direktori smatraju da duplo više vremena treba da provode baveći se strateškim pitanjima i ljudskim resursima firme. Ove dve oblasti su i u predstavljenom McKin-

sey-evom istraživanju o (ne)uspešnosti odbora u odgovoru na krizu identifikovane kao ključne. Zanimljiv je nalaz da je vreme potrošeno na nadzor potrebno smanjivati.



Izvor: Beatty, David, "Where were the directors?", *Private Sector Opinion*, Issue 12, Global Corporate Governance Forum, 2009.

Na sledećoj slici prikazan je, sumarno, profil tipičnog evropskog upravnog odbora.



Izvor: Heidrick&Struggles, "Corporate Governance Report 2009: Boards in Turbulent Times", 2009

ZAKLJUČAK

Prikazane studije daju dovoljno osnova za nekoliko preporuka koje svakako mogu doprineti boljem funkcionisanju ovog veoma važnog mehanizma korporativnog upravljanja. Kvalitetniji rad upravnog odbora firmi donosi bolje strateške izbore, kvalitetniji nadzor nad rizicima, upravom itd. Preporuke se mogu kategorizovati po elementima analize.

Sastav upravnog odbora

Bolji sastav upravnog odbora svakako će u velikoj meri doprineti kvalitetnijem radu ovog tela. Optimalna veličina zavisi od faktičke situacije u svakoj firmi. Ipak, u svakom slučaju upravni odbor mora da bude dovoljno mali da obezbedi forum za kvalitetnu i konstruktivnu diskusiju i efikasno odlučivanje. U isto vreme, on mora biti dovoljno veliki da omogući dobru kombinaciju potrebnih znanja, veština i iskustava i raznolikost. Iskustva drugih zemalja pokazuju da veće učešće žena i stranaca donosi različite perspektive i u značajnoj meri podiže kvalitet diskusije.

Iako obično ne postoje zakonski zahtevi u pogledu kriterijuma kvalifikovanosti članova upravnog odbora, firme bi trebalo da propisuju takve kriterijume. Time bi se obezbedilo da u svakom trenutku, upravni odbor firme ima adekvatnu kombinaciju potrebnih znanja i iskustava. Takođe, na taj način bi se firma zaštitila od neodgovornog ponašanja nekih vlasnika (postavljanje po političkoj liniji, dovođenje nekompetentnih ljudi koji su lojalni akcionaru itd.). Iskustvo autora sa srpskim društvima je pokazalo da ona smatraju da su radno iskustvo u samoj firmi i u privrednoj grani, kao i lična zrelost najvažniji kriterijumi. Takođe se visoko cene veze sa firmom i lojalnost prema firmi¹³. Komparativne analize su pokazale da u upravnom odboru treba da sedi bar jedan direktor koji odlično poznaje industriju u kojoj firma funkcioniše. U kompanijama koje moraju globalno da se takmiče, u svetu u kome se sve rapidno menja generalna pitanja tipa – Šta radi naša konkurencija? Kako će ta odluka uticati na zaposlene? itd. više nisu dovoljna. U odboru moraju da sede direktori koji će biti dovoljno kompetentni da mogu da dovode u pitanje strategiju koju predlaže uprava kompanije. Dakle, ne

treba umanjiti značaj poznavanja industrije i firme. Ipak, bogato iskustvo drugih zemalja je pokazalo da su nezavisnost, integritet, radna etika i stručnost direktora još važnije. Kada je reč o konkretnim ekspertizama, poželjni su finansije i računovodstvo, strateški menadžment, ljudski resursi, pravo itd. Iskustvo sa globalnom finansijskom krizom je pokazalo da makar jedan član upravnog odbora mora da ima ekspertizu u sferi upravljanja rizicima. Ovaj uslov mora biti obavezan u finansijskom sektoru a u najmanju ruku preporuka za realni sektor. Za sve članove upravnog odbora je poželjno da budu finansijski pismeni.

Nezavisnost direktora je od izuzetne važnosti. Stoga, društva treba da povećaju zastupljenost i značaj nezavisnih direktora u svojim odborima. Globalni konsensus je da oko polovinu članova upravnog odbora treba da čine nezavisni direktori. Ovo pravilo je od izuzetne važnosti u Srbiji. Mnoga srpska društva kontroliše jedan akcionar ili grupa akcionara (često generalni direktor i/ili predsednik) koji su dobro informisani o poslovima društva i mogu neposredno da prate upravljanje društvom. Preostalo vlasništvo često je disperzovano, a mnogi od ovih manjinskih akcionara nemaju resurse i informacije da efikasno prate upravljanje i da se potencijalno brane od zloupotreba velikih akcionara¹⁴. U takvim okolnostim, značaj nezavisnih članova je izuzetan.

Struktura upravnog odbora

Kada je reč o strukturi upravnog odbora, osnovna preporuka je da treba povećati upotrebu specijalizovanih komisija upravnog odbora. One omogućavaju upravnom odboru da se na detaljniji i efikasniji način bavi većim brojem kompleksnih pitanja koja zahtevaju stručno znanje.

Komisije upravnog odbora treba da budu sastavljene od članova koji poseduju adekvatna znanja i iskustva u oblastima koje su predmet rada komisija, a broj članova treba da bude dovoljan za obavljanje poverenih poslova (najmanje 3 člana). Preporučuje se da komisije upravnog odbora čine i/ili da njima predsedavaju nezavisni članovi upravnog odbora. Tako na primer, Sarbanes Oxley Act je propisao da predsednik komisije za reviziju upravnog odbora

13 International Finance Corporation, „Korporativno upravljanje: Priručnik“, Beograd, 2008.

14 International Finance Corporation, „Korporativno upravljanje: Priručnik“, Beograd, 2008.

mora da ima ekspertizu u finansijama, a ostali članovi te komisije moraju biti „finansijski pismeni“.

Globalna finansijska kriza nam je pokazala da bi u nekoj kasnijoj fazi trebalo razmotriti obavezu formiranja komisije za rizike (kao posebne komisije a ne da se upravljanjem rizicima bavi komisija za reviziju kako je to sad slučaj). Komisija za rizike trebalo bi da komunicira direktno sa akcionarima i da (odvojeno od revizorskih pitanja) obaveštava akcionare o praksama i politikama upravnog odbora u upravljanju rizicima.

Radne procedure

U Srbiji, prvo treba povećati vreme koje direktori posvećuju svojim obavezama u upravnim odborima. Kako smo videli, dokazano je da postoji statistički značajna veza između raspoloživosti (neizvršnih) članova upravnog odbora i uspešnosti firme. Međutim, kako sugeriše kanadsko istraživanje¹⁵ još je važnije kako se alocirano vreme troši. Ključno je da direktori treba svoje vreme da troše na strategiju firme, nadzor nad upravom i rizicima firme kao i na upravljanje znanjem i ljudskim resursima, a ne na administrativna i rutinska pitanja. Evo nekih konkretnih preporuka, kako se mogu poboljšati radne procedure i time doprineti kvalitetu rada upravnog odbora.

Za početak mora se utvrditi na šta se troši vreme a potom da li je ta alokacija vremena optimalna. To se može učiniti u sledećih nekoliko koraka:

1) Sekretar društva ili odbora trebalo bi da vodi evidenciju koliko vremena je potrošeno na svaku tačku dnevnog reda; predsednik upravnog odbora bi trebalo tu informaciju da uzme u obzir prilikom pripreme za svaku narednu sednicu odbora.

2) Rutinska pitanja bi trebalo brzo preći (ako niko nema primedbi na njima se ne treba zadržavati) da bi se oslobodilo vreme za strateška pitanja.

3) Materijali za sednicu moraju biti pažljivo pripremljeni i ispunjavati sledeće uslove – moraju uvesti direktore u priču, moraju jasno objasniti problem, predložiti rešenje i navesti argumente u prilog izabranom rešenju.

4) Brifinzi pre sednice su veoma važni. Na samim sednicama uprava ne treba da drži prezentacije. Radna pretpostavka treba da bude da su direktori dobro upo-

znati sa materijalima tako da na samoj sednici, uprava treba eventualno da skrene pažnju na ključne stvari i da se odmah otvori dijalog sa direktorima¹⁶.

Jedno od najvažnijih pitanja je kako efektivno smanjiti informativni jaz između direktora i menadžmenta. Istraživanja u razvijenim zemljama su pokazala da u proseku generalni direktor provodi 3000 sati godišnje na poslu. Kada se tome doda podatak da otprilike toliko vremena na poslove firme ulože i drugi rukovodioci iz njegovog tima, legitimno je postaviti pitanje kakav doprinos mogu da daju direktori koji se tom firmom, u najboljem slučaju, bave u proseku 300 sati godišnje? Postavlja se pitanje mogu li direktori dati i inteligentan komentar a kamoli dovesti u pitanje predloženu strategiju uprave?

Odgovornost je predsednika upravnog odbora da započne i održi dijalog između upravnog odbora i uprave. To znači da predsednik upravnog odbora treba da eksplicitno pita direktore o tome da li su se pripremili, da kako sastanak odmiče, vodi računa o kvalitetu diskusije i doprinosu koji daje svaki od direktora. Svaki sastanak odbora treba početi sa brifingom generalnog direktora nakon koga treba da uslede pitanja – Šta se u okruženju promenilo od našeg poslednjeg susreta? Da li su i ako da kakve promene potrebne u našoj strategiji da bismo na te promene odgovorili? Šta je to što hoćemo da postignemo? Predsednik upravnog odbora treba da ima listu strateških pitanja i da, kad god je to moguće/potrebno, za tačku #2 dnevnog reda odredi jedno pitanje sa liste. Predsednik odbora treba da osigura diskusiju koja je strateška ali slobodna, otvorena i provokativna. Na kraju, predsednik bi trebalo da eksplicitno pita direktore da li su zadovoljni pripremljenim materijalima? Da li im materijali pružaju mogućnost da informisano doprinesu diskusiji? Da li su brifinzi pre sastanka bili jasni i dobro strukturirani? Da li je diskusija na odboru bila kvalitetna i fokusirana? Ovaj razgovor bi trebalo da se odigrava bez prisustva uprave. Međutim, predsednik potom treba da prenese upravi zaključke ove komunikacije. Uputno bi bilo da predsednik prvo dobije povratnu informaciju od same uprave o njihovom mišljenju o kvalitetu diskusije tokom sednice, doprinosu direktora itd. Nakon što dobije infor-

15 Canadian Coalition for Good Governance i McKinsey 2004

16 Beatty, David, "Where were the directors?", *Private Sector Opinion*, Issue 12, Global Corporate Governance Forum, 2009.

maciju od uprave, predsednik bi trebalo da ih obavesti o utiscima direktora. Ovakvi „dijalozi“ upravnog odbora i uprave trebalo bi da ukažu na slabosti u komunikaciji i sfere u kojima je informativni jaz najveći i da stvore platformu za poboljšanje¹⁷.

Da bi se obezbedio fokus odbora na strategiju, iskustva dobrih firmi daju nekoliko ideja. Prvo, neophodno je razviti i gajiti stratešku orijentaciju odbora. To se može raditi na razne načine. Na primer, jedan do dva dana tokom godine direktori treba da se sastaju neformalno na nekoj lokaciji van firme i da diskutuju o strategiji. Firma bi trebalo da organizuje ili finansira rigorozan program obuke koji nove direktore priprema za rad u odboru te firme. Kod direktora treba razviti svest o neophodnosti kontinuiranog učenja o biznisu firme kroz čitanje izveštaja tržišnih analitičara, posete firmi, konferencije, brifinge generalnog direktora itd.

¹⁷ Beatty, David, "Where were the directors?", *Private Sector Opinion*, Issue 12, Global Corporate Governance Forum, 2009.

Literatura

1. Kim, Kenneth A. and John R. Nofsinger, „Corporate Governance“, 2nd edition, 2007.
2. Nestor Advisors, "Governance in Crisis: A comparative case study of six US investment banks", *NeAd Research Note 0109/ April 2009*.
3. Cambell A. and S. Sinclair, „The Crisis: Mobilizing boards for change“, *The McKinsey Quarterly*, February 2009.
4. International Finance Corporation, „Korporativno upravljanje: Priručnik“, Beograd, 2008.
5. Beatty, David, "Where were the directors?", *Private Sector Opinion*, Issue 12, *Global Corporate Governance Forum*, 2009.
6. Heidrick&Struggles, "Corporate Governance Report 2009: Boards in Turbulent Times", 2009.
7. Nestor S., "Crisis Times for Bank Boards", *International Corporate Governance Network - 2008 Yearbook*, pp 38-39.



Katarina Đulić

je rukovodilac projekta unapređenja korporativnog upravljanja u Srbiji i Crnoj Gori u Međunarodnoj finansijskoj korporaciji (IFC), delu Svetske banke koji pomaže održivi razvoj privatnog sektora. Ona je docent na Fakultetu za Ekonomiju, Finansije i Administraciju u Beogradu. G-đa Đulić je diplomirala prava na Pravnom fakultetu u Beogradu. Magistrirala je prava (Northwestern University, School of Law) i državnu upravu (Harvard University, JFK School of Government) u Americi. Ima doktorat iz ekonomije sa Ekonomskog Fakulteta u Beogradu. Pre nego što se pridružila IFC-ju, g-đa Đulić je radila kao pravni savetnik firmama u Beogradu i Njujorku. Radila je u Ministarstvu Finansija Republike Srbije, prvo kao savetnik ministra a potom kao pomoćnik ministra za finansijski sistem. Radila je i u pravnom odeljenju Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) u Londonu. G-đa Đulić je bila član upravnog odbora DDOR, Novi Sad, član nadzornog odbora Jubanke, Beograd i predsednik nadzornog odbora Centralnog registra za hartije od vrednosti Republike Srbije.

VALUE-BASED ERM

Dušan Skendžić

Beograd

Abstract

Most successful companies understand the importance of Value Based Management and they use shareholder value calculations when they define strategy, manage operations, measure performance and make feedback decisions that continuously improve both strategy and operations. However, third element of value management, Enterprise Risk Management (ERM) is currently not linked to shareholder value calculations and risk exposure is often not reevaluated when new decisions are made. This article presents risk types, their distributions and correlations and how can their individual or combined impact on shareholder value be calculated. Value Management model that includes ERM in each business decision is presented. It enables managers to make risk intelligent decision based on their perception of acceptable risks and related potential shareholder value variations. With value creation and value delivery, ERM becomes third element of Value-based Management process with quantified contribution to shareholder value.

Key word: *Value-based ERM, Key Risk Indicators, Risk impact calculation, Valuation models, Risk types, Risk distributions, Scenario testing, Risk intelligence, Risk appetite, Basel II, Value based management, Value drivers*

INTRODUCTION

In last decade most experts and managers realized the importance of managing the corporations to maximize long term intrinsic value. It has been shown that this approach outperforms management with focus on short term market share price and financial results. Number of frameworks was developed to enable organizations to keep finding new ways to increase value of companies by finding new revenue sources or improving the profitability of existing businesses. These efforts are based on assumptions about external environment, economic and non-economic, as well on assumptions about customers, suppliers, competitors as well as company ability to perform as planned. Managers are aware of number of risk factors that can affect every of these assumptions, but in most cases these risks are only partially identified and their potential impact on projected shareholder value is never calculated. At best, measures to reduce risks are implemented only within functional silos, and not on enterprise level.

Given the high potential impact of managing exposure to risks on total shareholder value, both by downside risk reduction and upside risk exploitation, it is necessary that risk management becomes linked with other value-based activities, that its potential value impact is quantified and managed on enterprise level. By doing this risk management becomes Value-Based Enterprise Risk Management (ERM).

TRADITIONAL VALUE BASED MANAGEMENT: VALUE CREATION AND VALUE DELIVERY

In corporations that accepted new notion of linking all activities to maximization of corporate shareholder value, management attention shifted to creating, delivering, measuring and rewarding based on common understanding of value. This value-based management process is presented in Figure 1.

Two tasks that managers, as well as consultants, spend most of their time and efforts on are strategy definition (value creation) and operational management (value delivery). At the end of the strategy definition phase, products, market, and channels are selected, target value from this strategy is set and activities needed to execute this strategy are defined. In second, value delivery phase, these plans are implemented, and products or services are produced and delivered to customers.

Actual performance is measured, and actual performance is compared to target performance, using the same calculation methods. In the next phase, management is evaluated and rewarded according to actual value delivered. Finally, remaining realized shareholder value can be either distributed to shareholders or invested it in new ventures.

Performance measurement and single and double-loop feedbacks

Actual strategy definition and operations set-up are never one time tasks, but rather continuous improvements based on measured company performance achieved and updated information on customer needs and competitive environment. Management continuously creates new strategic initiatives or designs strategy improvements as part of strategic management and solves every day problems

and identifies operational improvements as part of operations management.

These new options are evaluated, and decisions are made on strategic and operational changes based on expected improvement of value. This is done via single-loop strategic and double-loop operational feed-back.

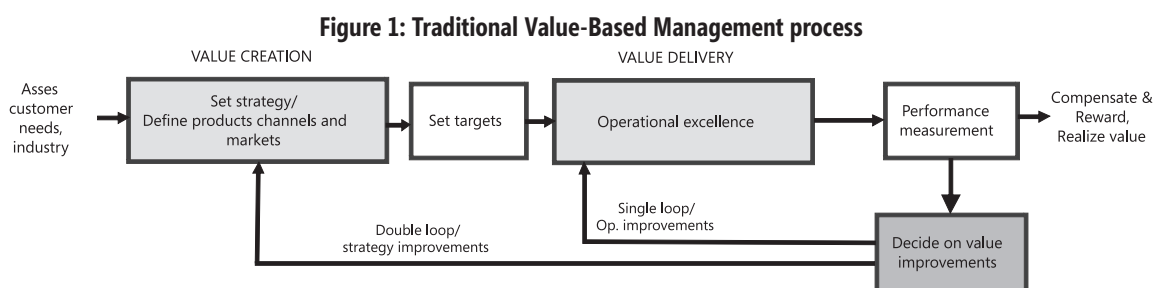
TWO LEADING VALUE MANAGEMENT FRAMEWORKS: BSC AND VALUE METRICS

Two most successfully used frameworks that help managers maximize the value created and delivered are Balanced Score Cards (BSC) developed by Harvard professors Kaplan and Norton and Value Metrics and Value Tree framework by Copeland, Koller and Murrin from McKinsey & Co.

Both frameworks link the corporate shareholder value to both its short term financial performance and company specific indicators of a long-term health which defines its ability to create value in the future. In BSC framework this qualitative metrics is defined in three ‘perspectives’, customer, internal and learning and growth perspective, which influence the financial or shareholder perspective of the company. In similar manner, Value Metrics framework defines commercial, cost structure and asset health metrics as drivers of long term value. These frameworks and their similarities are shown in Graph 2.

Both frameworks are based on defining activities or performance elements that can be measured and have high impact on shareholder value. They are called indicators in BSC model and value drivers in Value metrics and Value diver tree framework.

BSC model is more suited to strategy definition phase of value-based management. It empowers managers to design strategic initiatives that will increase value by defining activities that affect measurable operatio-



nal indicators (called lead-indicators) such as customer retention, on-time delivery or project delays. Lead-indicators are linked to financial (lag-indicators) in associative way i.e. there is no mathematical formula but it is evident that improvement in lead-indicator will bring improvement in lag-indicators. Financial or lag indicators can than mathematically be linked to one or more valuation elements (Income Statement or Balance Sheet elements or Cost of capital).

Each strategic initiative and its related indicators are grouped in one of four main financial goals that drive ROCE and shareholder value: new sales, improved existing customer profitability, improved cost structure and improved asset utilization.

Value Drivers and Metrics framework is more oriented to performance measurement and performance management. Managers need to identify most important value drivers that are specific to industry the company competes in (industry specific drivers that company can only partially control, such as market growth, retail prices or suppliers concentration) and drivers specific to company's actual strategy selected (micro or operational drivers that company can control). Similar to BSC framework, managers first identify activities that affect business performance in the short or long term and thereby create value. Value dri-

vers are measured using a mix of metrics or milestones and 10-15 most important metrics are called key performance indicators (KPI). Value driver tree is a graphical way to link value drivers to valuation elements and ultimately shareholder value.

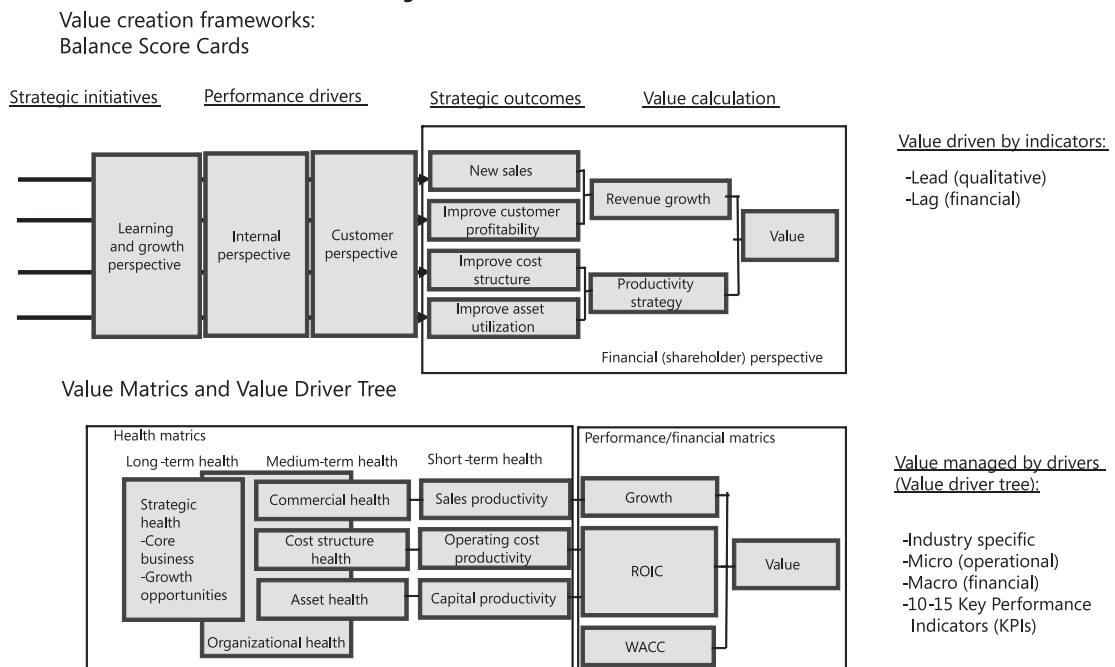
In this framework, much more attention is done to how value drivers relate to valuation elements are to underline that shareholder value is dependent entirely on company's return on invested capital (ROIC), cost of capital (Weighted Average Cost of Capital (WACC) and growth. All value driver trees include these three elements and each value driver links to one of them,

Value calculation

There are number of methods to value a company. Discounted cash flow (DCF) models are most frequently used by consultants, investors and managers. Companies that use BSC and Value tree framework use discounted cash flow, but actual calculation method might differ.

Cash Flow Return on Investment (CFROI) valuation model and valuation elements it uses are presented in Graph 3. CFROI measures the cash flow return on assets for each year and growth determines the size of company's asset base for each year in the future based on asset base today. By combining CFROI and growth of investment base, cash flow for each year can be calculated.

Figure 2: BSC AND VALUE MATRICS



As estimates of CFROI and growth and based principally on realized performance, cash flow elements are more linked to actual than on projections like other DCF models.

Value is then calculated by discounting future cash flows by cost of capital (WACC).

MISSING ELEMENT IN VALUE BASED MANAGEMENT: VALUE BASED ERM

Shareholder value calculations presented are based on assumption that the future cash flow will be similar to actual cash flow plus additional value created by new strategic initiatives. However both drivers of existing performance and drivers of value yet to be created depend on number of variables and events that can not be predicted and can potentially reduce or even seriously destroy the value that we expect company will create in long run. This is why the value management is not complete without Risk Enterprise Management (ERM) that is designed with the same preoccupation on shareholder value like value creation and value delivery management tasks. Such Value-Based ERM measures potential impacts on company's value from all types of risks and enables managers to manage this exposure. It protects the expected shareholder value by avoiding excessive risks and by better managing risks they decide to take by knowing how much value is at stake. Continuous shareholder value management process and its three interlocked activities are graphically shown in Graph 4.

As already mentioned in introduction part of this article, Value-based ERM needs to be designed in such a way that it overcomes the problems that prevent most current ERM of being accepted as value creating enterprise wide activity by both top and operational managers:

- 1.) ERM needs business case i.e. it needs to quantify how much value is at risk and how much of potential value damage can be reduced by ERM.
- 2.) It needs to measure overall risk

exposure of the entire corporation and to measure combined impact of multiple risks

- 3.) Risk impact needs to be included in every new decision process, both strategic and operational, to ensure that risk exposure is not unreasonably increased.
- 3.) It needs to enable managers to use risk management not only to avoid risks or reduce risk impact but also exploit potential value gains by intelligently increasing risk exposure when such opportunity arises.

Before we proceed to present the way Value-based ERM framework that will calculate multiple risk impact on shareholder value and will be linked to both strategic and operational single and double loop management decision process, we will describe risk types, their probability distributions and approximations, as well as simulation models that can be used to evaluate their impact on company performance and value.

RISK TYPES

Most authors use risk type classification that comes from regulation developed to manage risk exposure in banks (Basel II):

- 1.) Market risk (equity prices, interest rate, currency and commodity prices risks),
- 2.) Credit risk (risk that customers will default on loans: bank loans, business to business loans, and sovereign risk)

Figure 3. CFROI valuation model

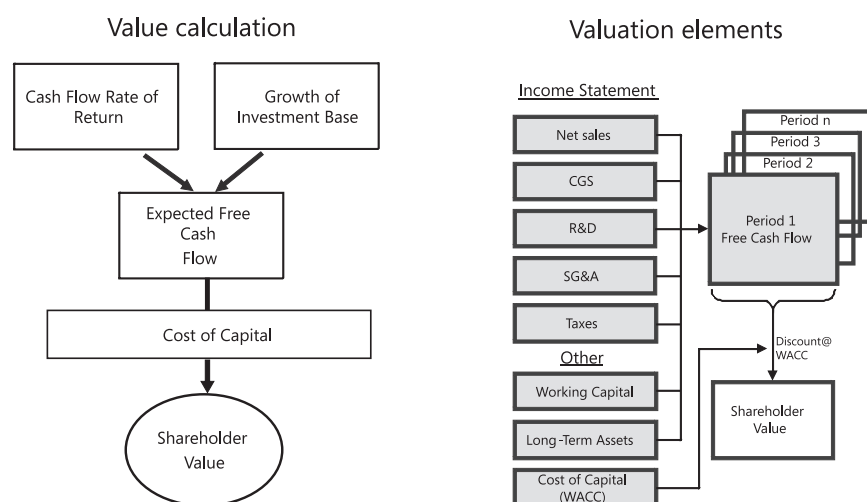
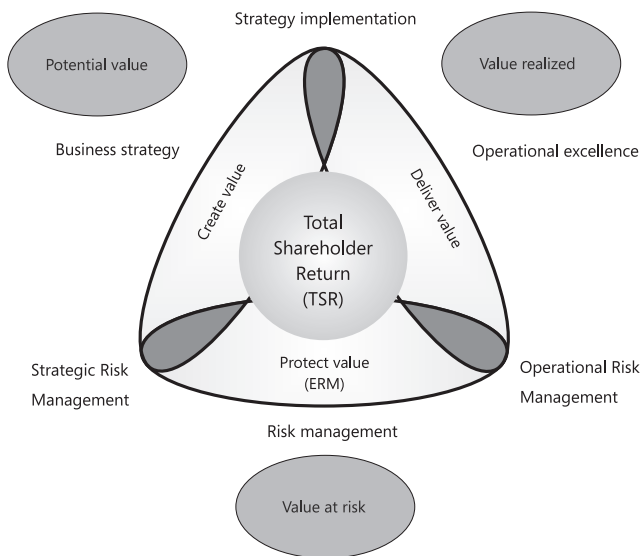


Figure 4. Three elements of value based management



3.) Operational risk (risk related to execution of bank's or company's business functions: fraud, employment practices, damage to physical assets, business disruption risk).

These risks are covered by Pillar 1 in Basel II and are required to be quantified. Other risks are considered residual risk and are covered by second pillar: systemic, pension, concentration, strategic, reputation, liquidity and legal risks.

As most of the risks faced by industrial corporations are risks to their strategy (which markets, channels and products it selects) and risks related to their operations another classification is more useful:

- 1.) Global and country risks: political, economic (interest rates, currency rates, commodity prices, sovereign risk) and non-economic (natural disasters, infrastructure problems etc.)
- 2.) Industry specific/strategic risks (risks company can avoid by strategic decisions: prices, suppliers, customer concentration, market size, regulations).
- 3.) Operational/execution risks: all risk the company can control: new product introduction risk, delivery delays, customer retention, fraud, legal, damage to assets, business disruption risk etc.

First two categories are considered external risks and operational risks are considered internal. External risk profiles and probability distributions are often available

on the market as they are already estimated on the country level or by other industry participants. Operational risks follow-up can be assigned to operational managers, and country and industry specific risks for each country can be assigned to country managers.

RISK DISTRIBUTIONS AND DISTRIBUTION APPROXIMATIONS

Most risks probability distributions can be described or approximated by one of two normal probability distributions: normal or Poisson.

Normally distributed risks:

Normally distributed risks are always presented by a value that can be measured. Based on historic behavior or management estimate its future expected value and how much it is likely to change in a defined time period (standard deviation) can be determined. Examples are: currency rates, interest rates, commodity prices, number of sunny days in a month, average temperatures, customer consumption, number of default units in productions etc.

If bell-shaped curve and standard deviation (Graph 5a) can not be determined or estimated, risk of this type can be estimated by one of the following approximations:

- P10-P90 or Pessimistic-Optimistic estimates for normal distributions (Graph 5b): Risk value variations can be used to calculate impact on performance by estimating P10 value of risk variable with 10% probability that the risk variable will be P10 or lower, and P90 that with 10% probability that risk variable will be P90 or higher. This type of approximation was used in example 3 bellow. Similar 25%-75% model is also used. If these values can not be estimated or when extreme situations are modeled Pessimistic-Optimistic values are used to describe risk variable.
- Value at risk (VAR) is a measure often used in banks to estimate potential losses from cumulative risks of portfolio of bank assets (Graph 5c). It is principally used for estimating market risk, but can also be used for credit and operational risks. VAR is defined as the loss level that we are x% (for example

99%) certain will not be exceeded in N days. VAR is the loss in one side of the tail corresponding to (100-x)th percentile (for example 1%). VAR was developed by J.P. Morgan in 1990. to simplify reports on potential losses for market securities that generally have normal distribution but VAR can be used to measure other potential losses as well.

Occurrence risks (Poisson distributed)

Second type of risks are risks that can be presented as “isolated events within a continuum” such as events or accidents that can happen one or more times over a given period of time. In order to evaluate impact of these risks two distribution curves need to be estimated: (graph 6a and 6b): event frequency distribution and event severity distribution (graph 6a and 6b):

For loss frequency the natural probability distribution to be used is Poisson distribution. It has just one parameter, the average occurrence of events and probability that a given number of events will happen in a given period can be calculated using Poisson formula or tables. For Loss severity distribution lognormal probability distribution is often used.

Mathematical formulas or Monte-Carlo simulation method can be used to generate loss probability from these two distributions. Example result is shown in graph 6c.

Examples of occurrence risks are: natural disasters, electrical failures, mechanical breakdowns of machinery, defaults on debt by a company, fraud cases, clerical errors and computer system failures.

Occurrence risk loss probability tend be of two types: high frequency-low impact risks (electrical shortages or calls dropped

Figure 5: Normal distribution, P10-P90 approximation and VAR definition

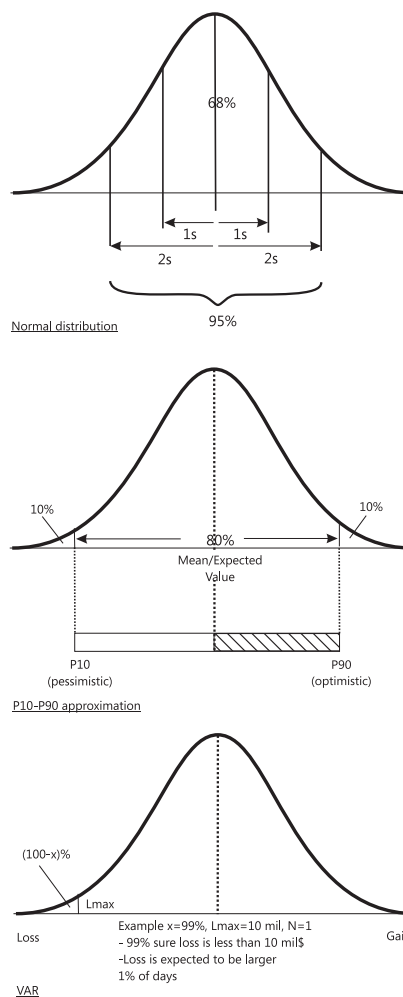
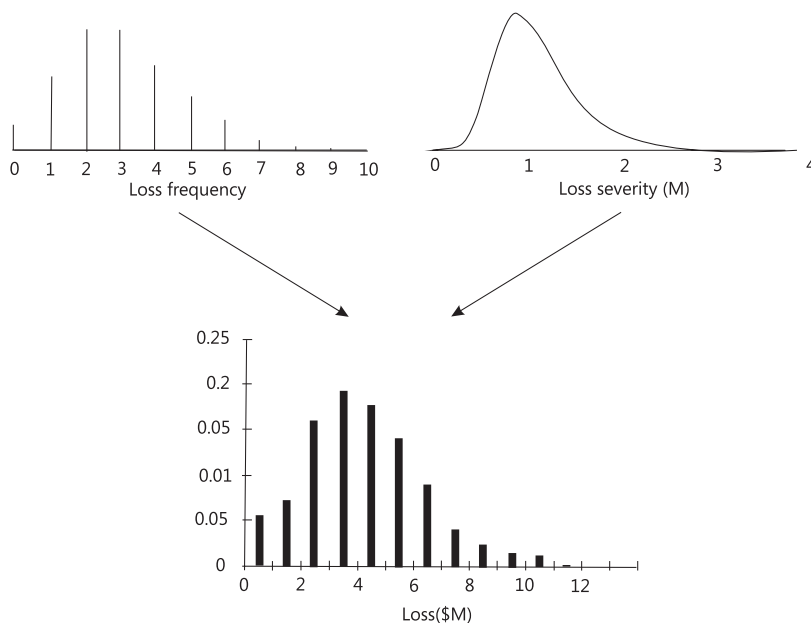


Figure 6: Occurrence risk distributions



for example) and low probability-high impact (disaster risk or fraud risk).

Correlated Risk Variables

When potential cumulative impact of many risk variables is being calculated, it is necessary to take into account their interdependencies. Values of risk variables often move in connection with other risk variables. When change in one variable has influence on how the other variable are likely to change they are dependent or correlated.

For two dependent normally distributed risk variables once we estimate the value of one variable (v_1) the other variable has normal distribution with mean and standard distribution dependant on v_1 . Samples for these bivariate distributions (or for more than two variables) can be calculated using Cholesky decomposition procedure. Computer programs to generate these samples are also available. If risk variables have other distributions than normal, mathematical methods called copulas and factor model are used.

Potential cumulative variation of calculated performance impact due to multiple correlated risks is therefore less than sum of potential variations due to each variable. Correlation formulas are most used in portfolio evaluations of market securities, but can be used when impact of many correlated risk variables on shareholder value are calculated (multiple commodity prices, inflation or unemployment rates in many countries etc.). When more complicated impact calculation relationships are used, multiple sampling stochastic methods (Monte-Carlo method) are be used. After one variable is sampled, samples for other variables are consecutively selected using software formulas that take into account correlation relationships.

If dependent variables distributions are approximated and their common impact is being calculated, every time we select a value of one variable, P10 for example, managers need to use their knowledge and experience to estimate dependent values for other risks to move in logical direction (GDP negative growth and unemployment for example). This approach is used in scenario modeling which is one of the simulation models presented in next chapter.

RISK IMPACT SIMULATION MODELS: SINGLE AND MULTIPLE RISK IMPACTS

There are two basic approaches to evaluate risk impact on company's value or another performance item: impact of each relevant risk can be evaluated separately and results can be qualitatively evaluated to estimate total risk exposure or multiple risks can be combined in calculations to get better estimate of their total impact.

Depending on probability distributions or approximations available for risk variables and complexity of calculations needed to calculate impacted value (cost, profit/loss or shareholder value distribution), different models can be used with increasing level of sophistication:

Impact calculated separately for each risk

Use one or more risks by calculating each impact separately. Impact can be calculated by:

- 1.) By using P10-Mean-P90 or Optimistic-Expected-Pessimistic values to calculate impact. Results can be evaluated by comparing potential low, mean and high values, or by adding them to get mean values (see example 3).
- 2.) Calculating distribution parameters of impacted value when it is linearly dependent on normally distributed risk variables.
- 3.) Using Monte-Carlo stochastic sampling method if risk impact calculation is more complicated. Software sampling machine produces high number of random samples using risk distribution curve and impacted value distribution curve is drawn using results calculated from each sample.

Impact of multiple risk combinations calculated simultaneously

Multiple risk impact can be modeled by selecting sets of data with each set representing one value for each risk and calculating impacted variable values for each set (profit/loss or shareholder value calculations). Similar to single risk impact calculations, progressively more sophisticated simulation models can be used:

- 1.) Scenarios modeling using distribution estimates: scenarios are defined with multiple risk variables taking one or more probable values. Each risk can

be represented by one value or set of P10-P90 or Optimistic-Pessimistic estimates and potential combinations of these values will be taken to calculate potential outcomes. For occurrence risks estimates will assume that an event will happen n times in a year. As explained before, if risk variables are dependant, experience should be used to select the risk values in realistic combinations.

- 2.) Stress test is a worst case scenario test using extreme assumptions. We list it here as it is well known in banking environment. Most publicized stress test was a simulation performed by US Federal Reserve in March 2009. to estimate how much additional capital US banks will need under the worst-case scenario. 2010. unemployment rate of 10.3%, GDP contraction of 3.3% and a 22% further decline in house prices assumptions were used and it was concluded that US banks could see a further \$600bn in losses.
- 3.) Correlation formulas can be used when simple relationships of risks to impacted variable are used and parameters of risk probability distributions are known or can be estimated. This method is used in banks for estimating potential losses and economic capital.
- 3.) Stochastic scenario sampling models (Monte-Carlo method) can be used to draw distribution curve impacted by multiple independent or correlated variables with known or estimated distribution curves. Random sampling using numbers generated by Excel or other programs are used to create sets of sample values each used to calculate one outcome. If variables are independent, independent sampling is done. If variables are correlated, samples are obtained using software formulas that take into account correlation parameters.

RISK IMPACT CALCULATIONS USED IN BANKS, BASEL MODEL

Risk impact calculations in banks required by Basel II are limited to estimating potential losses via economic capital needed to cover these losses. This is done for potential losses due to market, credit and operational risks.

Although banks are allowed to calculate some of the risks using their own methods, basic requirements are to use VaR method for market risk, to use internal ratings determining the probability of default for their loan portfolio for credit risk, and to calculate potential loss due to operational risk as percentage of gross income of each business line.

Total Economic capital is calculated as sum of capital components needed for each risk group separately. As market and credit risks can be estimated to have 50% correlation and each of these two risks and operational risk has 20% correlation, total economic capital calculated using this approach can be overstated by about 40%.

Although the banks must calculate their risk exposure according to Basel II requirements, their management can also decide to implement Value-Based ERM framework that is designed for industrial corporations in order to better understand their shareholder value risk exposure.

SHAREHOLDER VALUE RISK IMPACT CALCULATIONS FOR CORPORATIONS

When shareholder value is calculated as presented in graph 4, discount cash flow calculation using valuation elements needs to be performed. This will obviously create much more complicated calculation scheme when risk impact on shareholder value is to be evaluated. But once the calculation model is developed, high number of values for different valuation elements can be “run-thru” the model to evaluate impact on total value.

Risk impact on shareholder value is calculated by linking relevant risk variables to value indicators used in BCS framework or to value drivers used in Value driver tree framework. In other words, managers need to evaluate which risks can affect expected performance of lead-indicators and value drivers. As indicators and value-drivers have most significant impact on value, this approach will also model most significant impact on shareholder value.

The same link paths established to valuation elements can now be used using the same qualitative associative relationships or mathematical formulas. However, more scenario runs will be needed as indicators and drivers will be presented with more potential values defined by the way risk distribution presentation is used (distribu-

tion curve or approximation). InterVar (Integrated Enterprise VaR) model for calculating risk impact on value developed by Deloitte [1, p21] is presented in Figure 7. Indicators and drivers are called impact items and model can be used to link to both frameworks.

Similar to selecting most important value drivers managers need to decide which risks are critical to company’s performance and therefore shareholder value. They will select a limited number (10-15 risks) or key risks which will be closely followed and their potential impact on value modeled. These risks are called Key Risk Indicators (KRI) or risk drivers. Each risk driver can impact more than one impact items.

For operational risks a risk driver can also be a operational value drivers as they can have a probability distribution of its own. Although a company can control their value (delivery time, time to market, number of low quality products etc.) the actual performance will always have probability distribution. Evaluating impact on value is the same, but actual calculation model might be already developed in existing software solutions such as SAP Business Planning and Simulation module.

As result of these calculations, depending on which risk impact simulation model is used, shareholder value

will be presented by distribution curve(s), one or more P10-Mean-P90 sets of potential value, or single value scenario value to be compared with currently expected shareholder value (see examples 1-3).

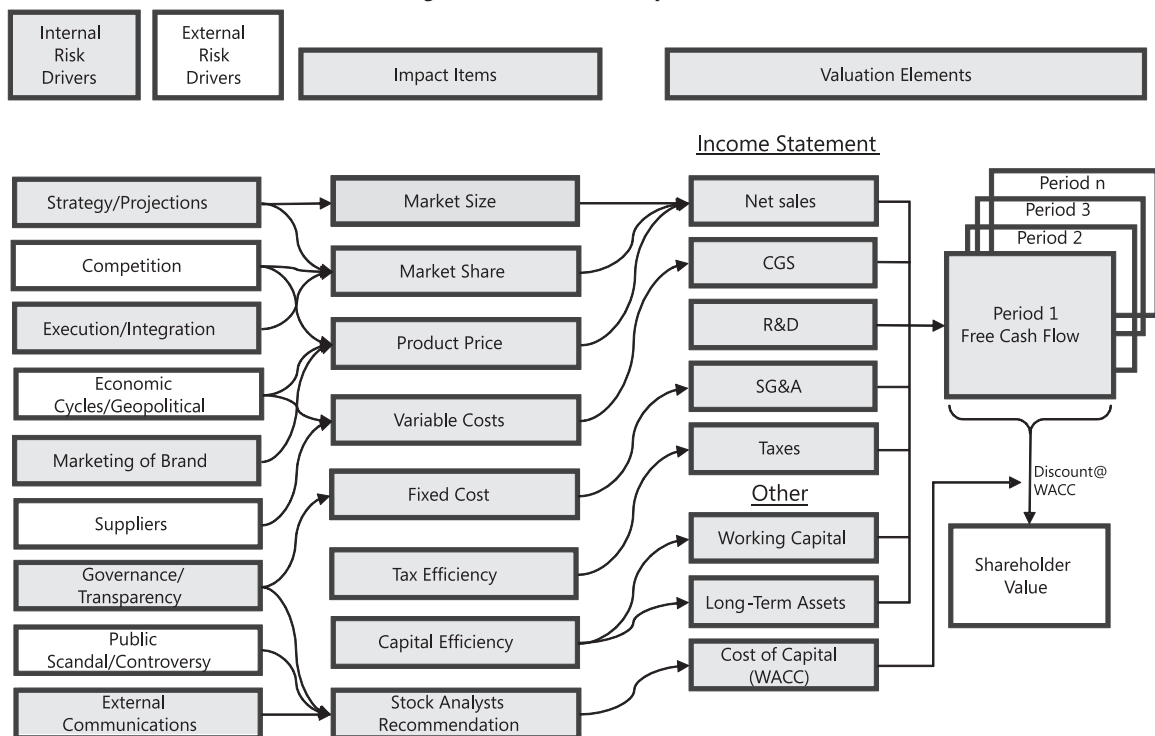
ADDING ERM TO VALUE MANAGEMENT MODEL

Using risk impact calculation module, value based management model which links ERM with strategy definition and operational management phases and their respective feed back loops is presented in Figure 8.

After identifying potential strategic or operational improvements based on performance measurement, managers can now use risk impact calculations to generate enough information to evaluate each decision option based on expected shareholder value and its potential variations due to internal and external risks.

Every time new decision is proposed, operational or strategic, relevance of risks and the level potential impacts on shareholder value can change. As part of continuous risk management process, every single and double loop feedback need to be evaluated by running-thru impact calculations Decision are finally made based not only on expected value but also on shareholder value distribution which

Figure 7 InterVAR risk impact model



measures how much value can be lost if things go wrong or how much value can be gained if things go right.

Additionally, even when new decisions are not considered, if there was a major risk event which impacted expected shareholder value (currency devaluation, new regulation, likely recession), or if risk probability information or perception had significantly changed, new shareholder distribution needs to be calculated and changes in strategy or operations considered to fit to new reality or knowledge.

Each decision option can be accompanied by relevant ERM measures. By evaluating the increase of expected shareholder value due to these measures and their feasibility and costs management can decide on how to proceed. In other words, based on their risk appetite they will decide how much they want to risk. Risk appetite is subjective for each manager but when variations in shareholder value are presented for each option and quantified in terms of total amount that can potentially be lost, managers are “forced” to formulate the levels of risk with which they are comfortable.

After all the decision options and their related risk impact data, managers can make risk intelligent decisions. They can decide to proceed with a decision, with or wit-

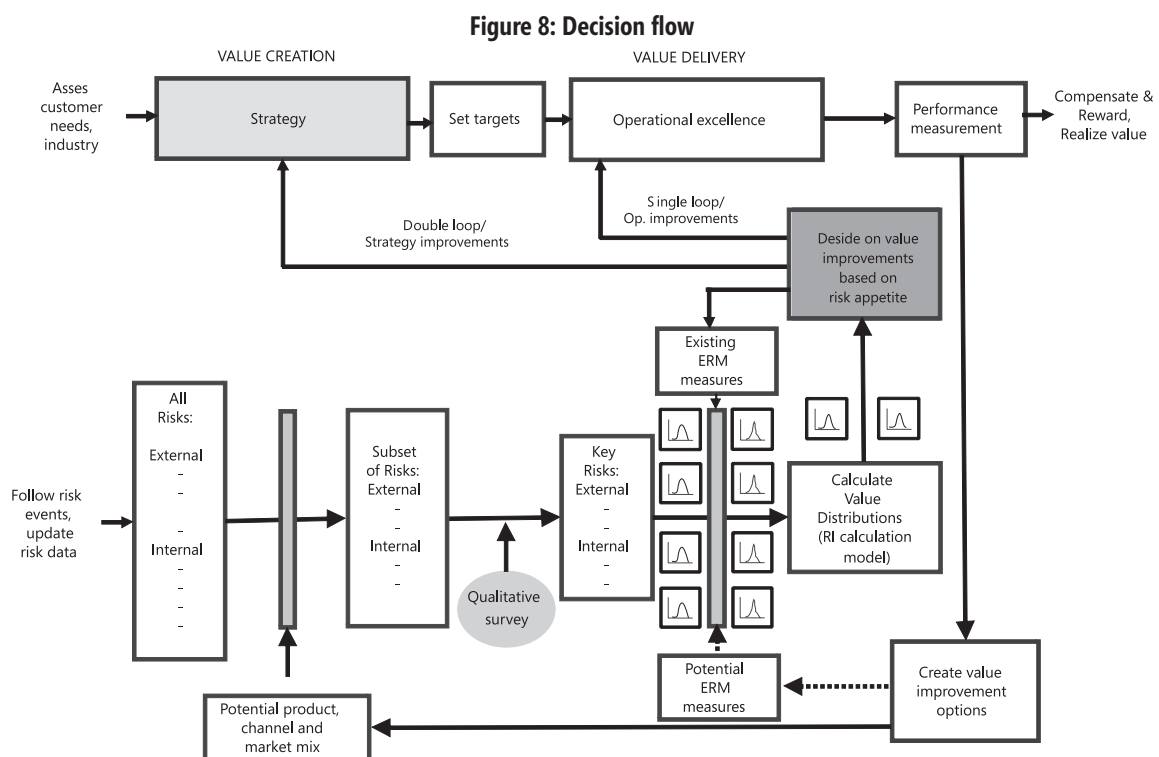
hout additional ERM measures, take more risk if potential gains justify it, or decide not to proceed with changes if risk exposure is too high.

Each decision will include ERM measures to be implemented, assumed probability distribution for risk drivers as well as value drivers, and calculated corporate value distribution will be saved for future decision process. Actual values of risk variables observed periodically together with actual impact items and valuation will help ERM process progressively more intelligent and valuable in the future.

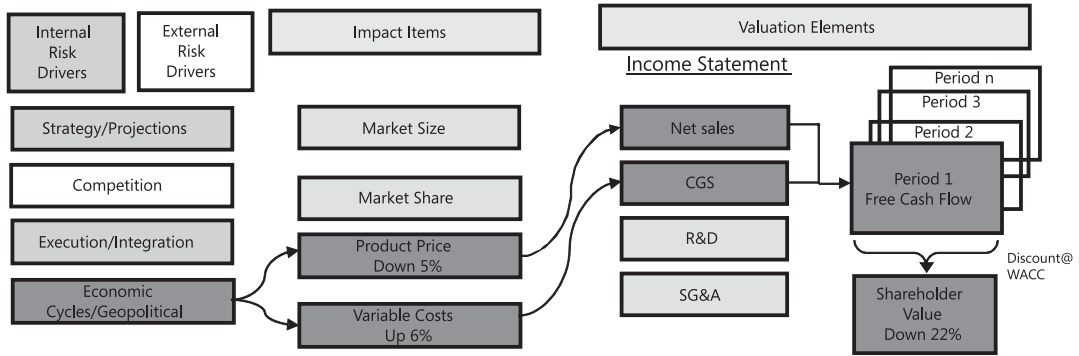
EXAMPLES OF VALUE-BASED ERM DECISIONS

These are actual world examples of calculation of potential value variations that enabled managers to make decisions according to their risk appetite:

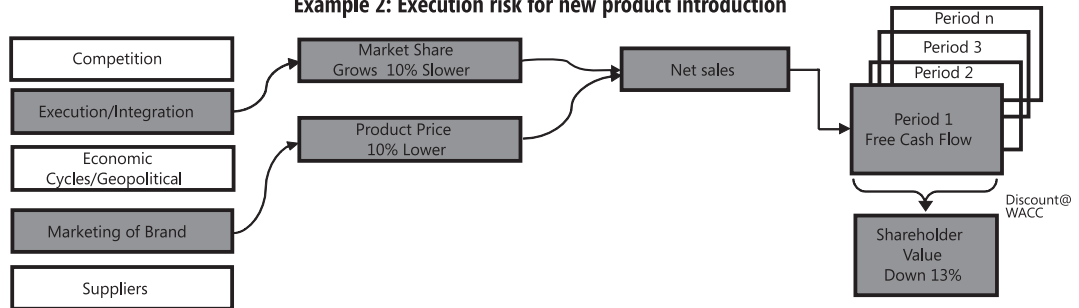
Example 1: Currency risk impact on two impact items at the same time: Currencies moving in unfavorable direction would cause prices of a chemical company to fall by 5%. At the same time variable (material) costs would grow by 6%. However, the cumulative impact on shareholder value was calculated to be 22% or 500 Mio \$. Given the potential exposure currency hedging was implemented.



Examples 1 : Risk of currency changes

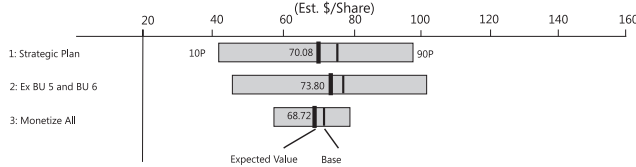


Example 2: Execution risk for new product introduction



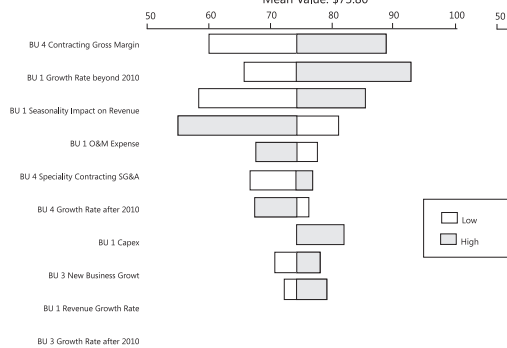
Example 3

SHARE PRICE and Risk Comparison (Est. \$/Share)



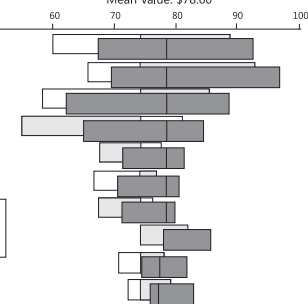
Share Price for Alternative 2 (\$/Share)

Mean Value: \$73.80

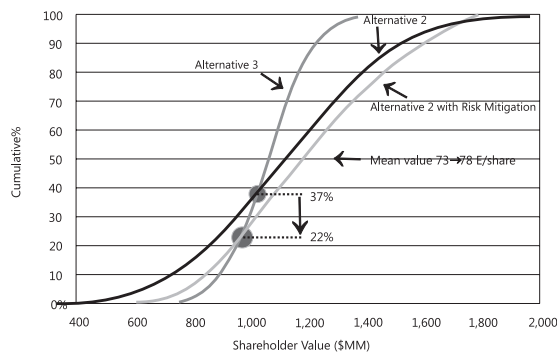


Share Price for Alternative 2 with Risk Mitigation (\$/Share)

Mean Value: \$78.60



Shareholder Value Comparison by Strategy Alternative



Example 2: Two operational risks combined: For electronics components manufacturer, impact of unsuccessful new product introduction simulated by 10% slower market share growth due to delivery delays combined with 10% lower price due to ineffective brand marketing was modeled and expected shareholder value was calculated to be 13% or 2.5 Bio\$ lower. This forced the management to improve product introduction strategy and follow closely its execution.

Example 3: Strategic options risk evaluation: An industrial corporation is evaluating 3 alternatives:

1. Continue with existing plan, 2. Exit two out of six business units or 3. exit all six business units. Alternative 2 has the highest expected value when are risk factors are evaluated, but it has 37% probability that value of that option is less than in Alternative 3. However, with aggressive risk mitigation program, Alternative 2 expected value can be increased from 73\$ to 78\$ and potential variations are reduced so that probability of Alternative 2 being worse than Alternative 3 is reduced to 22%. Management decided to implement proposed ERM measures and proceed with Alternative 2.

CONCLUSION

Value-based ERM approach to calculate and evaluate risk impact on corporate shareholder value from all external and internal risks is presented in this article. ERM is than linked to two main value based management activities, strategy and operational management, and to mana-

gement decision process. Proposed value management model gives managers means to use Value-based ERM in a way that overcomes the shortfalls of existing ERM procedures indentified in the beginning of this article:

- 1.) It creates business case for ERM as it quantifies how much value is at risk it how can this risk be reduced by ERM.
- 2.) It measures overall risk exposure to interaction of multiple risks
- 3.) Risk impact evaluation is included in every new decision process, both strategic and operational
- 4.) It enables managers to use Value-based ERM not only reduce risks but also exploit potential value gains by intelligently increasing risk exposure when such opportunity arises.

Reference literature:

1. Đuričin D., Janošević S., Kaličanin Đ., "Menadžment i strategija", Ekonomski fakultet 2009.
2. Hull J. C., "Risk Management and Financial Institutions", Pearson Educational International 2007.
3. Kaplan R. S., Norton D. P., "The Balanced Scorecards" Harvard Business School Press, 1996
4. Koller T., Goedhart M., Wessels D., Copeland T. E., McKinsey and Company, "Valuation - measuring and managing the value of companies", fourth edition, John Wiley&Sons, 2005.
5. Segal, S., "Screening for Success: Value-Based Enterprise Risk Management: The key to unlocking ERM potential", Corporate Finance Review, Jan-Feb 1994.
6. Speltzler K., Sang-Won Kim, Fishman D., "ERM: A Value Driven Approach", Strategic Decisions Group Inc. 2007.
7. "Essential VBM", Delloite/Braxton Associates 1996.



Dušan Skendžić

is the owner of a company that investests in Internet technologies and a financial consultant. He graduated at Electrotechnical Faculty at University of Belgrade, and has masters degree in Elcctronics from Boston University and MBA from Harvard Business School. He worked for Digital Equipment Corporation in Boston, McKinsey & Co. In Bruxelles, Alcatel Telecom in Paris, and Vojvodjanska and NBG banks in Serbia. He was a chief economic adviser to the President of Government of Serbia. He published articles on electronics and economy topics.

RAČUNOVODOSTVO FER VREDNOSTI I VOLATILNOST FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA U USLOVIMA FINANSIJSKE KRIZE

FAIR VALUE ACCOUNTING AND VOLATILITY OF FINANCIAL STATEMENTS IN CONDITIONS OF FINANCIAL CRISIS

Dejan Malinić

Ekonomski fakultet Beograd / Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije

Apstrakt

Savršeni koncept izveštavanja nije moguće razviti u nesavršenim uslovima. Primena računovodstva fer vrednosti je prioritetno stavljena u funkciju informacionih potreba investitora. Osnovna ideja pri tome je da bilans odrazi ekonomsku stvarnost, što znači da imovinu, obaveze i kapital izrazi po fer vrednostima, koje u uslovima aktivnog i likvidnog tržišta najbolje odražavaju tržišne cene. Bilans uspeha, pri tome, prihvata efekte fer vrednosti, čime merenje rezultata postaje posledica merenja kapitala.

Primena fer vrednosti nije praćena većim problemima u uslovima postojanja stabilnih cena i efikasnog tržišta. Tada se vrednovanje imovine i obaveza odvija po aktuelnim tržišnim cenama, odnosno, primenom tzv. mark-to-market pristupa. Problemi nastaju u uslovima postojanja neaktivnih i nelikvidnih tržišta, kada utvrđivanje fer vrednosti zahteva primenu različitih tehnika procenjivanja, odnosno primenu tzv. mark-to-model pristupa. Primena ovog pristupa omogućava utvrđivanje fer vrednosti, ali istovremeno predstavlja potencijalni izvor nepreciznosti. Drugi problem koji prati primenu fer vrednosti u uslovima finansijske krize vezan je za njeno prociklično dejstvo. U tom kontekstu često se ističe da primena fer vrednosti u uslovima uspona finansijskih tržišta i rastućih cena podstiče kupovinu hartija od vrednosti po višim cenama, doprinoseći stvaranju spekulativnih balona. U uslovima finansijske krize i pada cena primena fer vrednosti može podsticati prodaju imovine po nižim cenama, produbljujući postojeću krizu. Konačno, treći problem obrađen u ovom radu vezan je za volatilnost finansijskih izveštaja koja nastaje kao posledica nestabilnosti tržišta, nepreciznosti na području merenja fer vrednosti, procikličnosti i kombinovane primene fer vrednosti i istorijskih troškova.

Ključne reči: *finansijska kriza, finansijsko izveštavanje, računovodstvo fer vrednosti, računovodstvo istorijskih troškova, procikličnost, volatilnost.*

Abstract

It is not possible to develop perfect reporting concept in non-perfect conditions. Implementation of fair value accounting serves primarily information needs of investors. Thereby, basic concept is that balance sheet should reflect economic reality, meaning that assets, liability and capital should be expressed at fair values, which reflect market prices best in conditions of active and liquid markets. Thereby, income statement accepts the effects of fair value, by which result measurement becomes the effect of capital measurement.

Implementation of fair value is not followed by more serious problems in conditions of stable prices and efficient markets. Then, the valuation of assets and liability is done at actual market prices, i.e. using so-called mark-to-market approach. Problems arise in conditions of inactive and illiquid markets when determining fair value demands implementation of various evaluation techniques, i.e. use of so-called mark-to-market approach. Use of this approach enables determining fair values, but at the same time it represents potential source of inaccuracy. Other problem going along with implementation of fair value in conditions of financial crisis is related to its procyclical effects. In this sense, it is often emphasized that implementation of fair value in conditions financial market boom and growing prices incites buying securities at higher prices, thus contributing to creation of speculative bubbles. In conditions of financial crisis and price fall, implementation of fair value can incite sales of assets at lower prices, thus deepening the existent crisis. Eventually, the third problem discussed in this paper is related to volatility of financial statements which arises as a consequence of market instability, inaccuracy in field of fair value measurement, procyclicality and combined use of fair values and historical costs.

Key words: *financial crisis, financial reporting, fair value accounting, historical cost accounting, procyclicality, volatility.*

UVOD

Finansijsko izveštavanje nije savršeno. Ako imamo u vidu kompleksnost poslovnih situacija, nesavršenost finansijskih tržišta i različite poslovne i informacione interese, onda postaje jasno da se nekom idealu u pogledu apsolutno tačnog iskazivanja dobitka i kapitala može težiti, ali se u praksi taj cilj ne može dostići. Nažalost, savršenog, teorijski konzistentnog i univerzalno primenljivog modela koji bi uspešno rešavao sve probleme merenja, iskazivanja i prezentovanja ostvarenja poslovnih entiteta, nema. Otuda i kontinuirana preispitivanja nekih suštinskih dilema. Relevantnost ili pouzdanost? Da li obezbediti informacije relevantne za odlučivanje, čija pouzdanost u nekim situacijama može da bude veoma diskutabilna, ili osigurati pouzdane informacije koje su tačne, ali koje zbog neblagovremenosti mogu da budu malo relevantne za odlučivanje. Proponenti relevantnosti često će ovaj problem predstaviti kao duhovitu dilemu: da li je bolje biti precizno pogrešan (aludirajući na istorijske informacije) ili približno tačan (dajući prednost tržišnim vrednostima). U jednom slučaju prednost se daje pravovremenosti, prediktivnoj i feedback vrednosti informacija (relevantnost), dok se u drugom slučaju insistira na proverljivosti, vernom predavljanju i neutralnosti informacija (prepoznatljive kvalitativne karakteristike pouzdanosti). Pomenuti problem se može iskazati i kroz dilemu optimizam ili konzervativizam u finansijskom izveštavanju, pri čemu treba imati na umu da složenost ovakvog izbora naročito dolazi do izražaja u vremenima tržišnih uzleta i tržišnih padova. Prethodne dileme, u profesionalnom smislu, u kontinuitetu zaokupljaju pažnju računovođa, dok neračunovođe pokazuju neverovatan interes za ovom debatom tek u situacijama kada način iskazivanja dobitka i kapitala dramatično pogodi neke interesne grupe.

Debata o relevantnosti i pouzdanosti nije nova i traje decenijama. Istina, danas je njen pojavni oblik nešto drugačiji. Svodi se na izbor i utemeljenje odgovarajućeg koncepta merenja vrednosti prihoda, rashoda, imovine, obaveza, kapitala i rezultata. Pojednostavljeno rečeno, današnja rasprava je usmerena na istraživanje razloga „za“ i „protiv“ računovodstva fer vrednosti (Fair Value Accounting - FVA) i računovodstva istorijskih troškova (Historical Cost Accounting - HCA), odnosno možda i na traže-

nje neke treće alternative. Davanje prednosti nekom od ovih koncepata može se u neku ruku posmatrati i kao problem davanja prioriteta različitim interesnim grupama u finansijskom izveštavanju. Pri tome, protivljenje primeni fer vrednosti izražavaju naročito banke i osiguravajuće kompanije, dok generalno investitori u akcije pokazuju veći interes za tržišnim vrednostima. Poštena vrednost imovine im pomaže u odlučivanju o investiranju i dezinvestiranju i proceni uspešnosti menadžmenta kome su poverili kapital.

Problem se drastično usložnjava u uslovima aktuelne finansijske krize. Zapravo, finansijska kriza je u dramatičnoj formi nametnula neke praktične probleme vezane za primenu fer vrednosti. Problemi se pritom svode na izazove merenja vrednosti i moguće neprijatne implikacije izabranog načina vrednovanja elemenata finansijskih izveštaja. Primena fer vrednosti za neke bilansne pozicije u nekom trenutku dobila je prevagu nad vrednovanjem po istorijskim troškovima. Relativno stabilno finansijsko tržište, stabilne i rastuće cene finansijskih instrumenata i verovanje u efikasnost tržišta su uslovi koji su ohrabivali primenu fer vrednosti. Problem vrednovanja u takvim uslovima je značajno jednostavniji. Još je važnije da su se interesi akcionara i menadžmenta u takvim uslovima u pogledu primene fer vrednosti prilično približili. Cene hartija od vrednosti su rastle, imovina poslovnih entiteta se povećavala, nerealizovani dobitci koji su posledica rastućih cena hartija koje nisu realizovane su priznavani u bilansu, dok su menadžeri za iskazana ostvarenja, koja ipak nisu odgovarala realnosti, dobijali neprimereno visoke bonuse.

Finansijska kriza donela je pad vrednosti finansijskih instrumenata. Imovina, naročito finansijskih institucija, se brzo topila, dok su nerealizovani dobitci zamenjeni nerealizovanim gubicima. Kriza je naročito pogodila one koji su se u vreme uzleta tržišta prilično neodgovorno i kratkovido ponašali. Deleći precenjene dobitke i propuštajući priliku da ojačaju sopstveni kapital, menadžeri su izložili svoje kompanije velikom riziku od stečaja, pa bi se moglo reći da i ne predstavlja veliko iznenađenje što su mnoge, čak i ugledne kompanije, tako i završile. Nelikvidnost hartija od vrednosti i izostanak aktivnih tržišta značajno usložnjavaju vrednovanje finansijskih instrumenata po fer vrednosti, čineći ovaj proces nesigurnim.

Finansijska kriza je, dakle, iznedrila ozbiljnu krizu fer vrednosti. Zagovornici fer vrednosti su na ozbiljnim iskušenjima kako jedan teorijski dobro zamišljen koncept odbraniti u praksi koja ne odgovara savršenim uslovima koji bi omogućili postojanje efikasnih tržišta. Poslovni ljudi, koji su uživali blagodeti njene primene u uslovima poleta finansijskih tržišta, sada postaju oštri kritičari, zaboravljajući svoj deo odgovornosti za nastale probleme, budući da primena fer vrednosti sama po sebi ne vodi nužno poslovne entitete u loš finansijski položaj. No, razumljivo, krivac se radije traži na drugoj strani.

Pronaći za poslovne praktičare jednostavno, koherentno i teorijski utemeljeno rešenje za probleme merenja vrednosti, koje bi pomirilo relevantnost i pouzdanost kao primarne kvalitete računovodstvenih informacija jednako delotvorno u uslovima uspona i padova finansijskih tržišta, predstavlja uzuzetno težak zadatak. Otuda je izvesno da će se rasprava o ovim problemima nastaviti. Današnje okolnosti u prvi plan izbacuju dva problema: problem primene fer vrednosti u uslovima nelikvidnih hartija od vrednosti i problem procikličnosti primene fer vrednosti i njenog uticaja na produbljivanje finansijske krize. Ovi problemi otvaraju čitav niz pitanja. Kako se primena fer vrednosti u uslovima finansijske krize reflektuje na kvalitet i stabilnost finansijskih izveštaja? Kakve su implikacije primene fer vrednosti na menadžere i investitore, kao ključne interesne grupe? Da li primena fer vrednosti pogoduje regulatornim telima? Da li primena fer vrednosti otvara pitanje odgovornosti menadžmenta po pitanju adekvatne ili neadekvatne politike klasifikovanja finansijskih instrumenata prema zahtevima računovodstvenih standarda? Da li je problem primene fer vrednosti samo problem merenja vrednosti ili je to istovremeno i problem podele dobitka? Navedeni problemi i odgovori na neka od ovih pitanja su predmet pažnje u ovom radu.

RAČUNOVODSTVO FER VREDNOSTI

Generalno, osnovni cilj koji stoji u osnovi finansijskog izveštavanja ogleda se u obezbeđivanju kvalitetnih informacija o dobitnim ostvarenjima, novčanim tokovima i finansijskoj poziciji poslovnih entiteta za potrebe zadovoljenja informacionih interesa različitih interesnih grupa. Pri tome, ključni problemi u procesu izveštavanja vezani

su za merenje, odnosno vrednosno iskazivanje poslovnih transakcija, sistematizovanje tih vrednosti i njihovo transparentno iskazivanje u odgovorajućim finansijskim izveštajima. Odgovornost svih učesnika u procesu finansijskog izveštavanja je izuzetno velika i proizilazi iz implikacija koje računovodstvene informacije mogu imati za korisnike. Zbog nesavršenosti tržišta, njegove nesposobnosti da uvek prepozna istinsku vrednost hartija od vrednosti i preduzeća u celini i uvek prisutne, manje ili više izražene informacione asimetrije, investitori su prinuđeni da se, pored drugih, oslanjaju i na informacije iz finansijskih izveštaja. Ako još imamo u vidu njihov javni karakter, odnosno njihovu jednaku dostupnost za postojeće i potencijalne investitore, onda je jasno da informacije iz finansijskih izveštaja predstavljaju važnu determinantu u odlučivanju o investiranju, dezinvestiranju, promeni menadžmenta i dr. Vlasnici će na osnovu dostignutih performansi ocenjivati uspešnost menadžmenta, koji će opet, u zavisnosti od toga, participirati u različitim kompenzacijama ili će ostati bez njih. Kreditori će svoje odluke temeljiti na proceni sposobnosti preduzeća da stvara dobitke, mogućnosti pokrića rizika sopstvenim kapitalom i sposobnosti da servisira dospevajuće obaveze. Država će u iskazanim sumarnim granskim ostvarenjima pronalaziti neke informacione inpute za kreiranje ekonomske politike.

Sve prethodno navedene i druge informacione mogućnosti finansijskih izveštaja dovoljno nagoveštavaju njihovu vrednost. Aktuelne rasprave i preispitivanja upotrebljivosti fer vrednosti govore tome u prilog. Stavljajući u prvi plan informacione interese investitora, kreatori računovodstvenih standarda su prihvatili primenu računovodstva fer vrednosti kao zamenu ili dopunu za računovodstvo istorijskih troškova. Pri tome, krajnje pojednostavljeno bi se moglo reći da vrednovanje bilansnih pozicija u finansijskim izveštajima u uslovima primene istorijskih troškova, čija primena ima vekovnu tradiciju, konceptijski ne podrazumeva respektovanje aktuelnih tržišnih cena u vrednovanju imovine i obaveza, već dominantno oslanjanje na nabavne cene (i cene koštanja) u trenutku njihovog sticanja koje u zavisnosti od stabilnosti tržišta i cena i vremenske udaljenosti obavljenih transakcija od dana bilansiranja, manje ili više odstupaju od ekonomske realnosti. Ovakav pristup čini finansijske informacije pouzdanim, ali

ne uvek i relevantnim za odlučivanje. Akcenat je na obračunu realizovanog rezultata (uključujući i nerealizovane gubitke), dok su promene na kapitalu posledica iskazanih rezultata. Nesigurnost pri obračunu rezultata navodi na opreznost u njegovom utvrđivanju, a samim tim i na oprezno iskazivanje imovine, obaveza i kapitala.

Primena računovodstva fer vrednosti je koncepcijski potpuno drugačije postavljena. Fer vrednost, između ostalog, unosi neke elemente obračuna ekonomskog rezultata. Osnov za vrednovanje imovine i obaveza su aktuelne tržišne cene na aktivnom tržištu. U nastojanju da se iz finansijskih izveštaja istisnu latentne rezerve i skriveni gubici, odnosno da se iskazivanjem imovine i obaveza po fer vrednosti iskaže neto imovina koja odgovara ekonomskoj realnosti, prednost se daje bilansu stanja, dok je merenje rezultata posledica merenje kapitala. Očigledno, ovakvim pristupom insistira se na relevantnosti informacija u procesu odlučivanja, ali treba imati u vidu da gubljenje istorijskih vrednosti onemogućava proverljivost informacija što neposredno ugrožava njihovu pouzdanost.

Fer vrednost kao koncept merenja ili procenjivanja bilansnih pozicija se na sličan način shvata i u Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (International Accounting Standard/ International Financial Reporting Standards – IAS/IFRS) i u američkim Opšteprihvaćenim računovodstvenim principima (Generally Accepted Accounting Principles - GAAP). U okviru IAS 39 fer vrednost se definiše kao iznos za koji imovina može da bude razmenjena ili obaveze izmirene između nezavisnih, voljnih i informisanih strana. Slično, u članu 157. SFAS-a (Statement of Financial Accounting Standards - SFAS) fer vrednost upućuje na vrednost (cenu) koja će biti dobijena pri prodaji imovine ili plaćena pri izmirenju obaveza u redovnoj transakciji između tržišnih učesnika na dan merenja. Pod pretpostavkom da je tržište idealno, savršeno efikasno i likvidno, problem merenja nije preterano zahtevan. Eventualna primena koncepta pune fer vrednosti (Full Fair Value Accounting - FFVA) imala bi za posledicu da bilans stanja izražava ekonomsku realnost na neuporedivo efikasniji način u odnosu na računovodstvo istorijskih troškova. P/B ratio bi tada bio jednak jedinici, dok bi bilans uspeha prihvatao promene fer vrednosti i gubio karakteristike dobrog ishodišta za predviđanje budućih dobita-

ka.¹ Upravo na ovoj postavci temelji se ključna prednost fer vrednosti budući da ona nudi aktuelne informacije relevantne za odlučivanje investitora.

Primena računovodstva fer vrednosti ima nekoliko prepoznatljivih karakteristika. Prvo, primena fer vrednosti naglašava ulogu finansijskog izveštavanja u opsluživanju informacionih interesa investitora na tržištu kapitala. Informaciona podrška procesu odlučivanja je, dakle, primarni cilj finansijskog izveštavanja. Pri tome, postojeći akcionari u odnosu na potencijalne akcionare nemaju nikakve informacione prednosti, odnosno nikakav poseban status među investitorima kao korisnicima finansijskih izveštaja. Drugo, informacione potrebe menadžmenta nisu u prvom planu kada je reč o ciljevima finansijskog izveštavanja. No, budući da finansijsko izveštavanje generalno ima opštu namenu i menadžment u finansijskim izveštajima po fer vrednosti može tragati za svojim informacionim potrebama. Treće, relevantnost je primarni kvalitet za ocenu korisnosti informacija u finansijskim izveštajima. Pouzdanost je manje značajna i njena interpretacija u kontekstu računovodstva fer vrednosti se svodi na verno predstavljanje poslovnih transakcija, ali ne u smislu preciznosti i proverljivosti, već u smislu odražavanja ekonomske suštine. Četvrto, računovodstvo fer vrednosti akcenat stavlja na bilans stanja, koji dobija karakteristike primarnog finansijskog izveštaja u kome su imovina, obaveze i kapital iskazani po fer vrednostima koje odražavaju ekonomsku realnost, što je u skladu sa informacionim potrebama investitora. Bilans uspeha pored uobičajenih efekata poslovnih transakcija prihvata još i efekte primene fer vrednosti u bilansu stanja, u vidu nerealizovanih dobitaka i gubitaka, što značajno menja njegovu sadržinu i strukturu, a samim tim i upotrebnu vrednost. Peto, zamena istorijskih tekućim vrednostima upućuje da su istorijske transakcije od perifernog značaja i da budući cash flow proističe iz budućih prodajnih vrednosti koje odražavaju fer vrednost. Šesto, opreznost, kao vodeći princip u okviru računovodstva istorijskih troškova koji je u funkciji zaštite interesa preduzeća i vlasnika u uslovima iznenadnih potresa (kriza) u poslovanju, zagovornici pri-

1 Više pogledati: Penman, S., Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or a Minus? Paper for presentation at the Information for Better Markets Conference Institute of Chartered Accountants in England and Wales, December 18-19, 2006. p. 8.

mene fer vrednosti potpuno odbacuju tretirajući ga jednim od glavnih uzročnika izobličavanja računovodstvenog dobitka i neto imovine preduzeća.²

Bez namere da u ovom trenutku ocenjujemo pojedinačne odlike računovodstva fer vrednosti, na ovom mestu ćemo navesti samo nekoliko nespornih momenata koji ugrožavaju primenu fer vrednosti i dovode u sumnju njene informacione domete. Nažalost, moramo konstatovati da tržišta širom sveta nisu savršena. Pri tome, u meri u kojoj tržište nije u stanju da prepozna pravu vrednost imovine i obaveza preduzeća iz bilo kojih razloga ili u meri u kojoj za pojedine delove imovine (hartije od vrednosti, na primer) ne postoji aktivno tržište, suočavaćemo se sa problemima iskazivanja pravih ekonomskih vrednosti za više ili manje bilansnih pozicija. Veličina odstupanja od pretpostavki na kojima bazira savršeno tržište odražavaće i veličinu problema primene fer vrednosti.

Treba imati u vidu da se verovatno zbog teorijske postavke koncepta fer vrednosti, fer vrednosti poistovećuju sa aktuelnim tržišnim cenama, što je pogrešno. Računovodstvo fer vrednosti je širi koncept, budući da su tržišne cene samo jedan od načina utvrđivanja fer vrednosti. One se koriste u određivanju fer vrednosti onda kada je tržište aktivno, odnosno kada su finansijski instrumenti likvidni i tada govorimo o tzv. mark-to-market vrednostima. Ako prethodni uslovi nisu ispunjeni (nema aktivnog tržišta), onda to ne znači napuštanje koncepta fer vrednosti, već samo drugačiji, kompleksniji i subjektivniji pristup utvrđivanja takve vrednosti, o čemu će kasnije u radi biti više reči. Sada možemo samo konstatovati da utvrđivanje fer vrednosti ne zahteva nužno duboko i likvidno tržište, ali da primena različitih modela za utvrđivanje fer vrednosti značajno komplikuje njenu primenu u praksi.

Konačno, danas i prema IAS/IFRS-u i prema GAAP-u primena fer vrednosti na kontinuiranoj osnovi dozvoljena je samo za neke bilansne pozicije. Ona je dopuštena za vrednovanje fiksne, materijalne i nematerijalne atkive i obavezujuća za finansijske instrumente. Povremeno se fer vrednost koristi za svođenje zaliha i potraživanja na realnu (nižu) vrednost, kada su njihove tržišne vrednosti niže od

knjigovodstvenih ili za podizanje vrednosti obaveza, kada je njihova fer vrednost iznad one iskazane u bilansu. Ipak povremenu primenu fer vrednosti na zalihe, potraživanja i obaveze ne možemo tretirati kao primenu računovodstva fer vrednosti, budući da se u ovim slučajevima radi o primeni načela opreznosti, kao jednog od najvažnijih uporišta računovodstva istorijskih troškova koje zahteva priznavanje nerealizovanih gubitaka, ali zabranjuje priznavanje nerealizovanih dobitaka. Čak i u okviru finansijskih instrumenata ne postoji jedinstveni pristup merenju, pri čemu se finansijska sredstva po fer vrednosti kroz bilans uspeha, finansijske obaveze po fer vrednosti i finansijska sredstva raspoloživa za prodaju vode po fer vrednosti dok se finansijski instrumenti koji se drže od roka dopuća vode po amortizovanoj vrednosti. Dakle, na sceni je mešovita primena istorijskih i fer vrednosti. Uz sve ovo, nerealizovani dobiti i gubici koji nastaju kao posledica primene fer vrednosti se različito tretiraju. Jedni završavaju u bilansu uspeha, dok se drugi do trenutka realizacije kumuliraju u okviru kapitala u bilansu stanja. Nekonkistentna primena različitih konceptata vrednosti sama po sebi ne mora da bude lošije rešenje od čiste primene jednog ili drugog koncepta vrednosti. To samo narušava predstavu o fer vrednosti kao savršenom merilu i nalaže neka preispitivanja s tim u vezi.

KRIZA FER VREDNOSTI: ŠTA JE PRAVA VREDNOST U USLOVIMA FINANSIJSKE KRIZE?

Problemi primene fer vrednosti nisu bili nepoznati pre izbijanja finansijske krize. O njima su se vodile stručne rasprave i ranije. Ipak, može se reći da je finansijska kriza dramatično aktuelizovala svu kompleksnost problema vrednovanja u novim okolnostima. Iako problema ima više i iako se mogu prepoznati na različitim područjima i, otuda, mogu sistematizovati na različite načine, sa stanovišta njihove kompleksnosti i izazova koje stvaraju u ovom radu izdajamo tri: problem prosuđivanja u procesu utvrđivanja fer vrednosti u uslovima nelikvidnog i neaktivnog finansijskog tržišta, problem procikličnosti koji se vezuje za primenu fer vrednosti u uslovima uspona finansijskih izveštaja i u uslovima krize i konačno, sa oba

² O karakteristikama fer vrednosti više videti: Whittington, G., Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View, *Abacus*, Vol 44, No 2, 2008. p. 156-158.

prethodna tesno povezan, problem volatilnosti finansijskih izveštaja.

Primena računovodstva fer vrednosti u svojoj osnovi ima vrednovanje imovine po aktuelnim tržišnim cenama po kojima se odvijaju redovne transakcije između tržišnih učesnika na dan bilansiranja. Teorijski, ako postoji aktivno tržište za sve imovinske delove koji su pod primenom fer vrednosti, onda se primenjuje tzv. mark-to-market model vrednovanja koji bi doveo do realnog iskazivanje vrednosti imovine, obaveza i kapitala na bilansni dan. Otuda zagovornici primene računovodstva fer vrednosti često u svojim teorijskim sagledavanjima primene fer vrednosti polaze od pretpostavki da su finansijska tržišta efikasna i da tržišne cene odražavaju sve informacije koje su relevantne za njihovo utvrđivanje. Mogućnosti za manipulacije su u takvim uslovima značajno sužene.

Finansijska kriza donela je sa sobom i krizu fer vrednosti. Ona je sa sobom donela barem dve ključne stvari koje su ozbiljno uzdrmale temelje fer vrednosti: neaktivna (ili nedovoljno aktivna) i nelikvidna tržišta i dramatičan pad vrednosti finansijskih instrumenata. Povećana nesigurnost, povlačenje investitora i pucanje mehurova formiranih u vremenima uzleta finansijskih tržišta su neki od razloga koji su uticali da vrednost instrumenata padne, kako se procenjuje, često i ispod njihove stvarne vrednosti. Samo po sebi se nameće logično pitanje koje muči menadžere, računovođe, investitore, kreatore računovodstvenih standarda i regulatorna tela: Šta je fer vrednost u takvim uslovima?

Nepostojanje aktivnog tržišta ne znači napuštanje koncepta fer vrednosti. Već smo ranije istakli da mark-to-market računovodstvo, koje podrazumeva postojanje kotiranih cena na aktivnom tržištu, koje se koriste za merenje finansijske imovine i finansijskih obaveza, predstavlja samo jedan deo računovodstva fer vrednosti. To je tzv. I nivo merenja fer vrednosti. Ukoliko ne postoje kotirane cene na aktivnom tržištu za identičnu imovinu i obaveze prelazi se na nivoe II i III za određivanje fer vrednosti.

Na nivou II, koji podrazumeva nepostojanje aktivnog tržišta za imovinu i obaveze koji su predmet vrednovanja, određivanje fer vrednosti podrazumeva korišćenje uočljivih tržišnih inputa kao što su: kotirane cene slične aktive i pasive na aktivnom tržištu, kotirane cene

identične ili slične aktive i pasive na neaktivnom tržištu, kamatne stope, kreditni rizici, informacije od brokerskih kuća i druge moguće korisne tržišne indicije. Fer vrednost se procenjuje na osnovu uočljivih informacija sa tržišta, što ne znači da se poslednje cene za isti ili sličan instrument neposredno preuzimaju kao mera fer vrednosti.

Utvrđivanje fer vrednosti na III nivou je najkompleksnije. Tada ne samo da ne postoji aktivno tržište, već ne postoje ni uočljivi tržišni inputi za utvrđivanje fer vrednosti. U takvim uslovima utvrđivanje fer vrednosti se zasniva na tehnikama vrednovanja (mark-to-model pristup) u čijoj osnovi primarno stoje interne pretpostavke menadžmenta o budućem cash flow i riziku primerenoj diskontnoj stopi. Ovo može podrazumevati i upotrebu različitih modela istovremeno kako bi se došlo do najbolje procene fer vrednosti, povremenu kalibraciju modela kako bi se istestiralo da li on korektno odražava tekuće tržišne uslove, kontinuirano preispitivanje pretpostavki na kojima se model zasniva i povremene adjustaže modela za uočene nedostatke, promene u riziku likvidnosti, kreditnom riziku i sl.³ Važno je istaći da je cilj vrednovanja na svakom od pomenutih nivoa isti: utvrđivanje fer vrednosti.

U prethodnom kontekstu kreatori računovodstvenih standarda se suočavaju sa nekoliko, u praksi ne lako rešivih, problema koji su vezani za prosuđivanje: a) kako napraviti razgraničenje između aktivnih i neaktivnih tržišta, odnosno kako razviti pravila koja će omogućiti prepoznavanje situacija u kojima tržišna cena nije relevantna mera fer vrednosti; b) kako prepoznati tzv. forsirane ili iznuđene transakcije; c) koje modele koristiti u određivanju fer vrednosti i kako kontrolisati pretpostavke na kojima se zasnivaju i d) kako postupati sa različitim procenama fer vrednosti istog instrumenta od strane različitih entiteta ili istog instrumenta u okviru istog entiteta koje se dobijaju primenom različitih modela procene.

Pravljenje razgraničenja između aktivnog i neaktivnog tržišta i prelazak sa jednog na sledeći nivo utvrđivanja fer vrednosti je doneo velike probleme nosiocima finansijskog izveštavanja, revizorima i regulatornim telima.

3 O ovome više videti: IASB Expert Advisory Panel, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, International Accounting Standards Board, London, October, 2008. p. 16-27.

Ovo zbog toga što linija razgraničenja nije jasna, kao ni nadležnost i odgovornost za njeno povlačenje. Zapravo, problem je još delikatniji ako ga postavimo u formi pitanja da li transakcije, koje mogu postojati i na nelikvidnom tržištu, predstavljaju fer vrednost. S tim u vezi, IASB navodi da su osnovne karakteristike neaktivnog tržišta značajno smanjenje u obimu trgovanja, značajno variranje cena između tržišnih učesnika i nepostojanje tekućih cena.⁴ Problem je u tome što ovi faktori sami po sebi ne moraju da znače da tržište nije duže aktivno. Aktivno je ono tržište na kome se transakcije odvijaju na regularnoj osnovi, a šta je „regularna osnova“ to je stvar prosuđivanja i zasniva se na činjenicama i okolnostima relevantnim za tržište instrumenata čija se vrednost meri.⁵

Poseban problem predstavljaju tzv. forsirane ili iznuđene transakcije. Generalno, transakcije koje se vrše pod pritiskom (uslovi likvidacije poslovnog entiteta, prodaja u uslovima kada nema dovoljno vremena za prodaju po pravim tržišnim vrednostima, jedan ili mali broj kupaca) ne odražavaju fer vrednost. Problem je u praksi ipak složeniji zato što od ovog generalnog stava postoje odstupanja. Prvo, izvesno je da na neaktivnom tržištu sve transakcije nemaju karakteristike forsiranih transakcija, što ih ne isključuje po automatizmu kao dobru meru vrednosti. Uz to, nije nemoguće da se forsirana ili iznuđena transakcija realizuje po tržišnoj vrednosti koja odgovara fer vrednosti, čak i u uslovima kada se poslovni entitet nalazi u procesu likvidacije. Ako je prodavac prinuđen da proda, a pri tome ima veći broj potencijalnih kupaca, onda takva cena ne mora odstupati (ili barem ne značajno) od fer vrednosti. Problem je u tome što pri takvim transakcijama na neaktivnom tržištu proces utvrđivanja fer vrednosti prati značajan stepen prosuđivanja da li je neka transakcija iznuđena i da li se i na koji način može koristiti u određivanju fer vrednosti. Poseban, na nerazvijenim tržištima veoma aktuelan, problem predstavljaju transakcije sa jednom akcijom koje se, između ostalog, zloupotrebljavaju u procesu utvrđivanja fer vrednosti.

Vrednovanje koje se zasniva na modelima otvara i pitanje relevantnosti tih vrednosti i pitanje njihove pouzdanosti. Zasnivanje procesa utvrđivanja fer vrednosti na

internim pretpostavkama umesto na tržišnim inputima, ima za posledicu da isti instrument bude vrednovan različito u različitim poslovnim entitetima, što opet nameće pitanje šta je njegova prava fer vrednost. Isto pitanje se može postaviti i kada primenom različitih tehnika procene za isti instrument u jednom preduzeću dobijemo različite vrednosti. Prosuđivanje, dakle, stoji u osnovi pretpostavki na kojima se izabrani model zasniva, kao i pri izboru fer vrednosti. Dovoljno je promeniti pretpostavke da bi se fer vrednost promenila. Ostaje diskutabilno i ne baš uvek lako proverljivo da li učenjene pretpostavke na najbolji način odražavaju ekonomsku realnost.

Očigledno je da se proponenti računovodstva fer vrednosti suočavaju sa problemom koji su zagovornici fer vrednosti pripisivali računovodstvu istorijskih troškova. To je problem prosuđivanja koji sa sobom nosi opasnost od udaljavanja bilansa od ekonomske realnosti i derogiranja njegove upotrebne vrednosti za investitore. Bilans stanja, kao izveštaj koji se favorizuje u računovodstvu fer vrednosti, u uslovima odsustva aktivnog tržišta i značajnije zastupljenosti različitih modela procenjivanja, postaje mogući izvor nepreciznih informacija nesigurnih za odlučivanje investitora. Izvesno je da prosuđivanje, koje je uvek opterećeno nekom dozom subjektivizma, otvara mogućnost oblikovanja finansijskog položaja preduzeća prema željama menadžmenta ili i krupnih većinskih vlasnika. Otuda ne iznenađuju procene da bi se finansijski skandal s kraja prethodnog i s početka ovog veka mogli ponoviti u novoj formi.⁶

Veoma je delikatno pitanje mogućih zloupotreba, u uslovima značajnijeg pada cena i nedovoljno aktivnog tržišta, kada tržišne vrednosti nisu relevantne za utvrđivanje fer vrednosti, a kada nestalnost cena i nedovoljna likvidnost tržišta predstavljaju dobar izgovor za drugačije vrednovanje. Na ovom mestu se opet postavlja problem odnosa između relevantnosti i pouzdanosti, istina sada na nešto drugačiji način. Fer vrednosti zasnovane na različitim tehnikama procenjivanja mogu biti relevantnije od tržišnih cena na neaktivnom tržištu, ali su tržišne proverljivije, te je njima teže manipulirati.⁷ Nesmetana pri-

4 Isto, p. 10.

5 Isto, p. 10..

6 Boyer, R., Assessing the Impact of Fair Value upon Financial Crises, *Socio-Economic Review*, 5, 2007. p. 794-795.

7 Laux, C., Leuz, C., The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate, Article in press, *Accounting, Organizations and So-*

mena fer vrednosti koje su zasnovane na modelima procene podrazumeva stvaranje relativno lake prohodnosti za prelazak sa nivoa I na nivo II i sa nivoa II na nivo III, kako bi alternativno utvrđivanje fer vrednosti bilo dostupno. Ovo je neophodno da bi se stvorili uslovi za kvalitetnu realizaciju računovodstva fer vrednosti. Problem je što povećanje šansi za utvrđivanje fer vrednosti povećava rizike u pogledu izobličavanja finansijskih izveštaja.

Neka istraživanja⁸ ukazuju da menadžeri često nisu spremni da smanjuju vrednosti u bilansima, ili to nerado čine čak i kada je poštena vrednost značajno ispod iskazanih. Možda i ne treba posebno dokazivati da će menadžeri, u uslovima krize između različitih vrednosti dobijenih primenom različitih tehnika procene, često birati one koje povećavaju vrednost imovine i smanjuju vrednost obaveza. Dakle, problemi pristrasnog uticaja na finansijski položaj mogu nastati kao posledica primena tehnika za utvrđivanje fer vrednosti.

Međutim, na kvalitet finansijskih izveštaja može uticati i to što se raspoložive tehnike procenjivanja ne primenjuju. Naime, postojanje strožih propisa vezanih za finansijsko izveštavanje i mogućnost regulatornih tela i sudova da sankcionišu neprofesionalno ponašanje može uticati na neke menadžere da u strahu od mogućih sudskih sporova i posledica koje iz njih mogu proizaći, odustanu od primene nekih kompleksnijih modela koji bi mogli dovesti do fer vrednosti. Neke odredbe u čuvenom Sarbanes–Oxley zakonu predviđaju drastične kazne za menadžment i revizore za neprimereno ponašanje u procesu finansijskog izveštavanja i revizije finansijskih izveštaja.⁹ Otuda, u uslovima kada odlučuje da li prihvatiti cenu koja postoji na neaktivnom tržištu ili da fer vrednost traži kroz primenu nekog od modela, menadžment, u strahu od mogućih optužbi za prekršajanje finansijskih izveštaja, može odlučiti da ne primenjuje tehnike procene, čak i onda kada bi one dovele do korektnije vrednosti. Ukoliko je rizik od stečaja veći, utoliko će i otpornost za primenu modela biti veća.¹⁰

Imajući sve prethodno u vidu možemo zaključiti da primena fer vrednosti u uslovima neaktivnog tržišta zah-teva suočavanje sa dva često suprotstavljena problema. Naime, da bi se obezbedila relevantnost informacija neophodno je stvoriti uslove za fleksibilno ponašanje kada je ono neophodno, u smislu lakog prelaska između pominjanih nivoa za utvrđivanje fer vrednosti, što bi omogućilo primenu modela kada oni na nelikvidnom tržištu daju realnije vrednosti od tržišnih cena. U isto vreme, treba razmišljati kako obezbediti odgovarajuću pouzdanost, odnosno kako ograničiti ponašanje menadžmenta koje bi moglo da znači zloupotrebu vrednovanja za potrebe pristrasnog oblikovanja finansijskog položaja preduzeća.

RAČUNOVODSTVO FER VREDNOSTI I PROCIKLIČNOST

Pored problema utvrđivanja fer vrednosti u uslovima neaktivnog i nelikvidnog tržišta, primeni fer vrednosti se često pripisuje podsticanje krize u uslovima pada finansijskih tržišta i podsticanje rasta cena i zaduživanja u uslovima uzleta finansijskih tržišta, čineći poslovne entitete i finansijski sistem u celini ranjivijim. Otuda se govori o procikličnom dejstvu fer vrednosti. Vrednovanje zasnovano na fer vrednosti, u čijoj se osnovi nalaze tržišne cene, ima logično za posledicu visok stepen zavisnosti bilansnih veličina od dešavanja na finansijskim tržištima, budući da su, prvenstveno kod finansijskih poslovnih entiteta, najveći deo aktive i jedan deo obaveza pod obaveznom primenom fer vrednosti. S tim u vezi, mora se imati u vidu da su finansijska tržišta po prirodi nestalna i da su specifična u odnosu na druga tržišta. Ovo prvenstveno zbog toga što se u osnovi tržišnog vrednovanja nalaze očekivanja o budućim prinosima. Ne treba zanemariti ni činjenicu da će špekulativno delovanje nekih učesnika na tržištu (oni će to često predstavljati kao strategijsko ponašanje) imati za posledicu udaljavanje tržišnih cena od istinske vrednosti finansijskih instrumenata. Nestabilnost finansijskih tržišta se prenosi i na nestabilnost bilansa kao izvora informacija o finansijskom položaju poslovnog entiteta. Moguće špekulativne transakcije jednog ili malog broja učesnika na finansijskom tržištu preko tako formiranih tržišnih cena imaju uticaja, putem primene fer vrednosti (zasnovane na mark-to-market pristupu), na bilanse dru-

ciety, 2009. p. 5-6.

8 O ovim istraživanjima više videti u radu: Isto.

9 Primera radi odredba 807 u pomenutom Zakonu propisuje da svako ko svesno počini prevaru koja se odnosi na hartije od vrednosti može biti kažnjen novčano i kaznom zatvora do 25 godina. Pored ove videti još npr. odredbe 302, 308, 401, 801, 906. Sarbanes - Oxley Act, 2002.

10 Laux, C., Leuz, C., op. cit. p. 5-6.

gih preduzeća, čak i onih koji biraju da zadrže svoju imovinu.¹¹ Dakle, iako neki učesnici na tržištu mogu da budu pasivni, njihov bilans će aktivno održavati efekte ponašanja drugih.

Problem procikličnosti eskalira u uslovima narušavanja tržišne ravnoteže, kada vrednovanje postaje suviše optimističko u uslovima uspona finansijskih tržišta, odnosno suviše pesimističko u uslovima finansijske krize. U prvom slučaju kada finansijska tržišta optimistički vrednuju aktivu, formiraju se tzv. spekulativni mehuri ili baloni koji u uslovima pada finansijskih tržišta pucaju, dovodeći mnoge učesnike na tržištu u veoma nepovoljan položaj.

Poznato je da finansijski entiteti (komercijalne banke, fondovi, osiguravajuće kompanije, brokersko-dilerska društva i dr.) imaju visoko leverirane bilanse kojima moraju aktivno upravljati u smislu održavanja adekvatnog kapitala u skladu sa rizikom. Osetljivost neto imovine takvih entiteta na promene cena čini ovaj problem delikatnijim. Pri tome, rizik je po pravilu potcenjen u periodima uspona kada rast vrednosti imovine entiteta vodi rastu kapitala kao bitnom činiocu sigurnosti. Niže kamatne stope omogućavaju finansiranje rizičnih projekata gde su očekivani prinosi iznad aktuelnih prosečnih prinosa. Obrnuto, rizik je tokom padova na finansijskom tržištu precenjen, budući da u periodima finansijske krize i neposredno posledavoci kapitala bivaju mnogo oprezniji u proceni rizika.¹²

Povezanost između finansijskog leveridža, fer vrednosti i cikličnog kretanja finansijskih tržišta, kako u uslovima uzleta finansijskih tržišta, tako i u uslovima padova, može se predstaviti na jednom pojednostavljenom primenu. Uzimajući za polazište osnovne ideje koje su koristili Adrina i Shin¹³, pretpostavimo, zbog lakšeg izvođenja zaključka da je cela aktiva, čija je vrednost 500 novčanih jedinica komponovana od hartija od vrednosti, da je finansijski leveridž (meren odnosom između imovine i kapitala) 10 i da se na tom nivou mora održavati i da se nakon ovih početnih pretpostavki tržišne cene hartija od

vrednosti (a samim tim i njihova fer vrednost) povećavaju za 4%. Efekti rasta cena na bilans i finansijski leveridž, kao i efekti ponovnog uspostavljanja leveridža na početno zah-tevanom nivou prikazani su u bilansima u Ilustraciji 1.

Ilustracija 1: Uzajamni efekti rasta cena na bilans i finansijski leveridž

Bilansne pozicije	Početna situacija	Efekat rasta cena od 4%	Uspostavljanje ravnoteže
Aktiva			
1. Hartije od vrednosti	500	520	700
2. Ukupna aktiva	500	520	700
Pasiva			
1. Kapital	50	70	70
2. Dug	450	450	630
3. Ukupna pasiva	500	700	700
Finansijski leveridž	10	7,43	10

Povećanje tržišnih cena za 4% u uslovima kada se one koriste kao fer vrednosti imalo bi za posledicu povećanje vrednosti imovine, što bi se, u uslovima kada obaveze miruju, direktno odrazilo na povećanje kapitala. Pri tome, finansijski leveridž bi sa 10 pao na 7,43. Potreba da se ponovo uspostavi leveridž na prvobitnom nivou zahtevala bi povećanje imovine, u ovom slučaju kupovinom hartija od vrednosti i finansiranjem takve imovine dodatnim zaduživanjem. Dakle u uslovima ekspanzije tržišta finansijski leveridž, usled činjenice da fer vrednosti odražavaju tržišne cene, podstiče povećanje imovine i dodatno zaduživanje za 180 novčanih jedinica. Ako pretpostavimo novo povećanje cena za 4% u odnosu na nivo dostignute ravnoteže, onda bi u takvim uslovima bilo neophodno povećati imovinu i dug za 252 novčane jedinice da bi se dostigla struktura kapitala koja omogućava finansijski leveridž od 10.

U obrnutoj situaciji, kada prodajne cene padaju to će imati za posledicu povećanje rizika i rast finansijskog leveridža, a ponovno uspostavljanje ravnoteže stimuliše prodaju po nižim cenama. Da bismo to pokazali, i dalje se držeci osnovnih ideja koje su postavili Adrian i Shin, pretpostavimo da pri dostignutoj strukturi imovine i kapitala iz prethodnog primera cena padnu za 20 novčanih jedinica. Efekat pada cena na bilans i finansijski leveridž, kao i efekti ponovnog uspostavljanja leveridža na početno zah-tevanom nivou prikazani su u bilansima u Ilustraciji 2.

11 O ovome više pogledati: Plantin, G., Sapra, H., Shin, H. S., Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box? *Journal of Accounting Research*, 2008. p. 5-6.

12 Više videti: Boyer, R., p. 783-785.

13 Primer je modifikovan, ali su sve ideje zadržane. Videti: Adrian, T., Shin, H. S., Liquidity and Financial Contagion, *Financial Stability Review*, Banque de France, 2008. p. 3-5.

Ilustracija 2: Uzajamni efekti pada cena na bilans i finansijski leveridž

Bilansne pozicije	Početna situacija	Efekat rasta cena od 4%	Uspostavljanje ravnoteže
Aktiva			
1. Hartije od vrednosti	700	680	500
2. Ukupna aktiva	700	680	500
Pasiva			
1. Kapital	70	50	50
2. Dug	630	450	450
3. Ukupna pasiva	700	680	500
Finansijski leveridž	10	13,6	10

Smanjenje cena u uslovima pada tržišta ima za posledicu povećanje finansijskog leveridža sa 10 na 13,6. Budući da pada fer vrednost imovine, pri istim obavezama dolazi do pada kapitala sa 70 na 50, što znači da je za novi leveridž od 10 neophodno da vrednost ukupne imovine padne na 500 novčanih jedinica. To će podrazumevati prodaju hartija od vrednosti u nepovoljnim uslovima (kada cene padaju), što predstavlja dalji pritisak na cene koje bi mogle da nastave da padaju, čime se kriza dalje produbljuje.

Međuzavisnost promena cena, održanja ciljnog leveridža i promena u bilansu stanja može se grafički predstaviti kao što je to učinjeno na slici 1.¹⁴

Sa prezentirane slike se može videti da veća tražnja za imovinom vrši pritisak na cene i izaziva tzv. feedback efekat. U finansijsko-strukturnom smislu jačanje bilansa stanja vodi većoj tražnji za hartijama od vrednosti, budući da potreba dostizanja ciljnog finansijskog leveridža zahteva nova ulaganja, čime se vrši uticaj na povećanje cena,

što ponovo dovodi do daljeg „jačanja“ bilansa stanja. U periodima pada finansijskih tržišta situacija je obrnuta. Veća ponuda hartija od vrednosti vrši pritisak na smanjenje njihovih cena koje dovode do finansijsko-strukturnog slabljenja bilansa stanja, a uspostavljanje ciljnog finansijskog leveridža upućuje na prodaju hartija od vrednosti koja dalje depresira cene i preko fer vrednosti dovodi do daljeg „slabljenja“ bilansa stanja.¹⁵ Proizilazi da leveridž pojačava finansijske cikluse i u periodima uzleta finansijskih tržišta i u periodima finansijskih kriza, odnosno da on ima prociklično dejstvo. To povećava verovatnoću da će data ekonomija ući u finansijsku nestabilnost.¹⁶

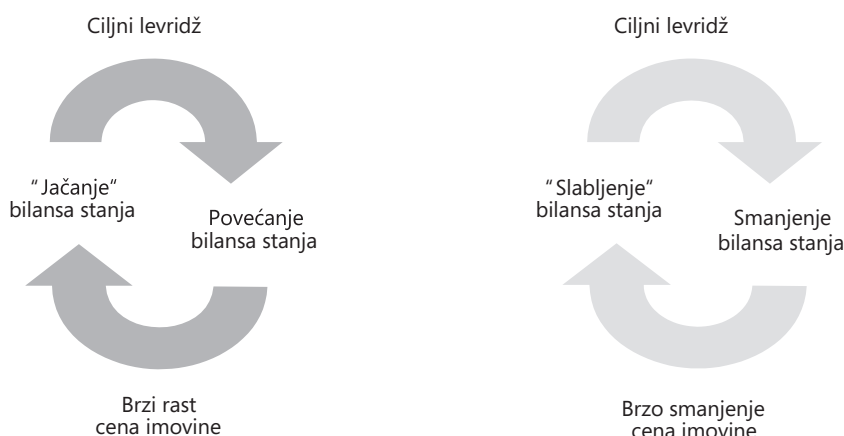
Prethodno opisano prociklično dejstvo tesno je povezano sa primenom fer vrednosti, tačnije za njeno utvrđivanje prema mark-to-market modelu. Na ovom mestu fer vrednost trpi ozbiljne kritike. Izvesno je da bi primena računovodstva istorijskih troškova imala manji uticaj na prociklično dejstvo vrednovanja bilansnih pozicija, budući da bi u vremenima uspona finansijskih tržišta nabavne cene obezbeđivale stabilnije bilanse u kojima bi se formirale latentne rezerve na strani imovine (koje se mogu koristiti u vreme krize), čime bi pritisak na povećanje cena mogao da bude manji. U periodima kriza stabilnost bilansa bi takođe bila očuvana, ali bi vrednovanje po nabavnoj vrednosti finansijskih instrumenata izlagalo opasnosti poslovne entitete od postojanja skrivenih gubitaka. Njihovo objektiviziranje vršilo bi se prodajom ili priznavanjem nerealizovanih gubitaka. Međutim, pri-

¹⁵ Isto.

¹⁶ Pogledati: Boyer, R., p. 784 - 785.

¹⁴ Isto, p. 5.

Slika 1: Međuzavisnost promena cena, leveridža i promena u bilansu stanja



mena računovodstva istorijskih troškova čini mogućim biranje trenutka kada će neke latentne rezerve biti realizovane i kada će završiti u bilansu uspeha. Upravo ova- kvo upravljanje dobitima i moguće kreacije u finansij- skim izveštajima bili su jedan od ključnih razloga za uvo- đenje fer vrednosti.

U izvođenju konačnih zaključaka o procikličnom uticaju fer vrednosti na uspone finansijskog tržišta i pro- dubljivanje finansijske krize treba biti veoma oprezan. Pri tome treba imati u vidu nekoliko bitnih momenata.

Prvo, izvesno je da uspostavljanje ciljnog finansijskog leveridža u vreme uspona finansijskih tržišta čini finansijski sistem ranjivijim (putem stvaranja finansijskih mehura) i finansijske krize ozbiljnijim, ali treba imati u vidu da primena fer vrednosti obezbeđuje rane upozo- ravajuće signale za nailazeću krizu. U tom kontekstu u oštrijoj formi se postavlja pitanje odgovornosti menad- žmenta koji bi na osnovu ranih upozoravajućih signala mogao da preduzima potrebne korektivne akcije koje bi smanjile izloženost njihovih poslovnih entiteta nepovolj- nim efektima kriza. U tom kontekstu fer vrednost bi se mogla posmatrati i kao faktor koji može smanjiti ozbilj- nost i učestalost krize.¹⁷

Drugo, efekti uticaja fer vrednosti na procikličnost se uobičajeno razmatraju uz pretpostavku pune primene fer vrednosti. U praksi u najvećem broju slučajeva poslovni entiteti (izuzev nekih vrsta fondova) primenjuju neku mešavinu računovodstva fer vrednosti i računovodstva istorijskih troškova. To znači da je procikličnost u praksi realno manje izražena.

Treće, ne treba gubiti iz vida da mark-to-mark pri- stup predstavlja samo jedan od tri moguća načina za utvrđivanje fer vrednosti. Primena modela procenjiva- nja, na ranije pominjanom II i III nivou, za potrebe utvr- đivanja fer vrednosti je od velikog značaja za one situa- cije kada je poštena vrednost veća od one koja postoji na neaktivnom tržištu ili je uopšte nema. Održavanje vred- nosti bilansnih pozicija u takvim uslovima na nivou fer vrednosti smanjiće efekte procikličnosti. Ostaje problem postojanja subjektivnih procena i mogućnost uticaja na oblikovanje finansijskih izveštaja.

Četvrto, skorije je dozvoljena mogućnost reklasifika-

cije imovine i obaveza koje se vode po fer vrednosti kroz bilans uspeha u kategoriju hartija od vrednosti raspolo- živih za prodaju, kao i nekih finansijskih sredstava po fer vrednosti u kategoriju koja se vrednuje po amortizovanoj vrednosti. U prvom slučaju se izbegava iskazivanje gubi- taka u bilansu uspeha, već se oni izmeštaju u bilans sta- nja. U drugom slučaju se izbegava priznavanje gubitaka po osnovu pada fer vrednosti kako u bilansu uspeha, tako i u bilansu stanja, budući da se izbegava smanjenje re- valorizacionih rezervi ili povećanje nerealizovanih gubi- taka. Nesumnjivo reč je o indirektnom priznanju posto- jeće krize fer vrednosti i potvrde njenog preispitivanja i usavršavanja.

VOLATILNOST FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Nedovoljna pouzdanost informacija u situacijama kada se fer vrednosti utvrđuju tehnikama procene (mark- to-model) i moguće prociklično dejstvo izazivaju ozbiljnu zabrinutost korisnika informacija i kreatora računovod- stvenih standarda i predstavljaju prepreku za dalju imple- mentaciju fer vrednosti do njene pune primene. Volatilnost finansijskih izveštaja, prisutna kao posledica fer vredno- sti, treći je problem na koji su usmerene kritike računovodstva fer vrednosti. Pri tome, reč je o uzajamno tesno povezanim problemima. Nedovoljna pouzdanost i proci- kličnost su izvori volatilnosti, ali se isto može reći da vola- tilnost finansijskih izveštaja podstiče procikličnost, čineći finansijske izveštaje manje pouzdanim.

Kritike fer vrednosti u kontekstu volatilnosti finan- sijskih izveštaja se najčešće baziraju na činjenici da je vola- tilnost manje izražena u uslovima primene računovodstva istorijskih troškova u odnosu na računovodstvo fer vred- nosti. Ova činjenica je naročito važna u uslovima izraže- nih uspona i padova finansijskih tržišta kada volatilnost postaje faktor procikličnosti. Istina je da računovodstvo istorijskih troškova uzimajući nabavne cene i cene košta- nja kao osnov za vrednovanje bilansnih pozicija omogu- ćava veći stepen stabilnosti finansijskih izveštaja, budući da nabavne cene i cene koštanja manje osciliraju u odnosu na tekuće tržišne cene koje odražavaju fer vrednost. Pri tome, stoji problem da je primena istorijskih troškova u uslovima finansijskih uzleta praćena latentnim rezervama, dok u uslovima krize prateća posledica mogu biti skri-

¹⁷ Detaljnije videti: Laux, C., Leuz, C., p. 4-5.

veni gubici. Nedovoljna transparentnost izveštaja, koja je u ovom slučaju posledica činjenice da i skriveni gubici i latentne rezerve ostaju za prosečnog čitaoca bilansa nevidljive, predstavlja bitno ograničenje za korisnike informacija. S druge strane, između ostalog, primena fer vrednosti upravo ima za cilj da odražava stvarne promene u vrednosti imovine, obaveza i kapitala i da na taj način finansijski izveštaji reflektuju ekonomsku realnost, odnosno stvarni finansijski položaj preduzeća na dan bilansiranja. Fer vrednosti bilansnih pozicija u finansijskim izveštajima predstavljaju otuda odraz volatilnosti tržišnih zbiivanja. S tim u vezi, M. Barth ističe da to što računovodstvo istorijskih troškova maskira ekonomsku realnost nije nešto iz čega treba izvlačiti zaključak da je reč o superiornijem konceptu finansijskog izveštavanja.¹⁸

Ostavljajući u ovom trenutku po strani polemike oko prednosti i mana računovodstva istorijskih troškova, odnosno računovodstva fer vrednosti, naša dalja pažnja biće usmerena na izvore volatilnosti finansijskih izveštaja i posledice koje ona sa sobom donosi. Pri tome, polazeći od suštine fer vrednosti i problema koje izaziva njena primena, mogli bismo da identifikujemo četiri izvora volatilnosti finansijskih izveštaja:

- 1) ekonomska (tržišna) volatilnost koja se preko fer vrednosti odražava na finansijske izveštaje,
- 2) volatilnost prouzrokovana greškama u merenju fer vrednosti,
- 3) inherentna volatilnost i
- 4) volatilnost koja potiče od kombinovane primene istorijskih i fer vrednosti.

Prvi od navedenih izvora leži u osnovi ideje izveštavanja po fer vrednosti, dok preostala tri (koje navodi M. Barth u već citiranom radu) nastaju kao posledica nesavršenosti koncepta fer vrednosti.

Najočigledniji uzrok povećane volatilnosti finansijskih izveštaja su tržišnim kretanjima izazvane promene na imovini i obavezama koje su predmet vrednovanja po fer vrednosti. Nestalnost finansijskih tržišta je najbolji primer. Vrednovanje finansijskih instrumenata na osnovu očekivanja investitora ima za posledicu kolebanje tržišnih cena

u zavisnosti od očekivanih promena u ekonomskim uslovima, implementiranje nekih psiholoških faktora u proces vrednovanja i finansijskim tržištima imanentno špekulativno ponašanje. Činjenica je da će se nestalnost finansijskih tržišta i cena formiranih na njemu i u uslovima aktivnog tržišta prenositi putem fer vrednosti na finansijske izveštaje (kada se ona formira prema mark-to-market pristupu). Ovo naročito dolazi do izražaja u uslovima povećane nestabilnosti finansijskih tržišta. Međutim, ne treba ovde izgubiti iz vida da primena računovodstva fer vrednosti ima za cilj reflektovanje ekonomske stvarnosti, a samim tim i ekonomske volatilnosti. Preuzimanjem tržišnih cena kao fer vrednosti u uslovima postojanja aktivnog tržišta (I nivo utvrđivanja fer vrednosti) taj cilj je ostvaren. Drugo je pitanje da li takva volatilnost, pored dobrih strana, ima i neke loše posledice.

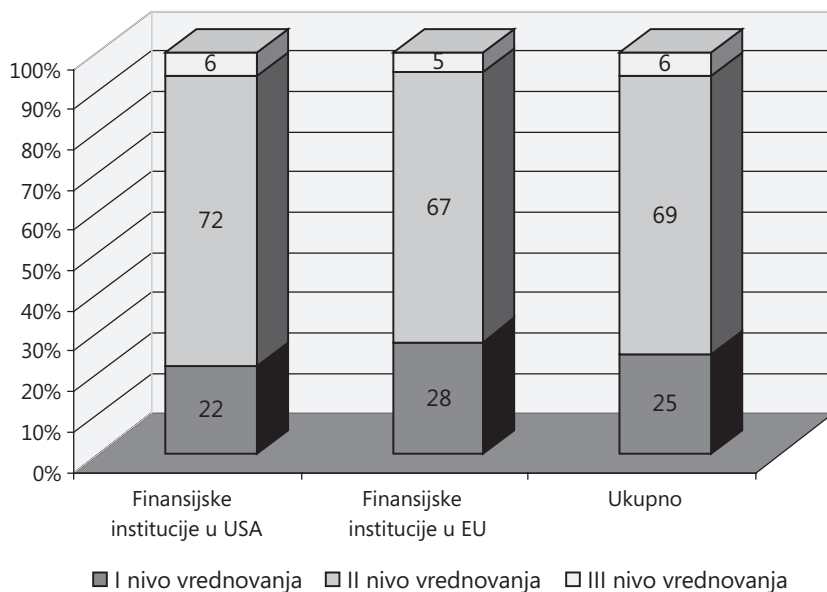
Preostala tri uzroka volatilnosti su posledica nesavršenosti utvrđivanja fer vrednosti. Već smo ranije videli da se merenje fer vrednosti vrši na tri nivoa u zavisnosti od postojanja aktivnog ili neaktivnog tržišta i postojanja ili nepostojanja uočljivih tržišnih inputa za primenu različitih tehnika za utvrđivanje fer vrednosti. Kako se proces vrednovanja pomera od tržišnih cena ka tehnikama procene, odnosno od mark-to-market pristupa prema mark-to-model pristupu (od I ka II i III nivou), pouzdanost fer vrednosti predstavlja sve veći izazov.¹⁹ Drugim rečima, kada aktivno tržište ne postoji, a naročito kada nema ni uočljivih tržišnih inputa, već se uvode interne pretpostavke koje su opterećene subjektivnim prosuđivanjem, unosi se manji ili veći stepen nepreciznosti koji odražava moguće greške u utvrđivanju fer vrednosti. Dakle, jednim delom volatilnost finansijskih izveštaja je posledica grešaka u merenju fer vrednosti prvenstveno u uslovima njenog utvrđivanja na II i III nivou. Da bismo stekli predstavu o veličini prostora u kome je moguće napraviti greške u merenju i mogućoj veličini njihovog uticaja na volatilnost finansijskih izveštaja prikazaćemo stepen zastupljenosti različitih nivoa vrednovanja u finansijskim institucijama u USA i EU (videti sliku 2)²⁰.

18 Barth, M., "Fair Values and Financial Statement Volatility", in the Market Discipline Across Countries and Industries, ed. by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G Kaufman, and Kostas Tsatsaronis (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), 2004. p. 323-324.

19 Novoa, A., Scarlata, J., Solé, J., Procyclicality and Fair Value Accounting, IMF Working Paper, 09/39, 2009. p.115.

20 Isto.

Slika 2: Zastupljenost različitih nivoa vrednovanja u finansijskim institucijama u USA i EU – kraj 2007. godine



Kao što se sa prikazane slike može videti samo 22% u USA i 28% u EU od ukupne vrednosti bilansnih pozicija iskazanih po fer vrednosti zasnovano je na mark-to-market pristupu (I nivo vrednovanja), dok je za preostali deo fer vrednost utvrđena primenom različitih tehnika procene (II i III nivo vrednovanja). Ovakvo stanje prilično ubedljivo govori o veličini raspoloživog prostora gde je moguće napraviti greške u proceni koje će usloviti volatilitnost izveštaja.

Realna mogućnost grešaka u vrednovanju, koja se može iskazati kao odstupanje fer vrednosti utvrđene različitim modelima procene od neke zamišljene stvarne fer vrednosti, postaje još očiglednija ako imamo u vidu da visina fer vrednosti, naročito na III nivou zavisi od subjektivnih (internih) pretpostavki i da čak primena istog modela u različitim entitetima može dovesti do različitih fer vrednosti za isti instrument. Promena pretpostavki na kojima se zasnivaju tehnike procene,²¹ što je standardima dozvoljeno, povećava opasnost pojave odstupanja od istinske fer vrednosti. Pri tome, greške se odražavaju direktno na tačnost i volatilitnost bilansa stanja gde su fer vrednosti neposredno zastupljene, ali se one indirektno prenose i na bilans uspeha koji prihvata promene fer vrednosti u

21 O ovome više videti: IASB Expert Advisory Panel, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, International Accounting Standards Board, London, October, 2008. p. 27.

vidu nerealizovanih dobitaka i gubitaka. Za finansijske analitičare u procesu utvrđivanja kvaliteta dobitka (koji može biti prilično kompleksan u uslovima mešovite primene istorijskih i fer vrednosti) postaju preko potrebna obelodanjivanja metodologije koja je korišćena pri utvrđivanju fer vrednosti.

Inherentnu volatilitnost mi razumemo kao odstupanja od istinske, prave vrednosti imovine i obaveza koje se izražavaju po fer vrednosti. Ona nije posledica grešaka koje su uslovljene primenom tehnika procene. Ona je pre posledica tržišne nesavršenosti i nemogućnosti preciznog iskazivanja istinske vrednosti. Odstupanja koja nastaju po osnovu inherentne volatilitnosti takođe uzrokuju

volatilitnost vrednosti u finansijskim izveštajima. Međutim, ova volatilitnost nije računovodstveni problem sam po sebi, to je pre problem ekonomske volatilitnosti.²² Inherentna volatilitnost je determinanta relevantnosti, budući da povećana odstupanja po ovom osnovu smanjuju upotrebnost vrednosti informacija u finansijskim izveštajima za proces odlučivanja.

Konačno, kao izvor volatilitnosti pojavljuje se i kombinovana primena istorijskih i fer vrednosti. Zapravo, danas na sceni i jeste istovremena primena i jednih i drugih vrednosti u vrednovanju različitih bilansnih pozicija. Tako, na primer, hartije od vrednosti po fer vrednosti kroz bilans uspeha i one koje su raspoložive za prodaju vrednuju se po fer vrednosti, investicije koje se drže do dospeća po istorijskim troškovima, zalihe po istorijskim troškovima, ali uz poštovanje niže vrednosti (što znači priznavanje nerealizovanih gubitaka i svođenje na fer vrednost, čega nema u slučaju povećanja u njihovoj vrednosti, budući da to zabranjuje princip realizacije) itd. Otuda, primera radi, kada se imovina priznaje po fer vrednosti, a obaveze sa fiksnom stopom po istorijskim troškovima, u situacijama kada se tržišna kamatna stopa povećava, vrednost imovine se smanjuje i to smanjenje će biti priznato u finansijskim izveštajima, dok će se vrednost

22 Barth, M., op.cit. p. 325.

obaveza takođe smanjivati, ali to smanjenje neće biti priznato. Ovakva mogućnost izazivaće relativno veći negativni efekat na finansijske izveštaje nego što bi to bio slučaj ako bi se koristila samo fer vrednost ili samo istorijski troškovi.²³ Nepovoljni efekti su razumljivi, budući da će smanjenje imovine izazivati smanjenje neto dobitka i kapitala, ali će pozitivan efekat na dobitak i kapital izostati sa strane obaveze koje će zbog vrednovanja po istorijskim troškovima ostati na istom nivou. U slučaju povećanja kamatnih stopa situacija bi bila obrnuta. Volatilitnost će, pri tome, postojati u oba slučaja i biće posledica mešanja istorijskih i fer vrednosti.²⁴

U uslovima kada je izražena tržišna nestabilnost finansijski izveštaji koji se sastavljaju na regularnoj periodičnoj osnovi (najčešće na polugodišnjem i godišnjem nivou) mogu da budu značajno različiti po strukturi i po vrednosti između uzastopnih obračunskih perioda, odnosno njihova volatilitnost će takođe biti izražena. Uvažavajući činjenicu da finansijski izveštaji sačinjeni po fer vrednosti treba da odražavaju ekonomsku realnost na dan bilansiranja i da su kao takvi u funkciji kvalitetnije informacione osnove za odlučivanje investitora, ipak bi se moglo postaviti pitanje šta će investitori raditi kada su im potrebne informacije o perspektivnim ostvarenjima preduzeća. Ovo zbog toga što u uslovima izražene volatilitnosti finansijskih izveštaja predstavljanje finansijskog položaja u njima na određeni dan nije pouzdano ishodište za projektovanje budućih ostvarenja. Budući da su u bilansu uspeha pomešani realizovani i nerealizovani dobitci i da postoji nesigurnost (dobrim delom i zbog ekonomske volatilitnosti) u pogledu stvarne realizacije takvih dobitaka (u pogledu vremena i u pogledu iznosa), kvalitet ukupnog dobitka postaje veoma osetljiv problem, tako da je njegova upotreba kao polazišta za utvrđivanje budućih dobitaka problematična. Argumente da fer vrednost kapitala odražava sadašnju vrednost budućih novčanih tokova i da su to najvažnije informacije za investitore možda možemo prihvatiti, ali investitori na tržištu do inputa za takvo vrednovanje moraju doći iz nekih izvora.

Prelazak sa istorijskih troškova na fer vrednosti i veća volatilitnost finansijskih izveštaja po tom osnovu aktueli-

zuju i problem merenja prinosa na kapital. Ovaj problem se ispoljava barem na dva načina. Prvo, otvoreno je pitanje kako tretirati nerealizovane dobitke u bilansu uspeha i pri obračunu stope prinosa. Sama činjenica da prolaze kroz bilans uspeha upućuje na zaključak da bi oni mogli da budu uključeni u obračun. U periodima uspona finansijskih tržišta to bi imalo za posledicu povećanje stope prinosa na kapital. Za sve korisnike finansijskih informacija kojima je potrebna procena prinosa to nije dovoljno. Problem postoji u vezi sa neizvesnošću realizacije nerealizovanih dobitaka, kao i sa mogućnošću odliva nerealizovanih dobitaka kroz oporezivanje i podelu dobitka. Nastanak rizika po prvom osnovu može drastično promeniti predstavu o profitabilnosti, što naročito dolazi do izražaja u uslovima finansijske krize. Odliv dobitka i propuštanje prilike za jačanje kapitala u dobrim godinama čini poslovni entitet izloženijim riziku po osnovu stečaja, što se takođe naročito manifestuje u kriznim godinama. Drugo, ekonomska nestabilnost čini nestalnim pojedinačne pozicije imovine i obaveza, a preko toga i kapitala. Odlaganje nerealizovanih dobitaka i gubitaka po osnovu hartija od vrednosti raspoloživih za prodaju u kapital samo dodatno uvećava njegovu volatilitnost. Proizilazi da primena fer vrednosti preko volatilitnosti finansijskih izveštaja upućuje da će i obračunati prinosi na bazi takvih izveštaja takođe imati volatilni karakter, što će, naravno, najviše dolaziti do izražaja u uslovima izraženih uspona i padova finansijskih tržišta. Nestabilnost prinosa, otuda, takođe može imati prociklično dejstvo u smislu da će veći prinosi u uslovima rasta tržišta ohrabrivati dalju kupovinu hartija od vrednosti, odnosno da će u uslovima krize manji prinosi podsticati prodaju hartija od vrednosti pod nepovoljnim uslovima.

Volatilitnost ostvarenja iskazanih u finansijskim izveštajima donosi dosta problema finansijskim institucijama koje moraju da održavaju adekvatni iznos kapitala u skladu sa prisutnim rizicima, budući da ih nestalnost može dovesti u opasnost od gubitka minimalno propisanog kapitala potrebnog za obavljanje delatnosti. Nedovoljno odgovorno ponašanje menadžmenta u procesu upravljanja kapitalom, naročito u uslovima uzleta finansijskih tržišta, kada se često propuštaju prilike za jačanje kapitala, čini takve poslovne entitete ranjivijim u uslovima krize. U uslovima

23 Više videti: Isto, p. 326-327.

24 Isto.

primene koncepta istorijskih troškova menadžment ima nešto više manevarskog prostora, budući da se u periodima rasta cena na tržištu u bilansu formiraju latentne rezerve koje se razlažu u uslovima krize. Međutim, fer vrednost po definiciji eliminiše latentne rezerve, čega menadžment mora da bude svestan pre nastanka krize.

Problem u vezi sa prethodnim imaju i regulatorna tela, budući da se postavlja pitanje ne samo visine potrebnog kapitala, već i problem njegovog kvaliteta. S tim u vezi, ozbiljno je pitanje kako treba tretirati efekte primene fer vrednosti. Pri tome, treba imati u vidu da nerealizovani dobiti nisu istog kvaliteta kao realizovani dobiti. U tom kontekstu regulatorna tela bi mogla utvrditi potrebni iznos kapitala ne uzimajući u obzir (ili to selektivno činiti) efekte primene fer vrednosti. To bi dalje moglo da znači i nejednako tretiranje nerealizovanih dobitaka i gubitaka, što bi, u skladu sa potrebnom oprežnošću i uvek bitnom zaštitom interesa poverilaca, moglo voditi uvažavanju nerealizovanih gubitaka kao korektivne stavke kapitala za potrebe obračuna minimalno potrebnog kapitala, a izostavljanje iz tog obračuna nerealizovanih dobitaka.

Efekte tržišne nestabilnosti, mogućih grešaka pri utvrđivanju fer vrednosti i mešanja istorijskih troškova sa fer vrednostima na volatilnost finansijskih izveštaja biće različiti i zavisice od vrste poslovnog entiteta, strukture imovine i obaveza i učestalosti finansijskog izveštavanja. Pri tome, finansijske institucije, naročito investicioni fondovi, ali i komercijalne banke i drugi berzanski posrednici biće izloženi značajno većoj volatilnosti finansijskih izveštaja u odnosu na privredna preduzeća. Ovo zbog toga što je u njihovim bilansima veći deo pozicija pod uticajem fer vrednosti. Iz istog razloga između različitih entiteta u okviru istih industrija volatilnost može varirati, što će, takođe, zavisiti od strukture imovine i obaveza, odnosno od veće ili manje zastupljenosti primene fer vrednosti.

Konačno, volatilnost finansijskih izveštaja otvara nove izazove za finansijske analitičare. Primena fer vrednosti čini neupotrebljivim (u uslovima pune primene fer vrednosti) ili marginalizuje značaj (u uslovima mešanja istorijskih i fer vrednosti) pokazatelja kao što je Tobinovo q . Stavljajući u odnos tržišne vrednosti kapitala sa vrednošću kapitala zasnovanog na troškovima zamene ovaj pokazatelj je reflektovao dualitet između eksternog i inter-

nog vrednovanja nudeći na taj način korisne informacije menadžerima i investitorima o potencijalnom postojanju finansijskih mehura.²⁵ Slična je situacija i sa P/B i P/E pokazateljima. Umesto toga finansijski analitičari će se baviti utvrđivanjem stepena volatilnosti finansijskih izveštaja i razlučivanjem efekata primene fer vrednosti od efekata primene istorijskih troškova. Volatilnost koja nije posledica tržišne realnosti može ugrožavati kvalitet informacija i uslovljavati pogrešnu alokaciju kapitala.

UMESTO ZAKLJUČKA: PRAVCI KRETANJA I IZAZOVI

Osnovne ideje primene fer vrednosti u procesu finansijskog izveštavanja vezuju se za postojanje efikasnog tržišta i potrebu da bilans odražava trenutnu ekonomsku stvarnost (na dan bilansiranja), što podrazumeva iskazivanje imovine, obaveza i kapitala po aktuelnim tržišnim vrednostima koje odražavaju očekivane novčane prilive na dan bilansiranja. Pri tome, informacioni interesi investitora, vezani za sagledavanje tekućeg finansijskog položaja se stavljaju u prvi plan, bez pravljenja razlika između informacionih zahteva postojećih i potencijalnih investitora. U tom kontekstu kreatori računovodstvenih standarda promovišu primenu koncepta fer vrednosti u nameri da dođu do koncepta vrednovanja koji će zadovoljiti dve karakteristike: „dobar teorijski koncept i uspešno primenjiv u praksi“. Međutim, ukoliko prihvatimo da tržišta nisu savršena, u smislu da tržišne vrednosti mogu ponekad da osciliraju oko istinske fer vrednosti, i da mogu postojati neaktivna i nelikvidna tržišta, onda koncept fer vrednosti ocenjen kao „dobar u teoriji i primenjiv u praksi“ postaje diskutabilan. Prvo, zato što pretpostavka o savršenom tržištu ugrožava temelje teorije, i, drugo, što potreba utvrđivanja fer vrednosti primenom tehnika vrednovanja u uslovima neaktivnog tržišta unosi elemente subjektivnog prosuđivanja (ovo je inače ključni motiv napuštanja koncepta istorijskih troškova), što komplikuje primenu fer vrednosti u praksi.

Rasprave o fer vrednosti nisu nove. One traju godinama u okvirima računovodstvene profesije. Aktuelna finansijska kriza, sa svim posledicama koje sa sobom donosi, dramatisovala je ovu raspravu podižući je na viši nivo i

²⁵ Boyer, R., op. cit. p. 794.

uključujući u nju neračunovođe, menadžere, investitore, pa i političke strukture, stvarajući ozbiljne prepreke i izazove u pravcu nastojanja da se dođe do pune primene fer vrednosti. Zapravo, kriza je izbacila u prvi plan sve slabosti fer vrednosti. U tom kontekstu, u ovom trenutku primena fer vrednosti trpi najozbiljnije kritike na tri ključna područja. Prvo, teškoće merenja fer vrednosti pomoću različitih tehnika procena na II i III nivou, kada tržišne nije aktivno, odnosno kada postoje uočljivi tržišni inputi za procene (II nivo) ili kad ni takvih inputa nema (III nivo), veoma su ozbiljne (manje u teoriji, a mnogo više u praksi) i otvaraju prostor za manipulacije za koje se tvrdilo da su svojstvene samo primeni koncepta istorijskih troškova. U ovom kontekstu sigurno ne treba potceniti probleme razvijanja pravila za prelazak sa jednog na drugi nivo vrednovanja. Na ovom mestu takođe se mogu prepoznati rizici od manipulacija u finansijskom izveštavanju. Drugo, postoje ozbiljni prigovori da postoji prociklično dejstvo fer vrednosti u smislu da njena primena stimuliše kupovinu hartija od vrednosti po višim cenama doprinoseći stvaranju spekulativnih balona u uslovima uspona finansijskih tržišta, odnosno da u uslovima finansijskih kriza, kada spekulativni baloni pucaju, stimuliše prodaju hartija od vrednosti po nižim cenama, produbljujući na taj način postojeću krizu. Konačno, treće područje ozbiljnih kritika vezano je za volatilnost finansijskih izveštaja koja je uslovljena stabilnošću finansijskih tržišta, greškama u merenju fer vrednosti i mogućim procikličnim dejstvom.

U ovom trenutku ne može se govoriti o punoj primeni fer vrednosti. Najbliži punoj primeni su investicioni fondovi, onda banke i druge finansijske institucije, pa tek onda privredna društva. Danas je na sceni praktično kombinovana primena fer vrednosti i istorijskih troškova, sa namerom da se iskoriste prednosti i jednog i drugog koncepta. Pri tome, ne treba izgubiti iz vida da u takvim uslovima dolazi do primene tehnika procenijavanja pod uticajem fer vrednosti (II i III nivo vrednovanja), dok su drugim delom procene uslovljene primenom istorijskih troškova. U takvim okolnostima procena vrednosti neto imovine i kvaliteta dobitka predstavlja veliki izazov za finansijske analitičare.

Činjenica je da ni IASB (International Accounting Standards Board) ni američki FASB (Financial Acco-

unting Standards Board) nemaju namere da odustanu od primene fer vrednosti. O povratku na istorijske troškove se danas ne raspravlja. Svesni problema u primeni fer vrednosti i uvereni da istorijski troškovi ne predstavljaju valjanu alternativu, oni svoje napore usmeravaju u dva pravca: u pravcu razvijanja i jačanja pravila za vrednovanje finansijskih instrumenata u uslovima nepostojanja aktivnih tržišta i u pravcu nametanja strožih zahteva u pogledu obelodanjivanja korišćene metodologije za vrednovanje i pretpostavki koje to vrednovanje prate. U nastojanju da reše problem merenja u uslovima neaktivnog tržišta kreatori standarda imaju veoma ozbiljan problem. Relevantnost informacija, naročito u uslovima krize, nalaže postojanje fleksibilnosti u smislu lakog prelaska između postojeća tri nivoa utvrđivanja fer vrednosti, kako bi bilo moguće pravovremeno utvrditi fer vrednosti, dok, s druge strane, treba ograničiti moguće zloupotrebe menadžmenta kada on prelazi na drugi nivo kada to nije potrebno ili kada se od takvog prelaska uzdržava (kada to ne treba da čini) samo da bi izbegao smanjenje vrednosti. Prisutni problemi merenja i povećanje pouzdanosti informacija čine obelodanjivanje relevantnih informacija, koje podiže transparentnost finansijskog izveštavanja, nužnim pratiocem primene fer vrednosti. Kvalitetna obelodanjivanja u kontekstu primene fer vrednosti podrazumevaju: obelodanjivanje korporativnih kontrolnih mehanizama kada je u pitanju primena fer vrednosti (navođenje odgovornih za politike i procedure vrednovanja, verifikacija fer vrednosti od strane internih i eksternih eksperata, učestalost i metode kalibracije modela i sl.), obelodanjivanje tehnika vrednovanja (da li postoje alternativni modeli za vrednovanje, promene tehnika vrednovanja između perioda itd), obelodanjivanje fer vrednosti utvrđene na svakom od postojeća tri nivoa vrednovanja, obelodanjivanje neuočljivih inputa korišćenih u procesu utvrđivanja fer vrednosti itd.²⁶ Pri tome, ne treba insistirati na što većem obimu, već na kvalitetu obelodanjivanja.

Na sličnim pozicijama u pogledu primene fer vrednosti stoji i američki SEC (Securities and Exchange Commission). U izveštaju i preporukama u skladu sa Zakonom

²⁶ Detaljnije videti: IASB Expert Advisory Panel, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, International Accounting Standards Board, London, October, 2008. p. 32-68.

o hitnoj ekonomskoj stabilizaciji²⁷ iz oktobra 2008. godine, Komisija je jasno istakla potrebu usavršavanja računovodstvene regulative i prakse, ali i potrebu primene fer vrednosti. Pri tome, u pomenutom dokumentu koji se odnosi na finansijsko izveštavanje učinjene su sledeće preporuke: 1) primena fer vrednosti treba da bude poboljšana, a ne ukinuta, 2) postojeću fer vrednost i mark-to-market zahtev ne treba ukinuti, 3) treba preduzeti mere za poboljšanje primene fer vrednosti, naročito na nivoima II i III, 4) treba se suočiti sa problemom obezvređivanja imovine, budući da je reč o procesu koji određuje kada će gubici po tom osnovu biti priznati u bilansu uspeha, 5) treba ohrabriti primenu zdravorazumskog prosuđivanja u nepristrasnom utvrđivanju fer vrednosti, 6) računovodstveni standardi i dalje treba da budu usmereni ka zadovoljenju informacionih potreba investitora, 7) u procesu primene standarda treba utemeljiti dodatne formalne mere i 8) treba se usmeriti na problem pojednostavljanja računovodstvenog obuhvatanja investicija u finansijsku imovinu. Imajući u vidu odgovornost, interes i autoritet SEC-a u procesu finansijskog izveštavanja, možemo steći prilično pouzdanu predstavu u kom pravcu će se ono kretati ne samo u USA, već i u svetu.

Primena fer vrednosti, kao što smo videli, sračunata je u prvom redu na zadovoljenje informacionih potreba investitora. To naravno ne znači da na takvoj vrednosti zasnovani finansijski izveštaji ne služe i drugim korisnicima, već samo da interesi investitora imaju značajnu prednost, što je malo drugačije u odnosu na uslove primene računovodstva istorijskih troškova gde je postojao veći stepen ravnopravnosti između korisnika. Na ovu činjenicu se naročito mora privući menadžment preduzeća koji mora u punoj meri preuzeti odgovornost za donošenje odluka. Odgovornost za nevolje u kojima su se našle mnoge kompanije, uz uvažavanje svih nekontrolabilnih faktora, je dobrim delom je na menadžmentu, a ne na računovodstvu. Računovodstvo je tu da izveštava o ekonomskoj realnosti i da ponudi informacije o izloženosti rizicima, ali odluke koje kompanije čine otpornijim ili manje otpornim donose menadžeri. Tačno je da primena istorij-

skih troškova omogućava formiranje latentnih rezervi u uslovima finansijskih uzleta, čije razlaganje u periodima krize štiti kapital i menadžere kompanije od posledica potresa karakterističnih za krizna vremena. Ipak, eliminisanje latentnih rezervi koje donosi primena fer vrednosti ne zabranjuje menadžerima da formiraju potrebne rezerve za jačanje sopstvenog kapitala. Odluke o kupovini hartija od vrednosti u uslovima uzleta tržišta po višim cenama kada se formiraju špekulativni baloni, i prodaji hartija po cenama koje su niže od postojećih u uslovima krize kada baloni pucaju, takođe donose menadžeri. Čak i u takvim uslovima, primena fer vrednosti šalje rane upozoravajuće signale koji nagoveštavaju poremećaje na tržištu. Istina, primena fer vrednosti omogućavala je lagodno ponašanje kada su rast cena imovine i pozitivni efekti primene fer vrednosti u vidu nerealizovanih dobitaka omogućavali visoka ostvarenja, visoke ukupne dobitke, nerealno visoke bonuse i zabrinjavajuće neoprezno tretiranje rizika. Primena fer vrednosti zahteva postojanje smislene politike klasifikacije finansijskih instrumenata, uz vođenje računa o tome gde će završiti efekti primene fer vrednosti - bilansu stanja ili bilansu uspeha. Posebno velika odgovornost postoji na području podele dobitka. Izvlačenje dobitaka iz kompanija, naročito onih koji su posledica nerealizovanih transakcija, uvuklo je mnoge kompanije u stečaj i likvidaciju. To nije problem visine cenzusa, već problem upravljanja. Izostanak latentnih rezervi koji nije bio praćen jačanjem sopstvenog kapitala i po iznosu i po kvalitetu kao zaštite za rizičnu aktivu i pogrešne odluke na području podele dobitka učinile su kompanije veoma ranjivim.

Regulatorna tela se tradicionalno oslanjaju na visinu kapitala iskazanu u finansijskim izveštajima prilikom postavljanja zahteva u pogledu minimalno potrebnog kapitala za obavljanje određene delatnosti. Primena fer vrednosti sa svim implikacijama koje sa sobom donosi zahteva značajno veću opreznost na ovom području. Činjenica da je finansijsko izveštavanje prilagođeno investitorima upozorava da drugi korisnici, uključujući i regulatorna tela, moraju preispitivati validnost tih informacija za sopstvene potrebe. To bi moglo sa stanovišta regulatora da znači dve stvari. Prvo, u procesu kreiranja zahteva u pogledu visine minimalno potrebnog kapitala potrebno je pripremiti oprezna pravila koja prihvataju fer vrednost

27 Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting, United States Securities and Exchange Commission, 2008. p. 7-10.

kao polaznu tačku, ali i izvršiti korekcije tako utvrđenog kapitala koje će zadovoljiti zahteve sigurnosti. To može, primera radi, podrazumevati nejednak tretman nerealizovanih dobitaka i gubitaka u skladu sa načelom opreznosti. Drugo, kako bi se predupredilo prociklično dejstvo treba razmisliti o postavljanju kontracikličnih zahteva u pogledu visine kapitala. To bi moglo da znači formiranje većih rezervi u dobrim vremenima, kako bi se povećala otpornost entiteta u kriznim vremenima. Nerealno je očekivati da se fer vrednost, kao koncept vrednovanja koji je u funkciji predstavljanja ekonomske stvarnosti na dan bilansiranja, prilagođava potrebama koje proizilaze iz zahteva sigurnosti i finansijske stabilnosti, ali je moguće takve zahteve obezbediti propisivanjem pravila u pogledu potrebne visine kapitala uzimajući za polazište fer vrednosti.

Zbog nerazumevanja suštine fer vrednosti, neadekvatnog korišćenja takvih informacija u procesu odlučivanja, ignorisanja takvih informacija kao ranih upozoravajućih signala i svih negativnih posledica koje finansijska kriza donosi, primenu fer vrednosti prate politički pritisci. Oni su generalno sračunati na davanje veće „fleksibilnosti“ menadžmentu u primeni računovodstvenih pravila ili odustajanje od primene tih pravila kada ona obelodanjuju izuzetno nepovoljan položaj kompanije i „kvalitet“ rada menadžera. Naravno, pritisci ovakve vrste su nekonzistentni, individualnim interesima motivisani i najčešće suprotni osnovnim računovodstvenim postavkama fer vrednosti. Praktična manifestacija je često odlaganje gubitaka u bilansu stanja za buduće periode. Možda je suviše reći da je to praksa koju ne treba promovisati. S druge strane, institucionalno podleganje takvim pritiscima je institucionalno uplitanje u kreativno finansijsko izveštavanje. Na dugi rok štete prevazilaze koristi.

Savršen koncept izveštavanja nije moguće razviti u nesavršenim uslovima. Primena fer vrednosti to potvrđuje. Prigovori koji se upućuju računovodstvu fer vrednosti idu toliko daleko da se ono svrstava u ozbiljan uzrok finansijske krize. Iako u ovom trenutku ne postoji dovoljno empirijskih istraživanja o tome kakvu je ulogu odigrala fer vrednost u ovoj krizi, izvesno je da ona ne može biti uzrok krize. Uostalom, kada bi to bilo tako, rešenje bi bilo jednostavno. Činjenica da su različiti poslovni entiteti u

okviru istih industrija pokazali različitu otpornost na krizu, nezavisno od fer vrednosti, govori nešto. Računovodstvo po definiciji, nezavisno od koncepta vrednovanja, prenosi kako povoljne, tako i nepovoljne informacije o ostvarenjima poslovnih entiteta, ali ono ne može biti odgovorno zato što su vesti loše. Prociklični efekat verovatno postoji, ali računovodstvo fer vrednosti ne nalaže menadžmentu da kupuje hartije od vrednosti po višim cenama u vreme uspona ili da ih prodaje po nižim cenama u uslovima krize. Primena fer vrednosti ne može na podjednako dobar način izaći u susret informacionim zahtevima investitora i regulatornih tela, ali se problemi adekvatnosti kapitala mogu rešavati potrebnim, vanbilansnim korekcijama fer vrednosti. Uostalom, zahtevi postoje u pogledu minimalno potrebnog iznosa, ali ne postoje ograničenja u suprotnom smeru. To što različiti subjekti različito podnose krizu nije posledica fer vrednosti.

Sve prethodno rečeno ne upućuje na zaključak da u uslovima krize postojeći standardi funkcionišu besprekorno. Stavove tipa računovodstveni standardi su idealni, baš kao i one „fer vrednost zvuči dobro, dok su istorijski troškovi *passé*“, ne treba shvatati ozbiljno. Takođe, u daljim istraživanjima ne treba ostaviti po strani preispitivanje ciljeva izveštavanja koji favorizuju bilans stanja. Dobitna ostvarenja i novčani tokovi su toliko važni izveštaji da i u kontekstu primene fer vrednosti moraju da budu tako strukturirani da izlaze u susret informacionim potrebama korisnika. Dalja preispitivanja i usavršavanja fer vrednosti su neizbežna i neophodna. Rasprava na ovom području je daleko od kraja.

Literatura

1. Adrian, T., Shin, H. S., *Liquidity and Financial Contagion*, *Financial Stability Review*, Banque de France, 2008.
2. Ackermann, J., *The Subprime Crisis and Its Consequences*, *Journal of Financial Stability*, 2008.
3. Barth, M., „Fair Values and Financial Statement Volatility“, in *the Market Discipline Across Countries and Industries*, ed. by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G Kaufman, and Kostas Tsatsaronis (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), 2004.
4. Boyer, R., *Assessing the Impact of Fair Value upon Financial Crises*, *Socio-Economic Review*, 5, 2007.
5. Enria, a., et al., *Fair Value Accounting and Financial Stability*, *Occasional Paper Series*, No. 13, April, 2004.

6. Hitz, J.M., *The Decision Usefulness of Fair Value Accounting - A Theoretical Perspective*, *European Accounting Review*, Vol. 16, No. 2, 2007.
7. IASB Expert Advisory Panel, *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*, *International Accounting Standards Board*, London, October, 2008.
8. Landsman, W., *Fair Value Accounting for Financial Instruments: Some Implications for Bank Regulation*, *BIS Working Papers*, Bank for International Settlements, Basel, 2006.
9. Laux, C., Leuz, C., *The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate*, *Accounting, Organizations and Society*, 2009.
10. Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja, *Savez računovođa i revizora Republike Srbije*, 2007.
11. Nissim, D., Penman, S., *Principles for the Application of Fair Value Accounting*, *White Paper Number Two*, *Center for Excellence in Accounting and security Analysis*, July, 2008.
12. Novoa, A., Scarlata, J., Solé, J., *Procyclicality and Fair Value Accounting*, *IMF Working Paper*, 09/39, 2009.
13. Penman, S., *Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or a Minus? Paper for presentation at the Information for Better Markets Conference* *Institute of Chartered Accountants in England and Wales*, December 18-19, 2006.
14. Plantin, G., Sapra, H., Shin, H. S., *Fair Value Accounting and Financial Stability*, *Paper prepared for the Financial Stability Review of the Banque the France*, 2008.
15. Plantin, G., Sapra, H., Shin, H. S., *Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box? Journal of Accounting Research*, 2008.
16. *Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting*, *United States Securities and Exchange Commission*, 2008.
17. *Sarbanes - Oxley Act*, 2002.
18. Véron, N., *Fair Value Accounting Is the Wrong Scapegoat for This Crisis*, *Revue d Economie Financiere and Risques*, June, 2008.
19. Whittington, G., *Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View*, *Abacus*, Vol 44, No 2, 2008.



Dejan Malinić

je vanredni profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu. Na osnovnim studijama nastavu izvodi na predmetima Upravljačko računovodstvo i Analiza finansijskih izveštaja. Na master i doktorskim studijama predaje na predmetima Politika dobiti preduzeća, Strategijski kontroling, Strategijsko upravljačko računovodstvo i Korporativno upravljanje. Na Međunarodnom magistarskom kursu menadžment i poslovna ekonomija predaje Upravljačko računovodstvo. Autor je dve knjige, Politika dobiti preduzeća i Divizionalno računovodstvo i koautor udžbenika Upravljačko računovodstvo. Pored ovoga objavio je veliki broj naučnih i stručnih radova iz oblasti računovodstva i poslovnih finansija. Kao rukovodilac, član tima ili konsultant učestvovao je u izradi većeg broja studija i projekata iz oblasti računovodstva, procene vrednosti preduzeća, poslovno-finansijske konsolidacije preduzeća, ocene kreditne sposobnosti, izrade biznis planova i sl. Angažovan je u pružanju konsultantskih usluga iz istih oblasti, uključujući i upravljačku kontrolu, korporativno upravljanje i privatizaciju.

Član je Odbora za računovodstvo u Savezu računovođa i revizora Srbije, član Predsedništva i član Izvršnog odbora Saveza ekonomista Srbije i član redakcije časopisa Ekonomika preduzeća. Koordinator je kurseva za sticanje zvanja portfolio menadžera i investicionog savetnika u Komisiji za hartije od vrednosti. Posедуje zvanje ovlašćeni javni računovođa.

Od 2004. godine član je Komisije za hartije od vrednosti.

GLOBALNI KONTEKST KRIZE I ODGOVORI EKONOMSKE POLITIKE

POLICY RESPONSES TO GLOBAL ECONOMIC CRISIS

Dušan Vujović
Svetska banka

Apstrakt

U radu se razmatraju mehanizmi širenja krize i ekonomsko-politički odgovori vodećih zemalja na svetsku finansijsku i ekonomsku krizu 2007-2009 godine. Autor posebno analizira dejstvo snažnog fiskalnog stimula na oživljavanje ekonomske aktivnosti u privredi SAD i dolazi do zaključka da on neće generisati dugoročno održiv ekonomski rast ukoliko ne bude praćen podizanjem poverenja potrošača i investitora. A ta promena presudno zavisi od potpunog i doslednog sprovođenja započetih mera čišćenja sporne i toksične aktive u bankama i finansijskim institucijama, i realizacije neophodnih institucionalnih poboljšanja u finansijskom sektoru. Institucionalna poboljšanja uključuju bolju regulativnu funkciju koordinisanu sa fiskalnom i monetarnom politikom, prošireni domaći kontrolu u finansijskom sektoru, punu afirmaciju makro-pudencijalnog pristupa i kontrolu sistemskih rizika, bolje upravljanje poslovnim rizicima, kvalitetnije upravljanje i nagrađivanje u finansijskim institucijama, neophodi stepen međunarodne koordinacije da bi se upravljalo cross-border institucijama i transakcijama, i minimalni stepen regulisanja i kontrole finansijskih inovacija.

Ključne reči: *Globalna finansijska kriza, Finansijska kriza, Ekonomska kriza, Globalna ekonomska kriza, Fiskalni stimulus, Fiskalna politika, Monetarna politika. Regulativa.*

Abstrakt

This paper discusses the amplification mechanisms that led to the current crisis and policy responses put forth by the G-20 countries in response to the global economic and financial crisis of 2007-2009. The author focuses in particular on the impact of massive fiscal stimulus on the economic turnaround of the US economy and concludes that fiscal stimulus will not be able to generate long-run sustainable economic growth if it is not coupled with growing consumer and investor confidence. The change in confidence critically depends on the quality implementation of all policies and institutional reforms initiated in response to the crisis, including the full cleanup of massive toxic and non-performing assets which still sit on the books of banks and financial institutions. Pending institutional reforms include better regulatory function well coordinated with fiscal and monetary policy, wider perimeter for banking and financial sector supervision, greater reliance on macro-prudential approach in assessing, monitoring and managing systemic risks in the financial sector, better risk management and improved governance in banks and financial institutions, more stable remuneration systems for top managers in banks and financial institutions, adequate level of policy coordination with other countries and internationally for improved management of cross-border institutions and financial transactions, as well as a minimal regulatory and supervisory standards in the area of financial innovation.

Key words: *Global financial crisis, Financial crisis, Economic crisis, Global economic crisis, Fiscal stimulus, Fiscal policy, Monetary policy, Regulatory framework.*

UVOD

Najbolja vest ove godine je da smo izbegli reprizu velike ekonomske krize, zahvaljujući snažnoj intervenciji države – kako to gotovo istim rečima rekoše Krugman (2009) i Roubini (2009). Posle četiri uzastopna kvartala sa negativnim ekonomskim rastom, najnovije projekcije govore da će privreda SAD imati pozitivan realni rast BDP u drugoj polovini 2009. godine. Pozitivan i dosta dinamičan rast u drugoj polovini ove godine najavljuju Kina i druge azijske zemlje. Slične najave bi trebalo očekivati i iz ostalih vodećih privreda koje su preduzele aktivne mere fiskalne i monetarne politike za izlazak iz krize.

Naravno, to još uvek ne znači da je tekuća recesija prevladana, kako se neki analitičari optimistički nadaju. I pored rasta BDP i drugih očiglednih znakova poboljšanja, ključni makroekonomski pokazatelji još uvek nisu do kraja jasni, posebno ako se posmatra širi krug pokazatelja konjunktura. Po ovim pokazateljima recesija će suštinski biti prisutna bar još neko vreme dok se ne popravi nivo zaposlenosti, realnih plata i potrošnje (prodaje).

Prelomna tačka u negativnim trendovima proizvodnje je, naravno, važna. Ali je mnogo važnije pitanje je kako će izgledati putanja izlaska iz ove najdublje recesije za poslednjih 70 godina. Još uvek nije jasno da li ćemo imati brzi i potpuni oporavak već u 2010. godini, odnosno, kako u žargonu govore analitičari, da li će oblik ekonomskog oporavka pratiti krivu u obliku slova V. To bi značilo da se posle pada proizvodnje i svih pratećih konjunkturalnih pokazatelja do najniže tačke, nivo ekonomske aktivnosti veoma kratko (mesec ili dva) zadržava na minimumu, a zatim nastupa jasan preokret trenda i privredni oporavak do povratka na pred-krizni nivoa BDP. Optimisti se nadaju da će upravo tako i biti: očekuju da će se rast BDP produžiti u drugoj polovini ove godine na talasu snažnog fiskalnog stimulusa i da će u međuvremenu doći do oporavka potrošačke i investicione tražnje.

Realisti smatraju da postojeći fiskalni stimulus neće biti dovoljan za brzi i puni oporavak. Period delimičnog i mlakog oživljavanja proizvodnje sa stopama rasta od 1-2% može se nastaviti tokom cele 2010. godine dok se ne nađu rešenja za ispoljene strukturne i institucionalne slabosti. Tek nakon toga je moguće računati na puni oporavak tokom 2011. godine. U tom slučaju recesija bi pratila krivu

u obliku slova U, s tim što bi tačka izlaska na dugoročnu putanju rasta zavisila od uspešnosti u rešavanju nagomilanih strukturnih i institucionalnih problema na nacionalnom i globalnom nivou. U svakom slučaju očekuje se da će nova putanja rasta biti niža od rezultata zabeleženih tokom poslednjih 7-8 godina.

Druga, sve brojnija grupa realista smatra da će fiskalni stimulus biti dovoljno jak da dovede do osetnijeg podizanja stopa rasta tokom 2010. godine, ali da ovi impulsi neće biti dovoljni da izazovu preokret u ponašanju potrošača i investitora i privreda SAD izvuku na putanju zdravog i održivog rasta. Otuda realna opasnost da privreda SAD i cela globalna privreda prvo skliznu u novu recesiju krajem 2010. ili početkom 2011. godine, a tek zatim dožive puni oporavak 2012. godine. Drugim rečima, putanja oporavka bi imala oblik slova W.

O mogućnosti da oporavak prati tzv. J krivu (brzi oporavak koji u celosti kompenzira ne samo pad BDP već i izgubljeni dohodak tokom recesije, a privreda dovodi na višu dugoročnu putanju rasta) niko ozbiljno i ne govori.

Danas više niko ne sumnja da su snažne podsticajne mere države zaustavile recesiju i već daju jasne efekte kroz oživljavanje ekonomske aktivnosti u drugoj polovini 2009. i tokom 2010. godine. Mnogi analitičari se slažu (Roubini 2009, Blanchard 2009, Krugman 2009 itd.) da će ovo oživljavanje verovatno imati privremeni karakter sve dok ne dođe do suštinske promene ponašanja potrošača i investitora, neophodnih institucionalnih reformi i regulatornih poboljšanja, i, kako sve češće čujemo, rebalansa strukture potrošnje i proizvodnje na svetskom nivou. Pored toga, poslednjih meseci se čuju i sve jasniji i glasniji zahtevi za preispitivanjem i modernizacijom međunarodnog finansijskog sistema.

Promene ponašanja su uslovljene nizom strukturnih i institucionalnih faktora koje nije moguće brzo modernizovati i reformisati. To između ostalog uključuje vraćanje drastično poljuljanog poverenja u finansijske institucije i finansijske instrumente čišćenjem kontaminirane aktive, promenom načina ponašanja banaka i drugih finansijskih organizacija i podizanjem kvaliteta upravljanja u finansijskom sektoru.

Osnovni cilj ovog rada je da objasni efektivnost mera ekonomske politike u odgovoru na postojeću krizu i u

sprečavanju sličnih kriza u budućnosti. Da bi se to uradilo potrebno je pravilno razumeti ne samo uzroke, već i mehanizme prenošenja, širenja i pojačavanja krize, prirodu, obim i dejstvo preduzetih fiskalnih, monetarnih i drugih interventnih mera, konstelaciju ekonomskih i finansijskih odnosa u globalnoj svetskoj privredi, uključujući i neke inherentne karakteristike i nedavne promene u ponašanju potrošača i investitora.

O uzrocima globalne finansijske krize već smo pisali u dva navrata: pola godine pre početka krize (Vujović 2008) i četiri meseca posle prvog talasa krize (Vujović 2009). U ovom radu se zato nećemo posebno baviti uzrocima krize osim u sklopu boljeg razumevanja mehanizama prenošenja krize i dometa inverventnih mera kojima se bavimo u prvom delu rada. U drugom delu rada ćemo pokušati da damo odgovore na neka otvorena pitanja postavljena u kontekstu boljeg razumevanja ove krize i traženja najboljih rešenja za probleme koje je ona izazvala ili otkrila: Gde se trenutno nalazi privreda SAD i svetska privreda i koji su moguće putanje izlaska iz krize? Koje strukturne i institucionalne probleme treba rešiti da bi se uspešno završila ova kriza i sprečile nove krize istog tipa?

MEHANIZMI ŠIRENJA KRIZE I MERE KONTROLE

Od sub-prime kredita do globalne finansijske krize: neverovatno ali istinito

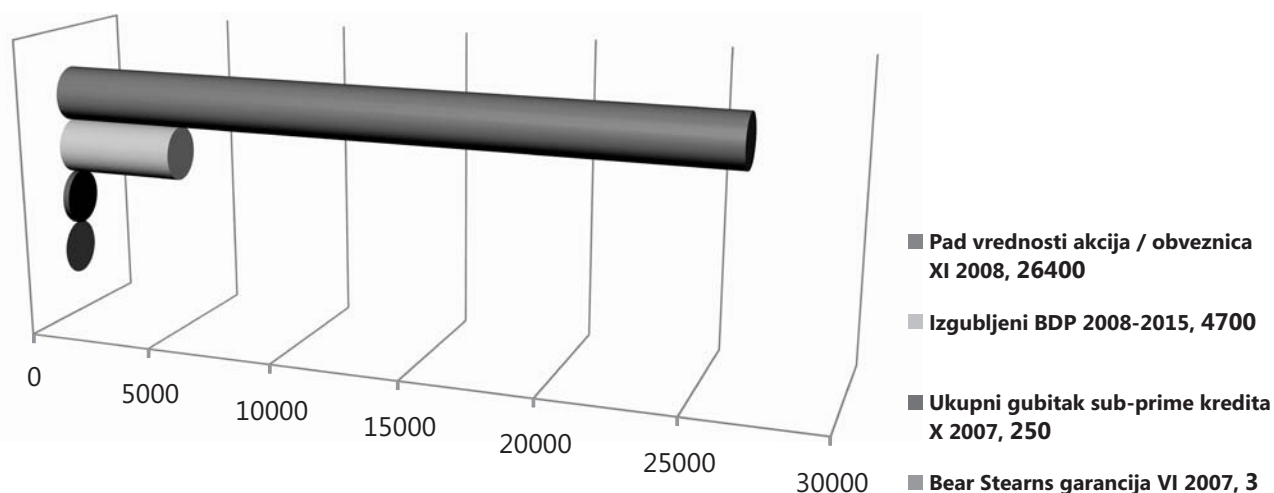
Ova kriza je pokazala skoro neverovatne mehanizme širenja, eksponencijalnog uvećanja efekata i troš-

kova. U svakom pojedinačnom momentu veličina mogućih troškova delovala je šokantno, neprihvatljivo. Da bi već u narednom momentu na redu bio novi šok koji je prethodne veličine činio minornim. Kada je juna 2007. godine Bear Stearns objavio da će odvojiti 3.2 milijarde dolara da pomogne jednom od svojih tzv. hedge fondova, svi su bili šokirani. U tom momentu izgledalo je potpuno suludo dati tako veliku svotu keša jednom malom gotovo bezimenom hedge fondu da pokrije gubitke na ezoteričnim sub-prime hipotekarnim kreditima. O efektu moguće lavine ili potrebi da se stavi prst u rupu na brani niko nije ni razmišljao.

Samo pet meseci kasnije, oktobra 2007. priča se ponovila kada je objavljena procena da ukupni gubici sub-prime hipotekarnih kredita i obveznica koje na njima počivaju iznosi 250 milijardi dolara. Opet je vladala potpuna neverica. Deset američkih banaka je uspelo da stvori fond likvidnosti od 70 milijardi dolara, ali nikome nije padalo na pamet da trajno baci tri-četiri puta veću sumu da bi se sprečila moguća (ali u glavama ljudi još uvek ne sasvim izvesna) lavina efekata.

Godinu dana kasnije, neposredno posle prvog udara krize, kada je već bilo jasno da globalna ekonomija ulazi u recesiju, mada se još nije znala prava dubina krize, napravljena je prva revizija projekcija rasta svetske privrede do 2015. godine. Razlika između nove niže i prethodne putanje rasta iznosila je 4.700 milijardi dolara, skoro 19 puta više nego što je bio ukupan gubitak hipotekarnih kredita. Gubitak globalnog BDP bio bi još veći da je računica polazila od najnovijih projekcija iz jula 2009. godine.

Grafikon 1: Dinamika širenja troškova krize



Konačno, krajem novembra 2008. godine, kada se donekle smirila situacija na globalnim finansijskim tržištima, napravljena je detaljna evidencija pada konsolidovane vrednosti svih akcija i obveznica. Ukupan evidentirani gubitak je isnosio 26.400 milijardi dolara. To je preko sto puta više od ukupne vrednosti spornih hipotekarnih kredita. Jednokratni porez od 1% na vrednost svih akcija i obveznica u oktobru 2007. bio bi dovoljan da se potpuno pokrije finansijska rupa koja je izazvala krizu globalnih razmera, da se istopi grudva koja je izazvala finansijsku lavinu biblijskih razmera.

Kako objasniti ovako veliko pojačanje efekata inicijalnog poremećaja? I još važnije, kako objasniti ovakvo nestratesko ponašanje monetarnih vlasti, kontrolnih organa i regulatornih tela?

Mnogo je već napisano o tome kako savremene finansijske institucije reaguju na šokove koji smanjuju vrednost aktive banaka i pokreću veoma brzu lančanu reakciju. Ukoliko se ovaj lanac brzo ne prekine, i situaciji u kojoj su mnoge banke pogođene istim eksternim šokom lako mogu da ožive sistemski rizici. Po načinu delovanja oni su slični klasičnom jurišu na banke mada su metodi realizacije veoma različiti. Sistemski rizici prvo stvaraju situaciju hronične nelikvidnosti, koja dalje obara vrednost aktive i ubrzo zatim stvara situaciju klasične nesolventnosti (tj. negativnog kapitala pošto je tržišna vrednost ukupne aktive manja od vrednosti pasive).

Do tačke nesolventnosti se jako brzo dolazi u uslovima visoke zaduženosti (malog udela kapitala), gotovo potpune sekuritizacije i, samim tim, visokog stepena integriteta finansijskog sistema, slabe kontrolne i regulativne funkcije, odsustva mehanizama za praćenje i izveštavanje, i nepostojanja sredstava za brzo i odlučno intervenisanje. Ovi sistemski rizici mogu jako brzo da polože na pleća i prave finansijske gigante.

Blanchard (2008) je pokazao da je ovu na prvi pogled dosta složenu priču moguće objasniti relativno jednostavno polazeći od osnovnih kategorija bilansa stanja banaka. Savremne banke i druge finansijske organizacije imaju dosta razučenu i u velikoj meri sekuritizovanu aktivu. Drugim rečim, sa izuzetkom fiksne aktive, male količine keša i likvidnih sredstava, većina aktive se danas nalazi u obliku različitih obligacija. Veliki deo dugoročni-

jih kredita koje su banke dale neposredno stanovništvu ili preduzećima obično je refinansiran na finansijskom tržištu i takođe se nalazi u formi obveznica i različitih finansijskih derivata. Sličan proces odvija se i na strani pasive. Sem depozita stanovništva, većina izvora je takođe u formi obveznica ili kratkoročnih kreditnih linija.

Problem nastupa kada usled poslovne greške banke ili dejstva egzogenih faktora poraste rizičnost nekih oblika aktive. Deo kapitala treba odvojiti kao rezervu za pokrivanje gubitaka ako do njih stvarno dođe. To naravno šalje negativan signal vlasnicima kapitala i depozita i oni žele da se povuku iz rizične banke. Tako nastupa klasičan juriš na banke da se što pre povuku depoziti. Čak i ako je povod za juriš potpuno veštački izazvan (recimo glasinama), većina banaka ne uspeva da obezbedi dovoljnu količinu likvidnih sredstava i propada u naletu poverioca.

Današnja situacija je bitno drugačija iz najmanje dva razloga. Prvo, izvor rizika nije loša poslovna odluka pojedinačne banke (pogrešan kredit, bankrot jednog preduzeća i. sl.) već krah jednog tipa finansijskog instrumenta (sub-prime hipotekarnog kredita) u uslovima prezaduzenosti, slabe regulative i visokog stepena povezanosti na nacionalnom i globannom nivou. Dakle, reč je o sistemskom poremećaju koji deluje na veliki broj banaka u zemlji (SAD) i svetu, istovremeno. Drugo, većina depozita danas je osigurana tako da ulagači nemaju posebno jak motiv da panično podižu novac na svaki znak nestabilnosti. Štaviše, većina zemalja je neposredno posle izbijanja ove krize značajno povećala maksimalni iznos do koga se osiguravaju depoziti upravo da bi sprečila ovakvu vrstu rizika.

Kako onda objasniti prisustvo velikih problema likvidnosti u današnjim uslovima? Danas većina banaka likvidnost obezbeđuje kratkoročnim pozajmicama na finansijskim tržištima. Banke koje imaju problema sa aktivom brzo gube rejting i samim tim pristup povoljnom finansiranju. Dospećem postojećih kratkoročnih izvora za naplatu kod banaka se pojavljuje rupa u izvorima sredstava koju je moguće zatvoriti bilo dopunskim privatnim izvorima finansiranja ili dokapitalizacijom. Ukoliko to ne uspe, jedini izlaz je prodaja aktive ili korišćenje rezervi da bi se platili dospeli izvori.

U uslovima sistemskih rizika ni jedan od ovih metoda ne daje dobre rezultate. Na poremećenom tržištu nema

ni tražnje za rizičnom aktivom (makar ne po razumnim cenama), nema ni dopunskih izvora kapitala i alternativnih dugoročnijih privatnih izvora finansiranja. Pošto mnogo banaka istovremeno nudi mnogo aktive na prodaju, cena još više pada i ugrožava čak i minimalno obezbeđenje kapitalom. To stvara dopunski pritisak da se proda još više aktive kako bi se sačuvala bar minimalna pokrivenost kapitalom i bazična solventnost. Ova dva mehanizma međusobno se pojačavaju i još više pogoršavaju uslove na tržištu aktive. Vrlo brzo pokrivenost kapitalom iščezava, a problem likvidnosti postaje problem solventnosti.

Da stvar bude gora, finansijska tržišta na krizu reaguju prenatlašenom kontrakcijom i drastičnim smanjenjem kreditiranja (credit crunch). Finansijske institucije koje nisu bile pogođene inicijalnom krizom sub-prime hipotekarne aktive mogle su da budu pogođene naglim smanjenjem raspoloživog kreditiranja. U uslovima visokog stepena sekuritizacije neophodno je jako često refinansirati značajan deo kratkoročnih izvora sredstava. Ukoliko se dogodi da izvori na finansijskim tržištima u međuvremenu izostanu ili presahnu usled potpuno egzogenih razloga, finansijske institucije mogu da budu uvučene u vrtlog krize bez neposrednog sudelovanja u transakcijama koje su izazvale prvi ciklus krize. Predostrožno rano povlačenje nekih velikih investitora sa tržišta (uključujući recimo

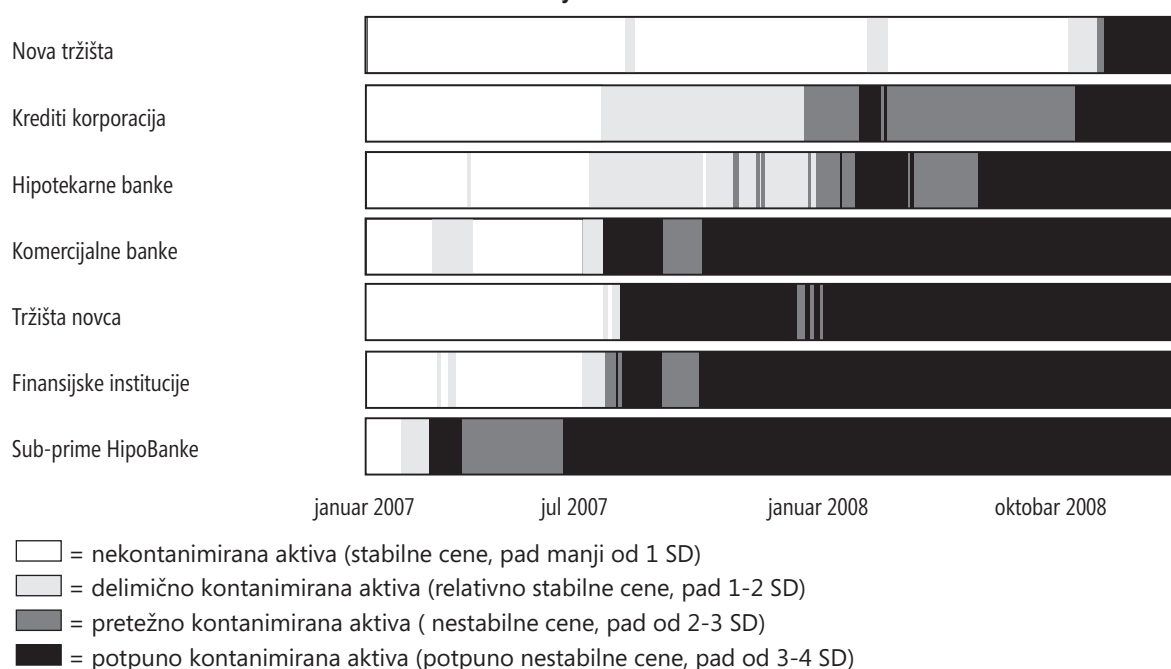
Buffet-a i Soros-a) velikim delom je apsorbovalo dopunsku likvidnost koju su monetarne vlasti ubacile u sistem i doprinelo pogoršanju uslova za ostale smrtnike.

Na osnovu pomenutih mehanizama kontaminirana aktiva se proširila velikom brzinom sa specijalizovanih banaka i drugih finansijskih organizacija koje su se bavile pretežno sub-prime hipotekarnim kreditima na sve ostale učesnike na finansijskom tržištu SAD i razvijenih zemalja, kao i na nova tržišta (Kina, Indija, druge zemlje u istočnoj Aziji, itd.). Grafikon broj 2 reprodukuje rezultate koje je objavio MMF u izveštaju iz oktobra 2008. godine. Kao što vidimo, početkom 2007. godine cene aktive bile su savršeno stabilne. Februara 2007. pojavljuju se prvi znaci problema kada pojedine hipotekarne banke i specijalizovane institucije revidiraju svoje izveštaje o poslovanju i ukazuju na probleme dela sub-prime hipotekarnih kredita u uslovima pada cena nekretnina i rastuće nezaposlenosti.

Problemi su jedno vreme prestali ali već maja 2007. godine kriza hipotekarnih kredita se zaoštrava. Tokom samo dva meseca ona se punom snagom širi na druge finansijske institucije, finansijska tržišta i komercijalne banke koje su bile osnovni sponsori specijalizovanih sub-prime hipotekarnih institucija.

Klasične hipotekarne banke i finansiranje korporacija najduže su odolevale širenju kontaminirane aktive, ali

Grafikon 2: Širenje kontaminirane aktive



Izvor: IMF, Global Financial Stability Report, October, 2008.

je početkom 2008. i u ovim delovima finansijskog sistema prvi put detektovano značajnije prisustvo kontaminirane aktive sa prisutnim rizicima i veoma nestabilnim cenama. Zahvaljujući krupnim intervencijama likvidnosti Feda i drugih centralnih banaka razvijenih zemalja, u narednim mescima dolazi do delimičnog poboljšanja situacije i stabilizacije cena. Ali to nije bilo održivo na duži rok. Krah cena aktive nastupa sa izbijanjem globalne finansijske krize septembra 2008. godine. U tom momentu kontaminirana aktiva se proširila ne samo na sve delove finansijskog sistema razvijenih zemalja, već je kreditnim kanalima došla i na nova tržišta i tako zavlada svim segmentima globalnog finansijskog sistema.

Odgovor ekonomske politike na krizu: kasno makro na Wall Street stiže?

Nakon niza očiglednih propusta i previda uzrokovanih slabostima u sistemu kontrole, regulative, praćenja situacije u finansijskom sektoru i plana reagovanja na krizna kretanja, prva faza krize (kolaps sub-prime hipotekarnih kredita) ostala je bez adekvatnog odgovora ekonomske politike tokom punih 16-18 meseci. Druga faza krize je ozbiljno zaljuljala ceo finansijski sektor i toliko jako udarila Wall Street septembra 2008. godine da je snažna i momentalna reakcija prosto bila iznuđena. Sva ograničenja, dileme i konceptualna neslaganja koja su ranije blokirala dostizanje konsensusa i donošenje odgovarajućih zakona i konkretnih interventnih mera, nestala su preko noći.

Jedino pitanje je bilo kako brzo i efikasno definisati, pripremiti i realizovati mere koje mogu da zaustave širenje finansijske krize, preokrenu opasne recesione tendencije i spreče najgore: izbijanje globalne ekonomske depresije broj 2. Preko noći percepcija opasnosti narasla je do egzistencijalnog straha. Sve maske i nominalne ideološke barijere su pale. Svaka ekonomska politika koja daje rezultate, svaka mera koja realno nudi izlazak iz pakla ove krize dobrodošla je, bez obzira na ideološko i teorijsko poreklo. Stvari su se promenile takvom brzinom da po rečima više nije bilo moguće detektovati ko govori i kojoj organizaciji ili strukturi pripada. Niko nije očekivao da prvi čovek MMF-a otvoreno pozove vodeće zemlje u svetu da primene ekspanzivnu fiskalnu politiku, podrže pro-aktivnu anti-

cikličnu ulogu države i prihvate povećanje javnog duga sa jednostavnim objašnjenjem: Mi tradicionalno zagovaramo fiskalnu suzdržanost, čuvanje javnih resursa za slučaj nužde (rainy day). Nužda je došla. Kiša pada.

Nezavisno od objašnjenja, zemlje grupe G-20 su se svom snagom bacile na gašenje požara krize. Za nepunih godinu dana trilion dolara su upotrebljeni da se obezbedi dopunska likvidnost, dokapitalizuju banke i druge finansijske institucije, preuzme sporna i toksična aktiva, obezbede garancije i na strani aktive i na strani pasive. Kao obično, MMF je napravio vrlo iscrpnu evidenciju i analizu podrške date finansijskom sektoru od početka ove krize: IMF (2009 d) evidentira i analizira mere koje su preduzele zemlje iz grupe G-20. IMF (2009 e) na osnovu ovih podataka i parametara iz prethodnih bankarskih i finansijskih kriza vrši procenu neto troškova interventnih mera izračunatih korigovanjem bruto troškova za iznos sredstava koja će na direktan ili indirektan način biti vraćena u javnu kasu. Glavne rezultate ove studije prezentiramo u tabeli 1.

Prema podacima objavljenim u nedavnoj studiji koju je objavila centralna banka Italije (Panetta et. al. 2009.), 11 vodećih zemalja¹ rezervisalo je ukupno skoro 5 triliona evra (18.8% BDP) za pomoć finansijskom sektoru u svojim zemljama. Od toga je 40% ili 2 triliona evra (7.6% BDP) već realizovano. Po strukturi, najveći deo rezervisanog iznosa (4.2 triliona evra ili preko 83%) odnosi se na garancije, mnogo manji deo na dokapitalizaciju (13%) i samo simbolični deo (3%) na preuzimanje sporne ili rizične aktive. Struktura realizovanih iznosa nešto se razlikuje samo utoliko što je udeo rekapitalizacije nešto viši (20%) a udeo garancija utoliko niži. Rezervisani i uplaćeni iznosi za dokapitalizaciju banaka podjednako su impresivni: 11 vodećih zemalja rezervisalo je ukupno 677 milijardi evra za dokapitalizaciju banaka i finansijskih institucija. Od tog iznosa 387 milijardi evra ili 57% već je realizovano. Na žalost, ove podatke nije moguće direktno verifikovati niti uporediti sa napred navedenim podacima MMF-a.

U studiji IMF (2009 f) analiziraju se fiskalne posledice tekuće krize i upozorava da objektivne granice fiskalne ekspanzije postoje. Ako se pređe granica fiskalne sol-

¹ To su Australija, Kanada, Francuska, Nemačka, Italija, Japan, Holandija, Španija, Švajcarska, Engleska i SAD.

ventnosti, tržišta mogu da izgube poverenje u pojedine zemlje i prestanu da kupuju instrumente suverenog duga (državne obveznice).

Prema IMF (2009 e) i World Bank (2009 a), glavni odgovori standardne fiskalne i monetarne politike na krizu uključuju sledeće mere:

Pružanje dopunske likvidnosti na nacionalnom i međunarodnom nivou najčešće se postizalo spuštanjem kamatnih stopa, konverzijom superkratkih rokova kredita u kratke i srednje rokove, smanjenjem stope obave-

znih rezervi, osnivanjem novih oblika tzv. swap facilities i olakšavanjem pristupa kreditima centralne banke. Najvećim delom ove mere je provodila centralna banka, ali su u nekim zemljama (najviše u Engleskoj) krediti za likvidnost davani uz podršku ministarstva finansija.

Širenje i produbljanje sistema osiguranja depozita i drugih oblika sigurnosti za ulagače da bi se sprečilo panično ponašanje i pritisak na likvidnost banaka. Većina zemalja iz grupe G-20 nije menjala nivo osiguranja depozita. Holandija i Španija su podigle iznos do kog

Tabela 1: Očekivani bruto i neto troškovi podrške finansijskom sektoru

	Finansijska podrška *)		Garancije **)		Krediti likvidnosti CB		Ukupan
	Bruto iznos	Neto trošak	Bruto iznos	Neto trošak	Bruto iznos	Neto trošak	Neto trošak
	a	b	c	d	e	f	b+d+f
	U procentima BDP						
Kanada	8.8	3.5	11.7	0.7	1.6	0.2	4.4
SAD	6.3	3.2	31.3	5.8	36.1	3.6	12.6
Austrija	5.3	2.4	30.0	5.0	0.0	0.0	7.4
Belgija	4.7	2.1	26.2	N/A	0.0	0.0	2.1
Francuska	1.5	0.8	16.4	0.9	1.0	0.1	1.8
Nemačka	3.7	1.7	17.6	1.4	0.0	0.0	3.1
Grčka	5.4	2.8	6.2	1.3	0.0	0.0	4.1
Irska	5.3	2.6	25.7	11.4	0.0	0.0	14.0
Italija	1.3	0.6	0.0	0.0	2.5	0.3	0.9
Holandija	6.2	2.6	33.7	5.4	0.0	0.0	8.0
Norveška	13.8	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
Portugal	2.4	1.3	12.0	1.0	0.0	0.0	2.3
Španija	4.6	2.3	18.3	1.4	0.0	0.0	3.7
Švedska	5.8	2.2	47.3	4.0	15.3	1.5	7.7
Švajcarska	1.1	0.4	0.0	0.0	10.9	1.1	1.5
Engleska	8.9	5.2	17.4	2.5	13.8	1.4	9.1
Australija	0.7	0.3	N/A	N/A	0.0	0.0	0.3
Japan	0.2	0.1	3.9	0.7	8.8	0.9	1.7
Koreja	0.2	0.1	10.6	2.3	0.0	0.0	2.4
Argentina	0	0	0.0	0.0	0.9	0.1	0.1
Brazil	0	0	0.0	0.0	1.5	0.1	0.1
Kina	0	0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
Indija	0	0	0.0	0.0	5.6	0.6	0.6
Indonezija	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Mađarska	1.1	0.9	1.1	0.0	4.0	0.4	1.3
Poljska	0.4	0.3	3.2	0.7	0.0	0.0	1.0
Rusija	0.6	0.4	0.5	0.1	6.0	0.6	1.1
Saudijska Arabija	1.2	0	N/A	N/A	8.2	0.8	0.8
Turska	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Proseci ***)							
G-20	3.3	1.4	12.4	2.0	12.2	1.2	4.6
Razvijene privrede	5.2	2.3	19.7	3.2	18.2	1.8	7.3
Nova tržišta	0.1	0	0.1	0.0	2.2	0.2	0.2

Izvor: MMF (2009 e).

*) Troškovi direktne finansijske podrške uključuju rekaptalizaciju banaka, preuzimanje aktive i kredite države.

**) Garancije uključuju sve oblike garancija države (ministarstva finansija ili centralne banke).

***) Proseci su računati na osnovu PPP kursa.

se osiguravaju depoziti, a Nemačka je proširila pokrivenje na sve vrste depozita domaćinstava.

Direktna finansijska podrška bankama i drugim finansijskim institucijama uključuje dokapitalizaciju, restrukturizaciju finansijskih institucija, preuzimanje određenih oblika sporne ili toksične aktive, i preuzimanje samih finansijskih institucija preko privremene nacionalizacije. U praksi je preduziman čitav niz formi jačanja finansijske i upravljačke strukture finansijskih institucija. Prakticovana su tzv. dogovorena preuzimanja slabijih institucija od strane jačih, zatvaranje, privremena nacionalizacija, privremeno upravljačko preuzimanje, itd. Rezultati su u najboljem slučaju mešoviti. Posebno zabrinjava dalje prisustvo sporne i toksične aktive u knjigama velikog broja banaka i finansijskih institucija uprkos postojanja velikih i neiskorišćenih mogućnosti npr. u SAD. O tome ćemo govoriti više u delu o otvorenim problemima.

Garancije. Jedna od najvažnijih mera da se spreči širenje krize i kolaps banaka bilo je uvođenje opštih garancija za dugovanja banaka. Posle bankrota Lehman Brothers, skoro sve razvijene zemlje uvele su neku vrstu opštih garancija dugova i posebnih garancija međubankarskih potraživanja.

Mere za odmrzavanje kredita i ubrzavanja procesa kreditiranja. To je oblast gde podsticajne mere ne pomažu mnogo i rast kredita kasni za oporavkom proizvodnje. Ovakva dinamika je u skladu sa empirijskim rezultatima iz prethodnih kriza koji govore da oživljavanje proizvodnje prethodi rastu kredita. Naravno, ovakvi rezultati protivreče intuiciji i verovatno su rezultat posebnih okolnosti gde finansiranje inputa za proizvodnju ide drugim kanalima i ne zavisi direktno od bankarskih kredita.

Odgovori ekonomske politike na krizu u Kini, Indiji i drugim novim tržištima delimično se poklapaju sa već pomenutim arsenalom odgovora. Delom ovakvi odgovori ekonomske politike nisu mogući ili nisu poželjni usled ograničavajućih polaznih uslova. Sasvim dugačije probleme imaju tipične zemlje u razvoju i tranzicione privrede. Na primer, zemlje koje već imaju visoki stepen zaduženosti ne mogu sebi da dozvole ekspanzivnu fiskalnu politiku. Zemlje koje imaju velike eksterne deficite i precepnju valutu moraju to imati u vidu kod definisanja mera fiskalne i monetarne politike.

Krizi je pogodovala ekspanzivna monetarna i pristrasna fiskalna politika.

Detaljna analiza poreske politike u godinama pre ove krize (IMF, 2009 g) pokazala je visoki stepen pristrasnosti. Poreske olašice i različit poreski tretman pojedinih vrsta dohodaka od svojine (kamata i dividendi) neposredno su pogodovali većem stepenu zaduživanja stanovništva i kompanija. A visoki stepen kreditne zaduženosti i sve manji udeo kapitala u finansijskoj strukturi kompanija i banaka direktno je povećavao ranjivost u uslovima finansijske krize i recesije. Pristrasni poreski instrumenti podržavali su razvijanje složenih organizacionih aranžmana (bankarskog sistema u senci) i hiperprodukciju kompleksnih finansijskih instrumenata i derivata. Iako su ove informacije poznate već dugi niz godina, ovo je prvi put da Fond otvoreno govori o rizicima postojeće poreske politike i pokazuje da je ona direktno doprinela ovoj krizi pošto je očigledno stimulisala zaduživanje, stvaranje kompleksnih institucionalno-organizacionih aranžmana i produkciju veoma složenih finansijskih instrumenata sa ciljem minimiziranja poreskog tereta. Čim prođe glavni udar ove krize biće neohodno detaljno preispitati ovakva rešenja i otkloniti poremećaje i pristrasnost poreske politike u oblasti korporativnih poreza, tretman kamata na hipotekarne kredite u sistemu poreza na dohodak, poreski tretman složenih finansijskih instrumenata i pojedinih oblika realne i finansijske aktive u uslovima nestabilnih cena, i paralelno postojanje jurisdikcija sa niskim porezima ili potpunim odsustvom poreza (poreski raj ili tax heavens).

Glavni izvor pristrasnosti u sferi korporativnih poreza potiče od asimetričnog poreskog tretiranja kamata i dividendi. Pošto se kamate tretiraju kao trošak (odbitna stavka), bankarski krediti su jeftiniji izvor finansiranja korporacija od kapitala. To sistematski vodi višem nivou zaduženosti i povećava ranjivost korporativnih struktura u slučaju krize. Među mogućim rešenjima ovog problema Fond navodi mogućnost da se deo dividendi (do nivoa prosečnih kamata) smatra troškom (odbitnom stavkom) kako to već rade neke zemlje (Brazil, Italija, Austrija, Belgija i Hrvatska) sa dosta pozitivnim rezultatima.

Na isti način povlašćeni tretman kamata na hipotekarne kredite doprinosi povećanom stepenu zaduživanja

stanovništva. Iako se ova olakšica odnosi samo na nekretnine koje služe kao osnovno mesto stanovanja dužnika, i verovatno nije bitno uticala za formiranje nerealno visokih cena nekretnosti, Fond je protiv poreske politike koja sistematski povećava stepen zaduženosti stanovništva i predlaže da se ova vrsta podsticaja postepeno eliminiše.

Iako je lako razumeti i fiskalnu i širu makroekonomsku logiku ovog predloga, posebno u zemljama sa visokim nivoom potrošnje, niskom štednjom i spoljnim deficitima, valja imati na umu još tri važne dimenzije problema.

Političku: Političari često preko poreske politike žele da pridobiju glasače i spremni su da im ponude izuzimanje troška kamata iz osnovice poreza na dohodak.

Socijalnu: Ova vrsta podsticaja je presudna za mlade ljude koji kupuju prvu kuću ili stan u životu.

Ekonomsku: U analizi se brka uzrok i posledica. Nisu cene nekretnina porasle zato što je tražnja veštački podignuta tretiranjem kamata kao troška nego zato što su niske kamate, ekspanzivna monetarna politika i sekuritizacija obezbedile ogromnu količinu hipotekarnog finansiranja (za nove i stare vlasnike) i svih drugih oblika potrošačkih kredita.

Uloga sekuritizacije i finansijskih inovacija.

Razvoj novih instrumenata ubrzava tokove novca, podiže produktivnost ulaganja, a samim tim zarade i profite. Pored toga, novi instrumenti (u kombinaciji sa novim "kreativnim" organizacionim rešenjima i računovodstvenim vratolomijama) omogućavaju minimiziranje i izbegavanje poreza (tax avoidance) koristeći postojeće rupe u zakonu (dakle, bez kršenja zakona). Iako je jasno da različiti poreski tretman pojedinih vrsta obveznica i složenijih finansijskih instrumenata nudi mogućnost kreativnog ponašanja i minimiziranja poreskog opterećenja, Fond naglašava da nema dokaza da je fiskalna dimenzija posebno pogodovala raširenom korišćenju ovih mehanizama i posredno doprinela padu tržišta nekretnina. Pri tom valja imati u vidu da u ovoj oblasti još uvek ima jako mnogo nepoznanica.

U oblasti **nagrađivanja korporativnih menadžera**, pažnja javnosti je već duže vreme usmerena na visoki nivo plata i još viši nivo bonusa (obično) datih u formi prava

na kupovinu akcija po povlašćenim uslovima. Fondova studija nije našla dokaze da je poreska politika favorizovala korišćenje akcija, ali je pokazala da su poreska pravila SAD direktno vodila raširenom korišćenju kompenzacije zasnovane na kratkoročnom uspehu u poslovanju.

Studija je potvrdila da postoji značajno dejstvo poreske politike na cene pojedinih oblika aktive, ali je pravac i intenzitet dejstva jako teško kvantifikovati usled prisustva mnogih drugih faktora. Fondova studija zato zaključuje da je na neželjena kretanja cena pojedinih oblika aktive mnogo bolje delovati kroz regulatorni okvir nego poreskom politikom.

KAKO TRAJNO IZAĆI IZ KRIZE

Ekonomska politika: Veni, vidi, vici, fugi (Strategija izlaska)

Krugman (2009) i Roubini (2009) tvrde da nas je država spasila od realne opasnosti svetske krize broj 2. Impresivan je raspon mera koje su primenile vlade SAD i Kine pre svega, a u manjoj meri EU i Japana: od upumpavanja likvidnosti pred izbijanje krize, preko smanjenja referentnih kamatnih stopa, produženja rokova i poboljšavanja uslova kreditiranja, smanjenja poreza, podržavanja tražnje, do direktne pomoći finansijskom sektoru i izolovanja žarišta krize. Države su pokazale sposobnost da deluju anticiklično kao nikad do sada, ne samo aktivnim merama već i podržavanjem svojih ranije iskazanih obaveza u plaćanju socijalne pomoći i drugim rashodima.

Ukratko, državnoj intervenciji moramo zahvaliti što se danas ne nalazimo u ekonomskoj kataklizmi, već na izlazu iz recesije koja je trajala samo godinu dana. Država je ovaj put veoma brzo došla (**veni**), još brže (u)videla šta se dešava (**vidi**), uradila sve što je mogla da bi se izbegla kriza globalnih razmera i preokrenuli tokovi u pravcu oporavka, dakle pobedila (**vici**). Sada je vreme da se što pre i što bezbolnije povuče (**fugi**). Ali nije jednostavno reći kada i kako to uraditi.

Vreme povlačenja: Ako se država povuče prerano postoji opasnost da fražilni ekonomski rast neće biti samopodržavajući i da će se privreda SAD vratiti u recesiju. Ako se povuče prekasno postoji opasnost pregrevanja (inflacije) na kratak rok i neodrživih dugova na duži rok. Blan-

chard (2008, 2009) tvrdi da je putanja oporavka razvijenih zemalja mnogo jednostavnija od one koju moraju da prođu zemlje u razvoju i nova tržišta. Sudeći po iskustvu iz prošlosti, svetska privreda će se vratiti na svoju dugoročnu putanju rasta, mada nije lako reći kako će tačno taj povratak izgledati.

U najvećem broju prethodnih recesija, u kojima dominiraju slučajevi cikličnog sinusoidnog kretanja ekonomske aktivnosti, recesiju je pratio period ubrzanog oporavka sa visokim stopama rasta koje su se posle nekoliko godina postepeno stabilizovale na dugoročnom ravnotežnom nivou. Do ubrzanog stopa rasta u godinama posle recesije dolazilo je usled paralelnog postojanja uslova na strani ponude i tražnje. Višak neiskorišćenih kapaciteta omogućavao je veoma brzo reagovanje ponude (proizvodnje) na vaspostavljenu ili novu potrošačku i investicionu tražnju.

Tokom post-recesionog buma kompenziran je manji ili veći deo pada proizvodnje nastao tokom recesije pre vraćanja privrede na liniju dugoročnog trenda. Step en i brzina oporavka zavisili su gotovo podjednako od uzroka, prirode i dubine recesije, na jednoj strani, i od prirode i mehanizama ekonomskog oporavka, na drugoj. Ovi uslovi evoluiraju u vremenu.

Na grafikonima 1 i 2 prikazani su tipični profili oporavka od iste vrste i stepena recesije. U prvom slučaju reč je o veoma dinamičnom oporavku kojim se u celosti kompenzira BDP izgubljen tokom recesije (zelena linija sa žutim kvadratima): u prve dve post-recesione godine privreda se oporavlja po izuzetno visokim stopama rasta, a od dvanaeste godine se vraća i na nivo BDP i na dugoročnu putanju rasta. Ovaj slučaj je tipičan za zemlje koje su ušle u recesiju bez strukturnih i institucionalnih problema.

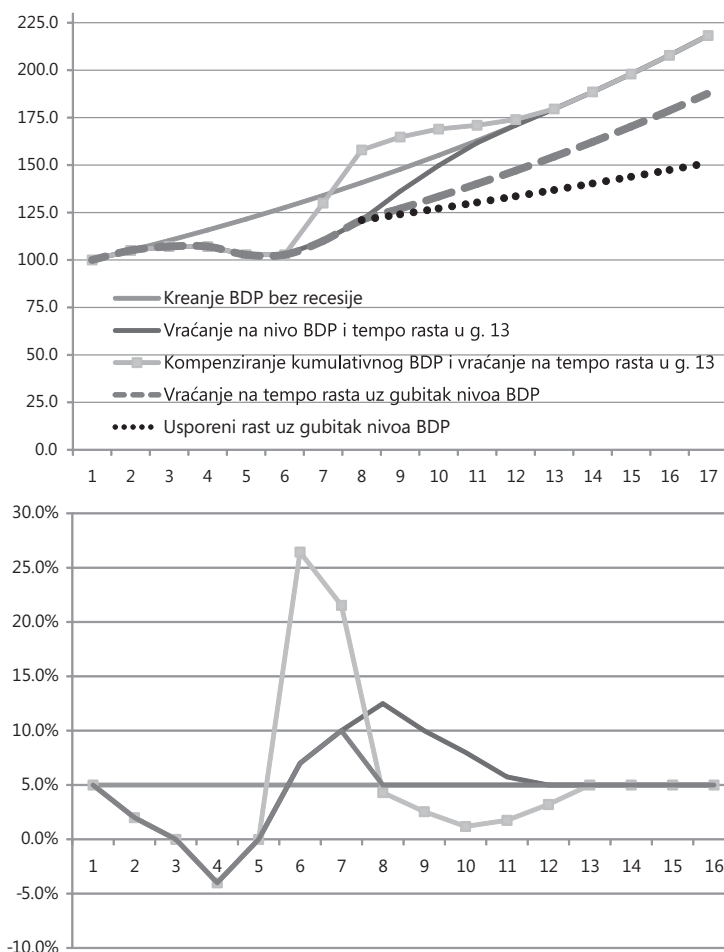
Mnogo češći je slučaj nešto umerenijih stopa rasta u post-recesionim godinama. Kao što je prikazano crvenom linijom na grafikonima 1 i 2, ove stope rasta su dovoljne da se tokom šest godina dostigne nivo BDP koji bi privreda imala da nije bilo recesije i da se od tog momenta privreda kreće po putanji dugoročnog ravnotežnog rasta. Gubitak

BDP u periodu od početka recesije (godina 3) do vraćanja na nivo BDP u slučaju bez recesije (godina 12) iznosi 87% prosečnog BDP ostvarenog u scenariju bez recesije. Drugim rečima, cena recesije je trajni gubitak gotovo jednogodišnjeg BDP-a.

Situacija je naravno lošija ukoliko se stopa rasta stabilizuje na nivou dugoročne stope rasta pre nego što je dostignut pred-krizni nivo dohotka. Iako su iskustva sa krizama ovog tipa i stepena veoma ograničena, mnogi analitičari predviđaju (videti npr. Blanchard 2009, Rodrik 2009, Singh 2009 itd.) upravo ovakav profil kratkog i nepotpunog oporavka. Kao što je prikazano ljubičastom bojom na grafikonima, posle samo dve godine nešto ubrzanijeg oporavka privreda se vraća na dugoročnu ravnotežnu stopu rasta na nivou koji je skoro 20% niži od putanje bez recesije.

Drugim rečima, u slučaju veoma složene globalne krize u kakvoj se nalazimo, moguće je da oporavak bude mlak i odložen dok se ne reše duboki strukturni problemi finan-

Grafikon 3: Alternativne putanje nivoa i rasta BDP posle ekonomske krize



sijskog sistema i dok se ne povrati poverenje investitora i stanovništva u finansijske instrumente, finansijske kompanije, regulatorne i kontrolne organe. A to može potrajati. Postojeći izvori ekonomskog oživljavanja zasnovani su na fiskalnom stimulusu i neophodnom popunjavanju zaliha inputa i gotovih proizvoda koje su tokom krize bile svedene praktično na nulu. Zato ih ne treba precenjivati pošto je njihovo dejstvo nužno vremenski ograničeno.

To praktično znači da gubitak iz prethodnih 12 meseci neće biti nadoknađen visokim stopama rasta posle recesije ako se stope rasta stabilizuju pre dostizanja istorijski zabeleženog nivoa BDP, a nova putanja rasta bude niža od prethodne (tačkasta tamno-plava linija na grafikonima).

Tri aspekta ovakvog zaostajanja posebno su važna:

1. Rast neće biti dovoljno snažan da brzo smanji povećani nivo nezaposlenosti.
2. Poslednje projekcije ekonomskog rasta zasnivaju se na kombinovanom dejstvu fiskalnog stimulusa i popunjavanja zaliha proizvođača, a mnogo manje na rastu potrošačke tražnje i investicija. Pre ili kasnije fiskalni stimulans će početi da se smanjuje a potreba za popunjavanjem zaliha će prestatiti.
3. Da bi se ekonomski oporavak bio održiv na globalnom nivou potrebne su dve fundamentalne promene. Jedna je vraćanje javne potrošnje u normalne okvire. A druga je promena ponašanja potrošača na globalnom nivou. Rast potrošačke tražnje mora da se pomeri sa Amerike, gde se nalazi već decenijama, na Aziju i Evropu koje i dalje imaju veoma visoke stope štednje.

Priroda oporavka privrede SAD: Gde se nalazimo i kuda idemo?

U drugoj polovini 2009 privreda SAD će krenuti da raste posle najveće kontrakcije za poslednjih 70 godina. Fiskalne mere će da podrže rast proizvodnje automobila a glavni proizvođači će povećati zalihe inputa i gotovih proizvoda. U trećem kvartalu se očekuje rast BDP od 2%, a u četvrtom od 1%. Naravno, to neće biti dovoljno da se kompenzira pad iz prvih šest meseci tako da će na a nivou cele 2009. godine i dalje će biti zabeležen pad BDP od 2.8%. Ako sve bude išlo po planu, NBER poka-

zatelji konjunktura, koji pored rasta BDP mere kretanje realnih plata, zaposlenosti, industrijske proizvodnje i potrošnje (prodaje), signalizovaće kraj recesije tek krajem 2009. ili početkom 2010. godine. Razlog je, naravno, sporiji oporavak zaposlenosti, realnih plata i potrošnje. Efekti u proizvodnji i prodaji automobila su verovatno precenjeni. Program subvencionisanja zamene starih automobila za nove efikasnije modele značajno je podigao prodaju i proizvodnju. Deo proizvodnje namnjen je popuni zaliha koje su mesecima padale i trenutno se nalaze na najnižem nivou za poslednjih nekoliko decenija. Iako će na kratak rok ovi rashodi delimično kompenzirati nizak nivo drugih oblika potrošnje, smatra se da je ovde reč pre svega o promeni rasporeda potrošnje u vremenu da se iskoristi trenutna podobnost. Ovde se, dakle, ne radi o suštinskoj promeni ponašanja potrošača, vraćanju potrošačkog poverenja, promeni strukture potrošnje ili preferencija stepena zaduženosti. Naprotiv. Mnogi kupci koji su ranije odložili zamenu starih automobila za nove upravo zbog krize, ili su planirali da tu zamenu urade narednih nekoliko godina, odlučili su da iskoriste pogodnosti koje je ponudila država i zamenu su uradili prethodnih par meseci. Time su ostvarili značajnu uštedu: u proseku oko 4.000 USD kroz direktan poklon države i još toliko posredno zbog nižih rashoda na benzin tokom narednih 4-5 godina.

To znaju svi. Zato je malo verovatno da će ovo biti zamajac da se značajnije dinamizuje proizvodnja automobila sa pozitivnim multiplikativnim efektima na strani proizvodnje delova i na strani povećane zaposlenosti i dohotka.

Ni od popunjavanja zaliha ne treba očekivati čudo. Iako su zalihe na veoma niskom nivou, prodaja je prethodnih godinu dana padala još brže tako da je odnos zaliha i prodaje (1.4) bio viši nego pre krize (1.25). Trenutno, dakle, nema ekonomskog osnova da se zalihe bitno povećaju pošto prodavci ne mogu da prihvate rizik koji bi sa tim bio povezan. Postepeno povećavanje zaliha je jedini način. Ali ono često nije dovoljno stimulatивно za proizvođače pošto nije moguće tako fino dozirati rast nivo outputa, posebno kad se dođe do rizičnih odluka o ponovnom otvaranju pojedinih pogona i slično. Zbog toga u narednim mesecima ne treba očekivati bitniji porast zaliha (sem možda automo-

bila) i dejstvo ovog faktora na rast proizvodnje i zaposlenosti će još neko vreme biti relativno ograničeno.

I pored značajnih mera podrške, povoljnog finansiranja i daljeg pada cena, tražnja za nekretninama je i dalje veoma niska. Glavni razlozi su visoka nezaposlenost i neizvesnost koju je donela kriza. Prognoze se veoma razlikuju. Nama realno zvuči konzervativno očekivanje po kome će se sektor stanogradnje oporaviti tek sredinom sledeće godine, a u međuvremenu će stagnirati ili beležiti negativne stope rasta.

Procenjuje se da će fiskalni stimulus usmeren na pomoć nezaposlenima i rashodi na infrastrukturu direktno doprineti oko 2% rastu BDP u drugoj polovini 2009. Indirektno dejstvo fiskalnog stimulusa još uvek nije jasno. Po nekim analitičarima najveći deo fiskalnog stimulusa koji dolazi do stanovništva ne podiže potrošnju već štednju. Većina misli da kriza još nije prošla i sprema se za mogući nastavak, za još crnje dane. Problem će nastupiti sredinom 2010. kada se očekuje da neposredni kratkoročni fiskalni stimulus počne da se smanjuje. Ukoliko drugi izvori rasta dotle ne ojačaju, pre svega potrošačka tražnja koja čini 70% BDP na rashodnoj strani, postoji realna opasnost da se privreda posle ograničenog i nepotpunog oporavka vrati u drugi krug recesije, odnosno da sledi tzv. W putanju sa dve uzastopne recesije.

Na žalost, za sada nema jasnih znakova da se potrošačka tražnja oporavlja a takva situacija će verovatno potrajati pošto svi izvori finansiranja potrošnje ostaju ograničeni i krajnje neizvesni. Za većinu ljudi raspoloživi dohodak je danas niži nego pre godinu dana. Realni dohoci iz rada danas su za oko 5% manji nego pre krize. Dohoci od imovine takođe su u proseku znatno niži nego pre godinu dana. A potrošački krediti padaju od početka krize nezavisno od niza podsticajnih mera koje su preduzele monetarne i fiskalne vlasti.

Naravno to nije sve. Iz tako umanjenog raspoloživog dohotka stanovništvo danas izdvaja manji deo na potrošnju nego pre krize usled dejstva tri važna faktora: Prvi faktor je povećana opšta neizvesnost koju je donela kriza, a u okviru toga realna opasnost gubljenja posla. Na tu opasnost mnogi reaguju tako što na stranu odvajaju izvesnu rezervu na uštrb tekuće potrošnje. Drugi faktor je podizanje namenske štednje za "stare dane" da bi kompenzirali

gubici koji su mnogi imali ulaganjem sredstava u posebne navodno bezrizične obveznice (tzv. 401 K) iz kojih je trebalo da se alimentira penzija. Treći faktor je pad bogatstva (vrednosti nekretnina, akcija, obveznica itd.) na koji mnogi ljudi reaguju smanjenjem potrošnje. Ova reakcija je potpuno racionalna pošto je bogatstvo ljudima davalo samopouzdanje da se zadužuju, troše i prihvataju rizike.

Kako izbeći dugoročnu stagnaciju: Može li se učiti na primeru Japana?

Singh (2009) i Kobayashi (2009) smatraju da su neke poruke i pouke krize kroz koju je prošao Japan tokom 1990-ih (tada druga najveća privreda u svetu) veoma relevantne za SAD u današnjoj krizi. Najvažnija poruka je da državna intervencija nije skupa ako je pravovremena, dobro definisana i pravilno izvedena. Pokazalo se da fiskalni trošak nije bio problem, ali privredno zaostajanje jeste. I pored značajnog obima državne intervencije u Japanu, konačni fiskalni trošak je bio minimalan. Najveći deo javnih resursa upotrebljenih da se zaustavi i preokrene kriza vraćen je u državnu kasu. Na žalost, obimnija intervencija je došla dosta kasno. Izgubljena je cela jedna decenija obeležena ekonomskom stagnacijom, deflacijom, gubljenjem pozicija na svetskom tržištu i, daleko najvažnije, gubljenjem prednosti na širem planu konkurentnosti i inovativnosti. Trajni ožiljci krize i danas su vidljivi kroz upola nižu dugoročnu stopu ekonomskog rasta i ogromno breme javnog duga.

Da bi se pravilno razumela ova poruka treba imati u vidu brojne sličnosti između ove dve krize: obe su počele kolapsom cena nekretnina, proširile se usled strukturnih i funkcionalnih slabosti banarskog i finansijskog sistema, i zatim izazvale pad nivoa ekonomske aktivnosti (recesiju) u realnom sektoru? Ali i očigledne razlike: Stepennjenosti nekretnina u Japanu bio je 3-4 puta veći nego u SAD. U Japanu su preduzeća bila prezadužena, u Americi je prezaduženo stanovništvo. Dejstvo krize na realni sektor bilo je mnogo slabije u Japanu nego u Americi. Pad BDP-ja zabeležen je tek 1998. godine, sedam godina posle početka finansijske krize. Privreda SAD ušla je u recesiju samo 6 meseci posle pada cena nekretnina.

Značajne razlike postoje i u brzini odgovora na krizu: Amerika je neuporedivo brže reagovala. Samo 16

meseci posle prvih početaka krize Fed je spustio referentnu kamatnu stopu na nulu. Godinu dana posle početka krize realizovana su dva programa fiskalnih podsticaja i intervencija u finansijskom sektoru uključujući programe dokapitalizacije i preuzimanja kontaminirane aktive i celih banaka. Japan je to počeo da radi osam godina posle početka krize. U Japanu ovi faktori su uticali ne samo na trajni gubitak nivoa BDP već i na usporeniju stopu održivog rasta posle krize 1990-ih: pre krize ravnotežna stopa rasta je bila 4% a posle krize samo oko 2%.

Amerika je za manje od dve godine prošla korake za koje je Japanu bilo potrebno tri puta više vremena. Može li se na osnovu toga očekivati mnogo brži oporavak američke privrede od japanske kojoj je bilo potrebno 5 godina da se vrati na održivu putanju ekonomskog rasta (pri bitno nižim stopama) i punih 12 godina da doživi puni oporavak. Naravno da ne.

Da li će brzina i stepen oporavka američke privrede biti brži i uspešniji zavisiće ne samo od jačine i dužine fiskalnog stimulansa, već i od uspeha svih drugih mera koje su do sada primenjene ili se još uvek sprovode, i od suštinskih promena u finansijskom i realnom sektoru. Da li će fiskalni stimulans imati trajni i smisleni efekat u pokretanju proizvodnje, podizanju poverenja potrošača i investitora? Da li će uspeti ekspanzivna kreditna politika koju vodi Fed (nulte kamatne stope, duži rokovi otplate, itd.)? Kako koristiti iskustva Japana u primeni nekonvencionalnih metoda da se olakšaju uslovi kreditiranja (finansiranja) u situaciji kada je referentna kamatna stopa već spuštена na nulu? Da li će uspeti mere usmerene na stabilizaciju cena nekretnina i zaustavljanje talasa prinudnih prodaja / naplata? Da li će uspeti mere oživljavanja finansijskog sektora, pre svega mere uklanjanja loše aktive i i zaustavljanja stalne pretnje nesolventnosti. Na srednji rok presudnu važnost će imati mere podizanja produktivnosti kako bi se što pre oporavila konkurentnost i abosorbovalo breme troškova, gubitaka i dugova koje je ova kriza stvorila.

Iz mora pitanja Singh (2009), Kobayashi (2009) i Blanchard (2008 i 2009) ukazuju na sledeće ključne rizike sa kojima je suočena privreda SAD: (a) Spori oporavak finansijskog sektora u prisustvu velikih još uvek neiskazanih gubitaka ili sporne aktive, (b) Slab i plitak oporavak proizvodnje koji se najvećim delom može pripisati

neposrednom dejstvu fiskalnog stimulansa i popunjavanja zaliha proizvođača, a mnogo manje vraćanju poverenja potrošača i investitora, (c) Hronično nestabilne cene nekretnina i drugih oblika aktive.

Ukupno posmatrano, iskustvo Japana rečito govori da je mnogo teže boriti se sa ovakvom strukturnom recesijom (post-bubble recession) nego sa cikličnim padom konjunktura (cyclical downturn) do koga dolazi u okviru neizbežnih poslovnih ciklusa. Glavni problem strukturne recesije je poremećeno poverenje i bolno iskustvo drastičnog gubitka bogatstva koje može na duži rok da gurne privredu na putanju nižeg ravnotežnog rasta. Izazov sa kojim je danas suočena privreda SAD nije suštinski različit od problema sa kojima se borio Japan pre desetak godina, mada se u slučaju SAD problem komplikuje složenošću finansijskih instrumenata sadržanih u problematičnoj (ili kontaminiranoj) aktivi i globalnim razmerama ove krize. Ova kriza je donela smanjenje potencijalnog globalnog BDP i potencijalnog rasta svetske privrede usled drugačijeg vrednovanja rizika, smanjenja (optimalnog) stepena zaduženosti, neohodnosti finansijskog restrukturiranja, smanjenog poverenja investitora, manje raspoloživosti kredita i finansiranja uopšte.

Barijere oporavka i rasta: Problem uklanjanja toksične aktive

Neposredno posle izbijanja tekuće krize tadašnji Ministar finansija SAD (Secretary of the Treasury) Henry Paulson i Guverner CB (Federal Reserve Board Chairman) Ben Bernanke tvrdili su da je neophodan ogroman program da bi se eliminisala tzv. toksična aktiva i vaspоставio normalan tok kredita. SAmo nekoliko nedelja kasnije donet je odgovorajući zakon (Troubled Asset Relief Program - TARP).

Međutim, u uslovima rapidnog pogoršanja situacije u bankama, Paulson je odlučio da ne ide u eliminaciju (preuzimanje) toksične aktive već da bankama ponudi infuziju svežeg kapitala, što je takođe bilo predviđeno ovim zakonom. Ukratko, deset meseci posle formiranja TARP nije korišćen za preuzimanje milijardi dolara toksične aktive koja se i dalje nalazi u bilansu banaka.

Ako se ispostavi da je stvarna tržišna vrednost manja od vrednosti iskazane u knjigama, bankama će biti potrebna

još jedna infuzija kapitala. Naravno, u slučaju veće gubitka to neće biti moguće i neke banke će otići pod led. Fleksibilnost u vrednovanju aktive dozvoljava takvo ponašanje. Banke, naime, više ne moraju da vrednuju aktivu po tržišnim cenama, već niže ili više zavisno od mnogih faktora. Izuzetak je moment prodaje ili otpisa pojedinih oblika aktive. Izveštaj pretpostavlja da su banke iskoristile ovu mogućnost da vrednuju aktivu više od tržišne vrednosti i da se u njihovim knjigama kriju potencijalni gubici.

Ma koliko to realno zvučalo, ponašanje banaka možda nije tako neracionalno kao što na prvi pogled izgleda. Naime, moguće je da su neki elementi sporne aktive precenjeni, ali je isto tako moguće da su neki drugi elementi podcenjeni. Ako banke misle da je ukupna vrednost sporne aktive već spuštena na minimum i da su maksimalni gubici već pokriveni, onda je bolje čekati oporavak cena nego parcijalno ustupati ovu aktivu državi. Tim pre što su cene prilagođavane sledeći nedovoljno pouzdane valuacione metode i formule zasnovane na prosečnim pokazateljima kretanja cena nekretnina u uslovima krize. Bez detaljne revizije pojedinačnih ugovora nije moguće reći koja hipotekarna potraživanja su nenaplativa a koja možda jesu.

Ostaje činjenica da je danas veliki deo infuzije kapitala rezervisan da pokrije gubitke toksične aktive. Time je veliki deo resursa banaka blokiran i na strani izvora i na strani plasmana što negativno utiče na normalnu kreditnu aktivnost. Preuzimanje toksične aktive bi bilo poželjno na sistemskom nivou, ali izgleda nije dovoljno interesantno bankama i TARP program nije krenuo sa mrtve tačke. Paralelna inicijativa Ministarstva finansija (US Treasury Public Private Investment Program - PPIP) takođe nije imala mnogo uspeha. Komponenta koja podržava preuzimanje spornih obligacija a tek počinje da se realizuje i lako može da naiđe na ista ograničenja u bankama izazvana problemima vrednovanja obveznica. Druga komponenta za preuzimanje spornih kredita je odložena je na neodređeno vreme pošto banke već imaju solidan pristup finansijskom tržištu gde slobodno mogu da prodaju i refinansiraju kredite.

Ukratko, na pitanje: Koliko regulatora je potrebno da se promene banke?

Odgovor je: Dovoljan je jedan regulator ukoliko su banke spremne da se promene.

ZAKLJUČAK

Tri su izvora tekuće globalne finansijske i ekonomske krize:

1. Greške finansijskih tržišta pojačane su
 - odsustvom valuacionih procedura (instrumentata, transakcija i kreditne sposobnosti učesnika) i
 - poplavom nereguliranih inovacija novih finansijskih instrumenata i kreativnih “organizacionih i institucionalnih” rešenja koja ne podležu sistemu kontrole.
2. Sve rizičnije makroekonomsko okruženje koje karakterišu:
 - sve lošije makroekonomske performanse i sve slabije fundamentalne makroekonomske veličine (tzv. macro fundamentals),
 - ekspanzivna monetarna politika (preniske kamatne stope), i
 - rastuće makroekonomske neravnoteže (deficit tekućeg bilansa, fiskalni deficit,).
3. Slabosti regulative i kontrole finansijskog sektora usled
 - promene načina funkcionisanja (tj. promene business modela)
 - zastarelih sistema upravljanja rizicima u svim aspektima poslovanja, a posebno u operacijama sa obveznicama i derivatima,
 - opsesivnost dobicima na kratak rok i ignorisanje dugoročnijih aspekata i efekata poslovanja.

Trenutno se realizuju brojne intervencije u finansijskom sektoru. One uključuju različite oblike finansijske podrške koje uključuju injekcije likvidnosti, rekaptalizaciju, preuzimanje kontaminirane ili rizične aktive, razne oblike garancija aktive i pasive, pa čak i privremenu nacionalizaciju pojedinih finansijskih institucija. Rezultati su veoma pozitivni. Kraj recesije se vidi. Kreditna aktivnost raste. Neke finansijske institucije (npr. Goldman Sachs) već ostvaruju profite (doduše nakon velikih otpisa gubitaka).

Pravi test finansijskih i institucionalnih intervencija realizovanih tokom poslednjih 30 meseci doći će tek kasnije, tokom sledećeg perioda prosperiteta i nove kre-

ditne i investicione ekspanzije. Tada će se videti u kojoj meri su nova rešenja bolja od starih. U kojoj meri će automatski mehanizmi sprečiti pregrevanje pojedinih segmenata tržišta. U kojoj će meri nove mere prudencijalne kontrole onemogućiti kreativne napore finansijskih moćnika u stvaranju novih instrumenata i organizacionih formi koje lete “ispod” ili “iznad” radara finansijske kontrole.

Preporuka za izlazak iz krize i stvaranje rešenja koja će smanjiti rizike od novih kriza:

1. UNAPREDITI REGULATIVU i obezbediti da ona bude praćena zdravom i održivom fiskalnom i monetarnom politikom.
2. AFIRMISATI MAKRO-PRUDENCIJALNI PRISTUP: Ova kriza je pokazala da se tzv. sistemski rizici pojavljuju ne samo zato što postoje veliki pojedinačni problemi, već i zato što veliki broj malih problema može da prozvede neodrživ pritisak na sistem u celini, kao četa vojnika koja strojevim korakom ide preko mosta. Pri tom je potrebno posmatrati: i
 - a. složene međusektorske veze između finansijskih organizacija i realnog sektora, u prisustvu novih finansijskih instrumenata i složenih vlasničkih odnosa. Visoki stepen povezanosti povećavaju ranjivost u uslovima šokova i ekonomske kontrakcije.
 - b. Dinamičke (pro-ciklične) elemente uključujući.
 - i. Sisteme praćenja i ranog upozoravanja; i
 - ii. Promena u pravilima obezbeđivanja neopodnog nivoa kapitala (koja uključuje rizik plasmana i fazu konjunktornog ciklusa);
3. Poboľšati upravljanje rizicima
 - a. Finansijske institucije donose veoma različite poslovne odluke polazeći od istih informacija (o kretanju tržišta) i veoma sličnih modela. Ključna razlika je u percepciji rizika, u načinu upravljanja, u sistemu nagrađivanja, u sistemu motivacija.
 - b. Različite organizacije imaju veoma različitu percepciju vremenskog horizonta u kome treba ostvariti postavljene ciljeve. Poslednjih godina u SAD je primetna veoma snažna orijentacija na veoma kratak rok.
 - c. Potrebno je nagrađivati dobro upravljanje rizi-

cima i uskladiti motive rada privatnog sektora sa društvenim vrednostima.

4. Razvijati saradnju sa drugim zemljama, i
5. Kvalitetno sprovoditi regulative mere i osigurati brzo reagovanje sa dovoljnom količinom resursa. Pored toga, potrebno je naći ravnotežu između regulative i finansijskih inovacija. Prebrze inovacije onemogućavaju ocenu rizika i potencijalno guraju finansijski sektor u zonu rizika.

Literatura:

1. Aizenman, Joshua (2009). *Financial Crisis and the Paradox of Under- and Over-Regulation*, The World Bank 2009 ABCDE Conference, Seoul, Korea.
2. Acharya, Viral V., João A. C. Santos, and Tanju Yorulmazer (2009). *Systemic Risk and Deposit Insurance Premiums*, FRBNY Economic Policy Review / Forthcoming September 2009.
3. Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Grados (2009). *How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises?* IMF Working Paper WP/09/160, July 2009.
4. Belka, Marek (2009). *Europe Under Stress: The global economic crisis is testing the cohesion of the European Union*, Finance and Development, June 2009.
5. Blanchard, Olivier (2008). *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies*. MIT, Department of Economics, Working paper 09-01, December 29, 2008. Also published as IMF Working Paper WP/09/80, April 2009.
6. Blanchard, Olivier (2009 a). *The Perfect Storm*, Finance and Development, June 2009.
7. Brondolo, John (2009). *Collecting Taxes During an Economic Crisis: Challenges and Policy Options*, IMF Staff Position Note SPN/09/17, July 14, 2009.
8. Calomiris, Charles W. (2009). *Bank Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis*, Paper presented at an IMF-World Bank Conference on managing Systemic Crises, May 2009.
9. Carvajal, Ana, Randall Dodd, Michael Moore, Erlend Nier, Ian Tower, and Luisa Zanforlin (2009). *The Perimeter of Financial Regulation*, IMF Staff Position Note SPN/09/17, March 26, 2009.
10. Cecchetti, Stephen G., Marion Kohler and Christian Upper (2009). *Financial Crises and Economic Activity*, Bank for International Settlements, Basel, August 2009
11. Lipsky, John (2009). *Preparing for a Post-Crisis World: Assessing the IMF's role in the future international financial architecture*, Finance and Development, June 2009.
12. Eichengreen, Barry (2009). *Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture*, IMF Working Paper, WP/09/116, May 2009.
13. IMF (2008). *Global Financial Stability Report*, October, 2008.
14. IMF (2009 a). *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, Prepared by Monetary and Capital Markets Department, February 4, 2009.

15. IMF (2009 b). *Initial Lessons of the Crisis*, Prepared by Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy Policy and Review Departments, February 6, 2009.
16. IMF (2009 c). *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, Prepared by Research Department (in Consultation with the Fiscal Affairs and the Monetary and Capital Markets Departments), February 19, 2009.
17. IMF (2009 d). *Stocktaking of the G-20 Responses to the Global Banking Crisis*, Note for the G-20 Meeting of Ministers and Central Bank Governors, London, March 13-14, 2009.
18. IMF (2009 e). *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies after the 2008 Crisis*, Companion Paper, Fiscal Affairs Department, March 6, 2009.
19. IMF (2009 f). *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, Fiscal Affairs Department, IMF Staff Position Note SPN/09/13, June 9, 2009.
20. IMF (2009 g). *Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy*, Fiscal Affairs Department, June 12, 2009.
21. Klein, Michael (2009). *Key Issues in Managing the Financial Sector Aspects of the Current Crisis*, Note to the World Bank Senior Management, January 2009.
22. Kobayashi, K. (2009). "Some Reasons Why a New Crisis Needs a New Paradigm of Economic Thought." RIETI Report No.108 July 31, 2009.
23. Lagos, R., and R. Wright (2005). "A unified framework for monetary theory and policy analysis." *Journal of Political Economy* 113 (3): 463-484.
24. Monga, Celestin (2009). *Post-Macroeconomics: Reflections on the Crisis and Strategic Directions Ahead*, The World Bank, Development Economics, Policy Research Working Paper 4986, July 2009.
25. Posen, Adam S. (2009). *Seven Broad Lessons for the United States from Japan's Lost Decade*, Japan's Lost Decade: Lessons for the United States, The Brookings Institution, March 26, 2009.
26. Roubini, Nouriel (2009). *The Exit Strategy from the Monetary and Fiscal Easing: Damned If You Do, Damned If You Don't*, RGE Monitor, August 24, 2009.
27. Singh, Anoop (2009). *Japan's Policy Response to its Financial Crisis: Parallels with the U.S. Today*, Opening remarks at an IMF Seminar, Washington DC, March 19, 2009.
28. Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli (2008). *IMF Staff Position Note SPN/08/01*, December 29, 2008.
29. US Congress (2009). *The Continued Risk of Troubled Assets*, Congressional Oversight Panel, August Oversight Report, August 11, 2009.
30. Vujović, Dušan (2008). *Globalna finansijska kriza: poruke i pouke za kasne tranzicione privrede*, *Ekonomika preduzeća*, Januar-Februar 2008.
31. Vujović, Dušan (2009). *Ekonomika politika u vreme krize: izazovi, ograničenja, paradoksi*. *Ekonomika preduzeća*, Januar-Februar 2009.
32. World Bank (2009 a). *Dealing with the Crisis: Taking Stock of the Global Policy Response*, Crisis Response Note No. 1, June 2009.
33. World Bank (2009 b). *The Reform Agenda: Charting the Future of Financial Regulation*, Crisis Response Note No. 2, June 2009.
34. World Bank (2009 c). *Smaller but Safer? The Shape of the Financial System to Come*, Crisis Response Note No. 3, June 2009.
35. World Bank (2009 d). *Blanket Guarantees: Necessary during the Crisis, but What Next?*, Crisis Response Note No. 4, June 2009.
36. World Bank (2009 e). *Trust Less, Verify More: Financial Supervision in the Wake of the Crisis*, Crisis Response Note No. 5, July 2009.
37. World Bank (2009 f). *Macro-Prudential Regulation: Fixing Fundamental Market (and Regulatory) Failures*, Crisis Response Note No. 6, July 2009.
38. World Bank (2009 g). *Dynamic Provisioning: The Experience of Spain*, Crisis Response Note No. 7, July 2009.



Dušan Vujović

je diplomirao 1974. magistrirao 1977, a doktorirao 1984. na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Postdoktorske studije je završio 1990. na Berkli Univerzitetu, SAD. Od 1975-1992. radio je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (kao asistent, docent i vanredni profesor). Od 1985-1992. je radio kao rukovodilac projekta makroekonomskog modeliranja u Institutu za statistiku, SZS. Od aprila 1992. do oktobra 2001. radio u operativnom delu Svetske banke na nizu obrazovnih, analitičkih, investicionih i strukturalnih projekata, uključujući poziciju rukovodioca makroekonomskog tima za Ukrajinu.

Od oktobra 2001. do juna 2003. nalazio se na poziciji predstavnika naše zemlje u Svetskoj banci, a od juna 2003. na poziciji predstavnika Svetske banke u Kijevu i menadžera programa za Ukrajinu. Trenutno se nalazi na poziciji glavnog ekonomiste (Lead Economist) u nezavisnoj grupi za ocenu rada Svetske banke (Independent Evaluation Group), glavnog urednika časopisa *Finansije* i redovnog profesora na Fakultetu za ekonomiju, finansije i administraciju u Beogradu. Objavio je više knjiga i članaka u vodećim domaćim i svetskim stručnim časopisima na teme institucionalnih reformi, privrednog razvoja, makroekonomske analize i modeliranja, fiskalne i poreske politike, ocene investicionih projekata, finansijskog sektora, konkurentnosti i druge.

DA LI SU EFEKTIVNI POSTOJEĆI METODI ZA UPRAVLJANJE RIZICIMA U BANKARSKOM POSLOVANJU?

ARE EXISTING BANKING RISK MANAGEMENT METHODS EFFECTIVE?

Vladimir Čupić

Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd

Srđan Kokotović

Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd

Nenad Milojević

Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd

Tajana Orozović

Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd

Dušan Tončić

Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd

Apstrakt

Rad ukazuje na fundamentalne nedostatke postojeće metodologije za upravljanje rizicima u bankarskom poslovanju bazirane isključivo na matematičko statističkim metodima i ukazuje na vezu između primene postojećih metoda i posledica u vidu aktuelne finansijske krize. Analizirani su pojedinačni metodi i pretpostavke koje se u teoriji i praksi koriste za upravljanje svim bitnim rizicima u bankarstvu, na osnovu čega su dati argumenti i dokazi, kojima se ukazuje na neadekvatnost i neutemeljenost tih metoda i pretpostavki ali i posledice, koje se javljaju u vezi sa njihovom primenom u praksi. Na kraju su izneti predlozi kojima se predlaže definisanje metodologije na bitno drugačijim osnovima i čiji je cilj povećanje stabilnosti finansijskog sektora i smanjivanje mogućnosti za izbijanje devastirajućih finansijskih kriza poput aktuelne.

Ključne reči: *Upravljanje rizicima, portfolio risk teorija, prinos, varijansa, korelacija, statistička distribucija, finansijska kriza, subprime mortgage backed securities, kamatni rizik, kreditni rizik, rizik cena akcija, diversifikacija, Bazel II*

Abstract

The paper demonstrates the fundamental deficiencies in the existing banking risk management methodology based solely on the mathematical and statistical methods and points to the causal link between the application of the existing methods and the aftermath in the form of the ongoing financial crisis. We have analyzed individual methods and assumptions which are used for theoretical and practical banking risk management purposes, based on which we list the arguments and proofs pointing to the inadequate and unfounded use of such methods and assumptions as well as the implications that follow their practical implementation. Finally, we provide a list of proposals intending to redefine the methodology on a fundamentally different basis and whose aim is to enhance the stability of the financial sector and reduce the possibility of eruption of another devastating financial crisis such as the current one.

Key words: *Risk management, portfolio risk theory, yield, variance, correlation, statistical distribution, financial crisis, subprime mortgage backed securities, credit risk, interest rate risk, market price risk, diversification, Basel II*

UVOD

Da li su postojeći metodi upravljanja rizicima adekvatni, tj. da li su dovoljno dobri za uslove globalne finansijske krize?

Po našem mišljenju moderni metodi za upravljanje rizicima bazirani na portfolio risk teoriji, čiji je rodonačelnik Harry Markowitz, dovode do sistemskog potcenjivanja mogućih gubitaka kao i potrebnog kapitala neophodnog za apsorpciju tih gubitaka. U nekim slučajevima, kao što su *subprime* AAA MBS obveznice, čak ne omogućavaju ni identifikaciju kreditnog rizika a da ne govorimo o upravljanju istim.

Izvor svih aktuelnih problema, jeste pretpostavka da su prinosi na različite vrste aktiva kao i rizici koje one nose (tj. varijanse i kovarijanse njihovih stopa povraćaja) predvidive, a ta pretpostavka je u centru svih modernih metoda, preuzeta je sličnih pojava u prirodnim naukama u kojima to ponekad i važi (Njetnov drugi zakon dinamike, period poluraspada radioaktivnih elemenata, Poissonova jednačina, Laplasova harmonijska funkcija itd) ali to nije slučaj sa finansijama. Nažalost tekuća kriza, koja će imati dugoročne i veoma ozbiljne posledice na globalnu ekonomiju, je direktna posledica te potpuno neopravdane pretpostavke.

Stavovi profesionalaca o metodima za upravljanje kreditnim rizikom u periodu ekonomske krize

Prema anketi koju su na uzorku od 873 člana PRMIA (Professional Risk Managers' International Association – jedno od dva najznačajnija globalna udruženja risk menadžera) sprovedi Harland i PRMIA postojeći metodi za upravljanje kreditnim rizikom su praktično neupotrebljivi:

- 65% anketiranih smatra da postojeće metodologije za izračunavanje kapitalnog zahteva za kreditni rizik nisu adekvatne u periodu ekonomske krize
- 84,5% smatra da aktuelni računovodstveni standardi nisu dizajnirani za upotrebu u ekstremno stresnim situacijama i da ne bi trebalo da se koriste za procenu vrednosti kredita
- 60,6% smatra da je portfolio risk teorija (Markowitz, Capital market line, Security market line, random

walk model) nije pouzdana u periodu ekonomske krize

- 82,3% smatra da metodi koji su danas na raspolaganju nisu u stanju da predvide potencijalne gubitke po kreditima u uslovima ekonomske krize
- Monitoring dužnika je metod koji bi najradije izabrali risk menadžeri da upravljaju kreditnim rizikom u periodu ekonomske krize (43,2%)
- 81,7% smatra da se korelacione matrice dnevnih promena vrednosti aktiva računata na bez promena u prethodnom periodu (koje su esencijalni input u modernim metodima za proračun kreditnog rizika portfolia) potpuno raspadaju u ekstremnim situacijama i da se na njih ne može oslanjati
- 48,8% smatra da je poslovanje i finansijsko stanje hedge fondova netransparentno i da ih je zbog toga teško pratiti sa aspekta kreditnog rizika

VEZA IZMEĐU MODERNIH METODA I AKTUELNE KRIZE

Moderni metodi za upravljanje rizicima koji se baziraju na statističkom ocenjivanju i matematičkim metodama optimizacije portfolia su u srcu aktuelne finansijske krize.

Na bazi gore pomenute pretpostavke o predvidivosti stope povraćaja na neku investiciju (prinos) i o predvidivosti rizika koji ona nosi (varijansi prinosa), izračunavan je potreban nivo kapitala kako bi se amortizovali gubici po osnovu tako predviđenih rizika. Nakon toga je budžetiran i investiran kapital i to na tzv. optimalnom nivou što se u praksi svelo na minimalni nivo (tj. svođenje kapitala na minimum svih mogućih minimuma, tako da je adekvatnost kapitala bilan od 2-3% u globalnim bankama, ali se raznim zloupotrebama statističkih metoda prezentirala na nivou iznad 8%) čime je postignut opet optimalni tj. maksimalni prinos na investirani kapital, dok je praktično celokupna poslovna aktivnosti finansirana pozajmljenim sredstavima i depozitima pozajmljen (zapravo je maksimiziran nivo leverage-a).

Problem je nastao kad se ispostavilo da su rizici i realizovani gubici mnogo veći od predviđenih, tj. kada se ispostavilo da su pretpostavke o predvidivosti prinosa i rizika potpuno neopravdane.

Problematična primena statističkih metoda

Podjimo od dobro poznate Markowitzve formule koja se koristi za izračunavanje rizika od promene prinosa na hartije od vrednosti (HoV) i primenimo je na jednom jednostavnom portfoliju od dve HoV:

$$\sigma_P^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B$$

(Formula 1)

Gde je:

σ_P^2	varijansa očekivanih prinosa na portfolio HoV
σ_A^2	varijansa očekivanih prinosa na HoV A
σ_B^2	varijansa očekivanih prinosa na HoV B
σ_A	standardna devijacija očekivanih prinosa na HoV A
σ_B	standardna devijacija očekivanih prinosa na HoV B
ρ_{AB}	korelacioni koeficijent očekivanih prinosa na HoV A i HoV B
w_A	visina učešća investicije u HoV A u odnosu na investiciju u celokupan portfolio HoV
w_B	visina učešća investicije u HoV B u odnosu na investiciju u celokupan portfolio HoV

Pri čemu je: $w_A + w_B = 1$

Nepredvidiva korelacija

Najjači argument kojim se može dokazati da su moderne metode za upravljanje rizicima u finansijskim institucijama potpuno neadekvatne, jeste činjenica da Dve HoV koje u "normalnim" vremenima nisu korelisane (koeficijent je npr. 0), u vreme recesije postaju visoko korelisane (koeficijent se približava 1) jer obema pada cena, istovremeno, zbog povlačenja investitora, iako ne postoji fundamentalna veza između poslovanja ovde dve kompanije koja bi dala racionalno objašnjenje. Iz formule 1, se vidi da za $\rho = 1$, rizik dostiže svoj maksimum koji jedna kvadratu zbira rizika.

Uzmimo primer dve najlikvidnije nebankrske akcije na Beogradskoj berzi, ALFA i SJPT (obe su deo BELEX15 indeksa) je veoma ilustrativan:

- Pre krize koeficijent korelacije dnevnih promena cena nije bio statistički značajan
- Nakon izbijanja krize koeficijent korelacije značajno raste i postaje statistički značajan na nivou pouzdanosti od 95%!

To znači da dve kompanije koje mogu imati koeficijent korelacije između 0 i -1 i činiti nerizičan portfolio, u vreme opšte sloma berze postaju visoko pozitivno kore-

lisane a rizik se značajno uvećava i gubi se efekat diversifikacije (teorijski bi se možda moglo objasniti promenom tj. porastom sistemskog rizika koji se inače ne može odstraniti diversifikacijom)!!!

Može se pokazati da je, kada dođe do neočekivane perfektne korelacije između prinosa, diversifikovani portfolio mnogo rizičniji od portfolia sastavljenog od samo jedne HoV relativno manjeg rizika u odnosu na drugu HoV koja je rizičnija.

Nepredvidiva varijansa

Pored toga što se u vreme krize koeficijent korelacije između dve HoV brzo približava jedinici, dolazi i do rasta varijansi dnevnih promena cena HoV zbog paničnih reakcija investitora i špekulanata – ovo dovodi do dodatne amplifikacije rizika u portfoliju koje je pre krize delova prilično nerizično! U formuli 1, to se svodi na rast zbir rizika, koji, kad se podigne na kvadrat dovodi do značajno uvećanja rizika celog portfolia.

Zbog metodologije koja koristi istorijske podatke o kretanju cena akcija i zatim ih obrađuje statističkim metodama, minimalno prihvatljiva korekcija prethodnog problema, što znači izračunavanje potrebnog nivoa kapitala da bi se omogućila potpunija zaštita od neočekivanih gubitaka zbog promene cena HoV, zahteva postojanje vremenskih serija u trajanju od više decenija čime bi bio obuhvaćen i uticaj najdubljih recesija na promene cena HoV (barem od velike depresije iz 30ih !!!). Ali tu se javlja ozbiljan praktičan problem, pošto ogromna većina akcija ne postoji toliko dugo.

Primena najčešće korišćenog tzv. istorijskog metoda za modeliranje je veoma štetna jer za najveći broj HoV kojima se trguje bilo gde u svetu nema vremenskih serija koje sežu dovoljno daleko u prošlost. Postojeći metodi ne daju dovoljno veliki značaj podacima koji su u dalekoj prošlosti, jer ih ili ignorišu, uzimajući podatke samo za poslednjih 2-3 godine, ili korišćenje jedinstvene varijanse za čitav period, uprosečavaju sve moguće gubitke u dugaćkom periodu koji obuhvata i recesije i periode buma! U realnosti je dovoljno da se u roku od samo par dana dogodi serija drastičnih gubitaka kakva se mogla desiti samo jednom u toku 70 godina i da banka postane nesolventna (tzv. ekstremni događaji – kao što je sadašnja kriza).

Nepoznata statistička distribucija

Primena drugih metoda koji se veoma često koriste (Monte Carlo simulacija, Varijansa-kovarijansa) na bazi pretpostavke o statističkoj distribuciji dnevnih promena cena je još problematičnija jer se najčešće bazira na pretpostavci o normalnoj distribuciji za koju postoji samo nekoliko sumnjivih dokaza baziranih na testovima sprovedenim u periodima ekonomskog buma, dakle nema validnih dokaza iz perioda recesija a i sva ja prilika da neće ni biti.

Moderna teorija o upravljanju rizicima predlaže razne načine za zaobilazanje problema nepoznavanja statističkih distribucija dnevnih promena cena ali do sada niko nije predložio produktivan metod za predviđanje varijanse dnevnih promena cena (tj. još uvek niko nema kristalnu kuglu), zbog čega se u svakom stručnom tekstu, nakon pozamašnih izvođenja, ipak zaključuje da se vrednost buduće varijanse mora pretpostaviti, aproksimirati ili ekstrapolirati, Zbog toga, rezultat primene čitavog modela ipak ostaje samo posledica lične procene i uverenja onog ko modelira ali zapakovane u naučne oblande.

Korišćenje čuvenog modela "slučajnog hoda" i to tako što se pretpostavi da je najbolja prognoza za cenu HoV u sledećem trenutku jednaka ceni u sadašnjem i to samo zato što ne znamo na koju bi stranu cena mogla da krene, jednostavno nema nikakvo statističko niti filozofsko utemeljenje – primena ovakve logike na kretanje veoma pijanog čoveka, koje se slikovito uzima kao ilustracija, bi značila da će taj veoma pijan čovek koji se tetura levo-desno, u proseku uvek stići kući, iako svi znamo da je mnogo veća šansa da završi u jarku!!!

BAZEL II – NEDOSTACI I KRITIKA ODREDBI BAZELSKOG SPORAZUMA O KAPITALU

Bazelski sporazum o kapitalu iz 1988. godine – Bazel I (u koji su implementirane dopune i izmene 1996. godine, prevashodno vezane za tržišni rizik) uspeo je da uvede disciplinu u bankarske sektore širom sveta (prihvaćen je i implementiran u više od 100 zemalja) i da pozitivno utiče na visinu kapitala banaka. Ipak, i pored svih izmena i dopuna na račun Bazelskog sporazuma o kapitalu iz 1988. godine čule su se sledeće kritike:

Bazel I poseduje premali broj faktora za ponderi-

sanje rizika, tj. matrica za određivanje rizika je preusko definisana, odnosno ovakva matrica ne može dovoljno realno da pokaže stvarno stanje rizika. Nedostatak Bazela I predstavlja i to što rejting komitenata ne utiče na obračun potrebnog nivoa kapitala banke, tj. neophodni kapital za pokriće rizika nije veći kod klijenata koji imaju niži rejting u odnosu na one sa višim rejtingom. Činjenica da Bazel I neopravdano favorizuje zemlje članice OECD u odnosu na one koje to nisu, predstavlja još jedan nedostatak Bazela I. Bazel I kao obračun potrebnog kapitala poseduje ugrađene podsticaje koji utiču na banke da odobravaju plasmane rizičnijim klijentima kod kojih postoji mogućnost ostvarivanja većih prinosa. Sledeći nedostatak je nepostojanje kapitalnog zahteva za tržišne rizike (do implementiranja dopuna iz 1996. godine koje su odnosile na tržišne rizike) i operativni rizik.

Bazelski komitet je na nedostatke Bazela I, reagovao donošenjem novog Bazelskog sporazuma o kapitalu – Bazel II¹. Odredbe Bazela II predstavljaju napredak u odnosu na Bazel I i može se reći da su navedeni nedostaci Bazela I u određenom stepenu rešeni Bazelom II, međutim, nakon implementacije Bazela II, javile su se brojne kritike na račun istog. Svetska ekonomska kriza i brojne kritike pojedinih odredi Bazela II, su podstakle Bazelski komitet na reviziju određenih elemenata Bazela II u obliku dokumenata objavljenih u julu 2009. godine². Poseban akcent je bio na sekjuritizaciji, tržišnom riziku i knjizi trgovanja, ali i na ostalim elementima sva tri stuba Bazela II. Ipak, pojedine nedostatke Bazela II, nisu u rešile ni najnovije izmene.

Najznačajnije kritike Bazela II se odnose na merenje kreditnog rizika. Za merenje ovog rizika Bazel II bankama nudi standardni pristup i pristup zasnovan na internom rejtingu. Kreditni rejtingi koje Agencije za određivanje kreditnog rejtinga određuju imaju izuzetno veliki uticaj na kapitalni zahtev za kreditni rizik koji se izračunava primenom standardnog pristupa. Imajući u vidu da

1 «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards - A revised Framework», Basel Committee on Banking Supervision, June 2006

2 «Enhancements to the Basel II framework», Basel Committee on Banking Supervision, July 2009; «Revisions to the Basel II market risk framework», Basel Committee on Banking Supervision, July 2009; «Guidelines for computing capital for incremental risk in the trading book», Basel Committee on Banking Supervision, July 2009

su na račun rejting agencija i kreditnih rejtinga koje one određuju poslednih godina izrečene brojne veoma negativne kritike, neminovno je da se te kritike prenose i na implementirani standardni pristup koji je veoma zavisao od kreditnih rejtinga koje odrede Agencije za određivanje kreditnog rejtinga. Agencije za određivanje kreditnog rejtinga: S&P, Moodys, Fitch predstavljaju ubedljivo najmoćnije u ovoj oblasti. Njihov oligopolski položaj u pomenutoj oblasti predstavlja i dalje veliku opasnost po realan obračun kapitalnog zahteva za kreditni rizik.

Najznačajnije kritike vodećih Agencija za određivanje kreditnog rejtinga (koje ujedno posredno utiču i na kapitalni zahtev za kreditni rizik) su: ne određivanje kreditnog rejtinga dovoljno često – najčešće samo jednom godišnje, previše «prisan» odnos sa subjektima kojima se određuje kreditni rejting, neadekvatni i nedovoljan broj «rejting okidača» koji mogu najbrže ukazati na probleme kod subjekta koji se rejtinguje, oligopolski položaj, greške u dodeljivanju rejtinga strukturisanim proizvodima – prvenstveno CDO – neki od njih su bili AAA tj. Aaa, pojedini segmenti CDO AAA rejtinga su bili daleko nižeg rejtinga, a rejting CDO je ostajao i dalje AAA, rejting agencijama je omogućena «kvazi – regulatorna» uloga – i pored toga što su one prvenstveno profitabilne institucije.

Bazel II ostavlja mogućnost da supervizor tj. lokalna regulatorna institucija odredi uslove za priznavanje Agencija za određivanje kreditnog rejtinga na lokalnom nivou. Samim tim ostavljena je mogućnost da se i druge agencije (i kreditni rejtingi koje ove agencije odrede) osim pomenute najveće tri agencije, budu zastupljene prilikom obračunavanja kapitalnog zahteva za kreditni rizik. Ipak i pored ove mogućnosti, dosadašnja praksa je pokazala da su najveće tri agencije ostale neprikosnovene po zastupljenosti, uticaju i sl. Svetska ekonomska kriza i neslavna uloga vodećih rejting agencija, sve jače upućuju na neophodnost uključivanja drugih agencija u proces rejtingovanja.

S obzirom je implementacija Bazela II u Srbiji planirana za početak 2011. godinu (mada ostaje da se vidi da li je ovaj rok preambiciozan), neophodno je da se što pre poradi na osnivanju Agencija/e za određivanje kreditnog rejtinga u Srbiji koja bi se bavila rejtingovanjem – s naglasnom na rejtingovanje pravnih subjekata u Srbiji. Naime u Srbiji, gledajući koji subjekti imaju rejting dodeljen od

strane vodećih rejting agencija (bilo da je u pitanju država, lokalna samouprava, javni sektor ili preduzeća), zaključujemo da subjekti koji trenutno imaju eksterni rejting od priznatih svetskih agencija su samo Republika Srbija (BB- po S&P i Fitch) i jedna domaća banka (BB- po Fitch-u). Svakako da osnivanje Agencija/e za određivanje kreditnog rejtinga u Srbiji predstavlja izuzetno ambiciozan poduhvat, ali smatramo da je to neophodno da se sa tim procesom osnivanja počne, da bi bile uvažene specifičnosti srpskog ekonomskog tržišta i subjekata koji funkcionišu u njemu, a cilj bi bio i da se pokuša da se izbegnu brojni (već pomenuti) nedostaci evidentirani u rejting procesu vodeće tri agencije.

Ponderi rizika koji se određuju prilikom korišćenja standardnog pristupa za merenje kreditnog rizika su takođe veoma diskutabilni. Tipičan primer koji govori u prilog tome je sledeći, kreditnoj izloženost koja je predmet sekjuritizacije prvoklasnog rejtinga - AAA rejtinga, inače jedan od krivaca za potcenjeni kapitalni zahtev za kreditni rizik (ali i kolaps mnogih vodećih svetskih banaka), može se dodeliti ponder rizika 20%³. Bazelski komitet je (odredbama od jula 2009. godine) reagovao uvođenjem oštrijih pondera za resekjuritizovane izloženosti (Resecuritisation Exposures) tako da bi pomenuta izloženost dobila ponder 40%.⁴ Strožiji ponderi jesu pozitivan pomak, ali suštinski problem je u tome što se najviši rejting AAA dodeljuje pojedinim rizičnim plasmanima.

Sa druge strane (ono što je veoma interesantno iz ugla Srbije) je ponder rizika koji se dodeljuje kreditnoj izloženosti prema Republici Srbiji. Npr. ako banka iz EU poseduje obveznicu stare devizne štednje Republike Srbije, ponder rizika za tu obveznicu je 100%⁵ jer je rejting R. Srbije BB- (S&P i Fitch). S druge strane, ta ista banka je mogla imati izloženost koja je predmet sekjuritizacije AAA rejtinga. Danas je poznato kakva je vrednost mnogih preceñjenih hartija od vrednosti kreiranih putem sekjuritizacije, a mnoge od njih su imale rejting AAA, dok obveznica

3 «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards - A revised Framework», Basel Committee on Banking Supervision, June 2006, str. 19

4 «Enhancements to the Basel II framework», Basel Committee on Banking Supervision, July 2009, str. 5.

5 «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards - A revised Framework», Basel Committee on Banking Supervision, June 2006, str. 127

stare devizne štednje Republike Srbije i dalje ima priličnu stabilnost u odnosu na «toksične» hartije od vrednosti kreirane putem sekjuritizacije.

Ponder rizika 100% za plasman prema R. Srbiji ukazuje da prilikom pisanja Bazela II nije dovoljno vođeno račun o izloženosti prema zemljama poput Srbije (tj. zemljama koje se ne svrstavaju u skupinu visokorazvijenih zemalja), već je prvenstveno pažnja usmerena na visokorazvijene zemlje EU, SAD, ... Ovaj nedostatak bi trebao biti otklonjen što je moguće pre. S obzirom da je Srbija zemlja koja planira da u narednom periodu implementira odredbe Bazela II, jasno je kakve bi implikacija imala doslovna primena 100% pondera na kapitalne zahteve domaćih banaka (trenutno izloženost prema NBS i R. Srbiji prema lokalnoj regulativi ima ponder rizičnosti 0%⁶). Pretpostavka je da ako do momenta početka primene Bazela II u Srbiji rejting Srbije ne bude drastično poboljšan (što nije realno očekivati), da će NBS iskoristiti diskreciono pravo prilikom implementacije i tretirati izloženost prema NBS i R. Srbiji ponderom 0% (istovremeno će ista vrsta izloženost u EU biti i dalje tretirana sa ponderom 100%, ako rejting Srbije ostane BB-).

Interesantno je uporediti prethodno opisano ponderisanje izloženosti prema Republici Srbiji sa rejtingom i ponderisanjem izloženosti prema Republici Island (koja prolazi kroz već čuvene velike ekonomske probleme). Npr. banka koja je 2008. godine imala obveznice Republike Island, dobija za tu izloženost ponder 50% (jer je rejting po S&P i Fitch bio A+, a po Moodys čak Aa1), dok Srbija dobija već pomenutih 100%.

Sledeće interesantno poređenje pondera: izloženost prema NBS i R. Srbiji dobija ponder 100%, dok npr. izloženost koja je u potpunosti pokrivena stambenom imovinom (hipotekom) dobija ponder 35%, odnosno ako je u pitanju pokriće komercijalnim nepokretnostima ponder je 50%, ostali Retail plasmani 75%, itd. Činjenica je da su svi navedeni ponderi znatno blaži od pondera 100% za R. Srbiju. Pitanje koje se postavlja, u slučaju default-a NBS potraživanja, koja bi hipoteka mogla da se naplati i po kojoj ceni ako bi i Retail krediti dobili status default (a izgledno je da bi u tom slučaju). Logika koju su autori

6 «Odluka o adekvatnosti kapitala banke», Narodna banka Srbije, Službeni glasnik Republike Srbije, br. 129/2007 i 63/2008, str. 10 i 11

Bazela II koristili za dodeljivanje pondera 35% i 50% za pokrivenost hipotekom je jasna (mogućnost naplate potraživanja, prodajom hipoteke), kao i logika pondera 75% za Retail plasmane (diverzifikacija rizika i sl.), ali u našem primeru kada R. Srbija dobija ponder 100%, mišljenja smo da ponder za R. Srbiju ne bi trebao da bude veći od navedena ostala tri slučaja.

Još jedna kritika Bazela II, posebno interesantna iz ugla Srbije je sledeća: nerejtinogovani plasmani dobijaju ponder 100% isto kao plasman prema R. Srbiji. Teoretski je moguće da neki plasman ima 150% ponder rizika (zbog veoma lošeg rejtinga komitenta banke), a prestankom postojanja tog komitenta i osnivanjem novog, novi komitent koje sada nije rejtingovan ima bolji ponder tj. 100%.

U prethodnom poglavlju, najviše kritike je usmereno ka standardnom pristupu za merenje kreditnog rizika, jer je kreditni rizik i dalje najznačajniji rizik modernog bankarskog sektora. S druge strane ovaj pristup je osnovni i mnoge banke su prinuđene da ga koriste (najviše usled visokih troškova IRB i zahtevnosti za praktičnu primenu). Neophodno je da standardni pristup bude znatno bolje definisan jer je osnovni pristup i samim tim najvažniji.

Nedostaci IRB se prvenstveno odnose sa nedostatke PD, LGD faktora, donekle i EAD. Takođe, moguće su i situacije da kada banke koriste izuzetno zahtevne interne modele, supervizor nije u mogućnosti da dovoljno kvalitetno i detaljno pronikne u stepen kvaliteta i pouzdanost tih internih modela, što ostavlja prostora za potcenjivanje kapitalnog zahteva, ako takva banka ipak dobije dozvolu da koristi IRB. Kritike PD i LGD kao verovatno najvažnijih elemenata IRB kalkulacije su detaljno obrađene u posebnom poglavlju. Slično kao kod standardnog pristupa, i kod IRB pristup primedbe na tretman sekjuritizacije su značajne. Tim povodom, Bazelski komitet se i kod IRB pristupa odlučio na pooštavanje pondera rizika.⁷

Kritike na račun tržišnih rizika, VaR modela i drugih elemenata upravljanja tržišnim rizicima su posebno obrađene u radu. Već pomenute dopune Bazela II iz jula 2009., predstavljaju pozitivan pomak u pogledu upravljanja tržišnim rizicima, ali suštinske primedbe na pouzdanost VaR

7 «Enhancements to the Basel II framework», Basel Committee on Banking Supervision, July 2009, str. 3.

i drugih metoda za upravljanje tržišnim rizicima ostaju i njima se bave naredna poglavlja ovog rada.

Primedbe na račun odredbi Stuba II Bazela II, se odnose ponovo na VaR modele i na postojanja opasnosti od nemogućnosti dovoljno kvalitetne kontrole internog izračuna banaka. Kritike na Stub III Bazela II, možemo usmeriti na način, proces, vrstu i kvalitet informacija koje se obelodanjuju. Može se zaključiti da je Bazel II podigao obelodanjivanje informacija na viši nivo, ali praksa koja je poslednjih godina pokazala da su mnoge vodeće i renomirane svetske banke zapale u strahovite probleme, a da to u velikom broju slučajeva nije moglo da se nasluti iz javno dostupnih izveštaja, ukazuje da obelodanjene informacije moraju biti znatno detaljnije i pravovremene.

Na račun Bazela II proteklih godina mogle su se čuti i kritike poput onih da SME klijenti u pojedinim zemljama EU znatno teže dolaze do novih kredita usled novih rejting sistema i ponderisanja koje nije išlo na ruku ovoj kategoriji. Takođe, poznate su primedbe da veliki broj banka nije u stanju da finansijski podnese implementaciju skupih sofisticiranih internih modela za upravljanje rizicima, te da su na taj način te banke prinuđene da koriste osnovne, standardne modele i da imaju veće kapitalne zahteve. Prethodna konstatacija ide u prilog tezi da je Bazel II kreiran prema potrebama velikih banaka i vodećih svetskih ekonomija. Mnogi autori zastupaju tezu o cikličnom kretanju kapitala, usled primene Bazelskih odredbi, tj, da implementacija navodi na nagle skokove u visini kapitala banaka i dovodi do turbulencije finansijskog sistema.

Može se konstatovati da i pored preovlađujućeg mišljenja da je Bazel II neophodan modernom bankarskom sektoru i da je neophodna regulacija upravo kreirana putem takvih odredbi, kao i mišljenja da je Bazelom II učinjen veliki korak napred u regulaciji bankarskog kapitala i rizika, neophodno izvršiti reviziju odredbi Bazela II i hitno otkloniti primećene nedostatke.

RIZIK CENA AKCIJA I DRUGIH AKTIVA I UPOTREBA MARKOWITZEVOG MODELA

Da bismo videli da statističke metode nisu adekvatne za praćenje tržišnih kretanja ne moramo da idemo daleko u istoriju. Dovoljno je da se osvrnemo na period 2005 – 2009 i dešavanja na srpskom tržištu hartija od vrednosti. U

prvom delu tog perioda (2005-april 2007) celo tržište beleži nagli rast tako da je za dve godine indeks BELEX 15 ostvario rast od 200% (u martu 2007. premašio je 3000 poena dok je na početku posmatranog perioda bio malo iznad 1000). Statističkom analogijom smo mogli da utvrdimo da će se trend nastaviti i nikako nismo mogli da predvidimo lom tržišta. Jasno je da se u aprilu 2007. dogodi strukturni lom (čak i pre nastupanja globalne krize), a za strukturne lomove inače ne postoje statistički modeli koji ih mogu predviđati - ovakva kretanja objašnjiva su jedino fundamentalnim faktorima, u slučaju Srbije najpre političkom neizvesnošću, zatim Kosovskom krizom i na kraju globalnom finansijskom krizom. Kao i u slučaju pada, ne postoje statistički metodi koji mogu da predvide trajni oporavak berze, što je opet strukturni lom, dok je fundamentalno vrlo lako izvesti zaključke kad se to može desiti. A da li stvarno nismo mogli da predvidimo slom berze?

Postoji indikator, koji se u naučnim radovima vesno zapostavljen a koji je jasno ukazivao da se lom bliži. Kada primetite da oko vas svi pričaju o berzi, kada Vaš frizer priča kako je juče pazario neke akcije a vulkanizer da je zaradio 20% za mesec dana vreme je za prodaju portfolija i beg sa tržišta jer tržište postaje jedna veoma eksplozivna smeša koja samo čeka svoju varnicu. Ta varnica su u slučaju Srbije bila politička dešavanja zbog kojih su prvo veliki strani investitori krenuli da se povlače i izazvali prvobitni pad a posle se sve dešavalo po već mnogo puta viđenom scenariju – isti oni koji su u potrazi za lakom zaradom kupovali akcije sada ih prodaju po bilo kojoj ceni pokušavajući da izbegnu gubitak, a to dalje povlači dalje povlačenje investitora i dalja dešavanja (pad indeksa na 400 poena sa 3000) je bio neminovan.

Važno je uvideti da se sve to dešavalo pre pravog udara Svetske ekonomske krize koji je izazvao dalje povlačenje stranih investitora (ili je bolje reći igrača) sa tržišta u razvoju, koji su u uslovima jake krize likvidnosti pokušavali da na sve načine dođu do gotovine i veoma je prirodno da su prvo likvidirali svoje špekulativne pozicije.

Drugi ali ne manje dobar primer je tržište nekretnina u Srbiji koje je u roku od pola godine u potpunosti zamrlo, obimi koji se sada ostvaruju su veoma mali deo obima koji su se ostvarivali zadnjih par godina što je nemi-

novno dovelo do pada cene, uistinu do mnogo manjeg od onoga na tržištu hartija od vrednosti.

Oba ova primera pokazuju isto – da su tradicionalni statistički modeli nemoćni da predvide strukturne lomove tržišta i možemo da kažemo da su primenljivi samo u slučaju „normalne” situacije na tržištu odnosno da se utvrdi trend na osnovu istorije ali nikako ne možemo utvrditi kada će se trend „okrenuti”.

Jedan od osnovnih nedostataka tradicionalnih modela je pretpostavka o normalnoj distribuciji dnevnih promena cena po kojoj su velike dnevne promene cena skoro nemoguće. U tabeli 1 možemo videti prikaz verovatnoće promena dnevnih cena izračunatih primenom tradicionalnih statističkih metoda i vidimo da te metode kažu da u slučaju da posmatramo period od 100 godina većina tih promena ne bi trebalo da se uopšte dogodi. Zbog toga što je srpsko tržište isuviše mlado da bi posmatrali promene u poslednjih 100 godina, a i da bi eliminisali činjenicu da je srpsko tržište veoma plitko, za primer ćemo uzeti kretanje Dow Jones indeksa.

Na (ne)sreću čak ne moramo ići toliko u istoriju. Ovo su „nemoguće” promene koje su se dogodile samo u četvrtom kvartalu 2008 (primenjujemo metodu backtestiga, tj, poredimo predviđanja koja daje primenjeni metod sa realnim ishodom i donosimo sud o upotrebnoj moći metoda):

- 9 puta je dnevna promena bila između 4% i 5% (5 pozitivnih, 4 negativne)
- 5 puta je dnevna promena bila između 5% i 6% (svih 5 negativno)
- Dve promene su bile između 7% i 8% (obe pozitivne)
- Dve između 8% i 9% (obe negativne)
- Dve promene između 10% i 11% (obe pozitivne)

Ovako prečesto dešavanje događaja, za koje postojeći metodi kažu da se dešavaju jednom ili nijednom u generaciji, kao i kontinuiran pad indeksa Belex 15 u vremenskom periodu od skoro 2 godine je najbolji dokaz da se tu ne radi o normalnoj distribuciji dnevnih promena cena.

Međutim, pretpostavka o normalnoj distribuciji dnevnih promena nije jedina greška. Navešćemo nekoliko klasičnih pretpostavki koje su sadržane u teoriji racionalnog izbora koja je polazna pretpostavka ugrađena u sve te metode ali se u realnosti pokazalo da nijedna od njih ne važi ni na jednom tržištu, šta više, većina investitora se ponaša vrlo iracionalno.

Prva pretpostavka na kojoj počiva sve je „*Ljudi su racionalni cilj im je da se obogate*“. Ona od inače veoma heterogenog skupa svih igrača na finansijskim tržištima pravi homogeni skup gde svi elementi imaju iste karakteristike: racionalni su i cilj im je da se obogate. Torija tu idealizuje same igrače i kaže da u slučaju da svako od njih ukoliko ima pristup svim relevantnim informacijama će doneti istu investicionu odluku ali zanemaruje jednu veoma bitnu stvar a to su ljudske emocije. Zar mislite da postoji ijedan investitor koji za svoju odluku koju upravo donosi misli da je loša?

Druga ali ništa manje netačna od prve je „*svi investitori liče*“. Ponovo se vraćamo svođenju heterogenog skupa gde ni jedna dva elementa nisu potpuno ista na homogeni gde su svi elementi slični „*kao jaje jajetu*“. Stvarnost te ipak „malo“ drugačija – ne postoje dva ista investitora, neki od njih imaju potpuno drugačiji pogled na investicije u hartije od vrednosti: za neke je to igra, za neke posao, neki pokušavaju da tako zarade a neki da očuvaju svoju uštedevinu, tako da možemo zaključiti da će u slučaju da svako od njih ima potpuno iste informacije postupiti u skladu sa svojim afinitetima i investicionim ciljevima.

Treća pretpostavka smatra da je promena cene nepre-

Tabela 1

promena u %	promena u σ	verovatnoća	1 u koliko godina?
>=4	3.432.971	0.02985025678994280%	jun.65
>=5	4.291.214	0.00088849396289170%	223.31
>=6	5.149.457	0.00001306207894070%	15,189.98
>=7	6.007.700	0.00000009408686052%	2,108,824.73
>=8	6.865.943	0.0000000033026915%	600,760,625.68
>=9	7.724.186	0.0000000000056621%	350,420,139,073.34
>=10	8.582.428	0%	Excel postaje nemoćan!!!/
>=25.63	21.996.764	0%	/

kidna funkcija i samim tim kaže da cene hartija ne mogu da naglo „skaču“ ili „padaju“ već da mogu samo da klize od jedne vrednosti ka drugoj? Pravilo „natura non facit saltum“ je preuzeto iz prirodnih nauka (naročito fizike) i naravno da važi ako je u pitanju kretanje temperature u toku dana ali u društvenim naukama skokovi su itekako mogući pa nije nemoguće da akcija koja je uveće vredela 100 EUR ujutru na otvaranju ne vredi skoro ništa.

Četvrta (verovatno najosporavanija činjenicama) je da „promena cene prati Braunovo kretanje“. Ona pretpostavlja:

- Nezavisnost – da promene cene nisu međusobno zavisne i da promene cene koje su se dogodile u prošlosti nikako ne utiču na današnje kretanje cene. To bi značilo da su sve informacije relevantne za utvrđivanje cene sadržane u današnjoj ceni i da analiza prošlosti nikako nije potrebna. Praksa pokazuje da su promene cene itekako međuzavisne.
- Stabilnost (stacionarnost) – proces koji generiše promenu cene ostaje tu neko vreme.
- Normalna raspodela – pretpostavka da promene cene prate normalnu raspodelu i da je najviše malih promena a da je jako malo velikih i da se one jako retko dešavaju.

KREDITNI RIZIK – PD I LGD ODRAŽAVAJU PROŠLOST

Modelima je veoma teško predvideti buduće trendove kretanja cena aktive poput nekretnina ili akcija jer cena istih odražava, ne samo naša očekivanja u budućnosti, nego i vrstu klađenja na očekivanja drugih učesnika na tržištu. Upravo ta hijerarhija očekivanja, ti bihevioralni faktori, su izrazito kompleksni za modeliranje. S druge strane, bihevioralna neizvesnost, zajedno sa rastućom kompleksnošću finansijskih tržišta, pomogla je u objašnjavanju razloga neuspeha postojećih modela u upravljanju rizicima. Kvantitativni modeli svoje korene imaju u akademskom delovanju, najčešće u nauci poput fizike. Na nivou akademskih modela, u fokusu su problemi koji se mogu rešiti, dokazati i objaviti, a ne neuhvatljive i neobjašnjive promene. U prirodnim naukama, modeli se izvode iz određenih prirodnih pojava na kojima se baziraju precizni zakoni.

Ali ovo je praktično nemoguće sprovesti u finansijskom modeliranju. Zameniti model sa realnim svetom je ekvivalentno prihvatanju buduće katastrofe vođene očekivanjem i pretpostavkom da ljudi poštuju matematička pravila. Dakle, čini se da je centralni problem svih modela ignorisanje korelacija između baznih finansijskih instrumenata (underlying asset). S obzirom da su defaulti visokog obima korelisani događaji, i grupe hipoteka će biti korelisane jedne s drugom. Znači da će portfolio sa različitim CDO-ima (Collateralized Debt Obligation) imati rizični profil koji je mnogo veći nego što bi se moglo pretpostaviti na bazi njihovih individualnih rejtinga (ne treba zaboraviti da je istovremeno i svaki pojedinačni CDO portfolio dužničkih hartija od vrednosti). Sva je prilika je da je tržište sistemski ignorisalo ovaj rizik iznenađujuće korelacije. Ako je tržište ignorisalo ovaj rizik u zamenu za visoke profite, da li su to trebali učiniti i modeli čija je svrha da anticipiraju rizik?

Analizirajući modele koji su korišćeni za procenu kreditnog rizika *subprime* kredita, vidljivo je da su sa rastom nivoa sekjuritizacije, kamatne stope na nove kredite sve više zavisile od čvrstih (*hard*) informacija o dužnicima (LTV racio, FICO skor (izračunat od strane priznatih rejting agencija), geografska lokacija nekretnine, kvalitet dokumentacije dužnika, itd.). Kao rezultat, statistički model za predviđanje defaulta razvijan u periodu niskog stepena sekjuritizacije sistemski podbacuje u periodu visokog nivoa sekjuritizacije tj. model potcenjuje defaulte među klijentima kod kojih je mnogo značajnija tzv. meka (*soft*) informacija.

Tržište hipotekarnih kredita u protekloj deceniji je raslo izuzetno brzo, generišući visoke profite. Ako se ostvaruje visok prinos, garantovano postoji i visok rizik, čak iako se on adekvatno ne kvantifikuje. Međutim, postoje eksperti iz oblasti kvantitativnih finansija koji su upozoravali na nadolazeću oluju u smislu rastućeg sistemskog rizika na finansijskom tržištu posebno se fokusirajući na potencijalnu likvidnost, leveridž i rizik druge ugovorne strane u hedž fondovima. Ali upozorenja u praksi nisu dobro prihvaćena, što i nije iznenađujuće s obzirom da su svi jurili za profitom. Iz tog razloga, osnovna preporuka je povećanje kapitalnih zahteva za banke. Finansijska regulacija bi trebala biti slična protivpožarnoj zaštiti u zgradama. Vero-

vatnoća da zgrada izgori je mala, ali protivpožarni aparati i požarne stepenice su zakonska obaveza. Na teži način se naučilo da posledice mogu biti katastrofalnih razmera iako su statistički malo verovatne.

Da li je Bazel II mogao pomoći? Mišljenja su podeljena. Bazel II se oštro kritikuje u domenu podsticanja disperzije rizika sa bankarskog sektora na hedž fondove, osiguravajuće kuće, penzione fondove i druge investitore na tržištu i upravo je to, prema mišljenjima nekih, glavni olakšavajući faktor u nastaloj krizi. Kod regulatora banaka stvoren je privid da su banke postale sigurnije, zaboravljajući da je ostatak finansijskog sistema znatno oslabljen.

S druge strane, regulatori tvrde da je Bazel II bio u potpunosti implementiran pre udara krize likvidnosti, njeni najgori efekti se ne bi osetili. Npr. čak i kada kreditne linije nisu povučene, banka mora imati adekvatan iznos kapitala za njihovo pokriće. To čini banke opreznijima i svesnijima činjenice da imaju potencijalnu obavezu za koju će biti potrebna rana intervencija.

Jedna od ideja je da se kapitalni zahtevi odvoje od trenutnog rizika. S obzirom da je rizik najniži na vrhuncu privrednog ciklusa, regulatorni kapital u skladu sa Bazalom II bi takođe trebao biti na niskom nivou, što praktično znači da bi postojala mala ograničenja da banka dalje nagomilava rizik – potencijalno produžavajući period buma iako je ciklus već trebalo da krene silaznom putanjom. Suprotno gledano, kada se privredni ciklus nalazi na najnižoj tački, rizik koji se pojavljuje je veoma visok, a s tim u skladu i kapitalni zahtevi – narušavajući sposobnost banaka da odobravaju nove plasmane i prolongirajući recesiju. Ukratko, Bazel II je isuviše procikličan. Postoji fundamentalni nedostatak u regulatornom okviru jer ne definiše nikakva ograničenja za stopu rasta banaka kad su prilike povoljne. Svaki bum je praćen kreditnim slomom, a upravo ono što se želi postići je ograničavanje buma ali i sloma unapred.

Glavni inputi za potrebe kalkulisanja kapitala banke su verovatnoća nastanka gubitka (PD – Probability of Default) i gubitak pri datoj verovatnoći nastanka gubitka (LGD - Loss Given Default). Najveće pitanje koje se postavlja je da li bi PD i LGD trebali predstavljati nivo rizika u jednom trenutku vremena ili bi na njih trebala uticati očekivanja kakav će biti kvalitet kredita u teškim vreme-

nima, tzv. *Through-the-cycle* (TTC) pristup. Bazel II je u pogledu opdajućih tendencija na tržištu egzaktn – prilikom određivanja LGDa potrebno je uzeti u obzir i pad tržišta (prema definiciji, bar 2 uzastopna kvartala trebaju zabeležiti negativan rast u realnom BDPu). Ipak, i ovde je vidljiv fundamentalni nedostatak, posmatraju se dešavanja u prethodnom periodu. U poslednje vreme LGD dobija sve više na značaju s obzirom da je bio nepravedno zastavljen tokom poslednje decenije dok su modeli kreditnog rizika najčešće imali za pretpostavku da je LGD nepromenljiv tokom vremena. Kako LGD zavisi od kretanja cena aktiva koje se koriste kao kolaterali, to je i sam LGD podložan snažnim fluktuacijama u zavisnosti od trenutka u privrednom ciklusu, likvidnosti dužnika i tržišta. Pomeranja u LGDu imaju za rezultat najčešće proporcionalno pomeranje u zahtevanom ekonomskom kapitalu. Prema BISu, institucije koje implementiraju A-IRB umesto F-IRB će osetiti smanjenje neophodnog nivoa kapitala za pokriće preuzetog kreditnog rizika, s obzirom da je interna kalkulacija LGDa ono što pravi razliku između ova dva pristupa. Prema lokalnoj regulativi NBSa, da bi se kolateral prihvatio kao adekvatna odbitna stavka prilikom obračuna rezervacija, njegova procena ne sme biti starija od 3 godine što je više nego predugačak period da bi se adekvatno inkorporirale promene na tržištu. Stres testovi vrednosti kolaterala mogu biti jedno od prelaznih rešenja.

Postoji mnogo diskusija i pozitivnih mišljenja o TTC PDu, ali niko još nije pronašao adekvatno rešenje za procenu dinamičkih efekata, tj. preciziranje trenutka udara. Jedan od osnovnih ciljeva Bazela II je bio da ograniči arbitražu regulatornog kapitala u kojoj su banke iskoristivale neosetljivost starog režima preuzimajući više rizika (ali ostvarujući i više prinose) bez obaveze da održavaju odgovarajući nivo kapitala. Bliže vezujući kapital sa rizičnošću aktive je imao za namenu da ograniči ovu praksu, ali TTC pristup će opet stvoriti mogućnost da se nivo rizika u određenom vremenskom trenutku razdvoji od kapitalnih zahteva.

Postojeći sistem bankarske regulacije funkcioniše po principu stiskanja zatvorene paste za zube. Ako tubu stisnemo na jednoj strani, samo ćemo premestiti rizik na drugo mesto.

RIZIK KAMATNIH STOPA – NEPREDVIDIVOST KRIVE PRINOSA

Upravljanje rizikom kamatnih stopa, uz upravljanje deviznim rizikom, predstavlja najveći izazov za teoriju od svih rizika. Glavni problem je u tome što uopšte ne postoje upotrebljive i kredibilne teorije o dinamici i strukturi krive prinosa (kriva koja održava nivo kamatnih stopa po različitim ročnostima).

Ukoliko se vratimo na modernu teoriju o upravljanju rizicima, videćemo da postoji mnoštvo matematičkih metoda i tehničkih detalja o načinu kako se zaštititi od promena u nagibu, konveksnosti i visini krive prinosa, ali se sve baziraju na vrlo jednostavnim pretpostavkama o budućem kretanju krive prinosa koje se svodi na međusobne korelacije između različitih segmenata krive prinosa i u potpunosti ignorišu realne faktore kakvi su finansijski i ekonomski, kao i mere monetarnih politika centralnih banaka. Bilo bi veoma interesantno istražiti kolika je moć predviđanja tih veoma kompleksnih metoda (npr. Vasicekovo modeliranje kamatnih stopa). Sva je prilika da ne postoji ni jedan model koji bi mogao da predvidi kretanje kamatnih stopa na dva najveća tržišta novca krajem 2007, kada je ECB dodatno podizala referentnu kamatnu stopu u strahu od inflacije uprkos tome što je američki FED agresivno spuštao zbog kreditne krize. U praksi se zbog toga pribegava matematičkim metodama koje se najčešće svode na polinomijalne jednačine i sl. ali što sve zajedno nema nikakve veze sa realnim kretanjem likvidnosti, inflatornih očekivanja, deviznih kurseva i ostalih očekivanih makroekonomskih faktora koji imaju presudni uticaj na dinamiku i strukturu krive prinosa.

Najblaže rečeno, da bi postojeći metodi bili primenjivi u svakodnevnoj praksi nije dovoljno da objasne promene u nekom segmentu krive prinosa zbog promena u drugom segmentu krive prinosa, već da predvide sa dovoljno malom greškom buduća kretanja (kako smer promene tako i magnitudu) krive prinosa. Ipak ni u ovom slučaju niko nema kristalnu kuglu, tako da za sada nema potreba da se uvode veoma kompleksne metode čija je moć predviđanja ravna onim najbanalnijim, poput čitanja novina.

OSTALI FUNDAMENTALNI NEDOSTACI METODOLOGIJE ZA UPRAVLJANJE RIZICIMA U BANKARSTVU

Kao i uvek, pokretačka snaga ovih metoda bila je želja da se akcionari ubede da ne moraju da ulažu previše kapitala, već da samo "uživaju" plodove stalno rastućih prinosa na sve "manje" rizične plasmane. Kao što je uvek bilo i uvek će biti, svaki prinos iznad prosečnog nosi rizik od gubitaka iznad prosečnih i taj rizik se kad-tad materijalizuje.

Politički motivisani i generisani baloni (kasnih 90'ih sektor IT, 2004 – 2007 nekrentine), koji uglavnom bili motivisani sticanjem jeftinih poena kod birača. U slučaju balona na tržištem nekretnina, za koji su mnogi znali i javno tvrdili znatno pre juna 2007 da mora pući, motiv je bio obezbeđenje vlasništva nad kućom za najsiromašnije amerikance, što je imalo veoma dobar efekat na izborima 2004. Sada cenu tako dobijenih izbora plaća cela planeta a najviše siromašni i niži srednji sloj.

Navešćemo još neke razloge zbog kojih smatramo da moderni metodi za upravljanje rizicima nisu adekvatni.

Metodi koji se danas primenjuju se previše oslanjaju na statističke modele i to na pretpostavke o distribuciji i matrici varijansi i kovarijansi i njihovoj nepromenljivost u dinamičnom okruženju (primer dve akcije i VaRa koji ima takav portfolio), dok su potpuno zapostavljeni mnogo značajniji faktori koji zapravo utiču na profitabilnost firme a to su : političko i makroekonomsko okruženje, uslovi u dotičnoj privrednoj grani, vrsta proizvoda ili usluge koju firma proizvodi, kvalitet menadžmenta, ukusi potrošača, ponašanje konkurencije i još mnogo toga. Ne može se dovoljno naglasiti koliko su svi ovi realni ekonomski faktori promenljivi, koliko snažno utiču na poslovanje firme. Najbitnije je naglasiti da nikakvo posmatranje kretanja cene akcije neke firme na berzi ili kamatnih stopa na nekom tržištu kapitala, ne produkuje nikakva predviđanja o mogućim promenama gore pomenutih ekonomskih faktora i njihovom uticaju na poslovanje preduzeća. Zbog toga je potrebno pod hitno se vratiti zdravom razumu i osnovama ekonomije i finansija i dati prevashodni značaj uticaju tih realnih ekonomskih faktora na rizike sa kojima se finansijske institucije suočavaju. Matematičke i statističke metode na sadašnjem stepenu razvoja mogu da budu samo

pomoćni alati a ne temelji upravljanja rizicima. Premalo oslanjanja na finansije i zdrav razum, je problem koji već nekoliko decenija dobija na snazi. U najezdi statističko-matematičkih naučnih metoda i metoda iz sfere fizike čiju su neprimerenu upotrebu su osporavali svi iole ozbiljni ekonomski statističari, a među kojima ima i domaćih stručnjaka, došlo je do potpunog gubitka veze između odluka o plasiranju ili investiranju na zdravorazumskim finansijskim osnovama. Poučno je prisetiti se bajkovitih teoretisanja o novoj ekonomiji iz vremena procvata interneta i IT-a u vreme dot-com balona. Upravo premeri ovog berzanskog balona sa kraja 90-ih i aktuelne *subprime mortgage* krize su dokaz da kako se završi ignorisanje osnovnih principa finansija. Najbizarniji slučajevi datiraju iz 2000. kada su cene akcija nekoliko firmi koje su se bavile nekim manje više uobičajenim poslovima koji nemaju veze sa svetom IT i interneta, zabeležile vrtoglavi skok na berzama nakon ubacivanja prefixa "e-" u naziv kompanije!!! Nešto malo manje bizarni slučajevi koje ipak treba pomenuti su čuveni NINJA stambeni krediti čije ime potiče od karakteristika klijenata kojima su odobravani – *No income, no job, no assets*. Ovi NINJA krediti su ipak odobravani na bazi statističkih metoda kojima su rejting agencije ubeđivale kupce *AAA subprime mortgage backed securities* (čak i samo ime zvuči kredibilno za naivne investitore, zar ne!?) da pozamašan broj ovakvih klijenata može da vraća kredite uredno, čak i kada porastu kamatne stope. Naduvavanje cena nekretnina je čak dovelo do toga da su na bazi rasta cena nekretnina koje su zalagane kao hipoteke, NINJA klijentima naknadno odobravani još i dodatni potrošački krediti na bazi razlike između nove narasle cene nekretnine i neizmirene glavnice po stambenom kreditu tzv. *home-equity loans*!

Previše poverenja je dato rejting agencijama, što se ispotavilo kao potpuno neopravdano. Te iste rejting agencije su zadržale koliko-toliko kvalitetan nivo procene kreditne sposobnosti samo kod procene rizika zemalja (osim u slučaju Irske i Islanda) dok su u davanju rejtinga pojedinačnim hartijama oslonile na matematiku i statistiku bez sagledavanja dobro poznatih aksioma finansija. Ostaje potpuna enigma na bazi kojih statističkih podataka su uopšte došli na ideju da *subprime* obveznicama, kreiranim na bazi kredita datih klijentima bez posla i prihoda koji

ne zadovoljavaju ni minimum uslova daju najbolji mogući rejting!!! Da stvari budu još gore, ne samo što su se rejting agencije odricale odgovornosti za sve svoje rejtinge u drugoj rečenici svoje analize (u tzv. *disclaimerima*), nego su te i takve dodeljene rejtinge centralne banke stavljale u svoje regulative kao jedino validne, i još su stvorile regulatornih uslova za oligopol tri velike kuće (Odluka NBS i Bazela) a risk menadžeri su bezuslovno uzimali te rejtinge za procenjivanje rizika izloženosti svojih institucija!

Previše oslanjanja na sposobnost tržišta da odredi pravu cenu aktiva – ovo je dovelo do sveopšte primene mark-to-market metoda za svodjenje cena svih mogućih aktiva na njihovu tržišnu vrednost, uz potpuno zanemarivanje realne nemogućnosti da se prodaja tih istih aktiva sprovede po tim istim cenama u vreme recesije i nelikvidnosti na tržištima. Vremenom je postalo jasno da za veliki broj aktiva ili ne postoji tržište (npr. OTC derivati) ili je vrlo nelikvidno, posebno u slučaju egzotičnih i novih derivata pa se pribeglo mark-to-model metodima, koji se oslanjanju na uzimanje podataka o cenama nekih relativno sličnih aktiva, jednačinama koje procenjuju buduće novčane tokove i dugoročnim projekcijama kamatnih stopa za diskontovanje. Na kraju su se stvari toliko otrgle kontroli da ni supervizori, ni revizori, ni risk menadžeri, ni rejting agencije nisu imale blagu predstavu koja je vrednost neke aktive, da li uopšte postoji ikakva vrednost u ili je to sve samo paravan za odlaganje otpisa vrednosti. I sam Bernanke (predsednik FED-a) je naglasio da mark-to-market potencira vrednovanje po ekstremnim vrednostima (najvišim ili najnižim) po kojima se ni jedna aktiva ne može realizovati. Sve u svemu, Kongres SAD je u okviru tzv. Zakona o hitnoj ekonomskoj stabilizaciji dao prava komisiji za hartije od vrednosti SAD da suspenduje pravilo mark-to-market, da naloži primenu pravila nabavne ili istorijske cene za neku aktivu ili da propiše poseban metod za vrednovanje. Kao ilustraciju ovog problema, navešćemo jedno hipotetičko pitanje primenjivo na bilo koju banku u Srbiji. Ako bi neka banka u svom portfoliju imala akcije nekog izdavaoca sa Beogradske berze u iznosu od npr. 3 miliona evra, da li bi trebala da ih vrednuje po današnjoj ceni? Da li bi mogla da ih npr. sutra proda po toj ceni i tako pribavi gotovinu u slučaju udara na likvidnost? Da li su prenaduvani profiti nekih banaka koje su bile veoma "duge" u akcijama sa

Beogradske berze pre 2008. bili odraz realnog finansijskog stanja u tim bankama. Mislimo da je ovo najbolja ilustracija apsurdnosti slepe primene ovog metoda na aktive koje nemaju dovoljnu likvidnost a takva je većina aktiva u zemlji kakva je Srbija. Prethodno pomenuta anketa navodi da čak 69,4% risk menadžera smatra da IAS 39 proizvodi mnogo više štete nego koristi jer se, sa jedne strane, koriste istorijske kamatne stope umesto očekivanih i jer se, korišćenjem očekivanih novčanih tokova, uvodi velika doza subjektivnosti u procenu naplativosti

Previše oslanjana na derivate I CDS (*credit default swap*) tržište – tj. verovanje da će ulagači u *hedge* fondove biti voljni i u mogućnosti da ubrizgaju nedostajuća sredstva da bi izmirili sve svoje obaveze i gubitke kad nastupi kriza i kada počnu da rastu nenaplativi krediti – poveravanje sudbine deponenata u ruke tih ulagača u *hedge* fondove. Još je poučniji primer osiguravajućeg društva AIG iz SAD, strogo regulisane kompanije pod jurisdikcijom supervizora, koja je uprkos regulaciji, uspela da emituje toliko CDS-ova kojima je garantovala kupcima zaštitu od kreditnog rizika u zamenu za određenu premiju, da je njen debakl u naletu krize mogao da izazove “pregorevanje” globalnog finansijskog sistema. Cenu spašavanja AIG i globalnog finansijskog sistema, naravno, sada plaćaju američki poreski obveznici, ali je poenta u tome što čak ni ogromna osiguravajuća kuća sa iskustvom i tradicijom u primeni statističkih metoda za procenu rizika koje je mnogo duže i bogatije od iskustva bilo koje banke, nije dakle bila u stanju da pravilno proceni moguće rizike, niti su to bili u stanju da urade supervizori osiguravajućih društava. Zaključak je vrlo jednostavan, a to je da banke moraju mnogo opreznije da pozajmljuju novac i oslanjaju se na sopstvenu zdravorazumsku procenu rizika na bazi poznavanja finansija i sopstvenog iskustva a da kupovina derivata koji simuliraju polisu osiguranja (CDS) nije kvalitetan metod obezbeđenja od rizika jer zavisi od kreditne sposobnosti, kvaliteta metoda za procenu mogućih gubitaka i visine kapitala onog ko te derivate emituje (u našem primeru AIG). Treba napustiti logiku da je dozvoljeno izlagati se bilo kakvom riziku dok god postoji neko ko će prodati nekakav derivativni instrument obezbeđenja, jer taj isti može vrlo lako da bakrotira i ostavi banku u potpunosti izloženu riziku.

Karakteristika svih ovih neodgovarajućih ali vrlo rasprostranjenih metoda koje su izazivale krizu, jeste premalo dugoročnih fundamentalnih procena i očekivanja! Svaki ekonomista zna privredne cikluse, promene kursa, promene kamatnih stopa, reakcije monetarnih vlasti, fiskalnu politiku itd. Ipak kreatori i korisnici pomenutih metoda su prihvatili zdravo za gotovo da se stvari više nikad neće menjati, tj. da je budućnost linearna od trenutka njihovog investiranja pa nadalje. Kako drugačije objasniti činjenicu da su bankari očekivali dalji rast cena nekretnina koje su inače dostigle svoj istorijski maksimum 2006? Kako objasniti da su 2000. svi očekivali dalji rast cena akcija IT kompanija iako je prosečan P/E ratio bio preko 30 (što znači da je bilo potrebno 30 godina da se povрати jedan uloženi dolar!)? I konačno kako objasniti da su NINJA korisnici smatrani kreditno sposobnima na bazi analize kreditne sposobnosti prilikom odobravanja najkreativnije (tj. najprimamljivije kupcima) vrste stambenih kredita koja je ikad izmišljena, a koji su se koristili za sekjuritizaciju *AAA supprime mortgage* obveznica. Kreativnost inženjera te vrste stambenih kredita se ogleda u *grace* periodu od 3 godine, sa interkalarnom kamatom na nivou 3M-Libora od 1,1% i kamatnom stopom koja je tek nakon isteka *grace* perioda dostizala nivo od 4-5% p.a.

Najodgovorniji za sve što se danas dešava su, nažalost, oni koji ne snose nikakvu odgovornost jer su po zakonu svih država sveta izuzeti od lične odgovornosti kao pojedinci za odluke koje su donosili kao čelnici nadležnih institucija. Tu govorimo pre svega o guvernerima centralnih banaka, ministrima finansija, predsednicima regulatornih tela i komisija za hartije od vrednosti (SEC). Najbolja pouka se može izvesti iz činjenice da su najbliži saradnici upozoravali predsednika FED Greenspana, dugo pre izbijanja krize, na rizike od politike preniskih kamatnih stopa, naduvavanja cena nekretnina i labave supervizije, ali je uprkos svemu, zbog sopstvenog ekstremnog ekonomskog liberalizma, on uporno nastavljao da vodi istu politiku. Posledice ove krize bile bi mnogo manje, ako bi ih uopšte i bilo, da je Greenspan na vreme povukao ručnu kočnicu i prešao u ošrtu regulaciju finansijskog sektora, povećanja kamatnih stopa, kontrolu bonusne politike i dr.

Premalo stručnosti na strani investitora – ni sami investitori, prvenstveno portfolio menadžeri nisu bez

pozamašne doze odgovornosti. Slep su poverovali da je moguće jesti besplatan ručak, i kockali se na veliko. Nikada nisu ozbiljno razmišljali o kredibilitetu rejting agencija, nikad nisu postavljali nezgodna pitanja svojim risk menadžerima, ali su olako plasirali ogromne sume novca bez fundamentalne analize isplativosti i rizičnosti svojih investicija.

Previše *leverage*-a – ovo je direktna posledica slepe primene statističko-matematičkih metoda čija je ideja vodilja tzv. optimizacija kapitala, tj. svođenje kapitala na minimum radi dostizanja maksimalne stope prinosa na kapital. Ovo je dovelo do prevelike zaduženosti i banaka i realnog sektora o čemu najbolje svedoči činjenica da prosečan američki građanin svakog meseca potroši 99,5% svog dohodka a ostalih 0,5% uštedi. To je svakako nedovoljno za bilo kakve investicije. Nedovoljna stopa štednje je i razlog zbog kojeg spoljni dug SAD stalno raste i zbog čega stalno moraju da im pomažu državni fondovi Kine, Brazila, Rusije i arapskih zemalja. Ali je to sa druge strane optimalno radi postizanja dobrih izbornih rezultata, zbog direktne veze između potrošnje i podrške političarima koji to omogućavaju (sva je prilika da ovaj obrazac sve više važi i na srpskoj političkoj sceni).

Previše ulaganja u software-e, prenaplašena uloga visoko sofisticiranih stručnjaka čije je obrazovanje iz sfere matematike i fizike, a sa druge strane, hronično rastući deficit ekonomista i finansijskih eksperata koji se bave risk menadžmentom. U potpunosti je preovladalo mišljenje da složene formule, algoritmi i moćni kompjuteri mogu da predvide budućnost i optimizuju sadašnjost ali prosta činjenica da te iste formule, algoritme i kompjutere pišu i programiraju ljudi (da ne kažemo obični smrtnici) garantuje da rezultati mogu biti sve samo ne garancija i pouzdana predikcija budućnosti.

Ukoliko ima još uvek onih koji smatraju da je trenutna kriza samo dno uobičajenog ekonomskog ciklusa, dajemo još nekoliko slikovitih primera koji dokazuju da je ova kriza generisana nezavisno od uobičajenih ciklusa potrošnje i proizvodnje, tj. da je tako reći, svesno izazvana primenom neadekvatnih metoda za upravljanje rizikom.

Čuveni Myron Scholes i Robert Merton koji su zajedno sa Fisherom Blackom osmislili nadaleko poznatu Black-Scholes jednačinu za vrednovanje opcija, i za koju su 1997.

dobili Nobelovu nagradu, su jedni od osnivača Long term capital management-a hedge fond (LTCM) koji je 1998 bankrotirao i poput aktuelne finansijske krize, ugrozio opstanak globalnog finansijskog sistema. FED je morao preko noći da okupi grupu najvećih banaka i primora ih da upumpaju 4 milijarde dolara kapitala u taj fond čime je sprečen globalni kolaps. Investiciona politika LTCM se zasnivala na korišćenju te Black-Scholes „nepogrešive“ formule, kakvom su je do tada smatrali, kao i upotrebi raznih državnih obveznica kao nerizičnih radi optimizacije portfolia. Napravili su „genijalnu“ pretpostavku da državne obveznice Rusije nerizične i ono što je usledilo nakon *defaulta* Rusije 1998. ostaće upamćeno kao trenutak kada je globalni finansijski sistem bio na ivici katastrofu i to baš zaslugama ljudi koji su za svoj rad upravo na tu temu i neposredno pre tog trenutka dobili Nobelovu nagradu! Investicionu politiku LTCM jedan nepoznati komentator je dobro definisao kao „skupljanje novčića po pruži kojom se kreću brzi japanski vozovi“. Ako neko misli da je Scholes napravio samo jednu grešku, možemo da iznesemo ilustrativan podatak da on trenutno upravlja izvesnim hedge fondom čije je vrednosti investicija pala za 38% prošle godine i obustavljen je povraćaj uloga investitorima pošto nema mogućnosti da se servisiraju obaveze, što će reći da je čuvena Black-Scholes formula bazirana na prošlim varijansama i korelacijama pati od veoma ozbiljnih nedostataka.

Premalo je kapitala – upravo zahvaljujući razno-raznim manipulacijama ali i eksplicitnim dozvolama od strane supervizora da tretiraju pojedine vrste aktiva kao nerizične, sve najveće svetske banke došle su u situaciju da učešće kapitala u pasivi ne prelazi 3-4%! Ukoliko bi se na pravi način (putem faktora konverzije) uključivale i razne vanbilansne stavke, od kojih su mnoge svesno tretirane na vrlo netransparentan način i to preko tzv SPV-eva na raznim karipskim i ostrvima u Lamanšu, u ne malom broj slučajeva kapital nije prelazio 1-2% bilansne aktive! Nije ni čudo da su gubici nekih banaka od svega 10-20 milijardi dolara doveli do njihovog bankrota u realnosti iako su im bilansne aktive bile između 500 milijardi i 1.500 milijardi dolara.

Loše rejtingovanje i konflikt interesa rejting agencija – pored odgovornosti centralnih bankara i supervizora,

ovo je još jedna od sfera krivice za finansijsku krizu u kojoj se može direktno uperiti prstom u odgovorne pojedince. To su vodeći ljudi u analitičkim službama tri takoreći oligopolske rejting agencije. Ne samo što su pretpostavili da će cene nekretnina zauvek rasti, što naravno nikom osim njima ne bi palo na pamet, već su pretpostavili da će od tri loša klijenta, nakon sprovođenja jedne čudne šeme za miksovanje u obveznice, ispasti u proseku jedna dobra obveznica i dve vrlo loše obveznice, što je jedna prilično čudna pretpostavka. Problem dobija prave dimenzije ako se zna da su isti analitičari u rejting agencijama bili angažovani na strukturiranju obveznica i, u isto vreme, na njihovom rejtingovanju (po principu “kadija te tuži, kadija ti sudi”), što je najdublji konflikt interesa koji jeste bio sankcionisan u propisima ali se niko nije našao da proveri sprovođenja tog propisa.

Postoje mnogi zagovornici postojećih metoda koji tvrde da je samo napravljen previd u pogledu korelacija i nekih pretpostavki ali da smo to svi znali i da treba ići dalje sa primenom postojećih metoda. Dosadašnji po osnovu *subprime* obveznica dostigli su iznos od 1.100 mlrd USD. Činjenica je da ovaj iznos gubitaka nije dovoljno visok da blokira ceo svet, ali jeste bio dovoljan da potpuno zablokira međubankarske kanale tokove novca i kreditnu aktivnost. A zbog optimizacije kapitala na bazi postojećih metoda koji su doveli do previsokog nivoa *leverage*-a među bankama i suviše jevtinih kredita koji su omogućili isto tako visok nivo *leverage* realnog sektora što je zapravo hranilo prebrz privredni rast i potrošnju u perthodnom periodu. Onog trenutka kada je došlo do naglog skoka kamatnih marži i zamrzavanja kredita, krenuo je strmoglav pad tražnje, potrošnje, proizvodnje i likvidnosti. Da bi se neutralisao efekat gubitaka privatnih akcionara u gore pomenutom iznosu od 1.100 milijardi USD, vlade širom sveta morale se da upumpaju više od 10.000 milijardi USD u svoje ekonomije!!! Ovolika fiskalna ekspanzija, uz prateću i podjednako zastrašujuću monetarnu ekspanziju ostaviće ucveljene naredne generacije u mnogim zemljama sveta a posebno u najteže pogođenim zemljama istočne Evrope. Naravno, da ovi metodi funkcionišu kako je tvrđeno da funkcionišu, bilo bi moguće predvideti prinose i rizike i svi profesionalni investitori, posebno potfolio menadžeri u penzijskim fondovima, bi na vreme povukli svoj novac

i praktično ne bi došlo do drastičnog gubitka u bogatstvu i ekonomskom blagostanju milijardi ljudi. Jasno je da se ovakav ishod ne može zanemarivati i tretirati kao sporedni problem u nedoslednoj primeni metoda, već kao fundamentalni sistemski propust proistekao iz ignorisanja realnih ekonomskih faktora i koji ugrožava ekonomsku sudbinu milijardi ljudi.

Prociklično povećanje kapitala je posledice primene postojećih metoda koje propisuju standardi Bazelskog komiteta. Naime, propisani minimum adekvatnosti kapitala je 8% (kod nas 12%) i sve banke koje poštuju u skladu sa regulativom ali i osnovnim principima tržišne ekonomije, održavaju kapital na ovoj donjoj granici radi maksimizacije prinosa na kapital. Međutim, u periodima krize, kada nastanu gubici ovaj minimum može biti ugrožen. Zbog toga su banke primorane da izvrše dokapitalizaciju, što je za mnoge banke nemoguće u vremenima krize, pogotovu ako su berze domicilnih zemalja u “crvenom”. Onda se primenjuje prosto pravilo-smanjuje se tzv. rizična aktiva, tj prestaje odobravanje novih kredita. Ako nešto nije potrebno u periodu recesije i gubitaka to je zastavljanje kreditne aktivnosti!

REZISTENTNOST SRPSKOG BANKARSKOG SEKTORA

Uprkos veoma silovitim udarima koje je doživeo srpski bankarski sektor, kako na likvidnost, tako i na gubitke zbog promene kursa i rasta nenaplativih kredita, srpski bankarski sektor nije suštinski ugrožen. Ovde moramo da naglasimo činjenicu da nema mesta govoru o zaslugama NBS za ovakvu rezistentnost bankarskog sektora, već je to čista koletarna posledica monetarne politike čiji se delovanje svelo na primoravanje banaka na stalne dokapitalizacije, raznim propisima, čime je ostvarena apresijacija dinara uprkos ogormnim deficitima tekućeg računa platnog bilansa i čime je konačno, preko obaranja uvoznih cena održavana inflacija na “targetiranom” nivou. Potrebno je objasniti i odakle tolika likvidna aktiva, a odgovor je da NBS nije mogla da dozvoli da toliki priliv deviza koji je sama izazvala previše uveća agregat M2 jer bi to opet ugrozilo jedva dostignute inflatorne ciljeve, tako da je, putem nekoliko mera, imobilisala veliki deo aktive banaka koja je pristigla iz tih dokapitalizacija. Dakle, rezistentnost

bankarskog sektora se teško može pripisati dubokom i vizionarskom uvidu NBS u greške moderne metodologije. Zbog toga se ne može opravdavati dalje insistiranje NBS na novom povećanju kapitala banaka kada za tim više nema potrebe. Ipak ovaj slučaj srpskog bankarskog sektora sigurno će poslati primer za izučavanje i davanje odgovora koje metode za upravljanje rizicima daju rezultate i u vreme krize i koja je cena toga, a to je veoma niska stopa povraćaja na kapital.

Čista je sreća da zbog finansijske krize nije došlo do usvajanja Zakona o sekjuritizaciji potraživanja, koja je inače zbog popularnosti u razvijenim zemljama postala vrlo interesantna mnogim učesnicima na finansijskom tržištu Srbije.

DA LI JE DIVERSIFIKACIJA MRTVA?

Cilj prethodne analize nije bio da zaključi da je diversifikacija mrtav koncept, već da je bezobzirno zloupotrebljena i predstavljena kao izum koji leči sve probleme u upravljanju rizicima (poput onih lekova kojim se leče sve bolesti a koji se prodaju u Kameničkoj ulici pored pijace Zeleni venac).

Zloupotreba se sastojala u tome što je na bazi optimizovanih portfolia, izračunavan neophodni kapital i održavan na tako izračunatom i neopravdanom niskom nivou. A ta optimizacija je sprovedena prema prinosima, varijansama u prinosima i korelacijama u idealnim, gotovo laboratorijskim uslovima, sveopšteg ekonomskog bujanja na temelju niskih kamatnih stopa.

Da su supervizori, risk menadžeri, rejting agencije i sami akcionari bili svesni činjenice da su i prinosi i varijane u prinosima i korelacije vrlo promenljive pojave, shvatili bi da su neophodna barem dva uslova za zaštitu od nesolventnosti: suštinska diversifikacija i još bitnije, snažan kapital. A rezistentnost srpskog bankarskog sektora je najbolji dokaz da ovaj pristup ima smisla.

Suštinska diversifikacija o kojoj govorimo nije 70% portfolia u bilo kakvim akcijama a 30% u bilo kakvim obveznicama, već pravilna distribucija između potpuno nerizičnog novca na računima, nešto rizičnijih trezorskih zapisa, rizičnih obveznica pravih blue-chipova i konačno veoma rizičnih akcija. A pošto krize nastupaju veoma brzo i praktično eliminišu tražnju za akcijama onog trenutka

kada svi postanu svesni da je kriza započela, ne postoji mogućnost za rebalans portfolia u takvim uslovima i njegovu skretanje u pravcu manje rizičnih aktiva. Baš zbog toga je potreban snažan kapital koji će apsorbovati uticaj ovakvih kritičnih događaja. Postojeći metodi ne ostavljaju prostor za upravljanje već više liče na pristup "spasavaj se ko može".

Međutim, treba biti svesan da će ovaj drugi uslov za pravu zaštitu od nesolventnosti, snažan kapital, naići na mnogo otpora jer će smanjiti stope povraćaja na kapital a time i bonuse, što će ponovo svrstati akcionare i menadžment finansijskih ustanova na jednu stranu a ucveljenje poreske obveznike koji su konačni garant stabilnost finansijskog sistema, na drugu stranu. Ko će pobediti u ovom rovovskom ratu zavisi od ličnih ubeđenja političara i centralnih bankara, a vidimo i sami kakve posledice mogu da imaju ta lična ubeđenja na primeru ekstremnog liberalizma i monetarizma Alana Greenspana i tereta koji će na svojim leđima nositi američka srednja klasa u ulozi poreskih obveznika, i to u periodu ne kraćem od nekoliko decenija zbog njegovih ubeđenja.

PREDLOZI

Procikličnost kapitalnih zahteva u svetu – iako su mnogi upozoravali odavno da Bazelski koncepti dovode do produbljivanja ciklusa, do danas nije došlo do priznavanja te činjenice i izmene koncepta. Naime, aktuelna krize je dovela do toga da mnoge banke čija je adekvatnost kapitala pala ispod minimalno zahtevane, moraju usred krize da se dokapitalizuju ili da potpuno zaustave kreditnu aktivnost i polako smanjuju rizičnu bilansnu aktivu. Kako mnoge banke nisu imale pristup bogatim arapskim investitorima, prestale su da odobravaju kredite što je izazvalo dodatno pogoršanje recesije. Na osnovu iskustva Srbije, bolje je da kapitalizovanost bude podignuta na nivo viši od prethodnog da bi zatim u vreme recesije bilo dozvoljeno da adekvatnost padne na minimum i ne zahtevati dokapitalizaciju kad joj vreme nije, čime bi se obezbedio kakav-takav razvoj kreditne aktivnosti čak i u periodima recesije.

LGD-ovi treba da budu predmet česte re-evaluacije zbog promena vrednosti kolaterala koja bi trebalo da uključuje i istorijska iskustva i procenu na bazi ekspertize. Prethodno pomenuta anketa navodi većinsko mišljenje

risk menadžera da je u uslovima ekonomske krize strategija održavanja normalne naplativosti kredita treba da bude produženje rokova kredita i izmena uslova a ne realizacija kolateralna ili likvidacija, što bi trebalo da uvaži i regulatori.

Potrebno je uvesti jednostavna računovodstvena pravila, pogotovo oko vrednosti po kojima se u knjigovodstvu evidentira aktiva, bez uvođenja kompleksnih formula i sličnog.

Vraćanje bazičnim finansijskim modelima i zahtevima kako u poslovanju banke tako i u poslovanju sa klijentima je još jedan predlog. A u to spadaju odgovarajući nivo kapitala, dugoročna profitabilnost u osnovnoj delatnosti, efikasnost, stabilna prodaja, fokusiranje na glavnu delatnost, racionalno investiranje i dr.

Bilo bi dobro ponovo uvesti zabranu mešanja investicionog i komercijalnog bankarstva, tj. drugačiji tretman banaka koje imaju odobrenje da prikupljaju depozite i štednju, i koje bi trebalo da se bave kreditima, depozitima i platnim prometom, od banaka koje mogu da se bave svim i svačim i samim tim ne bi smele da imaju dozvolu da prikupljaju depozite i štednju.

Predložimo investiranje u fundamentalna istraživanja u oblasti kretanja kamatnih stopa i deviznih kurseva kojima bi cilj trebalo da bude pronalaženje faktora koji utiču na kamatne stope u realnosti i napuštanje koncepta po kome su to slučajne oscilacije po modelu neke statističke distribucije (npr. normalne) ili nekakve samokorigujuće pojave koje se mogu opisati diferencijalnim jednačinama sa mehanizmima povratne sprege (*mean reverting*).

Potrebna je abolicija regulatornog oligopola u sferi rejting agencija, je najpreča i odnosi se na uklanjanje svih odredaba u Bazelskim pravilima ili nacionalnim regulativama koje priznaju isključivo tri dominantne rejting agencije kao referentne za davanje rejting. Potrebno je iskoristiti mogućnost da lokalna regulatorna institucija odredi uslove za priznavanje ECAI (Agencija za određivanje kreditnog rejtinga) na lokalnom nivou.

Osnivanje ECAI u Srbiji predstavlja izuzetno ambiciozan poduhvat, ali smatramo da je neophodno - da se sa procesom osnivanja počne, da bi bile uvažene specifičnosti srpskog ekonomskog tržišta i subjekata koji funk-

cionišu i njemu, a cilj bi bio i da se pokuša da se izbegnu brojni (već pomenuti) nedostaci u rejting procesu vodeće tri svetske ECAI.

Pored već pominjanih problema sa rejtingom, potrebno je da Bazelski komitet izvrši reviziju pondera rizika (i pored toga što su određene promene u julu 2009. izvršena), PD, LGD, Stuba II (prevažodno primene internih modela), Stuba III (obelodanjivanja informacija).

Bonusi moraju da budu određivani prema dugoročnom i održivom razvoju profita a ne prema skoku cena akcija na kraju godine. Međutim, vidimo da je čak i Američki kongres jedva uspeo da izglasa gotovo neverovatan zakon kojim se oporezuje sa 95% iznos bonusa koji su sami sebi isplatili direktori propalog AIG osiguranja i nakon bankrota i iznuđene dokapitalizacije od strane države od skoro 200 milijardi USD. Jedino što je nedostajalo u tom zakonu bilo je navođenje imena tih ne-pretarano etičnih menadžera pa da to postane jedan od najkomičnijih zakona na svetu. Ali bez obzira na komičnost situacije, potreba da američki kongres donese taj zakon ukazuje na veoma snažne otpore regulaciji bonusa za top-menadžere i zaštiti interesa akcionara i deponenata.

Pojašnjenje i obogaćenje pojma diversifikacije je više nego potrebno, jer je trenutno shvatanje diversifikacije, kao npr. 70% u akcije a 30% u obveznice, vrlo površno a i plitkoumno. Iskustvo pokazuje da čak ni mnoge državne obveznice nisu bez rizika, a da ne govorimo koliko mogu da budu rizične akcije ukoliko se ne diversifikuje po nekoliko kriterijumima, a da čak ni takva kvalitetna diversifikacija ne donosi sigurnost kada nastupe snažne recesije. Da ne spominjeno "obogaćivanje" vanbilansnim poslovima, derivatima i ostalim što se eufemistički naziva inovativnim proizvodima a svodi se na izvrđavanje regulative.

Čini se da postojeći model razdvajanja prava i obaveza akcionara od prava i obaveza menadžmenta ima ozbiljnih nedostataka. Naime vlasnici se ne uključuju previše u upravljanje, nagrađivanje i kažnjavanje menadžmenta ali ni u sagledavanje dugoročnog razvoja svoje firme sve dok cene akcija na berzi rastu. Menadžment sa druge strane ima brojne mogućnosti da zakamufliira stanje stvari u firmi ne bi li uzeo svoj bonus na bazi rasta cena akcija. U toj kamuflaži spreman je da investira u kojekave HoV visokog rizika ali i prinosa samo da bi ostvario visok

bonus – po principu dok traje igranka. Posledica toga je visok rizik po akcionare koji lako ostaju bez svog uloga dok menadžerima ostaju stotine miliona dolara isplaćenih bonusa. Čini se da teoretičari igara i organizacionih nauka moraju da pronađu bolji model za rešavanje ovog obostranog moralnog hazarda, jer postojeći modeli organizovanja akcionarskih društava uopšte, a posebno iz sfere finansija, nisu adekvatni.

ZAKLJUČAK

Ovde je zgodno napraviti paralelu sa jednim prirodnim fenomenom – klimom. Veći dugi niz godina postoji svest kod svih da je precizna i pouzdana predviđanja vremenskih prilika moguće samo za nekoliko nedelja. Sa druge strane, se iskristalisalo da se bilo kakva duža predviđanja svode na činjenicu da će zimi biti hladnije nego ljeti a da proleće i jesen mogu da iznenade u oba smera. Uprkos sve moćnijim kompjuterima, sve većoj dostupnosti podataka i sve složenijim modelima i broju diferencijalno-diferencnih jednačina koje ti moćni kompjuteri mogu da obrade, brojni neuspesi dugoročnih vremenskih prognoza doveli su do jasnog zaključka da je klima nepojmljivo složen sistem, da ne postoji ni približno dovoljno saznanje o svim faktorima koji na nju utiču, niti kako se može precizno izmeriti njihov uticaj i međuzavisnost. Sve nacije u svetu koje zbog te nepremostive nemogućnosti da predvide klimatska dešavanja u dugom roku, pokušavaju da smanje štetna dejstva vremenskih prilika na svoja društva i preduzimaju jednostavne ali veoma skupe investicije u koje spadaju uređenje rečnih korita i izgradnja brana i nasipa radi odbrane od poplava, izgradnja irigacionih sistema radi zaštite od suša, kao i izgradnja infrastrukture za klimatizaciju/daljinsko grejanje radi zaštite od temperaturnih ekstrema. Dakle, jasno je da moderna nauka nije u stanju da precizno i pouzdano predvidi vremenske prilike na period duži od par nedelja, i time dozvoli optimizaciju sredstava potrebnih za zaštitu od njihovog uticaja.

Ako se sa svešću o ovom problemu vremenske prognoze, vratimo na teren ekonomije i finansija, sve je izglednije da je i globalni ekonomski pa i finansijski sistem približno jednako složen kao i klima tako da je nemoguće davati bilo kakve precizne srednjoročne i dugoročne prognoze. Zbog toga se metodi za upravljanje rizicima moraju

svesti na proste ali pozamašne investicije, a u našem slučaju to se odnosi na visinu uplaćenog akcijskog kapitala, jednostavna pravila rezervisanja za neneplative kredite, kao i ograničenje poslovanja na domen kredita, garancija, depozita i platnog prometa bez izleta u nepoznato kao što su berzanske špekulacije, derivati, optimizacija rizičnog profila portfolia i sl. Jedino takav pristup može da obezbedi dugoročnu stabilnost globalnog finansijskog sektora i da smanji frekvenciju recesija, od kojih barem polovina ima ishodište u tom istom finansijskom sektoru.

I na kraju ali ne i najmanje bitno, moramo da pomenemo da na osnovu ranijih iskustava postoji jedan opasan pravac kojim bi sada mogao da krene razvoj metoda za upravljanje rizicima. Taj opasan pravac podrazumeva da pristalice postojećih metoda priznaju da postoji problem u tvrdnji da su varijanse prinosa i njihove korelacije promenljive ali da ponovo ubede ceo svet da je i te promene moguće matematički i statistički modelirati i samo time nadograditi postojeće metode. Kao što nas iskustvo uči ni jedna kriza nije ista, razlike se javljaju u pogledu uzorka, konkretnih povoda, dužine, dubine, pogođenih industrija i posledica tako da bi nadogradnja postojećih metoda iskustvima i saznanjima o aktuelnoj krizi bilo isto što i zapušavanje jedne od rupa na trupu torpedovane podmornice. Zbog toga je potrebno da se ne skreće u tom opasnom pravcu već da se prihvati činjenica da je snažan kapital poslednja brana od nesolventnosti a da svaki drugi pristup generiše nevolju koja čeka da eksplodira.

Literatura:

1. Mandelbrot, Benoit, Richard L. Hudson, „The (mis)behavior of market“, Basic Books, 2004
2. Taleb, Nassim Nicholas, „The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable“, Random House, 2007
3. Jorion, Philippe, „Financial Risk Manager Handbook“, Wiley, 2003
4. Rajany, Uday, Amit Seruz, Vikrant Vigx, „The Failure of Models That Predict Failure“, Distance, Incentives and Defaults, 2009
5. Gerardi, Kristopher, Andreas, Lenhart, Shane Sherlund, Paul Willen, „Making Sense of the Subprime Crisis“, 2008
6. «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A revised Framework», Basel Committee on Banking Supervision, June 2006
7. «Enhancements to the Basel II framework», Basel Committee on Banking Supervision, July 2009

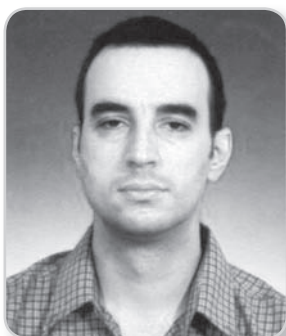
8. «Revisions to the Basel II market risk framework», Basel Committee on Banking Supervision, July 2009
9. «Guidelines for computing capital for incremental risk in the trading book, Basel Committee on Banking Supervision, July 2009
10. Lowenstein, Rodger., «Triple-A Failure», New York Times Magazine, 27.04.2008, New York, 2008.
11. Sack, Jonathan S., Juris, Stephen M., «Rating Agencies: Civil Liability Past and Future», New York Law Journal 238 (88), 2007
12. «Odluka o adekvatnosti kapitala banke», Narodna banka Srbije, Službeni glasnik Republike Srbije, br. 129/2007 i 63/2008
13. <http://www.fitchratings.com/>
14. <http://www.moody.com/>
15. <http://www.standardandpoors.com/>



Vladimir Čupić

Rođen u Skoplju 1966. godine. Diplomirao na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu. Od januara 2007. godine predsednik Izvršnog odbora Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd, banke kćerke Hypo Alpe-Adria-Bank International AG iz Austrije. Zadužen za upravljanje i razvoj poslovanja sa privredom, poslova finansiranja javnog sektora, poslova upravljanja sredstvima, investicionog bankarstva, pravnih poslova, kao i za razvoj kadrova. Od maja 2003. do decembra 2006. bio na funkciji člana Izvršnog odbora Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd. Direktor Agencije za privatizaciju, Republika Srbija, od jula 2001. do decembra 2002., a u periodu od januara 2003. do maja 2003. Izvršni direktor za privatizaciju, Agencija za privatizaciju, Republika Srbija. Savetnik Ministra, Vlada Republike Srbije, Ministarstvo za privredu i privatizaciju (april 2001. – jul 2001.). Rukovodilac, Deloitte & Touche Beograd, Jugoslavija (1997. – 2001.)

Član Predsedništva Saveza Ekonomista Srbije; Član Poslovnog Saveta Jugoistočne Evrope; Član Srpskog Poslovnog Kluba "Privrednik"; Član Srpske Asocijacije Menadžera (SAM); Predsednik Finansijskog odbora Američke Privredne komore u Srbiji; Predsednik Odbora za bankarstvo i osiguranje Privredne komore Srbije; Član Upravnog odbora Metalac a.d.; Član Upravnog odbora Teniskog Saveza Srbije; Član Upravnog odbora JSD "Partizan"; Potpredsednik Smučarskog saveza Beograda.



Srđan Kokotović

je diplomirao na Ekonomskom fakultetu, Univerziteta u Beogradu, na smeru za ekonomsku statistiku i informatiku. Direktor je Odeljenja za ekonomske analize Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beogradu od oktobra 2007, zadužen za makroekonomske anlike domaće, regionalne i međunarodne privrede kao i analize poslovanja bankarskog sektora. Pre toga bio je angažovan na pozicijama direktora Odeljenja Risk Controlling u Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd, finansijskog analitičara u Agenciji za osiguranje depozita, stručnog saradnika u Sektoru za poslove kontrole zakonitosti poslovanja banaka u Narodnoj banci Srbije. Aktivan je student na posleddiplomskom smeru International masters in quantitative finance na Ekonomskom fakultetu, Univerziteta u Beogradu.



Nenad Milojević

Rođen je 1977. godine u Beogradu. Na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu diplomirao je 2002. godine, smer Bankarstvo, finansije i osiguranje. Na istom fakultetu je i magistrirao 2007. godine - mag. rad «Makroekonomske reforme i bankarski sektor u Republici Srbiji». Trenutno radi na izradi doktorske disertacije po nazivom: «Mesto i uloga finansijske analize u određivanju kreditnog rejtinga komercijalnih banaka Srbije». Zamenik je direktora Odeljenja kontrole rizika HYPO Alpe-Adria-Bank a.d., Beograd, a zaduženja su mu vezana za pojedine segmente kreditnog, tržišnih, operativnog rizika, rizika zemlje, kontrole limita, analize adekvatnosti kapitala, regulatornih pokazatelja poslovanja Banke, Bazela II. Pre funkcije zamenika direktora, bio je na poziciji višeg stručnog saradnika za rizik, a na samom početku karijere u Banci, bio je angažovan na mestu makroekonomskog istraživača, takođe u Odeljenju kontrole rizika, u kojem radi od oktobra 2005. godine.

Od marta 2003. godine do oktobra 2005. radio je u Komercijalnoj banci a.d. Beograd. Angažovan prvobitno u Sektoru finansija i računovodstva, a potom u Odeljenju plana i analize, koje kasnije prerasta u Sektor ekonomskih istraživanja i planiranja. U ovom Sektoru, kao stručni saradnik, radio je na izradi mesečnih izveštaja o poslovanju Banke, izveštaja za potrebe Narodne banke Srbije, kreditnog portfolija Banke, planova poslovanja Banke, analizi konkurencije u bankarskom sektoru Srbije i drugim istraživanjima i izveštajima.



Dušan Tončić

Diplomirao je na Beogradskoj bankarskoj akademiji na temu „Upravljanje portfolijom deviznih rezervi“, i trenutno pohađa master kurs iz investicionog bankarstva na istom fakultetu. Karijeru je otpočeo u Sektoru za upravljanje rizicima Eurobank EFG Štedionice u Beogradu odakle prelazi u Hypo Alpe-Adria bank u Beogradu gde je angažovan na poslovima upravljanja rizikom likvidnosti, kamatne stope i deviznog kursa.

Za vreme studija pisao je za studentski list ekonomskog fakulteta – „Monopolist“. Ima jedan objavljeni članak u podgoričkom „Monitoru“ na temu „Upravljanje deviznim rezervama“.



Tajana Orozović

Rođena 1981. godine. Nakon završenog fakulteta svoju profesionalnu karijeru započinje u Novosadskoj banci (danas Erste Bank). Sa pozicije šefa Odeljenja analize profitabilnosti, Direkcije kontrolinga, prelazi u Odeljenje kontrole rizika Hypo Alpe-Adria-Banke na mesto višeg stručnog saradnika za rizik na nivou portfolija gde, paralelno sa usavršavanjem u oblasti rizika, upisuje poslediplomske studije iz kvantitativnih finansija (IMQF) na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu. Trenutno priprema odbranu teze na temu „Razvoj internog rejting modela za pravna lica sa tržišta Srbije“. Član je tima/vođa više projekata u sklopu implementacije Bazela 2 i uvođenja IRB pristupa.

IZBEGAVANJE RIZIKA U MEĐUNARODNIM POSLOVNIM UGOVORIMA

AVOIDANCE OF RISKS IN INTERNATIONAL COMMERCIAL CONTRACTS

Jelena Perović

Ekonomski fakultet, Beograd

Apstrakt

Predmet ovog rada predstavlja analiza načina izbegavanja rizika u međunarodnim poslovnim ugovorima. U radu je ukazano na najčešće probleme koji prate ugovore u praksi međunarodnog poslovnog prometa i predložena optimalna rešenja njihovog otklanjanja. U tom kontekstu, posebna pažnja posvećena je pregovorima za zaključenje ugovora, zaštitnim ugovornim klauzulama, raskidnoj klauzuli, izmeni ili raskidu ugovora zbog promenjenih okolnosti, oslobođenju od odgovornosti usled više sile, kao i izboru merodavnog prava i jurisdikcije u slučaju spora.

Ključne reči: *ugovor, rizik, ugovorna klauzula, izvršenje ugovora, odgovornost*

Abstract

Subject of this article is the analysis of the question how to avoid the risks in international commercial contracts. The article examines the main practical problems relating to the performance of contractual obligations in international commerce and suggests the optimal solutions to prevent them. In that regard, the article focuses on negotiations, protective contract clauses, termination clause, hardship clause, force majeure clause, choice of law clause and jurisdiction clause.

Key words: *contract, risk, contract clause, contract performance, liability*

UVOD

Ugovor se zaključuje da bi se izvršio. Ugovor je akt pravne i moralne civilizacije i na njegovo poštovanje obavezuju ne samo pravne norme, već i moralni imperativ - osećanje časti, ispunjenje date reči. Princip *pact sunt servanda* prema kome je ugovor *zakon* za ugovorne strane, izraz je vekovne evolucije ugovornog prava i osnovno pravilo u materiji ugovora.

Ipak, u praksi, a posebno u uslovima nestabilnosti, ekonomske krize i pravne nesigurnosti, često dolazi do povrede ugovora, što za posledicu ima ekonomske gubitke i označava uvod u spor. To je posebno značajno za ugovore međunarodnog poslovnog prometa, koji su složeniji i najčešće veće vrednosti, pa su i ekonomski gubici usled povrede ugovora veći, a sporovi teži i kompleksniji. Iz tih razloga, postavlja se pitanje može li se sprečiti povreda ugovora. U najopštijem smislu, odgovor je negativan. Ne postoji "čarobna formula" za zaključenje takvog ugovora koji može u celini garantovati svoje ispunjenje. Nijedan ugovor, pa čak ni onaj za koji kažemo da je perfektan ne može apsolutno sigurno sprečiti eventualnu povredu ugovornih obaveza i obuhvatiti sve situacije do kojih može doći u toku njegovog izvršenja.

Ipak, rizici povrede ugovora mogu se u velikoj meri izbeći pravilnim pristupom ugovoru. Taj pristup počinje već u fazi pregovora za zaključenje ugovora, ostvarenjem povoljne pregovaračke pozicije, opreznim vođenjem pregovora i izbegavanjem zamki koje pregovori nose. Prilikom zaključenja ugovora, on se ostvaruje: preciznim, jasnim i nedvosmislenim formulisanjem ugovornih prava i obaveza; unošenjem zaštitnih klauzula u ugovor, njihovim veštım izborom, kombinovanjem i prilagođavanjem interesima ugovornih strana u svakom konkretnom slučaju; preciznim predviđanjem svih pravila relevantnih za raskid ugovora – počev od prava na raskid, preko načina realizacije raskida, pa do pravnih posledica raskida; unošenjem klauzule o mogućnosti raskida ili izmene ugovora zbog promenjenih okolnosti, kao i klauzule o oslobodjenju od odgovornosti u slučaju više sile; pravilnim izborom merodavnog prava i jurisdikcije za slučaj spora.

Predmet ovog rada predstavlja analiza načina izbegavanja rizika u međunarodnim poslovnim ugovorima, u težnji pronalaganja optimalnih rešenja za uspešno, efikasno i pravno sigurno izvršenje ugovora kao pravnog osnova poslovnih transakcija.

PREGOVORI (NEGOTIATIONS)

Značaj i tok pregovora

Pregovori su od suštinskog značaja za ugovor s obzirom da od njihovog toka i ishoda zavisi kako samo zaključenje ugovora tako i njegova sadržina, a samim tim i njegovo izvršenje. Pored ovog, osnovnog značaja, pregovori mogu imati važnu ulogu prilikom tumačenja ugovora.

Proces pregovora *de facto* počinje već od momenta u kome strane prvi put uzajamno izraze svoje zajedničke težnje u pravcu zaključenja određenog ugovora. Dužina i složenost pregovora po pravilu su proporcionalni ugovoru koji se namerava zaključiti. U određenim slučajevima, pregovori mogu biti teški i kompleksni i trajati dugo vremena, nekad i više godina. Da bi olakšale proces pregovora, strane u međunarodnom poslovnim prometu često zaključuju određene sporazume o pregovorima koji se u praksi različito nazivaju: pismo o namerama (*letter of intention*), sporazum o namerama (*memorandum of*

understanding), pripremni sporazum (*preparatory agreement*), privremeni sporazum (*temporary agreement*), ili sporazum o pregovorima (*negotiations agreement*), a koji u prvom redu imaju za cilj da definišu tok i ciljeve pregovora.¹ Sporazumima o pregovorima utvrđuju se elementi od značaja za odvijanje pregovora u koje najčešće ulaze: razlozi i ciljevi pregovora, vreme otpočinjanja pregovora, dinamika pregovora, rok u kome pregovori moraju biti završeni, mesto odvijanja pregovora, način (forma) razmene stavova pregovaračkih strana, lica koja će preuzeti inicijativu za pojedina pitanja, obaveze svake strane tokom pregovora (npr. izrada određene studije, pribavljanje određene dokumentacije, angažovanje određenih eksperata), i sl. Pored toga, u sporazume ove vrste često se unosi klauzula ekskluziviteta (*exclusivity clause*), kao i klauzula poverljivosti (*confidentiality clause*).²

Sloboda pregovaranja i načelo savesnosti i poštenja

U uporednom pravu, na pregovore se primenjuju dva osnovna pravna načela: sloboda pregovaranja i načelo savesnosti i poštenja. Načelo slobode pregovaranja znači da pregovori ne obavezuju na zaključenje ugovora i svaka strana ih može prekinuti kad god hoće. Sloboda pregovaranja zasniva se na opštem načelu *slobode ugovaranja* koje, između ostalog, podrazumeva i slobodu odlučivanja o tome da li zaključiti ili ne zaključiti konkretan ugovor.

Ipak, sloboda pregovaranja nije apsolutna. Pregovori se moraju voditi u dobroj veri, savesno, korektno i u cilju zaključenja ugovora. U zemljama evropsko-kontinentalnog pravnog sistema, ovaj zahtev proističe iz *načela savesnosti i poštenja*, kao jednog od osnovnih načela obligacionog prava. Pregovori ne smeju biti korišćeni za ostvarenje nedopuštenih ili nemoralnih ciljeva kao što je izigravanje poverenja druge strane i zloupotreba njenih poslovnih tajni, pregovaranje bez namere da se zaključi ugovor u cilju sprečavanja druge strane da posao zaključi sa trećim licem, produžavanje ili odugovlačenje pregovora u istom

¹ Česta upotreba ovih termina u praksi dovela je i do pojave odgovarajućih skraćenica - L/I (letter of intention), MoU (memorandum of understanding) i sl. koje su postale uobičajene u međunarodnom poslovnim prometu.

² Više o pregovorima za zaključenje ugovora, J.Perović, *Pregovori za zaključenje ugovora u međunarodnom poslovnim prometu*, Pravo i privreda br.5-8/2008, Beograd, str.505-521.

cilju, kao i jednostrani prekid poodmaklih pregovora bez osnovanog razloga.³ Najopštije rečeno, pregovori se u principu mogu slobodno voditi i prekinuti kad god to pregovaračke strane žele ali ukoliko jedna strana pri tome postupa *mala fide* i time prouzrokuje štetu drugoj strani, po pravilu je odgovorna za štetu koju je prouzrokovala.⁴

Za razliku od pravnih sistema evropsko-kontinentalne pravne tradicije, prava zemalja *common law* sistema, a posebno englesko pravo, zauzimaju restriktivan stav u pogledu predugovorne odgovornosti. U ovim zemljama preovlađuje koncepcija prema kojoj svaka strana legitimno štiti svoje interese tokom pregovora i slobodna je da ih prekine u svakom trenutku, sve do momenta zaključenja ugovora.⁵ U engleskom pravu načelo savesnosti i poštenja ne primenjuje se kao opšte načelo, pa u tom smislu ovo pravo ne predviđa ni obavezu njegovog poštovanja tokom pregovora. Na tim osnovima, u zemljama *common law* sistema, u načelu nema odgovornosti za prekid pregovora, te pregovarači mogu od njih odustati iz bilo kog razloga ili čak ne navodeći nijedan razlog.⁶

Rizici sporazuma o pregovorima

Sporazumi koje strane u različitim formama zaključuju tokom pregovora u cilju utvrđenja elemenata od značaja za vođenje pregovora i preciziranja pregovaračkog procesa (pismo o namerama, sporazum o namerama, pripremni sporazum, i sl.) predstavljaju "neistraženo polje" u oblasti ugovornog prava. Njihovoj pravnoj prirodi, pravnom značaju i pravnim posledicama, u doktrini ugovornog prava posvećuje se malo pažnje. Pomenuta pitanja nisu regulisana ni nacionalnim zakonima ni izvorima uniformnog ugovornog prava, a stavovi koje je u tom pogledu zauzimala sudska praksa izuzetno su neujednačeni.⁷ Teš-

koće u odgovoru na postavljena pitanja uslovljene se kako razlikama koje u nacionalnim pravnim sistemima postoje u pogledu pravnog uređenja predugovorne odgovornosti, tako i činjenicom da se ovakvi sporazumi u praksi razlikuju od slučaja do slučaja, kako po vrsti i formi tako i po elementima koje sadrže.

Pravna priroda sporazuma o pregovorima je sporna: da li je reč o izjavama volje koje pravno ne obavezuju ili su u pitanju akti *ugovornog* karaktera. U pogledu pomenutog pitanja jurisprudencija je zauzimala različite stavove.

U slučaju *Dupuis* koji se vodio pred Trgovinskim sudom Brisela, tuženi *Dupuis* je, protivno principijelnom sporazumu o preuzimanju kompanije zaključenim u toku pregovora sa tužiocem *GBL et Hachette*, preuzimanje realizovao sa drugom kompanijom – *Editions Mondiales*. Odlučujući u ovom sporu, Trgovinski sud Brisela našao je da predmetni principijelni sporazum stvara *ugovornu* obavezu vođenja pregovora savesno i u dobroj veri. Prema oceni Suda, tuženi nije postupao savesno kada je, protivno principijelnom sporazumu, brutalno prekinuo pregovore da bi ugovor zaključio sa trećim licem. U tom smislu, Sud je konstatovao da predmetni principijelni sporazum predstavlja ugovorni osnov odgovornosti za prekid pregovora i naknadu štete.⁸ Suprotan stav o istom pitanju zauzeo je Apelacioni sud Brisela u slučaju *FMC Corporation* povodom spornog pisma o namerama. Prema oceni ovog Suda, pismo o namerama *ne može* predstavljati osnov ugovorne odgovornosti sve dok strane definitivno ne zaključe ugovor.⁹

Pomenuto pitanje razmatrano je i u odluci Arbitražnog suda Međunarodne trgovinske komore (ICC) u sporu u kome je arbitražno veće detaljno analiziralo sporazum o namerama, zaključen između tužioca i tuženog. U ovom slučaju, arbitražno veće je konstatovalo da uopšteno izražavanje namera o zaključenju ugovora sadržano u sporazumu o namerama, *obavezuje* strane da ulože najbolje napore (*best efforts*) u pravcu zaključenja ugovora. Odlukom arbitražnog veća, tuženi je obavezan na naknadu štete koju je tužiocu prouzrokovao povredom obaveze da uloži

3 V. F.Terré, Ph. Simler, Y. Lequette, *Droit civil Les obligations*, Paris, 1996, str.143 i dalje.

4 Detaljan prikaz pravila o pregovorima u zakonodavstvu i sudskoj praksi zemalje Evropske unije, O.Lando, H.Beale, *Principles of European Contract Law*, Kluwer Law International, The Hague/London/Boston, 2000, str.191 i dalje.

5 V. P.D.V. Marsh, *Comparative Contract Law England, France, Germany*, Gower, 1996, str.58. i dalje.

6 Više, P.Richards, *Law of Contract*, Financial Times Pitman Publishing, 1999, str.172 i dalje.

7 Detaljna komparativnopravna analiza ovih pitanja, M.Fontaine, F. de Ly, *Droit des contrats internationaux, Analyse et rédaction de clauses*, Bruxelles, Bruylant, 2003, str.5-69.

8 Comm.Bruxelles, 24 juin 1985, *Journal des Tribunaux* (Bruxelles), 1986, 236.

9 Bruxelles, 14 juin 1984, *Revue de droit commercial belge*, 1985, 472.

najbolje napore u pravcu zaključenja ugovora predviđenog sporazumom o namerama.¹⁰

S druge strane, engleski sudovi tradicionalan stav engleskog prava o neprihvatanju predugovorne odgovornosti dosledno primenjuju i na sporazume o pregovorima savremenog međunarodnog poslovnog prometa, odbijajući da ovoj vrsti sporazuma priznaju bilo kakvo pravno dejstvo.¹¹

Džentlmenški sporazum

U određenim slučajevima, strane u sporazume o pregovorima unose klauzulu kojom se isključuje bilo kakva odgovornost u slučaju prekida pregovora (*gentlemen's agreement*). Ovakva klauzula izražava volju pregovarača da sporazum "izmeste" iz pravnog domena (*opting out clause*) i zakluče jednu vrstu "džentlenskog sporazuma" čije posledice egzistiraju isključivo na terenu ugleda, časti i morala i koji je, kao takav, lišen *pravnih* sankcija.¹² U tom kontekstu, postavlja se pitanje punovažnosti klauzule kojom strane isključuju svako pravno dejstvo sporazuma koji su zaključile.

Pogled na stavove u uporednom pravu o klauzulama isključenja predugovorne odgovornosti, ukazuje na neujednačenost gledišta, kao i značajnu "kolebljivost" u pogledu zauzimanja čvrstog stava u pravcu prihvatanja ili osporavanja njihove punovažnosti, sa izuzetkom engleskog prava koje ovu vrstu klauzula prihvata bez rezerve. U odgovoru na ovo pitanje treba poći od činjenice da klauzula isključenja odgovornosti, sama po sebi, predstavlja sporazum *ugovornog* karaktera. U tom smi-

slu, strane su slobodne da, u okviru principa autonomije volje, odrede kako njenu sadržinu, tako i pravna dejstva i domašaj. Ipak, kao i svaki drugi ugovor, da bi bila punovažna, ona ne sme biti protivna javnom poretku, prinudnim propisima i dobrim običajima. U tom svetlu posmatrana, punovažnost i pravna dejstva "džentlmenških sporazuma" zavisice u prvom redu od principa i rešenja koje konkretno merodavno pravo sadrži u pogledu pregovora i predugovorne odgovornosti uopšte.

Klauzula ekskluziviteta

U sporazume o pregovorima u određenim slučajevima unosi se klauzula kojom se jedna ili obe strane obavezuju da neće stupiti u paralelne pregovore sa trećim licem u pogledu zaključenja istog ugovora (*exclusivity clause*). Obaveza ekskluziviteta po pravilu je vremenski ograničena (*lock out agreement*) i vezuje se za određeni rok ili ispunjenje određenih uslova tokom procesa pregovora. Klauzula ekskluziviteta sadrži jasno određene bitne elemente u pogledu kojih je postignuta saglasnost volja pregovaračkih strana, te ovakva klauzula predstavlja sporazum *ugovornog* karaktera, bez obzira na to da li se ekskluzivitet odnosi samo na jednu ili na obe strane.

U tim okvirima, postavlja se pitanje da li ekskluzivitet postoji i onda kad nije izričito ugovoren tj. da li obaveza strana da se tokom uzajamnih pregovora uzdrže od stupanja u paralelne pregovore sa trećim licem proističe iz samog načela savesnosti i poštenja, te postoji i u odsustvu izričitog sporazuma strana o tome. Čini se da u tom pogledu treba prihvatiti načelno negativan odgovor. Paralelni pregovori predstavljaju uobičajenu praksu u poslovnom prometu u uslovima tržišne konkurencije i izraz su načela slobode ugovaranja na osnovu koga je svaka strana slobodna da odluči o tome sa kim će zaključiti ugovor. Iz tih razloga, sloboda vođenja paralelnih pregovora sa više strana u pogledu zaključenja istog ugovora u principu se ne bi mogla osporiti. Ipak, problem se mora posmatrati u svetlu relevantnih okolnosti svakog konkretnog slučaja usled kojih se ovakav zaključak nekad može relativizirati. Tako, ako su strane sporazumom o pregovorima predvidele čvrste obaveze vezane za vođenje pregovora, među kojima i obavezu da će uložiti svoje najbolje napore da dođe do zaključenja ugovora odnosno da će pregovore

10 Arbitražna odluka ICC No.8331, *Journal de Droit International*, 1998, 1041.

11 Dve odluke engleskih sudova jasno ilustruju ovo stanovište. U prvom slučaju, *Cleveland Bridge* obavestio je, putem pisma o namerama, *British Steel* o nameri da sa njima zakluči ugovor, istovremeno ih ovlašćujući da odmah započnu sa izvršenjem tog ugovora. Rešavajući u ovom sporu, Sud je konstatovao da u konkretnom slučaju, nakon pisma o namerama nijedan ugovor nije zaključen, uprkos tome što je jedna od strana počela ispunjenje (*British Steel Corp. v. Cleveland Bridge & Engineering Co.*, 1984, *All England Law Reports*, 504.). U drugom slučaju, u odluci *Walford v. Miles*, engleski House of Lords istakao je da englesko pravo ne prihvata ugovore koji obavezuju na zaključenje ugovora, pa samim tim ni ugovore o pregovorima, pozivajući se na slobodu pregovarača da odluče da li će zaključiti ugovor ili ne (*2 Law Reports, Appeal Cases*, 128, 1992).

12 Više o sporazumima ove vrste, L.Bernstein, *Opting Out of the Legal System: Extralegal Contractual Relations in the Diamond Industry*, 21 *Journal of Legal Studies*, 1992, str.115-157.

voditi savesno i u dobroj veri, prekid pregovora od strane jedne strane radi zaključenja istog ugovora sa trećim licem, može u konkretnom slučaju predstavljati povredu načela savesnosti i poštenja, bez obzira na to što klauzula ekskluziviteta nije izričito predviđena.¹³

Klauzula poverljivosti

U okviru pregovora, često se zaključuju sporazumi kojima se strane obavezuju da će informacije za koje saznaju tokom pregovora tretirati kao poverljive. Klauzula poverljivosti može se uneti u tekst određenog sporazuma o pregovorima (*confidentiality clause*), a može se zaključiti i u formi posebnog dokumenta – sporazum o poverljivosti (*confidentiality agreement*), pri čemu se obaveza poverljivosti može odnositi samo na jednu ili na obe pregovaračke strane.

Klauzula poverljivosti, kao i klauzula ekskluziviteta, predstavlja sporazum *ugovornog* karaktera. Ipak, za razliku od obaveze ekskluziviteta, obaveza poverljivosti po pravilu postoji i u slučaju kad nije izričito ugovorena s obzirom da proističe iz opšteg načela savesnosti i poštenja u obligacionim odnosima. Neovlašćeno otkrivanje poverljivih informacija dobijenih tokom pregovora, kao i bilo koji način njihovog neovlašćenog korišćenja predstavlja zloupotrebu poverenja druge strane i kao takvo protivno je načelu savesnosti i poštenja, na čemu se zasniva odgovornost za štetu strane koja je povredila obavezu poverljivosti.

Zaključci i preporuke u pogledu pregovora

Analiza osnovnih pravnih pitanja koja se postavljaju u kontekstu pregovora za zaključenje ugovora u međunarodnom poslovnom prometu ukazuje na određene opšte zaključke.

Rešenje konkretnog pravnog pitanja iz domena pregovora u prvom redu zavisi od odgovarajućeg merodavnog prava i njegovog generalnog određenja prema mestu i domašaju načela savesnosti i poštenja u pregovorima za zaključenje ugovora.

Sporna pitanja koja proističu iz pregovora moraju se rešavati u svetlu relevantnih okolnosti konkretnog slučaja,

uzimanjem u obzir specifičnosti svakog pojedinog sporazuma o pregovorima, pri čemu treba imati u vidu da neki od njih, u celini ili u pojedinim klauzulama, mogu imati obavezu snagu ugovora.

U cilju izbegavanja rizika prouzrokovanja odnosno trpljenja štete u slučaju prekida pregovora i spornih situacija tokom pregovora uopšte, strane bi trebale što preciznije formulisati svoje namere tokom pregovora i konkretnim sporazumom utvrditi domašaj svake pojedine klauzule. U tom smislu, potrebno je izričito predvideti klauzule koje *pravno obavezuju* strane u pregovorima, pravne posledice za slučaj njihove povrede i, u tim okvirima, kriterijume za ocenu vrste i obima naknade štete, kao i merodavno pravo, nadležnost u slučaju spora i druga pitanja od značaja za proces pregovora.

ZAŠTITNE UGOVORNE KLAUZULE (PRETECTIVE CONTRACT CLAUSES)

Pojam zaštitnih klauzula

U ugovore međunarodnog poslovnog prometa često se unose određene klauzule koje imaju za cilj dodatno obezbeđenje ispunjenja ugovornih obaveza - zaštitne ugovorne klauzule. Reč je o klauzulama koje se, zbog svoje učestalosti u međunarodnom poslovnom prometu, smatraju standardnim zaštitnim klauzulama. U najčešće klauzule ove vrste ulaze one koje se odnose na ugovornu kamatu i ugovornu kaznu, bankarsku garanciju, zalogu, zadržavanje prava svojine na strani prodavca, isključenje ili ograničenje odgovornosti za štetu zbog neispunjenja ili neurednog ispunjenja ugovorne obaveze.

Ugovorna kamata (*agreed interest*) i ugovorna kazna (*liquidated damages*)

Klauzule o ugovornoj kamati i ugovornoj kazni predstavljaju standardne klauzule u ugovorima poslovnog prometa. Ugovorna kamata predviđa se za *novčane* obaveze dužnika. Za razliku od zakonske zatezne kamate koju duguje svaki dužnik novčane obaveze koji padne u docnju, ugovorna kamata je naknada koja se duguje na osnovu saglasnosti volja ugovornih strana.¹⁴ Prilikom ugovaranja

¹³ Više o tome, M.Fontaine, F. de Ly, nav. delo, str.32-33.

¹⁴ S.Perović, Obligaciono pravo, Beograd, 1990, str.98-99.

kamate, potrebno je voditi računa o kamatnoj stopi čija je maksimalna visina u najvećem broju pravnih sistema zakonom imperativno određena. Ukoliko se prekorače dozvoljeni limiti, klauzula o ugovornoj kamati može biti poništena od strane suda kao zelenaška, što će dovesti i do poništaja celog ugovora ako se ustanovi da ugovor ne bi ni bio zaključen u odsustvu takve klauzule. S druge strane, ugovorna kazna se predviđa za *nenovčane* obaveze dužnika (isporuka robe, izvođenje građevinskih radova, zastupanje i sl.). Putem klauzule o ugovornoj kazni, ispunjenje nenovčane obaveze dodatno se obezbeđuje putem ugovaranja da će dužnik platiti poveriocu određeni novčani iznos ili pribaviti drugu materijalnu korist ako ne ispuni svoju obavezu ili ako zadocni sa njenim ispunjenjem. Pri tome, potrebno je naglasiti da srpski Zakon o obligacionim odnosima imperativnim propisima predviđa da ugovorna kazna *ne može* biti predviđena za novčane obaveze.¹⁵ Ovu činjenicu domaće ugovorne strane često gube iz vida, predviđajući ugovorne kazne za novčane obaveze, što za posledicu može imati poništaj klauzule o ugovornoj kazni od strane suda.

Bankarska garancija (*bank guarantee*)

Klauzula o bankarskoj garanciji je standardna klauzula obezbeđenja u ugovorima poslovnog prometa. Osnovna prednost bankarske garancije u odnosu na ostala sredstva obezbeđenja ogleda se u njenoj brznoj i efikasnijoj realizaciji s obzirom da u slučaju neizvršenja obaveze od strane dužnika, poverilac ne mora pokretati sudski spor radi aktiviranja garancije. Najpovoljnija bankarska garancija za poverioca kao korisnika garancije je безусловna garancija - "na prvi poziv", "bez prigovora" (*first demand guarantee*), s obzirom da mu omogućuje da ostvari prava iz garancije samim podnošenjem banci zahteva za isplatu, sa izjavom da dužnik nije ispunio svoju ugovornu obavezu u ugovorenom roku. U slučaju безусловne garancije, banka je dužna da korisniku izmiri obavezu bezuslovno, što znači da prema korisniku ne može isticati prigovore koje nalogodavac kao dužnik može isticati prema

njemu u odnosu na obezbeđenu obavezu.¹⁶ Istovremeno, ova vrsta bankarske garancije nosi i najveće rizike za dužnika kao nalogodavca garancije s obzirom da on, po pravilu, ne može blokirati isplatu garantnog iznosa korisniku garancije od strane banke. U slučaju neosnovane naplate garantnog iznosa od strane korisnika, dužnik kao nalogodavac garancije samo može pokrenuti spor u kome će pokušati da povрати taj iznos, ukoliko dokaže da korisnik na njega nije imao pravo.¹⁷ U ugovorima poslovnog prometa često se predviđa i garancija za dobro izvršenje posla (*guarantee for good performance*) kojom se banka obavezuje korisniku da će mu isplatiti određen novčani iznos ako dužnik iz osnovnog posla ne ispuni svoju ugovornu obavezu odnosno ako je ispuni ali ne onako kako je to ugovorom bilo predviđeno. Ako ugovorne strane žele ovu vrstu garancije kao безусловnu, potrebno je da to bude *izričito* ugovoreno i navedeno. Posebno sigurnu bankarsku garanciju predstavlja supergarancija kod koje se, pored banke koja je izdala garanciju (banka garant) pojavljuje još jedna banka koja korisniku potvrđuje obavezu iz garancije banke garanta (banka supergarant). U slučaju supergarancije, korisnik garancije svoje zahteve iz garancije može podneti bilo banci koja je izdala garanciju bilo onoj koja je garanciju potvrdila.¹⁸

Zaloga (*pledge, charge, security*)

Poverilac može obezbediti namirenje svog potraživanja iz ugovora prema dužniku konstituisanjem založnog prava. U zavisnosti od okolnosti konkretnog slučaja, on se može opredeliti za zalogu na pokretnim stvarima koje se poveriocu predaju u državinu (ručna zaloga, državinska zaloga), zalogu na pokretnim stvarima upisanim registar (registrovana, nedržavinska zaloga) ili zalogu na nepokretnosti (hipoteka). Ugovor o zalozi poverilac može zaključiti sa dužnikom iz osnovnog ugovora ili sa trećim

¹⁵ Zakon o obligacionim odnosima, čl.270.st.3.

¹⁶ Zakon o obligacionim odnosima, čl.1087.

¹⁷ Ipak, prema stavovima sudske prakse, dužnik može blokirati isplatu garantnog iznosa od strane banke putem sudske privremene mere, ako prezentira jasan dokaz prevare, zloupotrebe prava ili neosnovanog pozivanja na plaćanje od strane korisnika garancije. Više o tome, M.Vasiljević, Trgovinsko pravo, Beograd, 2006, str.338.

¹⁸ Zakon o obligacionim odnosima, čl.1085. O ostalim vrstama bankarskih garancija, v. M.Vasiljević, nav. delo, str.336-340.

licem koje je vlasnik predmeta zaloge, a koje pristaje da ga založi. Pored zaključenja punovažnog ugovora o zalozi, za nastanak založnog prava potreban je još jedan uslov. Za zalogu na pokretnim stvarima on se sastoji u predaji založene stvari ili upisu u registar, a za hipoteku – u upisu u javne knjige.¹⁹ Najpovoljniji oblik zaloge kad je reč o ugovorima poslovnog prometa predstavlja zaloga na pokretnim stvarima upisanim u registar - registrovana zaloga.²⁰ Osnovna prednost registrovane zaloge ogleda se u činjenici da predmet založnog prava (oprema, mašine, materijali i sl.) ostaje u državini dužnika, što podrazumeva mogućnost dužnika da njegovim korišćenjem, preradom ili prodajom lakše ostvari sredstva za isplatu duga poveriocu. Posebna prednost ovog oblika zaloge ogleda se u značajno bržem i efikasnijem postupku namirenja založnog poverioca, koji se obraća direktno izvršnom sudu, bez obaveze prethodnog vođenja postupka pred redovnim sudom.²¹

Klauzula o zadržavanju prava svojine (*retention of title clause*)

U ugovor o prodaji može se uneti klauzula kojom se predviđa da prodavac zadržava pravo svojine na prodatoj i predatoj stvari sve dok kupac u celosti ne isplati ugovorenu cenu.²² Aktom predaje stvari kupac ne stiče svojinu, već samo državinu na stvari, a vlasnik ostaje prodavac sve do momenta isplate cene u celosti. Ova vrsta prodaje podrazumeva da se cena ne isplaćuje istovremeno sa preuzimanjem stvari, već se isplaćuje ili u ratama ili u celini ali nakon proteka određenog vremena od predaje stvari kupcu. U trenutku kad cena bude isplaćena u celosti, pravo svojine automatski se prenosi na kupca i za taj prenos nije potrebna izjava niti bilo koji drugi akt prodavca. Najčešće se ugovorom predviđa da je kupac dužan da, do momenta prenosa prava svojine, stvar drži odvojenu od ostalih stvari koje pripadaju njemu ili trećim licima, da

je na odgovarajući način čuva, zaštiti, osigura i obeleži/označi kao svojinu prodavca. Zakon o obligacionim odnosima predviđa i pravilo da kod ove vrste prodaje rizik za slučajnu propast ili oštećenje stvari snosi kupac.²³ U slučaju stečaja kupca, ova stvar ne ulazi u stečajnu masu i vraća se prodavcu. Klauzula o zadržavanju prava svojine je efikasno sredstvo obezbeđenja prodavca s obzirom da mu daje mogućnost da, sve do prenosa prava svojine na kupca, zahteva i izdejstvuje povraćaj stvari bilo od kupca, bilo od trećeg lica kod koga se stvar nađe.

Klauzule o isključenju ili ograničenju odgovornosti – egzoneracione klauzule (*exclusion or limitation of liability clauses*)

U ugovor se može uneti klauzula kojom jedna ili obe ugovorne strane isključuju ili ograničavaju svoju odgovornost za neispunjenje ugovornih obaveza. Ovakve klauzule unose se u ugovore poslovnog prometa kao rezultat namere strana da se obezbede od rizika plaćanja visokih iznosa ne ime naknade štete. Pri tome, potrebno je imati u vidu opšta pravila obligacionog prava o ograničenju i isključenju odgovornosti.²⁴ Prema njima, odgovornost za povredu ugovora učinjenu namerno (*dolus*) ili krajnjom nepažnjom (*culpa lata*) ne može se ugovorom unapred isključiti. Sud može, na zahtev zainteresovane ugovorne strane poništiti i ugovornu klauzulu o isključenju odgovornosti za običnu nepažnju, ako je takva klauzula proizašla iz monopolskog položaja dužnika ili uopšte iz neravnopravnog odnosa ugovornih strana. Klauzula kojom se određuje najviši iznos naknade je punovažna ako tako određen iznos nije u očiglednoj nesrazmeri sa štetom. Najzad, u slučaju ograničenja visine naknade, poverilac će imati pravo na potpunu naknadu ako je nemogućnost ispunjenja obaveze prouzrokovana namerno ili krajnjom nepažnjom dužnika.²⁵

19 Više o založnom pravu, J.Perović, Međunarodno privredno pravo, Knjiga I, Beograd, 2009, str.127-169.

20 U srpskom pravnom sistemu, ovaj oblik založnog prava regulisan je Zakonom o založnom pravu na pokretnim stvarima upisanim u registar, "Sl. Glasnik Republike Srbije", 30. maj 2003, br.57.

21 V. Čl.35-50 Zakona o založnom pravu na pokretnim stvarima upisanim u registar.

22 Više, S.Perović, nav. delo, str.562-568.

23 Zakon o obligacionim odnosima, čl.541.

24 Više, J.Perović, Međunarodno privredno pravo, nav. delo, str.339 i dalje.

25 V. Zakon o obligacionim odnosima, čl.265.

RASKIDNA KLAUZULA (TERMINATION CLAUSE)

Raskid ugovora zbog neispunjenja obaveze je najčešći uzrok sporova koji proističu iz međunarodnih poslovnih ugovora. Pravo na raskid ugovora, uslovi koji predstavljaju osnov za raskid, sama realizacija raskida, njegove pravne posledice, a posebno naknada štete, ulaze u red onih pitanja koja najčešće predstavljaju samu suštinu spora.²⁶

Razlog se ogleda pre svega u činjenici što je raskid ugovora zbog neispunjenja obaveze različito regulisan u uporednom pravu. U zavisnosti od konkretnih pravila koja se na ugovor primenjuju, raskid jednog ugovora može biti osnovan i dozvoljen sa stanovišta jednog nacionalnog zakona, dok prema drugom nacionalnom zakonu ili konvenciji, taj isti raskid može biti ocenjen kao nedozvoljen, u kom slučaju će strana koja je ugovor raskinula biti obavezana na naknadu štete drugoj strani.

Pored toga, pravila zakona i relevantnih izvora uniformnog ugovornog prava sadrže samo uopštene definicije i opšta pravila o raskidu zbog neispunjenja obaveze. Najveći broj pravnih sistema pravo na raskid vezuje za značaj neispunjenja obaveze, odnosno za posledice koje su neispunjenjem prouzrokovane. U tom smislu, polazi se od principa koji u značaju neispunjenja odnosno stepenu njegove ozbiljnosti vidi osnovni kriterijum za raskid ugovora.²⁷ Osnov za raskid nije svako neispunjenje obaveze, već samo ono koje drugu stranu suštinski lišava očekivane koristi, čime se dovodi u pitanje cilj ugovora. Ocena ovog pitanja prepuštena je sudu koji u svakom konkretnom slučaju utvrđuje ispunjenost uslova za raskid, uzimajući u obzir, pre svega, nameru ugovornih strana.²⁸

Pomenuta zakonska pravila pokazuju se nedovoljno preciznim da daju odgovor na brojna pitanja koja raskid ugovora pokreće u praksi poslovnog prometa. Pomenimo samo neka od njih. Da li kratka docnja u ispunjenju obaveze daje pravo na raskid ugovora ili samo na naknadu

štete? Da li materijalni nedostaci robe ovlašćuju kupca da raskine ugovor ili on prvo mora od prodavca zahtevati otklanjanje nedostatka ili zamenu robe? Da li isporuka robe različite boje ili porekla u odnosu na ono što je ugovoreno daje pravo na raskid ugovora? Da li prodavac može odbiti da izvrši isporuku i odmah raskinuti ugovor ukoliko kupac ne otvori dokumentarni akreditiv u ugovorenom roku? Da li kupac može raskinuti ugovor ako roba nije pakovana na ugovoren način? Da li se ugovor može raskinuti odmah ili se drugoj strani mora ostaviti naknadni rok za ispunjenje? Da li se o raskidu ugovora druga strana mora obavestiti ili se ugovor raskida automatski, samom činjenicom neispunjenja obaveze? Koje su pravne posledice raskida ugovora, koji su kriterijumi za određenje visine naknade štete i da li raskid deluje samo za ubuduće (strane se oslobađaju obaveza koje su ispunile, svaka strana zadržava ono što je po osnovu ugovora primila) ili ima retroaktivno dejstvo (svaka strana vraća ono što je po osnovu ugovora primila)? Ova i slična pitanja su, sa stanovišta pravila o raskidu ugovora, izuzetno delikatna i predstavljaju najčešće izvore sporova u međunarodnom poslovnom prometu upravo zbog toga što nisu dovoljno precizno regulisana ni zakonom ni samim ugovorom.

Iz tih razloga, a u cilju izbegavanja spornih situacija i izlaganja riziku neosnovanog raskida ugovora, potrebno je u ugovor uneti raskidnu klauzulu kojom ugovorne strane, saglasnošću svojih volja, na precizan, jasan i nedvosmislen način utvrđuju sva pravila relevantna za eventualan raskid ugovora. Raskidnom klauzulom potrebno je: odrediti šta se u konkretnom slučaju podrazumeva pod neispunjenjem ugovorne obaveze; precizirati slučajeve neispunjenja koji daju pravo na raskid ugovora; precizno definisati slučajeve neispunjenja u kojima je strana pogođena neispunjenjem dužna drugoj strani ostaviti naknadni rok za ispunjenje (i dužinu tog roka), kao i slučajeve neispunjenja koji daju pravo na momentalni raskid ugovora, bez ostavljanja naknadnog roka; predvideti obavezu obaveštenja druge strane o raskidu, rok u kome se obaveštenja mora uputiti, kao i formu obaveštenja (preporučljivo je da ono bude učinjeno bez odlaganja, pismenim putem); predvideti pravne posledice raskida.

26 Više, J.Perović, *Bitna povreda ugovora - Međunarodna prodaja robe*, Beograd, 2004.

27 Detaljna analiza ovih pravila u uporednom pravu, J.Perović, *La convention essentielle au contrat comme fondement à la résolution des contrats dans les codifications de droit uniforme*, *Revue de droit international et de droit comparé*, Bruylant, Bruxelles, 2008/2-3, p.272-307

28 U srpskom pravnom sistemu raskid ugovora zbog neispunjenja obaveze regulisan je Zakonom o obligacionim odnosima, čl.124-132.

RASKID ILI IZMENA UGOVORA ZBOG PROMENJENIH OKOLNOSTI (HARDSHIP CLAUSE)

Klauzula kojom se predviđa mogućnost raskida ili izmene ugovora zbog promenjenih okolnosti u uporednom pravu se tradicionalno označava kao klauzula *rebus sic stantibus*, dok je u modernim izvorima ugovornog prava i međunarodnoj poslovnoj praksi, za označenje ovog instituta u širokoj upotrebi engleski termin *hardship clause*.²⁹ O značaju i učestalosti ove klauzule u ugovorima međunarodnog poslovnog prometa govori i činjenica da je Međunarodna trgovinska komora u Parizu (ICC) izradila model *hardship clause* koji ugovorne strane mogu uzeti u obzir prilikom zaključenja ugovora.³⁰

Prilikom zaključenja ugovora, ugovorne strane svoje obaveze predviđaju imajući u vidu postojeće stanje stvari, kao i okolnosti koje treba nastupe po redovnom, uobičajenom toku, odnosno one okolnosti čije se nastupanje objektivno može predvideti. Ipak, u praksi se dešava, posebno u uslovima ekonomske nestabilnosti, da se okolnosti od značaja za ispunjenje ugovornih obaveza značajno izmene u periodu nakon zaključenja ugovora, čime ispunjenje ugovorne obaveze za stranu pogođenu ovim promenama postaje znatno otežano. Promenjene okolnosti po svojoj prirodi mogu biti različite. One mogu biti faktičkog karaktera: prirodni događaji, elementarne nepogode, i sl; političkog karaktera: rat, sanckije, embargo, demonstracije, štrajkovi, i sl; ekonomskog karaktera: nagli pad odnosno skok cena, inflacija i sl; administrativnog karaktera: izmene poreskih stopa, carinskih dažbina, ograničenja odnosno zabrana uvoza, izvoza ili korišćenja određene robe, i sl.³¹ U svim ovim slučajevima, suštinski se menja ravnoteža između obaveza ugovornih strana, bilo zato što je trošak ispunjenja obaveze jedne strane porastao ili zato što je vrednost koju prima druga strana umanjena.

U takvim i sličnim situacijama, postavlja se pitanje može li strana pogođena promenjenim okolnostima

zahtevati raskid ili izmenu ugovora ili se pak, u skladu sa doslovnim značenjem principa *pacta sunt servanda*, ugovor mora izvršiti takav kakav je, bez obzira na naknadno promenjene okolnosti. U odgovoru na ovo pitanje, srpski Zakon o obligacionim odnosima daje pozitivan odgovor, predviđajući uslove koji moraju biti ispunjeni da bi se ostvarilo pravo na raskid ugovora.³² Ti uslovi odnose se na: nepredvidljivost okolnosti, uticaj promenjenih okolnosti na ispunjenje obaveze i vreme nastupanja promenjenih okolnosti.

Nepredvidljivost okolnosti. Raskid ugovora ne može se zahtevati ako je strana koja se poziva na promenjene okolnosti bila dužna da u vreme zaključenja ugovora uzme u obzir te okolnosti ili ih je mogla izbeći ili savladati.

Uticaj promenjenih okolnosti na ispunjenje obaveze. Da bi promenjene okolnosti u iznetom smislu predstavljale osnov za raskid ili izmenu ugovora, nije dovoljno da one objektivno nastupe, već je neophodno da one *utiču na konkretan ugovor* u smislu da otežavaju ispunjenje obaveze jednoj ugovornoj strani odnosno da se zbog njih svrha ugovora ne može ostvariti. Drugim rečima, potrebno je da su promenjene okolnosti *de facto* takve da prouzrokuju značajne ekonomske posledice za jednu ugovornu stranu, čime se ona dovodi u očigledno neravnopravan položaj u odnosu na drugu stranu. Uticaj promenjenih okolnosti na ispunjenje ugovorne obaveze treba da je takav da one samo *otežavaju* ispunjenje obaveze jednoj ugovornoj strani, pri čemu to ispunjenje nije u potpunosti onemogućeno.

Vreme nastupanja promenjenih okolnosti. Da bi predstavljale osnov za raskid ili izmenu ugovora, promenjene okolnosti moraju nastupiti nakon zaključenja ugovora, a pre isteka roka predviđenog za ispunjenje obaveze, u skladu sa opštim pravilom da dužnik snosi sve posledice koje proističu iz njegove doznje.

U pravnim sistemima koji dozvoljavaju raskid ugovora zbog promenjenih okolnosti, prihvaćen je *sudski* sistem raskida ugovora, što znači da se ugovor po ovom osnovu ne može raskinuti vansudskim putem. U slučaju promenjenih okolnosti, oštećena strana dužna je da o tome obavesti drugu stranu čim je saznala da su takve okolnosti

29 Više o rešenjima uporednog prava u pogledu ovog pitanja, O.Lando, H.Beale, Principles of European Contract Law, Kluwer Law International, 2000, str.327 i dalje; M.Fontaine, F. De Ly, Droit des contrats internationaux, Bruylant, 2003, str.487 i dalje.

30 Više, H.Beale, A.Hartkamp, H.Kötz, D.Tallon, Cases, Materials and Text on Contract law, Hart Publishing, 2002, str.653 i dalje

31 Više, S.Perović, nav. delo, str.421-434.

32 Zakon o obligacionim odnosima, čl.133-136.

nastupile, a u suprotnom odgovara za štetu koju je druga strana pretrpela zbog toga što joj zahtev nije bio na vreme upućen. Oštećena strana može zahtevati pregovore sa drugom stranom. Ukoliko ne postignu sporazum u razumnom roku, svaka strana se može obratiti sudu. Najzad, ako sud oceni da postoje promenjene okolnosti, može, ukoliko je to razumno, da raskine ugovor ili da ga izmeni u pravcu ponovnog uspostavljanja ravnoteže između ispunjenja obaveza ugovornih strana.³³ Prema Zakonu o obligacionim odnosima, ugovorne strane se mogu ugovorom unapred odreći od pozivanja na promenjene okolnosti, osim ako je to u suprotnosti sa načelom savesnosti i poštenja.

Mogućnost raskida ili izmene ugovora zbog promenjenih okolnosti u srpskom pravnom sistemu predviđena je Zakonom o obligacionim odnosima, te ukoliko se na ugovor primenjuje ovaj Zakon, raskid ili izmena ugovora po ovom osnovu mogući su i onda kad u ugovor nije uneta posebna klauzula o promenjenim okolnostima. Ipak, u mnogim drugim pravnim sistemima, ovakva mogućnost zakonom nije predviđena, te je u odsustvu odgovarajuće ugovorne klauzule, *nemoguće* pozivati se na promenjene okolnosti. Na taj način, oštećena ugovorna strana ostaje vezana ugovorom, bez mogućnosti njegove modifikacije ili raskida, čime se dovodi u neravnopravan položaj i izlaže gubicima koji, posebno u dugoročnim ugovorima velike vrednosti i uslovima globalne ekonomske krize, mogu biti enormni.

Iz tih razloga, u cilju izbegavanja rizika u ugovorima međunarodnog karaktera, preporučljivo je da strane ugovorom precizno formulišu sva pitanja vezana za izmenu ili raskid ugovora u slučaju nastupanja promenjenih okolnosti, a pre svega ona koja se odnose na pregovore u pogledu izmene ugovora, rokove obaveštenja o promenjenim okolnostima, posledice propuštanja obaveštenja, kao i davanje ovlašćenja sudu odnosno arbitraži da ugovor pravično izmeni ili raskine u slučaju da strane ne postignu sporazum o tome.

VIŠA SILA (FORCE MAJEURE)

U uporednom pravu široko je prihvaćeno pravilo prema kome se ugovorna strana oslobodila odgovornosti ako dokaže da je neispunjenje ugovorne obaveze postalo nemoguće usled događaja koji je izvan njene kontrole i za koji se razumno nije moglo očekivati da bude uzet u obzir u vreme zaključenja ugovora, odnosno da takav događaj ili njegove posledice nije mogla izbeći ili savladati - viša sila (*force majeure*). Strana koja se poziva na višu silu mora dokazati okolnosti koje isključuju njenu odgovornost. To znači da mora dokazati:

a) da je nemogućnost ispunjenja posledica spoljnog događaja za koji ne odgovara i koji je u potpunosti izvan njene kontrole i uticaja. Okolnosti koje uzrokuju nemogućnost ispunjenja mogu biti različite: zemljotres, poplava, požar, rat, industrijski/generalni štrajk u zemlji, propis kojim se uvodi zabrana prodaje, uvoza ili izvoza robe koja je predmet konkretnog ugovora, i sl;

b) da je u pitanju naknadna, potpuna i objektivna nemogućnost ispunjenja obaveze. Do nemogućnosti ispunjenja mora doći *naknadno*, nakon zaključenja ugovora s obzirom da nemogućnost koja postoji već u momentu zaključenja ugovora (prvobitna, inicijalna nemogućnost) sprečava punovažan nastanak ugovora. Nemogućnost mora biti *potpuna* tj. mora u celini onemogućiti ispunjenje ugovorne obaveze. Nemogućnost mora biti *objektivna* što znači da nije dovoljno da sam ugovornik ne može ispuniti obavezu na primer usled nedostatka sposobnosti, vremena, finansijskih sredstava i sl, već se mora raditi o obavezi koju je objektivno nemoguće ispuniti. Drugim rečima, nemogućnost mora biti objektivna odnosno apsolutna, a ne subjektivna odnosno lična;

c) da je nemogućnost nastupila u okviru roka za ispunjenje ugovorne obaveze tj. pre pada u docnju strane pogođene nemogućnošću. U suprotnom, ukoliko nemogućnost nastupi pošto strana padne u docnju, ona odgovara za štetu drugoj strani i ako tu nemogućnost nije skrivila.

U srpskom pravnom sistemu, pravila o nemogućnosti ispunjenja predviđena su Zakonom o obligacionim odnosima. Prema njima, kad je ispunjenje obaveze jedne

³³ Vidi UNIDROIT Principe međunarodnih trgovinskih ugovora, čl. 6.2.3 i Principe evropskog ugovornog prava, čl.6.111.

strane u dvostrano obaveznom ugovoru postalo nemoguće zbog događaja za koji nije odgovorna ni jedna ni druga strana, gasi se i obaveza druge strane, a ako je ova nešto ispunila od svoje obaveze, može zahtevati vraćanje po pravilima o vraćanju stečenog bez osnova.³⁴ Slična pravila sadrže i drugi zakoni u uporednom pravu koji regulišu oblast ugovornih odnosa. Ipak, reč je o pravilima dispozitivnog karaktera, što znači da ugovorne strane ovo pitanje mogu drukčije urediti, unošenjem odgovarajuće klauzule u ugovor.

Klauzule kojima se uređuju odnosi ugovornih strana u slučaju nastupanja nemogućnosti ispunjenja predstavljaju ne samo česte, već standardne klauzule u ugovorima međunarodnog poslovnog prometa. Naime, u praksi se pokazalo da su relevantna zakonska pravila u velikoj meri uopštena i da kao takva ne sadrže odgovor na čitav niz pitanja koja se pokreću u ovakvim slučajevima. Iz tih razloga, precizno uređenje ugovornih odnosa u slučaju više sile u samom ugovoru pokazuje od je izuzetnog značaja kad je reč o izbegavanju rizika nemogućnosti ispunjenja ugovorne obaveze.

U klauzulama o višoj sili ugovorne strane predviđaju različite modalitete postupanja u slučaju da ispunjenje ugovorne obaveze postane nemoguće usled događaja za koji nijedna strana ne odgovara. Tako na primer, u ugovorima se često precizira koji se događaji u konkretnom slučaju imaju smatrati višom silom, momenat od koga se strana pogođena višom silom osloboda ispunjenja ugovorne obaveze, rokovi u kojima je strana pogođena višom silom dužna o tome obavestiti drugu stranu, kao i pravne posledice propuštanja tog obaveštenja. Nadalje, u klauzulama o višoj sili po pravilu se predviđa da, ukoliko je nemogućnost ispunjenja privremenog karaktera, oslobođenje od ispunjenja obaveze važi samo do prestanka okolnosti koje su uzrokovale nemogućnost ispunjenja, kao i naknadni rokovi za ispunjenje obaveze u takvom slučaju. U okviru klauzule o višoj sili mogu se precizirati i pravne posledice prestanka ugovora usled nemogućnosti ispunjenja, tj. da li taj prestanak ima retroaktivno dejstvo (kad dolazi do povraćaja u pređašnje stanje i svaka strana vraća ono što je prethodno po osnovu ugovora primil) ili pak, taj pre-

stanak deluje samo za ubuduće. Najzad, ugovorne strane mogu se opredeliti i za potpuno suprotan pristup ovom pitanju i ugovorom isključiti oslobođenje od odgovornosti u slučaju više sile. Ipak, ispunjenje ovakve ugovorne odredbe ne može se zahtevati ako bi to bilo u suprotnosti sa nečelom savesnosti i poštenja.³⁵

IZBOR MERODAVNOG PRAVA I JURISDIKCIJE (CHOICE OF LAW AND JURISDICTION)

Klauzule o izboru prava koje će se primeniti na ugovor (merodavno pravo) i izboru jurisdikcije za slučaj spora mogu imati odlučujuću ulogu za uspeh u sporu proisteklom iz međunarodnog poslovnog ugovora.

Razlike u rešenjima nacionalnih pravnih sistema u oblasti ugovornog prava, rešenja relevantnih međunarodnih konvencija i izvora uniformnog ugovornog prava uopšte, a posebno fundamentalne razlike koje postoje između evropsko-kontinentalnog (*civil law*) i anglosaksonskog (*common law*) pravnog sistema mogu dovesti do suštinski različitog ishoda jednog istog spora, u zavisnosti od prava koje se u konkretnom slučaju primenjuje. Pravilnim izborom merodavnog prava postiže se izvesnost u pogledu pravnog režima kome je ugovor podvrgnut, a to znači: mogućnost preciznog formulisanja ugovornih prava i obaveza, tako da ugovor predstavlja adekvatan izraz zajedničke namere ugovornih strana; poznavanje pravila relevantnih za konkretan ugovor, a pre svega onih koja se odnose na punovažnost ugovora, zaključenje ugovora, tumačenje ugovora, ispunjenje ugovornih obaveza, povredu ugovora, raskid ugovora i naknadu štete; sigurniju procenu izgleda za uspeh u eventualnom sporu, kao i poznavanje pravila, argumenata i činjenica na koje se treba pozivati u slučaju spora.

Putem klauzule o izboru merodavnog prava (*electio iuris* klauzula), ugovorne strane su slobodne da saglasnošću svojih volja odrede pravo koje će se primeniti na njihov ugovor. Pri tome, one imaju na raspolaganju više opcija. One kao merodavno pravo mogu predvideti: a) pravo zemlje jedne ugovorne strane; b) pravo zemlje druge ugovorne strane; c) pravo neke treće zemlje; d) međuna-

³⁴ Zakon o obligacionim odnosima, čl.137.

³⁵ Više, S.Perović, Obligaciono pravo, Beograd, 1990, str.521 i dalje.

rodnu konvenciju ili drugi izvor uniformnog ugovornog prava za čiju su primenu ispunjeni uslovi; e) opšte principe prava, autonomno pravo međunarodne trgovine (*lex mercatoria*) i sl. Za ugovorne strane iz Srbije koje zaključuju međunarodni poslovni ugovor, imajući u vidu da ugovorne strane iz inostranstva najčešće ne prihvataju primenu srpskog prava, optimalno rešenje ogleda se u izboru švajcarskog prava tj. švajcarskog Zakonika o obligacijama. Reč o pravu koje sadrži moderna, jednostavna i fleksibilna rešenja u oblasti ugovornog prava i, što je posebno značajno, koje je najbliže srpskom obligacionom pravu.³⁶

Pored izbora merodavnog prava, ugovorne strane najčešće predviđaju i forum nadležan za rešavanje spora odnosno sporova koji eventualno proisteknu iz njihovog ugovora – klauzula o jurisdikciji. Klauzulom o jurisdikciji može se ugovoriti: određeni državni sud, određena institucionalna arbitraža ili ad hoc (povremena) arbitraža. Kad je reč o sporovima koji proističu iz međunarodnih poslovnih odnosa, optimalno rešenje je arbitraža zbog prilagodjenosti potrebama međunarodnog poslovnog prometa i brojnih prednosti kojima se odlikuje u odnosu na državni sud.³⁷ U osnovne prednosti arbitraže ulaze: mogućnost izbora arbitara od strane ugovornih strana, mogućnost izbora mesta arbitraže, pravila postupka i jezika postupka, nepristrasnost i nezavisnost arbitara, visoko stručno i profesionalno suđenje, efikasniji, brži i manje formalan postupak u odnosu na postupak pred državnim sudom, nejavnost postupka, nemogućnost ulaganja žalbe na arbitražnu odluku, činjenica da arbitražna odluka ima snagu pravosnažne presude državnog suda, te kao takva mora biti izvršena. Na ugovornim stranama je da u konkretnom slučaju optiraju bilo za određenu institucionalnu arbitražu koja postoji u okviru određene trgovinske/privredne komore ili druge profesionalne asocijacije, bilo za ad hoc arbitražu koja se formira radi rešavanja jednog konkretnog spora, nakon čega prestaje da postoji. Pri tome, izuzetno je važno da arbitražna klauzula bude formulisana jasno, precizno i nedvosmisleno, kako ne bi dolazilo do tzv. patoloških arbitražnih klauzula koje otvaraju brojne dileme i sporna pita-

nja u pogledu nadležnosti arbitraže. Iz tih razloga, ako se strane opredele za institucionalnu arbitražu, optimalno rešenje je da u ugovor unesu model arbitražne klauzule koji svaka institucionalna arbitraža izrađuje i objavljuje. S druge strane, ukoliko strane optiraju za ad hoc arbitražu, potrebno je da arbitražnom klauzulom preciziraju: da je reč o ad hoc (povremenoj) arbitraži, pravila prema kojima će se voditi arbitražni postupak, broj arbitara, način njihovog imenovanja, mesto arbitraže i jezik na kome će se postupak voditi.

ZAKLJUČAK

Analiza načina izbegavanja rizika u međunarodnim poslovnim ugovorima u ovom radu učinjena je u težnji sumiranja najčešćih opasnosti koje prete uspešnom izvršenju ugovora u međunarodnoj poslovnoj praksi i ukazivanja na moguće puteve njihovog otklanjanja. Ipak, univerzalne formule za obezbeđenje izvršenja ugovora nema. Kvalitet jednog ugovora može biti ocenjen tek pošto uspešno prevaziđe zamke praktičnog života, a u slučaju spora i kritičku optiku sudske odnosno arbitražne prakse. Dejstva ugovora međutim, moraju se posmatrati u kontekstu sveukupnih pravnih, ekonomskih i socijalnih činilaca u čije je okvire smeštena njegova egzistencija i koji u najvećoj meri determinišu njegovu sudbinu.

Literatura:

1. August R., *International Business Law. Text, Cases and Readings*, Pearson Education International, 2004;
2. Beale H., Hartkamp A, Kötz H, Tallon D, *Cases, Materials and Text on Contract law*, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2002;
3. Cooter R., Ulen T., *Law and Economics*, Pearson Addison Wesley, 2003;
4. Fontaine M., De Ly F., *Droit des contrats internationaux, Analyse et rédaction de clauses*, Bruxelles, Bruylant, 2003;
5. Lando O., Beale H., *Principles of European Contract Law*, Kluwer Law International, The Hague/London/Boston, 2000;
6. Marsh P.D.V., *Comparative Contract Law England, France, Germany*, Gower, 1996;
7. Perović J., *Bitna povreda ugovora - Međunarodna prodaja robe*, Beograd, 2004;

³⁶ Srpski Zakon o obligacionim odnosima preuzeo je brojna rešenja švajcarskog Zakonika.

³⁷ V.J:Perović, *Ugovor o međunarodnoj trgovinskoj arbitraži*, Beograd, 2002.

8. Perović J., *La contravention essentielle au contrat comme fondement à la résolution des contrats dans les codifications de droit uniforme*, *Revue de droit international et de droit comparé*, Bruylant, Bruxelles, 2008/2-3, str.272-307 ;
9. Perović J., *Pregovori za zaključenje ugovora u međunarodnom poslovnom prometu*, *Pravo i privreda* br.5-8/2008, Beograd, str.505-521;
10. Perović J., *Međunarodno privredno pravo*, *Knjiga I*, Beograd, 2009;
11. Perović S., *Obligaciono pravo*, Beograd, 1990;
12. Richards P., *Law of Contract*, *Financial Times Pitman Publishing*, 1999;
13. Terré F., Simler Ph, Lequette Y., *Droit civil Les obligations*, Paris, 1996;
14. Treitel G.H., *An Outline of Law of Contract*, Butterworths, London, Dublin, Edinburgh, 1995;
15. Vasiljević M., *Trgovinsko pravo*, Beograd, 2006;
16. Willes J.H., Willes J.A., *International Business Law. Environments and Transactions*, Mc Grow – Hill, International Edition, 2005.



Jelena Perović

vanredni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu. Predaje na predmetima: Međunarodno privredno pravo (osnovne studije); Međunarodni poslovni ugovori (master studije); Pravo Evropske unije (master studije). Profesor Perović je bila rukovodilac radnih grupa za izradu većeg broja zakona iz oblasti ekonomije i privrede Republike Srbije počev od 2001. godine. Podpredsednik je Komisije za Pravo međunarodne prodaje Međunarodne Unije Advokata u Parizu. Član je ekspertskeg tima UN/WTO/ITC u Ženevi za poslovne ugovore, u kom svojstvu je izradila model ugovora o međunarodnoj prodaji za kompanije celog sveta. Stalni je saradnik *Revue de droit international et de droit comparé* Univerziteta Louvain u Belgiji. Urednik je sekcije *Privredni ugovori* u časopisu *Pravni život* Kopaoničke škole prirodnog prava. Arbitar je u sporovima Arbitražnog suda Međunarodne trgovačke komore u Parizu (ICC) i Stalnog Izbranog suda pri Privrednoj komori Srbije. Rukovodilac je i učesnik međunarodnih projekata EBRD, WB, GTZ, UNCITRAL-a i drugih. Profesor Perović autor je knjiga: *Međunarodno privredno pravo*, Beograd, 2009 (2. izdanje); *Bitna povreda ugovora – Međunarodna prodaja robe*, Beograd, 2004; *Komentar Zakona o finansijskom lizingu*, Beograd, 2003; *Ugovor o međunarodnoj trgovinskoj arbitraži*, Beograd, 2002; *La convention d'arbitrage en droit commercial international*, Beograd, 2000. U renomiranim domaćim i međunarodnim pravnim časopisima objavila je preko 40 članaka, prvenstveno u oblastima obligacionog prava, međunarodnih ugovora i međunarodne trgovinske arbitraže.

ORIGINALNI NAUČNI RAD

UDK: 338.1(497.11)

Rad primljen 27. 08. 2009.

VPS SRBIJE U KONTEKSTU TRANZICIJE I EKONOMSKE KRIZE

BES OF SERBIA IN TRANSITION AND ECONOMIC CRISIS CONTEXT

Edvard Jakopin

Republički zavod za razvoj

Mirjana Knežević

Ekonomski fakultet, Univerzitet u Kragujevcu

*»Svedoci smo razvoja u kome privredni sistem pre-
staje da nameće zakone društvu,
a primat društva nad tim sistemom je osiguran«
K Polanji (Velika transformacija, 2003, str 241).*

Apstrakt

Privredni sistem Srbije se nalazi u tranzicionom vrtlogu pod snažnim dejstvom svetske recesije. Koreni strukturne neusklađenosti privrednog sistema su višestruki i duboki. Višedecenijski kolektivistički uređen sistem državne intervencionističke stihije, stvorio je privredni nesklad, privredni sistem bio je u neskladu sa tržištem, nije bio sposoban da reaguje na tržišne signale. Tranzicija i svetska ekonomska kriza samo su ogolili strukturni problem privrede Srbije. Refleksija tranzicione privredne recesije ogleda se u snažnim socijalnim i makroekonomskim rizicima.

Veliki privredni sistemi (VPS) predstavljaju kičmu svake ekonomije. Nosiocce privrednog razvoja Srbije predstavljaju 150 preduzeća koja su u poslednje tri godine bila među 100 najuspešnijih. Prioritetni zadaci podizanja konkurentnosti korporativnog sektora Srbije predstavljaju intenziviranje reformskih procesa u funkciji stvaranja nove privredne strukture, regulacija javnog sektora i unapređenje korporativnog upravljanja VPS.

Ključne reči: *Veliki privredni sistemi, Tranzicioni efekti, Strukturne promene, Svetska ekonomska kriza, Korporativna društvena odgovornost.*

Abstrakt

The economic system of Serbia is undergoing a turbulent transition and is heavily affected by global recession. Reasons for structural non-adjustment of the economic system are many and they are deeply rooted. The system of government intervention blind forces that had existed for several decades and had been organized in a collectivistic manner created an economic discord - the industrial system was in discord with the market, failing to react to market signals. Transition and the world economic crisis have only brought to light the structural problem of Serbian industry. Transition economic recession is mirrored in major social and macroeconomic risks.

Large economic systems (LES) form the backbone of any economy. 150 enterprises that over the past three years have been among the 100 most successful ones are mainstays of economic development of Serbia. Priority tasks to be dealt with for the purpose of boosting competitiveness of the corporate sector of Serbia are intensification of reform processes which produce a new economic structure, regulation of the public sector, and promotion of corporate management of LES.

Key words: *Large economic systems, Transitional effects, Structural changes, Global economic crisis, Corporate social responsibility.*

UVOD

Transformacija privrednog sistema Srbije nije završena. Iz razvojnog ugla, nakon 10 ekonomski izgubljenih godina biće potrebno više od 10 godina da se saniraju posledice ekonomske distorzije i privrednog sunovrata i dostigne ekonomski zaostatak iz 90-tih. Da paradoks bude veći, umesto proklamovanog tranzicionog cilja: postepeno izmeštanje države iz privrede (usmerenje samo na regulatornu i umerenu intervencionu funkciju), država se, pod uticajem Svetske ekonomske krize, vraća na velika vrata i u ulozu glavnog regulatora tržišta upravlja modalitetima izlaska iz krize.

Privredni sistem Srbije opterećen je strukturnim neskladima, zaostalom tehnologijom, visokim troškovima proizvodnje, socijalnom funkcijom, neefikasnošću, ekološkim zahtevima, ali, pre svega, niskim nivoom investicija i malim izvozom, što u uslovima najteže Svetske recesije posle Velike Depresije 30-tih, ima posebnu težinu.

Najveći negativan efekat krize je usporavanje restrukturiranja privrede i smanjenje investicija. Brz privredni rast zahteva velika investiciona ulaganja. Investicije moraju da iznose 25-30% BDP godišnje čime bi se intenzivirao tehnološki progres (*Verdoomov zakon: Što je brži rast rast brži je tehnološki progres*) i ubrzao privredni rast. Ključnu ulogu u svim ekonomijama imaju veliki privredni sistemi, oni su nosioci razvoja nacionalne privrede.

Rad, na primeru tranzicije srpske privrede, istražuje strukturne promene privrednog sistema, kroz analizu transformacije velikih privrednih sistema (VPS) i njihovog uticaja na ukupna makroekonomska kretanja.

TRANZICIONI KONTEKST

Transformacija privrednog i društvenog sistema u Srbiji traje punih osam godina. Razvojno posmatrano, za proteklih osam tranzicionih godina završena je najteža faza tranzicije, ali, posledice decenije ekonomske distorzije i privrednog sunovrata još uvek se saniraju, ekonomski zaostatak iz 90-tih nije prevaziđen. Najteži problem su nezavršene strukturne promene u privredi, koji dometi Svetske ekonomske krize dodatno usložnjavaju.

Tabela 1: Razvojna pozicija Srbije prema EU

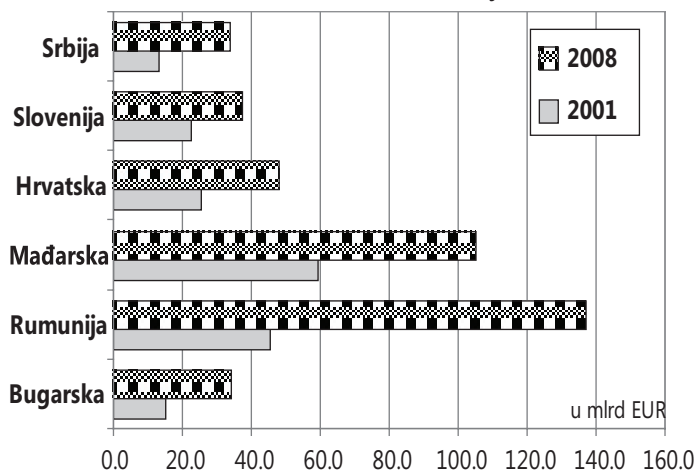
Ključni Lisabonski strukturni indikatori	Indeks nivoa (EU-27=100)	
	2006	2007
• BDP po kupovnoj moći (hilj. PPS)	33,3	34,0
• Produktivnost po zaposlenom (BDP po kupovnoj moći, hilj. PPS)	54,3	58,0
• Stopa zaposlenosti (%)	77,5	83,3
• Troškovi istraživanja i razvoja (% BDP)	27,8	27,8
• Komparativni nivo indeksa cena	40,8	46,6
• Stopa investicija (% BDV)	95,2	109,8
• Energetska intenzivnost privrede	-	480,0

Izvor: Republički zavod za razvoj (RZR)

Povećanje životnog standarda u periodu 2001-2008. rezultat je dinamičnog rasta zarada i penzija. Međutim, iako su zarade uvećane za oko četiri puta (neto zarade u proseku u 2008. iznosile su oko 400 EUR), Srbija pripada grupi zemalja sa najnižim životnim standardom u Evropi. To potvrđuje i analiza pariteta kupovne moći stanovništva: indeks BDP po glavi stanovnika prema paritetima kupovne moći (EU-27=100) iznosi 34, što je na trećini proseka EU, odnosno, **kupovna moć stanovništva Srbije je tri puta niža od prosečne u EU.**

Sprovedene reforme – restrukturiranje i privatizacija preduzeća i banaka, institucionalne promene i poboljšanje uslova poslovanja, omogućile su rast investicija uz priliv stranih direktnih investicija i rezultirale su ubrzanim rastom privrednih aktivnosti (5,4% prosečna stopa rasta BDP 2001-2008). Srbija je u tranzicionom periodu za 53% uvećala obim ekonomije, ali još uvek nije dostigla nivo iz 1990. (oko 80%).

Grafikon 1: Privredni rast – kretanje BDP



Izvor: Eurostat, nacionalne statistike, RZR.

EKONOMIKA PREDUZEĆA

Zbog zakasnele tranzicije Srbija zaostaje u razvoju za drugim tranzicionim zemljama članicama EU i kandidatima. Tranzicioni model razvoja ovih zemalja u velikoj meri se bazirao na značajnim sredstvima EU fondova i stranim direktnim investicijama. Bugarska, sa približno istim brojem stanovnika, ima približno isti BDP kao Srbija, ali su druge tranzicione zemlje ostvarile značajniji rast. Mađarska sa 35% više stanovnika ostvaruje tri puta veći BDP od Srbije, Rumunija sa tri puta više stanovnika četiri puta, Hrvatska sa 40% manje stanovnika ima oko 40%, a Slovenija sa 3,7 puta manje stanovnika oko 10% veći BDP.

Srbija sa BDP po stanovniku od 4.500 EUR je četiri puta manje razvijena od Slovenije koja se od svih tranzicionih zemalja najviše približila razvijenim zemljama EU (prosek EU-15 je 29.200 EUR).

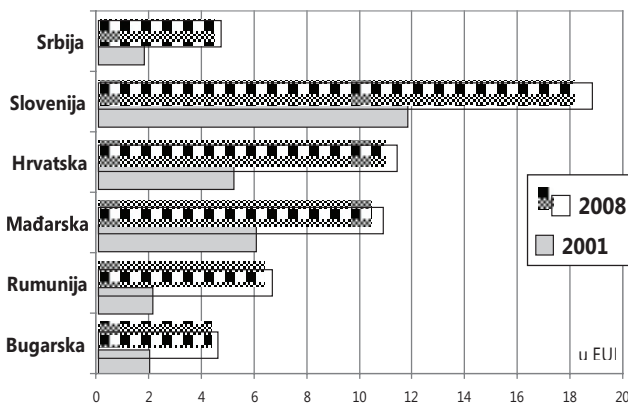
Industrija Srbije, zbog decenije devastiranosti, tek je na polovini zaostatka iz 90-tih. Tranzicioni kumulativni rast prerađivačke industrije 2001-2008. od 16% je među najnižim u poređenju sa ostalim tranzicionim ekonomi-

jama (Poljska 84%, Bugarska 76%, Slovačka 61%, Rumunija 41%, BiH 81%, Mađarska 55%, Hrvatska 40%).

Održivost makroekonomskog modela i njegovih osnovnih varijabli: izvoza (neophodan prosečan godišnji rast 20%) i SDI (minimum 2 mlrd \$), isključivo zavisi od prerađivačke industrije, jer njenih 16% u BDP (u Češkoj je 27%, Hrvatskoj 25%, Mađarskoj 23%, Sloveniji 24%, Slovačkoj 22%, Makedoniji 19%) doprinosi sa 95% ukupnom izvozu.

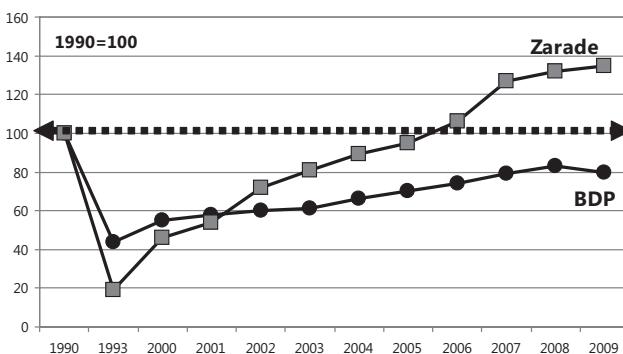
Tranzicioni rast se, pre svega, bazirao na domaćoj agregatnoj tražnji (izvozna tražnja je zbog strukture privrede i nekonkurentnosti četiri puta niža), odnosno, na stranim kreditnim sredstvima. Tražnja stanovništva je bila najveći generator rasta (rast prometa, zarada, penzija, kredita, uvoza). Na rast BDP pozitivno su delovale i realizovane investicije i strukturne reforme. Zarade su rasle brže od produktivnosti rada u 2006. i 2007., što je uticalo na pogoršanje konkurentnosti privrede, ali je u 2008. rast zarada (3,9%) ispod rasta produktivnosti rada (5,6%), što je prvi put od 2000. godine.

Grafikon 2: BDP po stanovniku

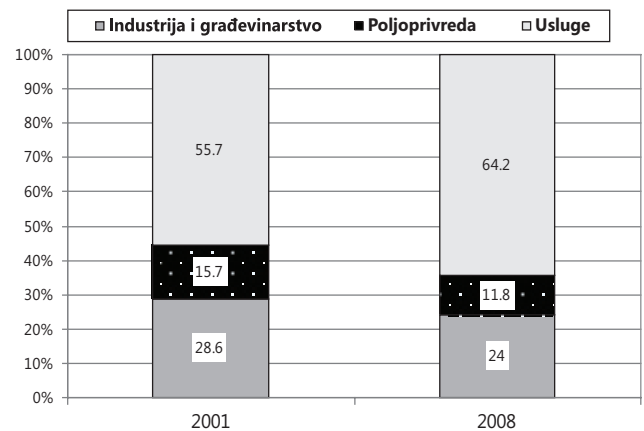


Izvor: Eurostat, nacionalne statistike, RZR.

Grafikon 3: Tranzicioni rast BDP i zarada

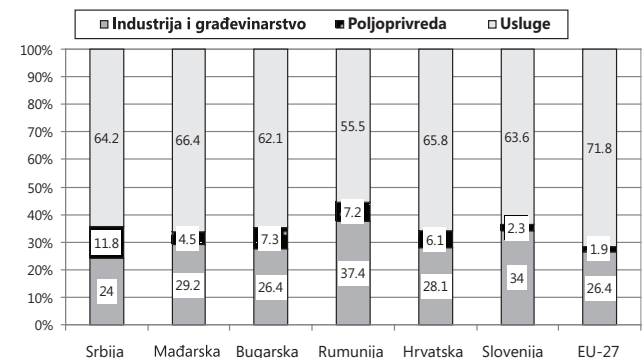


Grafikon 4. Strukturne promene – učešće u BDV



Izvor: Eurostat, nacionalne statistike, RZR.

Grafikon 5. Komparativna analiza privredne strukture



Strukturne promene u privredi

Privreda Srbije je u proteklih osam godina tranzicije ostvarila prosečnu stopu rasta bruto domaćeg proizvoda od 5,4%. Sektor usluga je najviše doprineo rastu BDP-a i povećao svoje učešće sa 55,7% u 2001. na 64,2% u 2008. Struktura bruto dodate vrednosti privrede Srbije se razlikuje od strukture privreda zemalja u okruženju. Znatno veće je učešće sektora poljoprivrede, a manje učešće sektora industrije predstavljaju osnovne razlike u strukturi BDV u odnosu na zemlje iz okruženja.

Period 2001-2008. karakteriše konstantan rast privredne aktivnosti. Najveći dinamični rast je ostvario sektor usluga, a u okviru njega telekomunikacije, trgovina na veliko i malo i sektor finansijskih usluga. Učešće sektora usluga u BDV privrede Srbije (oko 65%) još uvek je na nešto nižem nivou u odnosu na EU27 (oko 72%). Industrija pokazuje tendenciju smanjenja učešća sa 24,8% u 2001. na 20,4% u 2008. Građevinarstvo, konstantno ostvaruje skoro dvostruko niže učešće u BDV u odnosu na EU i zemlje u okruženju, dok je, učešće poljoprivrede skoro šest puta veće u Srbiji.

Za uspostavljanje adekvatne privredne strukture, najveći značaj imaju strukturne promene industrije. Dinamika promena u proizvodnoj strukturi prerađivačke industrije od 2000. godine nije omogućila uspostavljanje nove industrijske strukture zasnovane, pre svega, na industrijama visoke tehnologije i znanja koji bi omogućili kvalitativan rast i razvoj i veću konkurentnost na ino tržištima. Na sporiju dinamiku strukturnih reformi u Srbiji u odnosu na ostale zemalje u tranziciji ukazuju brojni indikatori (EBRD, Lilijenov koeficijent, strukturni indikatori). Osnovni strukturni problemi privrede Srbije i dalje su nezavršene strukturne promene u oblasti industrije (dominantnost tradicionalne industrijske proizvodnje), nizak nivo tehničko-tehnološke opremljenosti, disperzivan i strukturno nepovoljan izvozni asortiman (sirovine i proizvodi nižeg stepena obrade).

Privatizacioni efekti

Privatizacija kao prvi čin tranzicije, kao osnovna tranziciona poluga, suštinski traje skoro deceniju, proces još nije završen, reformski entuzijazam se sve teže održava, socijalna tranziciona cena je sve veća. Svetska ekonom-

ska kriza je otvorila pitanje redefinisanja tranzicionog modela, jer je njegov temelj - priliv stranog kapitala poljuljan, naime privlačenje stranog kapitala će u narednom periodu biti otežano i nedovoljno. Početni uslov nastavka reformskih procesa i uključivanja Srbije u međunarodne ekonomske tokove i intenzivniju saradnju sa zemljama tržišne privrede, je završetak procesa privatizacije u najskorije vreme. Kako privatizacija nije jednokratni čin, već izuzetno složen društveni proces, to je nužno postići o daljem toku transformacije društvene i državne svojine, a posebno javnih preduzeća, konsenzus svih ključnih društvenih grupa. Regulacioni mehanizmi i jačanje institucija, su jedan od primarnih elemenata za uspešan završetak privredne transformacije, jer samo transformisana privreda može da privuče nove investicije i inostrana ulaganja u domaću privredu, pri čemu zakonom treba obezbediti potpunu ravnopravnost i sigurnost svih potencijalnih investitora, domaćih i stranih.

Privatizacija nije imala za cilj samo gašenje društvene svojine već i i gašenje jednog društveno-ekonomskog okvira i ponašanja privrednih subjakata. Dok je prvi cilj skoro postignut (transformacija društvenog sektora pri kraju), drugi, značajniji, se veoma teško realizuje u praksi.

Prikaz osnovnih ekonomskih efekata privatizacije je dat u *Tabeli 2*. U Srbiji proces privatizacije nije završen, ali se nalazi u završnoj fazi - predstoji privatizacija oko 1.400 preduzeća u društvenoj i državnoj svojini. U privatizovanim preduzećima u 2009. godini u odnosu na 2001. godinu smanjen je broj radnika za 45%.

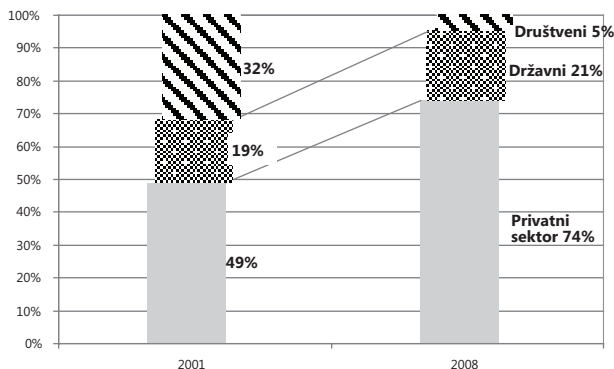
Tabela 2: Efekti privatizacije 2002-2009.

	Broj preduzeća	Prihod (mlrd EUR)	Investicije (mlrd EUR)
Tender	108	1,2	1,2
Aukcija	1723	1,1	0,23
Ukupno	1831	2,3	1,43

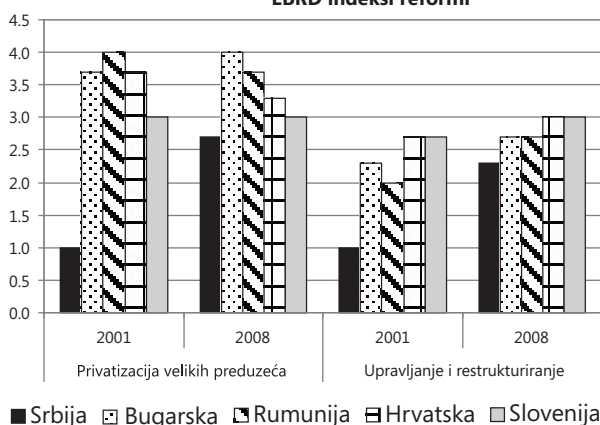
Tranzicija vlasničke strukture zaposlenih je skoro završena. U društvenom sektoru u 2008. radilo je svega 5,3% zaposlenih (oko 150.000), dok je 74% zapošljavao privatni sektor.

Transformacija privrednog sistema u proteklih osam godina tekla je ciklično (u zavisnosti od čestih izbornih ciklusa), različitom dinamikom i selektivno. U strukturi privatizovanih preduzeća po veličini, privatizacija malih

Grafikon 6. Tranzicija vlasničke strukture zaposlenih



Grafikon 7. Uspješnost reformi velikih preduzeća
EBRD indeksi reformi



preduzeća odvijala se najvećom brzinom, dok su najveći problemi bili skoncentrisani u velikim sistemima. Na usporen tempo procesa privatizacije i restrukturiranja velikih preduzeća ukazuje i vrednost EBRD indikatora privatizacije koja je najniža u poređenju sa zemljama u okruženju (indeks 2,7; zemlje u okruženju od 3,0 – Slovenija i BiH do 4,0 – Bugarska).

Što duže traju, tranzicioni procesi su sve skuplji i sa sve većim socio-ekonomskim posledicama (što je praksa svih postkomunističkih država i pokazala). Treba imati u vidu da će socio-ekonomske posledice procesa privatizacije uticati i nakon formalno-pravnog okončanja samog procesa privatizacije.

Temelj svake tranzicione uspešnosti predstavlja njena institucionalna izgradnja. Institucionalne reforme u Srbiji su sprovedene polovično, nisu u dovoljnoj meri u funkciji održivog privrednog rasta, institucionalna privatizaciona reforma nije završena. To se, pre svega, odnosi na kompletnu regulativu transformacije javnog sektora, privatizaciju građevinskog zemljišta, politiku konkurentnosti,

infrastrukturne reforme, poresku reformu i reformu pravosuđa. Zato efekte privatizacije treba posmatrati u kontekstu strukturnih promena u privredi i šireg programa strukturnih prilagođavanja, u koji ulaze institucionalne reforme, reforma finansijskog sistema i javnih prihoda i rashoda, antimonopolско zakonodavstvo i slično.

Uticaj svetske ekonomske krize i njene reperkusije na budžetsku održivost otvorio je pitanje troškova subvencija u funkciji privatizacije. Subvencije državnim i društvenim preduzećima koja bi trebalo da se privatizuju su još uvek visoke, u 2008. godini iznosile su oko 22% ukupnih subvencija. Ove tzv “privatizacione subvencije” se sastoje od otpremnina (preko Fonda za razvoj, Fonda za tranziciju i Fonda za solidarnost) i od kreditnih linija društvenim preduzećima za restrukturiranje. Značajan deo se sastoji od zajmova pod povoljnijim uslovima. U poslednje četiri tranzicione godine, nivo subvencija za preduzeća (bez subvencija za železnicu) nominalno se povećavao, uglavnom, zbog povećanog finansiranja otpremnina. Indirektno subvencije, u obliku neplaćenih poreza i doprinosa, takođe, predstavljaju budžetski problem. Troškovi i direktnih i indirektnih subvencija bi trebalo da opadaju kako se privatizacija bude bližila kraju.

Najveći problemi se nalaze u troškovima subvencionisanja u funkciji privatizacije velikih državnih preduzeća. To se pre svega, odnosi na rudarska preduzeća Resavicu i Bor, koja posluju sa velikim gubicima. PEU Resavica je najveći pojedinačni primalac budžetskih subvencija (osim Železnice Srbije)¹. Neophodno je restrukturirati kompaniju, racionalizovati rudnike koji su najmanje održivi kroz program za smanjenje radne snage. Pored toga, u 2008. god. oko 33 mil. EUR (preko Fonda za razvoj) potrošeno je na 114 preduzeća-gubitaša iz oblasti transporta, metala, metalurgije, tekstila, hemije, električne mehanizacije, nemetala, građevinske industrije, drvne industrije, turizma i drugih privrednih grana.

Kratak prikaz privatizacionih efekata 2002-2009. završićemo sa nekoliko problemskih konstatacija čije rešavanje predstoji: (a) proces privatizacije realnog sektora još nije završen, (b) problem restitucije nije rešen, (v)

¹ Izveštaj Svetske banke (2009) “Srbija: Kako sa manje uraditi više, Suočavanje sa fiskalnom krizom putem povećanja produktivnosti javnog sektora”

privatizacija javnog sektora je na samom početku, i (g) ne postoji strateški odgovor na privatizacione procese na Kosovu i Metohiji.

VELIKI PRIVREDNI SISTEMI

Negativni efekti Svetske ekonomske krize su uticali da se privreda Srbije, nakon, dve finansijski pozitivne godine (2006. i 2007.), ponovo nađe u zoni gubitaka, naime privreda Srbije je u 2008. bila “neto-gubitak”.

Brojke su neumoljive: u 2008. u odnosu na 2007. godinu privreda Srbije ostvarila je realan rast ukupnog prihoda za 7,9%, gubitka za 10,1% uz smanjenje dobiti za 17,9%. Ono što permanentno opterećuje poslovanje privrede su visoki kumulirani gubici, što dovodi do smanjenja sopstvenog kapitala (27,8% stopa izgubljenog kapitala), tako da se skoro dve trećine angažovanih sredstava finansira iz pozajmljenih izvora, dok **23% preduzeća u Srbiji (20.675) posluje bez sopstvenog kapitala**. Velika preduzeća² generišu 55% kumuliranih gubitaka, što ukazuje na urgentnost njihovog restrukturiranja. Dobit je ostvarilo 60% preduzeća, ali sa malim stopama rasta.

Interesantno je poređenje finansijskih rezultata Srbije sa tranzicionom državom, koja je bila u sastavu bivše zajedničke države, a danas članice EU – Slovenijom.

Uticaj svetske ekonomske krize odrazio se posebnom težinom, na sve tranzicione ekonomije, pa i one najuspešnije. Kao što je prikazano na *Grafikonu 9*, ukupan neto finansijski rezultat u Sloveniji je prepolovljen, ali je i dalje visok (1,6 mlrd EUR). Tendencija je zabrinjavajuća: dok je u 2006. godini privredni sistem Srbije ostvario veći neto finansijski rezultat od Slovenije, u 2007. godini čak 5 puta slabiji, da bi se u 2008. našao u zoni gubitaka. Treba reći, da je ključnu ulogu u procesu povećanja izvoza za sve tranzicione ekonomije članice EU odigralo tržište EU, i to ne samo zbog geografsko-lokacionih faktora, već zbog činjenice da nove članice EU na tom tržištu imaju komparativne prednosti, zbog čega su značajni industrijski kapaciteti iz visokorazvije-

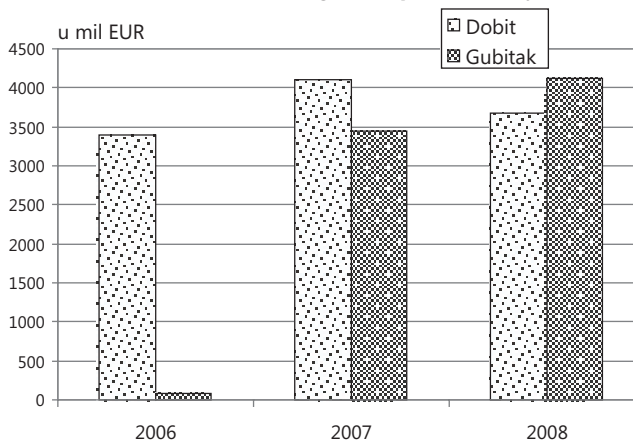
nih industrijskih zemalja EU dislocirani u tranzicione ekonomije. Industrijska prednost tranzicionih ekonomija se ogledala u onim granama industrije koje zahtevaju kvalifikovan, ali jeftiniji i produktivniji rad.

Pokazatelji demografije privrednih društava

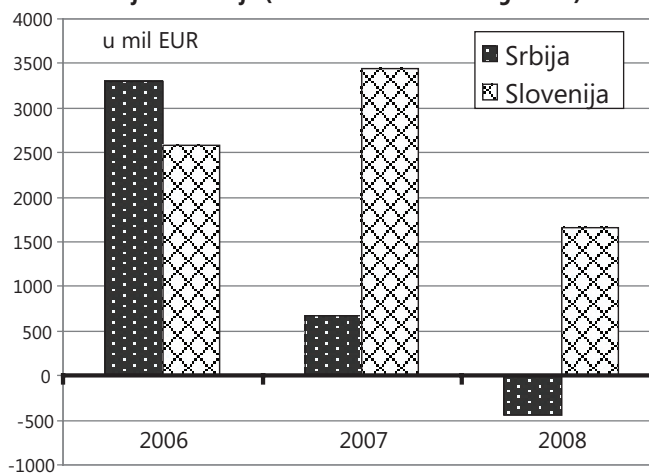
Preduzetnički sektor kao primarni tranzicioni ventil nove zaposlenosti i upijač viška zaposlenih transformisanog društvenog sektora pod snažnim je uticajem negativnih efekata Svetske ekonomske krize.

Od oko 90.000 privrednih društava koliko posluje u Srbiji 85% su mikro preduzeća, a velika samo 0,6%. Najviše ih posluje u trgovini 40%, u prerađivačkoj industriji 21% i u sektoru aktivnosti u vezi sa nekretninama skoro 15%. Najveći broj je organizovan kao DOO (88%), dok je oblik organizovanja velikih društava uglavnom AD (49%)

Grafikon 8. Dobit i gubitak privrede Srbije



Grafikon 9. Neto finansijski rezultat privreda Srbije i Slovenije (razlika između dobiti i gubitka)



2 Napomena terminološkog karaktera: u radu je napravljena distinkcija između Velikih preduzeća (definisana u Zakonu o računovodstvu) i Velikih privrednih sistema koji obuhvataju sva povezana (zavisna) preduzeća i koja su analizirana na osnovu konsolidovanih završnih računa.

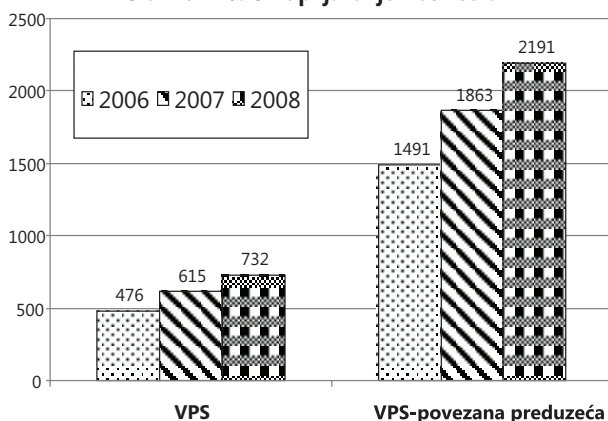
EKONOMIKA PREDUZEĆA

i DOO (39%). Transformacija privrednog sistema od 2001. i reformski procesi uticali su na promenu strukture privrednog sistema: (a) povećan je ukupan broj privrednih društava za 38% (za 25.000), (b) povećan je broj mikro preduzeća za 21.000, (v) smanjen je broj velikih preduzeća za 412.

Pokazatelji demografije privrednih društava u 2008. godini su pod uticajem ekonomske krize:

- Iako je u periodu 2006-2008. broj osnovanih veći od broja ugašenih preduzeća, u broju osnovanih nema većih oscilacija, dok se broj ugašenih preduzeća povećava.
- U odnosu na ukupan broj aktivnih preduzeća, sve je manji procenat osnovanih (stopa nastanka), dok se povećava procenat preduzeća koja prestaju sa radom (stopa smrtnosti).
- Neto efekat (odnos osnovanih i ugašenih privrednih društava) iz godine u godinu sve slabiji: u 2008. godini na svako ugašeno osnuju se tek 4 nova preduzeća (u 2006. godini 8 novih preduzeća).

Grafikon 10. Ukрупnjavanje vlasništva

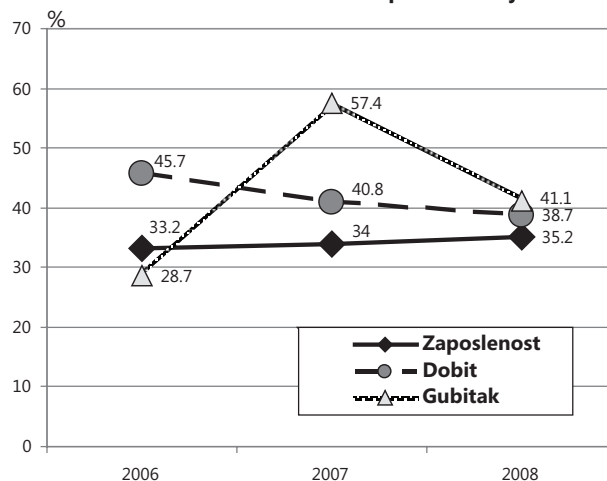


- Ukрупnjavanje vlasništva.** Prisutan je snažan trend ukрупnjavanja, kako broja VPS, za tri godine rast 65% (476 u 2006.; 615 u 2007; 732 u 2008.), tako i povećanja broja povezanih preduzeća, za tri godine

čak 70% (sa 1.491 u 2006, i 1.863 u 2007. na 2.191 u 2008.);

- Povećano učešće zaposlenih u VPS u ukupnoj zaposlenosti (33,2% u 2006.; 34,0% u 2007.; 35,2% u 2008.), je rezultanta kontinuiranog rasta zaposlenih u periodu 2006-2008. godine (za 25.316 radnika) i smanjenja ukupnog broja zaposlenih u privredi (za 1.156 radnika);

Grafikon 11. VPS u privredi Srbije



- Trend blagog smanjenja učešća VPS u ukupnom prihodu (38,2% u 2006.; 37,1% u 2007.; 37,9% u 2008.) i dobiti privrede (45,7% u 2006.; 40,8% u 2007.; 38,7% u 2008.);
- Visoko učešće gubitaka VPS u ukupnim gubicima privrede samo pokazuje koliko je uticaj VPS na ukupnu ekonomsku krvnu sliku privrede (41,1% gubitaka privrede u 2008.);
- Od 732 velika privredna sistema (sa 2.191 povezanim preduzećem), pozitivno je poslovalo 498 VPS (1.433 povezana lica). Među 100 najuspešnijih u Srbiji u 2008. nalazi se 70 privrednih sistema (469 povezanih preduzeća) koja su ostvarila 19,6% dobiti, 11,2% ukupnog prihoda, zapošljavaju 7,2%

Tabela 3. Demografija privrednih društava (PD)

Period	Osnovana PD	Ugašena PD	Stopa nastanka PD, u %	Stopa smrtnosti PD, u %	Neto efekat
2006	11.536	1.528	15,1	2,0	7,5
2007	11.902	2.027	14,1	2,4	5,9
2008	11.248	3.068	12,5	3,4	3,7

VPS - karakteristike i trendovi

ukupno zaposlenih, raspoložu sa 8,7% stalne imovine i 9,0% kapitala privrede Srbije.

- **Nosioce razvoja privrede Srbije predstavlja 150 preduzeća, koja su u poslednje tri godine bila među 100 najuspešnijih u Srbiji.** Reč je o rentabilnim preduzećima, a oscilacije u rezultatima poslovanja svakog preduzeća uticale su samo na promenu njihovog ranga među 100 najuspešnijih.
- **Analiza 100 najuspešnijih u Srbiji u 20083. signalizira da oni zapošljavaju nešto više od 100.000 radnika, i da ostvaruju iznadprosečnu ukupnu profitnu stopu (7,62 prema 4,38 u privredi).** Kretanje donjeg praga visine dobiti ulaska 100 najuspešnijih govori o uticaju Svetske ekonomske krize (2,6 mil. EUR u 2006., skok na 3,5 mil EUR u 2007, i pad na 2,8 mil. EUR u 2008.).
- **Najveći uticaj na privredne rezultate poslovanja najuspešnijih preduzeća imalo je u 2008. godini 15 VPS⁴.**
- **Izražena regionalna koncentrisanost na području Grada Beograda (od 70 najuspešnijih VPS 41 je u Beogradu).**

Nerestrukturiran, nespecijalizovan, neusklađen sa potrebama inostrane tražnje privredni sistem Srbije u 2009. godini suočen je, dodatno, sa efektima svetske ekonomske krize. Ključni problem je nedovoljan industrijski izvoz i dinamika smanjenja industrijske zaposlenosti (**danās u industriji Srbije radi 250.000 ljudi manje, odnosno 35% industrijskih radnika, nego 1990. godine**). Generator razvoja, prerađivačka industrija učestvuje sa oko 16% u rastu BDP, što je u odnosu na sve tranzicione ekonomije izuzetno malo (u Češkoj je 27%, Hrvatskoj 25%, Mađarskoj 23%, Sloveniji 24%, Slovačkoj 22%, Makedoniji 19%). Strukturne promene u industriji su spore i nefikasne (izveštaji EBRD, Svetske banke, MMF), posebno u privatizaciji i restrukturiranju velikih privrednih sistema i politici konkurentnosti. Sledeća faza reformi privrednog

sistema se fokusira na sve segmente korporativnog upravljanja i konkurentnosti.

Javna preduzeća

Evropsko tranziciono iskustvo, dugo skoro dve decenije, govori da od efikasnosti države zavise tranzicioni rezultati i njihova brzina. Svetska ekonomska kriza ponovo je aktuelizovala stavove rodonadželnika afirmacije države, Dž.M.Kejnsa, autora teorije državnog intervencionizma (državnog kapitalizma) koji se posebno zalagao za što aktivniju ulogu države: *država ne može biti samo "čuvar privatne svojine", već mora biti aktivni učesnik privrednog života sa kvalitetno novom ulogom, sa brojnim instrumentima regulacije*. Pored strateške državne uloge u povećavanju tražnje i potrošnje javnih rashoda, budžetskog investiranja u sektore koji nisu atraktivni za privatni kapital, povećanja zaposlenosti kroz javne radove, Kejnse se naročito zalagao za osnivanje državnih preduzeća.

Javni sektor je ključni sektor svake privrede. S obzirom da se radi o baznim oblastima i onim koje nisu atraktivne za privatni kapital, ključno polazno pitanje je: *kako ograničiti državni intervencionizam, a da nivo zadovoljenja javnih potreba bude viši?* Evropska iskustva govore da su rešenja nađena kroz različite oblike regulacije javnog sektora. Politika regulacije zavisi, pre svega, od razvijenosti tržišta. Tako, u slučaju konkurentnog tržišta najpoželjniji svojinski oblik je privatna svojina, koje podrazumeva maksimalnu liberalizaciju, eliminisanje subvencija i anti-monopolsku politiku. U slučaju prirodnog monopola preporučuje se državna svojina uz istovremenu politiku regulacije cena, finansijskih ograničenja i kontrole kvaliteta.

Javni sektor u Srbiji kasni sa reformama. O tome najrečitije govori kvalitativna analiza poslovanja republičkih javnih preduzeća u 2008. godini⁵. Pozitivni efekti restrukturiranja javnih preduzeća ispoljeni kroz kontinuirano rastuće učešće u formiranju osnovnih finansijskih pokazatelja privrede, prekinuti su 2007. godine. Nekoliko osnovnih podataka: republička JP zapošljavaju 104.000 radnika (9,3% ukupno zaposlenih), ostvaruju 14,3% ukupnog prihoda, 3,8% neto dobiti i 15,8% gubitaka ukupne privrede.

3 RZR, 100 najuspešnijih u 2008. (jul 2009.)

4 Sintelon AD Bačka Palanka, Fabrika duvana AD Niš, Invej DOO Beograd, Telenor DOO Beograd, Hemofarm AD Vršac, IM Matijević DOO Novi Sad, Lafarge BFC AD Beočin, APA AD Apatin, TCK AD Kosjerić Kosjerić, Coca cola HBS AD Beograd, Tetra pak production DOO Beograd, Koncern Farmakom MB DOO Šabac, Agromarket DOO Kragujevac, Delta M Beograd i Autoritas Investment DOO Novi Sad.

5 Republički zavod za razvoj (2009), Analiza poslovanja javnih preduzeća u 2008.

EKONOMIKA PREDUZEĆA

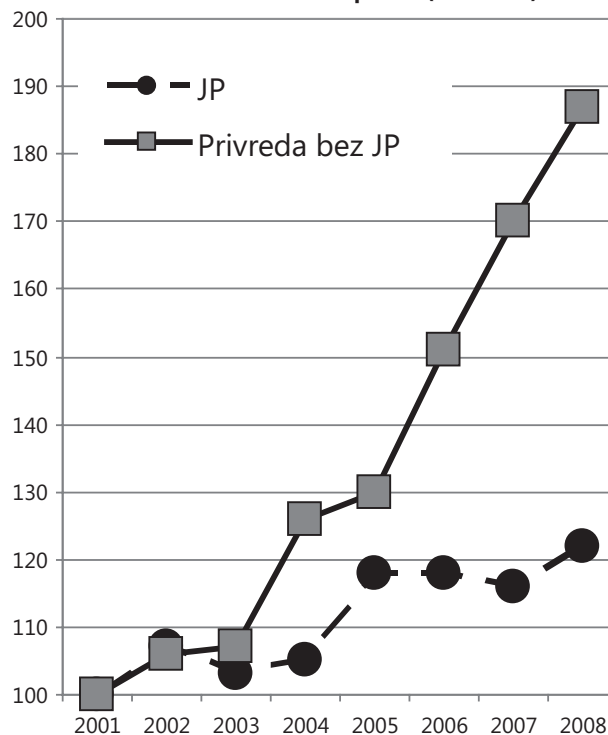
Da se reformski procesi nisu odrazili na poslovanje javnog sektora u Srbiji govore sledeći nalazi:

Nerentabilnost JP. Poslovanje JP u 2008. godini je nerentabilno – gubitak 650 mil EUR, a dobit 140 mil EUR.

- **Finansijska neravnoteža.** Nepovoljni kvalitativni pokazatelji poslovanja: **pad likvidnosti** (za -6,9%) izraženiji je nego u privredi (-0,6%); **visoka zaduženost** (12,8% obaveza privrede), kumulirani gubitak (38% ukupnog prihoda JP, najveći kumulirani gubitak imaju JP EPS i *Železnice Srbije* zajedno 84% kumuliranog gubitka JP), **neekonomičnost**, jer je ukupan rashod veći od ukupnog prihoda, a porast ekonomičnosti (za 6,5%, u privredi pad za -1,3%) je rezultat dinamičnijeg rasta ukupnog prihoda (realan rast ukupnog prihoda JP od 7,0% - u 2007. pad od -3,8%; u privredi rast od 7,9%, a u 2007. od 11,2%). Rast produktivnosti (8,2% prema 7,0% u privredi), rezultat je smanjenja broja zaposlenih za 1,1%, dok je u privredi broj zaposlenih povećan za 0,9%.
- **Rast zarada veći od rasta produktivnosti.** U periodu 2001-2008. godine zarade javnih preduzeća su rasle brže od produktivnosti rada (realan rast u 2008 u odnosu na 2001. godinu 75,4% prema 72,7% respektivno). Porast produktivnosti uglavnom je rezultat smanjenja broja zaposlenih za 32,7%.
- **Zaostajanje JP u odnosu na ostalu privredu.** Do 2005. godine rast produktivnosti u JP i ostalom delu privrede rezultat je uglavnom smanjenja zaposlenosti – brži rast neto zarada nije bio u skladu sa rastom produktivnosti. Privatizacija ostalog dela privrede i sve izraženija privatna inicijativa uticala je na racionalizaciju troškova poslovanja, a samim tim i na veću usklađenost kretanja zarada i produktivnosti. U JP (osim u 2005. i 2006.), zarade su rasle brže od produktivnosti. Nivo zarada u JP je i pored nešto nižeg realnog rasta u odnosu na 2001. (75%) i u odnosu na ostali deo privrede (102%) i dalje visok. Prosečna neto zarada u JP u 2008. godini je veća za 59% od nivoa zarada u ostalom delu privrede (za 82% u 2001.). Sporiji rast produktivnosti u JP (33%) nego u ostalom delu privrede (124%)

uz veći pad zaposlenosti (-2,7% prema -16,8%), još više ističe ne samo problem niske i ispodprosečne produktivnosti, već i činjenicu da su zarade rasle brže i nezavisno od kretanja produktivnosti i ostalih finansijskih rezultata poslovanja.

Grafikon 12. Zaostatak JP-prihod (2001=100)



Rast ukupnog prihoda JP bio je skoro 4 puta uspoređujući od rasta u ostalom delu privrede što ukazuje na pozitivne efekte strukturnih reformi ostalog dela privrede, gde je privatizacija uglavnom završena, a rentabilno poslovanje MSP sektora ima sve veći uticaj na ukupne finansijske rezultate privrede (u 2006. i 2007. godini privreda je neto dobitaš, zbog pre svega, rentabilnog poslovanja MSP). Međutim, zbog nerentabilnog poslovanja neprivatizovanih velikih sistema i javnih preduzeća privreda Srbije je u 2008. godini ponovo neto gubitaš. Ekonomsko finansijski položaj javnih preduzeća rezultat su nedovoljno dinamičnog i sveobuhvatnog sprovođenja neophodnih reformi. Za ubrzano rešavanje kumuliranih problema poslovanja neophodno je efikasnije sprovođenje restrukturiranja i privatizacije javnih preduzeća. Rentabilno poslovanje javnih preduzeća u 2005. i 2006. godini rezultat je pozitivnih efekata ekonomsko finansijske konsolidacije uz značajno učešće države (otpis dugova, subvencije i sl.).

KORPORATIVNA DRUŠTVENA ODGOVORNOST (CSR)

Savremeno shvatanje koncepta *korporativne društvene odgovornosti (CSR)* težište daje holističkom pristupu upravljanja preduzećem, sa posebnim akcentima na upravljanju socijalnim i ekološkim pitanjima, mada se još uvek ne pravi terminološki razlika između ova dva pojma. Naime, sve proizvodne odluke nemoguće je odvojiti od socijalnih i ekoloških aspekata: odluke o tome koliki će biti ukupni troškovi, koje nove tehnologije će se instalirati, kako i kad će se stare fabrike zameniti, i dr.

Svedoci smo sve intenzivnije međunarodne diskusije o društvenoj (socijalnoj) i ekološkoj korporativnoj odgovornosti, odnosno brojnim aspektima njenog upravljanja. O tome najrečitije govore Internet stranice (Web sites) najvećih evropskih preduzeća i njihovi godišnji izveštaji, te brojni radovi eminentnih svetskih ekonomista.⁶

Centralno pitanje CSR se odnosi na problem merenja. Najcelovitiji koncept merenja CSR, dat u Izveštaju *Fortune's Corporate Reputation*, obuhvata sledeće elemente: rangiranje finansijskih pokazatelja preduzeća, vrednost dugoročnih investicija, korišćenje korporativne imovine, kvalitet upravljanja, inovativnost, kvalitet proizvoda i usluga, korporativna kreativnost, društvena i ekološka odgovornost⁷. **Koncept sadrži 11 oblasti merenja:** zaštita životne sredine, kvalitet proizvoda i usluga, osiromašenje gradova, inflacija, monopolski položaj, kvalitet obrazovanja, podsticanje humanosti (milosrđa, donatorstva), korporativni profit, ljudski faktor, pitanja zaposlenosti, nezaposlenost⁸.

Ugledni Moskovičev CSR Indeks se sastoji od sledećih indikatora: zaštita životne sredine, jednaka prava zapo-

slenih, učešće žena na izvršnim i rukovodećim mestima, podsticanje manjinskih preduzeća, odgovoran i neodgovoran marketing, osiromašenje (smanjenje) opšteg doprinosa, opštedruštveni kontekst, kvalitet proizvoda, bezbednost na radu, nelegalno upravljanje, zatvorenost informacija, koristi za zaposlene, poštovanje privatnosti, podsticanje kulturnih programa, zaštita potrošača⁹.

Koncept merenja CSR mora da uključi 3 ključne dimenzije: **motivacione principe** (vrednost, ključne igrače, izvođenje), **procese** (programe i aktivnosti ciljane na implementaciju CSR principa i specifična pitanja koja uključuju filantropiju, donatorstvo, volonterizam, etički kod, kvalitet zdravstva i bezbednosti, upravljanje ekoloških uticaja) i teme koje se odnose na **glavne igrače-stakeholders** (društveni kontekst, potrošači, zaposlenost, akcionarstvo, dobavljači)¹⁰.

Tranzicioni procesi u Srbiji problemu *Korporativne društvene odgovornosti (CSR)* nisu posvetili dovoljno pažnje. Retki su sporadični pozitivni primeri CSR i oni se odnose se pre svega, odnose na nekoliko većih svetskih kompanija. Uglavnom se radi o "internoj" CSR, o unutrašnjem poslovanju preduzeća (etički kodeksi, zaštita na radu, edukacija), dok je "eksterna" CSR dosta marginalizovana. Koncept društveno odgovornog preduzeća podrazumeva odgovornost prema lokalnoj zajednici, prema ekološkim problemima sredine u kojoj posluje i dr. **"Kompanije danas moraju da se brinu o zaštiti životne sredine, jer na taj način pokazuju da se brinu o potrošačima"**¹¹. "Kompanijama se isplati da se ponašaju društveno odgovorno"¹². I to ne samo na nivou kompanije, nego je holistički pristup zadatak svakog sektora u preduzeću, "on prožima strategiju preduzeća i sve poslovne operacije i jača kredibilitet i reputaciju preduzeća u poslovnoj i široj društvenoj zajednici"¹³.

Velika odgovornost na CSR leži i na državi, i to u dva segmenta: (a) kroz uticaj na javna preduzeća (široka lepeza instrumenata povećanja motivacije upravljanja javnom

6 Tako npr. Esrock and Leichty (1998) su uočili da se kod 90% firmi u Fortune 500 koje su imale Web site, čak 82% njihovog izveštaja odnosio na društvenu odgovornost. Globalni pregled 2002. od strane izvršnih direktora je ukazao da je corporate social responsibility (CSR) imala rastući značaj u prethodnih šest godina na poslovne odluke (Ernst & Young, 2002). U 2005. KPMG ističe da 52% od 250 preduzeća u Međunarodnom izveštaju o CSR publikovao poseban dodatak o CSR. Dalje, istraživanje Aspen Instituta 2005. govori da se 25% radnih kurseva od strane rangiranih poslovnih škola odnosilo na neke aspekte CSR i ER-environmental responsibility. Da je CSR i ER bazična tema korporativnog upravljanja govore i brojni radovi eminentnih ekonomista (Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003; Walsh, Weber, & Margolis, 2003).

7 Holmes (1977); Abbott & Monsen (1979); McGuire i ostali (1988); Fryxell & Wang (1994).

8 Grunig (1979).

9 Cochran & Wood (1984).

10 Maignan & Ragston (2002).

11 Lens Klard, UNDP i koordinator UN za Srbiju (2007), Konferencija o korporativnoj društvenoj odgovornosti 22.X 2007. Ekonomist. Beograd.

12 Per Stenbek, UNICEF, isto.

13 Dragan Lončar (2007), str 371-376.

svojinom¹⁴), i (b) s obzirom da sve kompanije, pogotovu strane, imaju obezbeđene fondove za CSR, država bi trebala da motiviše kompanije i da ih usmeri u prioritetna društvene (socijalne) projekte.

Istraživanja odnosa korporativne društvene odgovornosti i ekonomskog uticaja ukazuju na dva bitna zaključka: (a) ekonomski uticaji CSR su pozitivniji kod smanjenja negativnih eksternalija (spoljnjih faktora), nego kod povećanja pozitivnih eksternalija, i (b) ekonomski uticaji CSR su pozitivniji kod koristi koje imaju tržišni glavni igrači od koristi koje imaju netržišni glavni igrači (*stakeholders*)¹⁵.

Zaključak: veliki privredni sistemi su nosioci razvoja

Efekti Svetske ekonomske krize na privrede Jugoslovenske Evrope su pokazali koliko globalni ekonomski tokovi utiču na netransformisane privredne sisteme. Privrede JIE, a posebno privredni sistemi koji su imali zakašneli "predtranzicioni start" (temeljna transformacija privrednog sistema Srbije započeta je 2001. godine) su se našli na specifičnom brisanom prostoru naviknuti na izdašnu pomoć države. Paradoks se ogledao u sledećem: s jedne strane tranzicioni model je na velika vrata afirmisao transnacionalne aktere koji smanjuju moć države, dok je sa druge strane, za uspešnost tranzicije najbitnija efikasna intervencija države ("moć međunarodnih finansijskih institucija nadjačava moć nacionalnih država"¹⁶). Transnacionalni akteri preuzimaju deo državnih funkcija propisujući niz unutrašnjih reformi (ekonomskih, sudskih, vojnih) i upravljaju krizama¹⁷. Jedan broj zapadnih ekonomista analizirajući efekte stranih direktnih investicija zaključuje da u većini zemalja Centralne i Istočne Evrope stranim investicijama se proširuje tržište investitora ili

eksploatišu i izvoze strateške sirovine, dok se moderna prerađivačka industrija ne razvija¹⁸.

Brža integrisanost privrednog sistema u EU. Globalni izazovi stavili su EU pred nova iskušenja. Konsekvence najveće ekonomske krize u svetu posle Velike Depresije imale su različite efekte u državama EU. Najviše su bile (i još su) pogođene tranzicione zemlje Centralne i Jugoslovenske Evrope, zbog pada stranih direktnih investicija i izvoza dobara i usluga. Pogođena kako unutrašnjim problemima (sudbina Lisabonskog ugovora), tako i trostrukim spoljnjim razlozima (kriza hrane, energenata i finansijska kriza)¹⁹, EU je preduzela niz koraka, od konkretne fiskalne i razvojne pomoći do posebnih oblika pomoći državama najviše pogođenim ekonomskom krizom. U brojnim naučnim radovima (tokom maja i juna 2009.) posebno se ističe neohodnost afirmacije principa solidarnosti sa zemljama Centralne i Istočne Evrope, i neodustajanje od zaokruženja EU (primanja država JIE u EU)²⁰. Čak je jedna od najuglednijih istraživačkih institucija Državni Holandski biro za ekonomske analize nedavno objavio procenu da "kompletiranje internog tržišta dobara i usluga EU može povećati BDP EU za 10% na duži rok. To pokazuje da su potencijali za dalje integracije enormni, svako odugovlačenje je potpuno ekonomski neproduktivno".

Integracioni procesi u EU predstavljaju za privredu Srbije razvojnu šansu i mogućnost bržeg razvoja²¹. Privredni sistem Srbije svoju razvojnu perspektivu jedino može naći u sklopu privrednog sistema EU. Lisabonski ugovor EU kao prvi rang prioriteta ističe strukturne promene u industriji i jačanje njene konkurentnosti. Industrija je najvažnija grana privrede EU, generator rasta, tehnološki i inovativni pokretač njenog razvoja. Nova industrijska politika EU posebno podstiče razvoj elektronske, automobilske i hemijske industrije, biotehnologije, IKT, svemirske tehnologije. Celokupna EU regulativa u segmentu

14 Blagoje Paunović (2007), str 489-495.

15 Leena Lankoski (2009), str 206-224.

16 J. Stiglitz (2000) ističe: "Na nivou teorije MMF podržava demokratske institucije u zemljama koje pomaže. U praksi, on narušava demokratske procese nametanjem svoje politike...Sva moć pregovaranja je na jednoj strani...ne dopušta se dovoljno vremena za nastanak širokog konsenzusa, niti za široke konsultacije sa parlamentom i civilnim društvom", str 26.

17 W.Robinson (2003) definiše državu kao "transmisioni kaiš" globalnih imperativa, str 40-44

18 Nakarada, R (2007), str 203.

19 Termin "Triple crisis" upotrebio Can Akdeniz u članku "In Need of Coherence: European Development Policies and the Global Economic Crises", EADI 1/2009.

20 Thomas Mirow, EBRD chief, "Support for EU's newcomers will be crucial to recovery", Europe's World, Summer 2009, str 80.

21 Poslednji izveštaj EK o koheziji iz 2008. godine zaključuje: u periodu 2000-2005. regioni koji su bili korisnici strukturnih fondova u okviru prvog cilja kohezivne politike (Konvergencija), zabeležili su 50% brži rast BDP-a po glavi stanovnika nego ostatak EU. Istovremeno, stopa nezaposlenosti se spustila za 3 procentna poena.

industrijske politike je prilagođena zaštiti životne sredine i prirodnih resursa. U svim oblastima industrijske politike propisani su ekološki i socijalni standardi kojih se svako pojedinačno preduzeće mora pridržavati.

Da bi privreda EU bila konkurentnija i efikasnija na međunarodnom tržištu ona pre svega, mora obezbediti konkurentno i otvoreno sopstveno tržište, kako bi se prioriteto povećao njen inovatni potencijal. I ono što se posebno ističe: *“Ako EU želi da postane najkonkurentnija ekonomija, ona mora da ima najefikasniji zakonodavni proces”*²²

Jačanje konkurentnosti VPS. Intenziviranje procesa restrukturiranja i povećavanja konkurentnosti korporativnog sektora je ključna determinanta osiguravanje rasta i razvojnog proboja srpske privrede. Analiza stanja korporativnog sektora Srbije pokazuje da se kod povećavanja njegove konkurentnosti suočavamo sa tri primarna zadatka:

- (1) **Podsticanje konkurentnosti VPS – stvaranje nove industrijske strukture**
- (2) **Regulacija javnog sektora**
- (3) **Unapređenje korporativnog upravljanja u VPS**

Izuzimajući recesiju 2009. godinu (očekuje se pad BDP od -4%), i 2010. godinu (očekuje se nešto pozitivan rast BDP) Srbiji će u narednim godinama biti potreban privredni rast od najmanje 7% godišnje ukoliko želi da nadoknadi veliki ekonomski zaostatak i uhvati integracioni priključak u EU. Ključnu ulogu u tom procesu imaju investicije, pre svega, proizvodne investicije, odnosno, iskorak od niskoinvesticionih ka visokoinvesticionim privredama²³.

Veliki privredni sistemi (VPS) predstavljaju kičmu svake ekonomije. Nosioc privrednog razvoja Srbije predstavljaju 150 preduzeća koja su u poslednje tri godine bila među 100 najuspešnijih. Arhitektura novog privrednog sistema Srbije prvenstveno će zavisiti od velikih privrednih sistema i njihove društvene odgovornosti (CSR). Da su danas u svetu nosioci privrednog razvoja veliki privredni sistemi potvrđu sledeće činjenice:

- U najrazvijenijim privredama sveta SAD, Nemačke,

Engleske nosioci razvoja su stotinjak najvećih industrijskih VPS koji nose skoro 2/3 nacionalne industrije;

- Ukoliko razvoj ne nose VPS, srednja, a naročito mala preduzeća, suočiće se sa velikim problemima, jer u razvijenim ekonomijama mala i srednja preduzeća uglavnom rade za VPS;
- Međunarodno tržište kontrolišu velike korporacije. Uspešno uključivanje u međunarodnu utakmicu mogu da izdrže samo veliki. Male tranzicione ekonomije, čija makroekonomska stabilnost isključivo zavisi od izvoza industrije, moraju posebnu pažnju posvetiti razvoju VPS i jačanju njihove međunarodne konkurentnosti.

Literatura:

1. Addison, T. (2009): *Chronic Poverty in the Global Economy*, *European Journal of Development Research* 21/2009. p. 174-178. Palgrave, Maxmillan.
2. Bajec, J. i E. Jakopin (2006): *Nacionalna strategija privrednog razvoja Srbije 2006-2012, osnovni nalazi, rezultati i rizici*, Miločerski ekonomski forum, SES.
3. Barnett, Steven. (2000): *Evidence on the Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization*, IMF working paper 130/00.
4. Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984): *Corporate social responsibility and financial performance*, *Academy of Management Journal*, 27(1).
5. *Commission of the European Communities (2008): Serbia 2008 Progress Report*, COM, Brussels.
6. *Commission of the European Communities (2007): Mid-Term review of industrial policy, A contribution to the EU's Growth and Jobs Strategy*, SEC (2007) 917.
7. EBRD (2008): *Transition Report*, London.
8. Esrock, S. L., & Leichy, G. B. (1998): *Social responsibility and corporate Web pages: Self-presentation or agenda setting*, *Public Relations Review*, 24(3).
9. Grunig, J. E. (1979): *A new measure of public opinion on corporate social responsibility*. *Academy of Management Journal*, 22(4).
10. Holmes, S. L. (1977): *Corporate social performance: Past and present areas of commitment*. *Academy of Management Journal*, 20(3).
11. Horvat, B. (2007): *Dinamičan ekonomski razvoj*, *Evropski centar za mir i razvoj*, Beograd.
12. Jakopin, E. (2007): *Regulacija javnog sektora*, MEF, SES.
13. Jakopin, E. (2007): *Strategic directions of development of Serbia-results, mechanisms, risks*, *International conference: Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics*. Economics Faculty. Belgrade.
14. Jakopin, E. (2009): *Tranzicioni proces i humani razvoj u Jugoistočnoj Evropi*, *Međunarodna konferencija: Regio-*

22 Andrea Renda (2009), Policy-making in the EU, Achievements, challenges and Proposals for Reform, Centre for European Policy Studies.

23 Branko Horvat (2007), str 34-52

- nalni razvoj i demografski tokovi balkanskih zemalja, *Ekonomski fakultet u Nišu*.
15. Jakopin, E. i J. Bajec (2009): *Izazovi industrijskog trzvoja Srbije: makroekonomski kontekst*, Kopaonik, SES.
 16. Lankoski, L. (2009): *Differential Economic Impacts of Corporate Responsibility Issues*, *Business & Society*, Volume 48 No 2, SAGE Publications.
 17. Lončar, D. (2007): *Korporativna socijalna odgovornost: koncept, rejting, instrument i značaj*, MEF, SES.
 18. Maignan, I., & Ralston, D. A. (2002): *Corporate social responsibility in Europe and the U.S.: Insights from businesses' self-presentations*, *Journal of International Business Studies*, 33(3).
 19. Mrak, M., Matija R. and C. Silva-Jauregui, eds. (2004): *Slovenia: from Yugoslavia to the European Union*, Washington, D.C. World Bank.
 20. Madžar, L.J. (2008): *Nedostajuće dimenzije u evaluaciji makroekonomskih performansi Republike Srbije*, *Ministarstvo finansija*, Beograd.
 21. Nakarada, R. (2007), *Raspad Jugoslavije: Problemi tumačenja, suočavanja i tranzicije*, *Službeni glasnik*, Beograd.
 22. Paunović, B. (2007), *Mogućnosti unapređenja korporativnog upravljanja*, MEF, SES.
 23. Republički zavod za razvoj (2009): *Izveštaj o razvoju Srbije 2008*, Beograd /www.razvoj.sr.gov.yu/.
 24. Republički zavod za razvoj (2009): *100 najuspešnijih 2008*, Beograd.
 25. Republički zavod za razvoj (2009): *Analiza poslovanja javnih preduzeća 2008*, Beograd.
 26. Robinson, W. (2003): *Transnational Conflicts, Central America, Social Change and Globalization*, Verso, London.
 27. Stiglitz, J. (2000): *Globalization and Its Discontents*, Penguin Books, London.
 28. The World Bank (2008): *Western Balkan Integration and the EU*, DC, Washington.
 29. The World Bank (2009): *World Development Report: Reshaping Economic Geography*, DC, Washington.
 30. WEF (2008): *The Global Competitiveness Report 2008/2009*, Oxford University Press, New York.



Edvard Jakopin

je direktor Republičkog zavoda za razvoj. Sva akademska zvanja (osnovne i postdiplomske studije, doktorat ekonomskih nauka) je stekao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Autor je brojnih stručnih i naučnih radova iz oblasti makroekonomije, planiranja, privrednog razvoja, konkurentnosti, regionalnog modeliranja. Rukovodilac projektnog tima u više istraživačkih projekata i studija, koordinator izrade Nacionalne strategije privrednog razvoja Srbije 2006-2012, rukovodilac izrade Strategije regionalnog razvoja Republike Srbije 2007-2012., Programa privrednog razvoja Vojvodine i dr. Od 2004. je član Izvršnog odbora Evropske asocijacije za razvojna istraživanja (EADI). Član je Predsedništva Saveza ekonomista Srbije i Naučnog društva ekonomista.



Mirjana Knežević

je docent na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Kragujevcu za užu naučnu oblast Menadžment i poslovna ekonomija - nastavni predmet Privredno pravo. Pravni fakultet je završila na Univerzitetu u Kragujevcu, a posrediplomske studije na Pravnom fakultetu Univerziteta u Novom Sadu, gde je dobila akademsko zvanje magistra i doktora pravnih nauka. Za postignute uspehe tokom studiranja dobijala je diplome i nagrade Univerziteta u Kragujevcu. Kao stipendista Ministarstva za nauku, tehnologiju i razvoj, bila je angažovana na istraživačkom projektu „Transparentnost jugoslovenskog prava konkurencije sa pravom EU“. Osnovne oblasti naučnog istraživanja su: privredno pravo i međunarodno privredno pravo.

KRIZA – PRILIKA ZA INVESTIRANJE

CRISIS – OPPORTUNITY FOR INVESTING

Borislav Miljanović

McCann Erickson Public Relations, Beograd

Apstrakt

Kriza je situacija u kojoj kompanija može da izgubi najvredniju stvar na kojoj se dugo radi - reputaciju. Za one koji se na pravi način pripreme, kriza ipak može da bude i prilika za komunikaciju.

Ključne reči: *kriza, krizna komunikacija, reputacija, tradicionalni i online mediji, sanacija štete, reputacija*

Abstract

Crisis is a situation, during which a company can lose its most valuable asset, the one which required a lot of work - its reputation. However, for those who prepare themselves in a right way, crisis can be an opportunity for communication.

Key words: *crisis, crisis communication, reputation, traditional and online media, recovery from the crisis, reputation*

KOMUNIKACIJA U NAŠEM VEKU

U svakoj kulturi komunikacija je posebno važna, jer je svaka kultura neprestano u komunikaciji među članovima te kulture i cele kulture s drugim kulturama. Način te komunikacije, njeni modusi, njene dominante, veoma su važni za prepoznavanje svega što se u toj epohi događa¹

Danas postoje dva međusobno suprotstavljena procesa, globalizacija i traganje za identitetom, koji uveliko uslovljavaju sva privredna politička i kulturna zbivanja našeg doba. To je svakako dovelo i do velikih promena u kompletnom načinu komuniciranja poslednjih decenija.

Svedoci smo velike promene u identitetu pojedinca, koji je od stabilne, homogene jedinice, koja je znala svoju ulogu u društvu, postao promenljiva, labilna, heterogena ličnost, koju u velikoj meri oblikuju mediji, gotovo kao „elektronsku individuu“. Mediji preuzimaju konstrukciju stvarnosti, stvarajući pseudostvarni digitalni svet, u kome je lični identitet organizovan oko igranja uloga i kreiranja imidža koji nameću mediji. O uticaju medija u ovom

¹ Milivoje Solar, "Retorika i mitologija postmoderne"

dinamičnom veku puno je pisano i promišljano, ali je jedan zaključak – uticaj je dominantan i ne izgleda da će se smanjiti, već će se samo menjati oblici medija. Tim je veća i odgovornost za sadržaje koji se komuniciraju. Poseban uticaj na sliku o kompanijama, na reputaciju i njeno održavanje tokom krizne komunikacije, koju ću pokušati da vam približim, imaju upravo mediji.

Krajem prošlog veka pojavljuju se nova tehnološka dostignuća, posebno u komunikaciji, poput mobilnih telefona, računara, televizije, što svakako drastično menja svakodnevnu komunikaciju i ima veliki odraz na naš celokupni život.

Značaj planiranog, preciznog, stručnog slanja poruka shvatili su, odavno, oni kojima je to i bilo najznačajnije – kompanije i organizacije čiji uspeh zavisi od toga koliko ljudi je čulo to što imaju da kažu, prihvatilo i poverovalo. Banka može da ima najpovoljniji kredit za opremanje stana – ali joj to ne vredi mnogo ukoliko ne pronadje pravi kanal i alat da upravo ta poruka dodje do bračnog para koji se kući, a nema dovoljno novca za sve što bi želeo. Politička stranka može da planira upravo ono što bi neko i sam preduzeo na političkoj sceni – šta joj vredi ako potencijalni glasač to nikada ne sazna, pa glasa za najsimpatičnije lice ili nasumično odabrano ime na listiću?

Planirana, strateški vođena komunikacija, postala je ne više samo nezaobilazna komponenta, već uveliko i osnova uspešnog poslovanja u komunikacijski određenom svetu, kao što je naš. Presudni značaj komuniciranja, po onoj narodnoj – nije se ni desilo, ako niko ne zna – ponekad se zanemaruje. Današnjica tu grešku ne prašta – uveliko je sve postalo komunikacija, uverenje, medij, poruka, uveliko je stvarnost o kojoj se govori postala važnija od stvarnosti same. U takvom okruženju, prenebregnuti značaj priče o sebi, svom programu, proizvodu, svojim vrednostima i misiji, znači prenebregnuti sebe samog – to je diktat našeg veka, veka komunikacije!

Danas se sve računa i sve komunicira. Ukoliko želite da budete uspešni, bez obzira čime se bavite, potrebno je da poznajete standarde poslovne komunikacije i bontona, da znate šta ćete sa informacijama. Kako to radi ozbiljan svet danas, može se učiti i od Japanaca koji su, osim fakulteta za poslovno komuniciranje, formirali i edukativne cen-

tre u kojima se uči kako se pozdravlja, hoda, predstavlja, osmehuje, sedi, rukuje, oblači, klanja itd.

Čini mi se da ovde i dalje nije prihvaćeno da se tokom čitavog života uči, posebno ukoliko želite da budete uspešni! Rezultati istraživanja na Zapadu upravo nam skreću pažnju da ljudi koji su na višem položaju su više prisutni na raznim nivoima edukacije iz poslovnog komuniciranja. Posebno je značajno upoznati se sa najnovijim primerima iz prakse koji postavljaju nove standarde i na kreativniji način rešavaju poslovne i komunikacijske probleme.

Ukoliko govorim o svojoj profesiji odnosa sa javnošću, onda su mi u fokusu komunikacijski problemi u koje spada i specifična komunikacija tokom krize. Razlog zašto se ova oblast izučava i zašto se postavljaju najfunkcionalniji modeli je spoznaja koliko negativan publicitet može da utiče na poslovne rezultate.

U naše vreme, koje je sada i zvanično krizno, kompanije se suočavaju sa različitim kriznim situacijama. Pokušaću da vam približim značaj ispravnog postupanja tokom tih situacija i da skrenem pažnju na najvažniju stvar – može se i kriza upotrebiti kao prilika za komunikaciju, ako imate šta da kažete!

ŠTA JE KRIZA?

Lako je komunicirati kada želite da saopštite lepe vesti, ali pravi izazov jeste komunikacija u kriznim situacijama. Budući da kriza može nastati u raznim oblicima, ne postoji jedna opšte prihvaćena definicija krize, već se ona tretira kroz različite odnose sa javnošću koje su krizom obuhvaćene. Ono što sve predstavljene definicije objedinjuje je negativni uticaj na kompanije koje ne umeju da iskoriste sve komunikacijske alate.

U Londonskoj školi za odnose sa javnošću krizu definišu kao **ozbiljan incident koji utiče na čovekovu sigurnost, okolinu, proizvode ili ugled organizacije**. Obično je za takav incident svojstven **neprijateljski stav medija** prema njemu²

Slično toj definiciji je shvatanje krize kao **okolnosti u kojoj su ugroženi sigurnost, život ili čak opstanak pojedinca ili organizacije**. Za krizu je svojstven **pritisak** koji nastaje zbog nedostatka vremena, što znači da

² London School of Public Relations, Great Britain, 1998.

oni koji odlučuju moraju brzo da donose odluke i savladaju stres svih učesnika u krizi.

Krizu možemo definisati i kao **neplanirani i neželjeni proces koji traje određeno vreme, a na koji je moguće samo delimično uticati, tako da se može završiti na razne načine.**³

Jedinstveno za sve - **kriza je za jednu organizaciju okolnost u kojoj se više ne može normalno delovati.** Ona ugrožava organizacionu sposobnost preživljavanja, onemogućava postizanje ciljeva, pa i sam opstanak organizacije. Iako možda na prvi pogled kriza nema tako dramatične razmere, njen negativan uticaj na imidž organizacije može da bude veoma veliki i može da ugrozi dugoročni opstanak organizacije.

Kriza je za svaku kompaniju i organizaciju najnepoželjnije stanje u kojem se može naći. Budući da krize dolaze uglavnom nenajavljeno, iznenadno, od presudnog je značaja koliko su kompanija i komunikatori unutar kompanije pripremljeni za upravljanje krizom i kriznim komuniciranjem.

Na području organizacionih odnosa sa medijima krizu često povezujemo sa neočekivano lošim publicitetom. Često upravo negativno izveštavanje u medijima može oštetiti preduzeće ili organizaciju, i to gore od štete koja je prouzrokovana samom krizom. Neki čak veruju da kriza nastupa tek kada je mediji, državne institucije i uticajne grupe ljudi proglase krizom. Zato tokom krizne situacije posebnu pažnju treba posvetiti komunikaciji sa nama značajnim javnostima, a posebno sa medijima.

Krizno komuniciranje i upravljanje opasnostima predstavljaju danas neizostavne delove menadžmenta svake ozbiljne kompanije u svetu. Čak i kod nas, sve više preduzeća shvata značaj organizovanog kriznog menažmenta i ulaže u osposobljavanje zasebnih kriznih štabova koji su sastavljeni od članova najvišeg rukovodstva.

Na nastanak određenih kriznih situacija, kao što su prirodne katastrofe ili pojedini akcidenti, ne možemo uticati. Međutim, na nastanak velikog broja kriza možemo uticati, zato što u najširem smislu govoreći, nastaju zbog izostanka, nedostatka ili pogrešnog komuniciranja između kompanije, odnosno organizacije i pojedinih javnosti. Odnosi sa javnošću, čija je uloga, između ostalog, da budu

sastav ranog upozoravanja, treba da utiču na prevenciju ovih kriza, odnosno komunikacijskih sukoba.

KAKO NASTAJE KRIZA?

Kao što sam već pomenuo, kriza dolazi nenajavljeno, a uzroci njenog nastanka se mogu podeliti na osnovu mesta nastanka na spoljašnje ili unutrašnje. Spoljašnji uzroci nastaju izvan organizacije, i najčešće sama organizacija nema značajnijeg uticaja na njih. To su na primer promene na tržištu, promene u industrijskoj grani, opšte privredne krize, političke promene, promene u zakonodavstvu, prirodne nesreće, itd.

Za razliku od njih unutrašnji uzroci krize su često skriveni u samoj organizaciji i mogu da eskaliraju u svakom trenutku. Neodgovarajuća osposobljenost menadžmenta, nestručnost uprave i nemoral menadžmenta, podcenjivanje javnog mnjenja, nerealni ciljevi sindikata u preduzećima, loša organizaciona kultura, nezadovoljstvo radnika, nemotivisanost radnika, loša organizacija rada, neuređeni međusobni odnosi na radnom mestu – potencijalne su bombe svake organizacije.

Svest o postojanju uzroka i promišljanje o modelima funkcionisanja, koji bi pomogli da do krize ne dodje (ukoliko su u pitanju unutrašnji uzroci), sastavni su deo kriznog upravljanja. Sve više se upravljanje opasnostima i krizna komunikacija odvajaju jer se koriste različiti modeli reagovanja. Veću korist imaće sve one kompanije koje unapred predviđaju, od onih koje se samo nadju u sred krize.

OPASNOST JE I PRILIKA

“Kada se napiše na kineskom jeziku, “kriza” je sastavljena od dva znaka – jedan predstavlja opasnost, a drugi priliku.”

Džon F. Kenedi

Krizne situacije predstavljaju sastavni deo života u kojoj organizacija ili pojedinac deluju. Kriza kao nepredviđeni i iznenadni događaj svojim sadržajem može ozbiljno narušiti ugled kompanije, političke stranke ili institucije. Način na koji će se kompanija suočiti s nepovoljnim kretanjima, ozbiljno može ugroziti ili umnogome poboljšati njeno poslovanje i ugled.

Komunikacija tokom krize je svakako i značajan test za svaku organizaciju. Od načina upravljanja kriznom

3 Ašanin Gole, 1998.

situacijom i kriznim komuniciranjem zavisi u kojoj će meri kompanija imati negativne posledice, kao i hoće li za menadžment kriza biti samo opasnost ili će je iskoristiti kao novu mogućnost.

Bez jasno definisane strategije i plana delovanja koje krizno upravljanje podrazumeva, pogrešne odluke doprinose još većoj krizi s dugoročnom negativnim posledicama. Međutim, oni koji znaju da na adekvatan način iskoriste kriznu situaciju, mogu postići izvanredne rezultate. Osnovna stvar je da se komunicira odgovornost, ali samo ukoliko kompanija jeste odgovorna. Kriznu situaciju je potrebno pretvoriti u priliku za poboljšanje, oblikovanje nove strategije, kao novi izazov i ubrzano rešavanje problema koje smo odlagali.⁴

Poznato je da kriza ne utiče samo na opštu sliku kompanije ili organizacije, već se odražava i na sposobnost daljeg funkcionisanja i lični status vodećih menadžera. To može da bude veoma interesantno svima koji nemaju sluha da ulažu u edukaciju onih koji krizom treba da se bave u kompanijama.

Krizne situacije izazivaju veću medijsku pažnju i u skladu sa tim, menadžeri treba da prepoznaju takvu situaciju kao priliku i iskoriste je za pokazivanje brige o svojim potrošačima, odgovornosti prema društvu i za isticanje drugih, pozitivnih vrednosti preduzeća. Upravo je to komunikacija odgovornosti! Više puta ću se vratiti na ovo jer smatram da su kompanije pozvane da se kontinuirano bave unapredjenjem komunikacije sa svim ciljnim javnostima, te da je posebno važno da budu odgovorne kako ka internoj, tako i ka eksternoj javnosti.

Kao merilo obima krize uzima se najčešće činjenica kako i koliko o njoj izveštavaju mediji, jer oni predstavljaju ključni element svake krizne situacije. Istina je da upravo mediji svojim izveštavanjem najviše oblikuju mišljenje javnosti o organizacijama i time dugoročno utiču na njihov ugled. I tada počinje prava borba – borba za istinu, objektivne i neutralne informacije. Tada na scenu stupa tim za odnose s javnošću, koji medijima treba da obezbedi proaktivne, objektivne i nedvosmislene informacije i pokaže da želi da saradjuje i da se od javnosti ne skriva. A cilj takve komunikacije je očuvanje reputacije.

4 White, Mazur, 1995.

„Reputacija koja se gradi decenijama, može biti uništena u jednom trenutku!” Ovo je rečenica koja se najčešće pominje u literaturi, posvećenoj reputaciji i kriznom komuniciranju. Reputacija je suma vrednosti koje javnosti dodeljuju kompaniji na osnovu njihove percepcije i interpretacije slike koju kompanija komunicira tokom vremena.⁵ Danas je moguće preko noći izgubiti ugled zato što menadžment kompanije ne shvata značaj i neophodnost kontrolisanja i upravljanja informacijama u javnosti putem medija. Dakle, problem nije toliko sama kriza, koliko način na koji se komunicira ta kriza u javnosti.

Setimo se samo šta se dogodilo najvećoj konditorskoj kompaniji na svetu – Cadbury Schweppes. U junu 2006. godine, kompanija je povukla sedam svojih proizvoda iz Velike Britanije i Irske zbog mogućnosti da su zaraženi salmonelom. Iako je kompanija znala za zarazu još u januaru 2006. godine, nije izvestila zdravstvene institucije, pa je u medijima bila izložena oštroj kritici od strane organizacije za zaštitu prehrambenih proizvoda zbog pokazane nemarnosti. Više od 53 ljudi je bilo otrovano, među kojima je bilo najviše dece. Tek tada je kompanija rešila da povuče više od milion svojih zaraženih proizvoda. Uprkos navodima organizacija za zaštitu prehrambenih proizvoda da su proizvodi Cadbury-a rizični za potrošače, kompanija je odbila da povuče proizvode u januaru, jer su tada pronađeni minimalni tragovi prisustva salmonele. Strategija kriznog menadžmenta Cadbury-a je bila suprotna tradicionalnoj strategiji otvorenog, iskrenog i pravovremenog komuniciranja. Cena njihovih akcija je pala. Poverenje potrošača i akcionara je poljuljano. Nepravilno reagovanje na krizu je kompaniju skupo koštalo.

Kada se avion sruši – to je globalna vest. Avio kompanije su jedne od onih koje moraju da imaju razvijen krizni menadžment. Skorašnja katastrofa, koja se desila 1. juna ove godine, kada se avion Air France 447 srušio u okean na letu Rio de Žaneiro – Pariz, nanela je veliku štetu imidžu kompanije Air Bus, ali s druge strane Air France je komunicirao kako se i očekuje od jedne ovako velike kompanije. Iako je nesreća imala uticaja na veliki broj ljudi, prednost je data porodicama i rođacima nastradalih. Tako je kompanija Air France pružala redovno informacije porodicama putem posebnih telefonskih linija, a mediji su bili

5 John Dalton, London School of Public Relations, Great Britain, 2006

zamoljeni da ne koriste ove linije. Izgled veb sajta je promenjen i prilagođen žalosti zbog nastale nesreće, a glavni linkovi na sajtu nisu vodili na stranu za rezervacije letova, već na stranu gde su posetioци sajta mogli da nađu više informacija o nesreći.⁶

Kompanija je, takođe, pokazala empatiju tako što je oko 100 profesionalno treniranih doktora i psihologa bilo na raspolaganju porodicama nastradalih putem telefona u Francuskoj i Riu. Zapravo, doktori i psiholozi su bili deo tima od 4000 volontera, koji su trenirani za ovakve krizne situacije. Sve ove mere su demonstrirale spremnost kompanije Air France za ovakve i slične događaje.

Ima i loših primera. Air Bus je imao pravi PR problem, koji se proširio i na virtuelni svet. Naime, glumac Ešton Kučer je upozorio svoje fanove da ne putuju Air Bus avionima, dok se ne utvrdi da su potpuno sigurni. Ovu poruku je poslao preko poznate socijalne mreže Twitter. Neko bi pomislio, koga briga šta Ešton Kučer kaže, ali problem nastaje kada otkrijete da on na Twitter-u ima oko 2,5 miliona fanova. To znači da svaki put kada Kučer nešto izjavi, to potencijalno 2,5 miliona članova pročita, te se iz toga može izroditi problem, u ovom slučaju za Air Bus. Još veći problem je kada neko od fanova odgovori ovako: „Moji roditelji vode sirotište u Africi i redovno lete Air Bus avionima. Upozoriću ih!“. Snaga ličnog svedočanstva i mogućnost da poznato ime komunicira dobro ili loše u ime neke kompanije je, takodje, deo krizne komunikacije.

Kada uzmete u obzir činjenicu da svako od fanova Eštona Kučera ima bar 200 svojih kontakata, onda je jasno kako se jedna tema neverovatnom brzinom širi na internetu i upravo to je razlog zašto online medijima posvećujem poseban deo u ovom tekstu.

KRIZA U VIRTUELNOM SVETU

Upravo sada dok izlažem ovaj materijal neki ljudi bloguju. Dozvolite mi da se ispravim, ne neki nego mnogi ljudi bloguju. Od kada je pre nekoliko meseci njihov broj u svetu prešao 40 miliona blogovanje je postalo najčešći globalni hobi. Siguran sam da programeri koji su osmislili prvi sistem koji je omogućavao da se online objavi neki materijal, na koji su čitaoci mogli da daju komentare, nisu imali ideju širu od razmene informacija između tehnič-

kih timova, koji su radili na razvoju novih proizvoda, a bili prostorno razdvojeni. Onda je duh izašao iz boce i desila se revolucija čija je perjanica Blogger.com, a njegovih klonova je bezbroj. Danas je pokretanje bloga toliko jednostavno da to mogu da urade čak i penzioneri koji internet koriste za čitanje vesti i ćaskanje sa unucima preko Skype.com. Ali zašto bismo obraćali pažnju na tu činjenicu?

Da ste u u PR timu proizvođača omiljenog muslija nemačkog penzionera čiji blog ima preko pola miliona poseta mesečno preznojavali biste se pri pomisli da bi jednog dana metalni opiljak iz mašine koja ga pravi mogao da dospe u njegov omiljeni obrok - pa na blog.

Ne moraju objave na novim medijima samo da prozrokuju kriznu situaciju. Oni su tu kao rezonantna kutija gitare da pojačaju zvuk koji se napravi trzanjem žice. Ukoliko ne verujete, upitajte predstavnike vlasti u Iranu kako su se osećali kada se slike mnogih korisnika Twitter.com iznenada pozelenele tokom nedavnih protesta u toj zemlji. Programer koji je davao podršku protestantima napravio je aplikaciju koja je zelenila slike onih koji su to želeli. Veb je tako postao osnovni medij za podršku protestantima i glavni i naravno najbrži kanal kojim su informacije iz Irana išle u svet. „OK u krajnjoj liniji veb može i da se isključi, ako situacija u zemlji postane kritična“, posmislicete verovatno. Pa nije to baš tako jednostavno jer i Twitter i Facebook i većina veb 2.0 aplikacija mogu da se prate i preko mobilnog telefona. „Isključićemo i mobilne i vratićemo se klinastom pismu“. To nikako nije pristup za rešavanje kriza koje su nastale ili se prenose putem novih medija. Uostalom internet kafiće imate i u Seulu, pod nadzorom su, ali postoje. Danas – sve komunicira i stalno komunicira!

Twitter je veb servis sa najvećom stopom rasta korisnika ikada. Od kada je, već pomenuti, Ešton Kučer na svom Twitter nalogu zamerio Demi Mur što mu ne pegla donje rublje, a ona mu odgovorila...uostalom nije ni bitno šta. Bitno je da je broj naloga na ovom mikroblogging servisu, koji služi razmeni kratkih tekstualnih poruka, premašio pet miliona. Opra Vinfri, dok ovo pišem, ima još malo pa dva miliona pratilaca, osoba koje će u svoj Twitter nalog, ili u neki Instant Messenger ili na mobilni telefon dobiti njenu poruku u trenutku kada je ukucka u prozorče. Koliko klasičnih medija znate koji imaju dva miliona pretplatnika? Uostalom ne morate da budete ona

6 <http://simpliflying.com>

da bi vaša akcija imala posledice. Nova mantra je “Users generated content”. Zahvaljujući servisima koji se zajednički zovu Social Media i omogućavaju sasvim običnim i anonimnim korisnicima interneta da tekstove, fotografije, snimke i sve što pozele objavljuju online, sve je postalo mnogo transparentnije i teže za prikriti.

Vozač gradskog autobusa u Beogradu je vozio svoju grdosiju punu putnika, a preko volana je rasprostro dnevne novine i čitao ih, onako usput. Anonimni putnik je to snimio mobilnim telefonom i postavio na Youtube.com. Snimak je osvanuo na B92.net, najposećenijem veb sajtu u Srbiji, čiji tim stalno pregleda veb u potrazi za atraktivnim sadržajima. Vozač sa snimka je pod suspenzijom, a komisija Gradskog saobraćajnog preduzeća anonimno boravi u autobusima u potrazi za ponašanjem svojih zaposlenih koje bi moglo da ugrozi reputaciju preduzeća.

Za ugrožavanje reputacije u online prostoru nije neophodan ovak poprilično komplikovan sled događaja, kao ovaj koji je koštao posla vozača GSP-a. Svaka dnevna novina kod nas ima veb sajt na kome se redovno objavljuju kompletni sadržaji sutrašnjih izdanja, istog popodneva kada broj ode u štampu. Ovi veb sajtovi imaju veliku posetu a posetioци, pogotovo veb sajtova tabloida, redovno komentarišu tekstove. Bez dlake na jeziku naravno.

Šta da se onda radi u oblasti kriznog komunikacijskog menadžementa kada su novi mediji u pitanju? Za početak potrebno je da se neko sistematski i posvećeno bavi njima. Razvoj krize na internetu meri se minutima, a posle sat vremena kasno je za bilo kakvu reakciju. U proseku značajna vest objavljena na posećenom sajtu ima za to vreme tridesetak komentara. Ponovo nam se osmehuje kriza, ali i mogućnost da reagujemo i da se popravljamo.

Zato smo, kada je naš klijent Eurobank EFG redizajnirao svoj sajt prilagodivši ga softverima koji omogućavaju slepima da saznaju informacije sa posebno pripremljenih sajtova, bili u prilici da sprečimo negativne komentare koji su ovu činjenicu osporavali. Manje od deset minuta posle objave na B92.net vesti o redizajnu sajta pojavio se prvi komentar koji je tvrdio da nikakva unapređenja sajta nisu postignuta. Softver koji smo razvili je ovaj komentar zabeležio i signalizirao nam ga. Naš E-PR tim je aktivirao plan krizne komunikacije. Na sajt su svoje komentare o tome šta je sve uradjeno postavili direktor veb agencije, koja je

radila redizajn i slepa osoba, aktivista Centra za razvoj inkluzivnog društva, koji je u redizajnu učestvovao i proverio dostupnost sajta svojim softverom pred lansiranje. Oni su snagom argumenata preokrenuli dikusiju i sprečili dalju pojavu negativnih komentara.

Razvoj novih medija je nezaustavljiv. Da biste se uverili u to dovoljno je da jedan dan pratite Techcrunch.com. Bar 99 odsto ideja koje se na njemu predstave neće dočekati beta fazu razvoja aplikacije ali među preostalim jedan odsto kriju se novi Facebook i Twitter. Ipak ne treba da brinete. Bitni principi kriznog menadžementa u komunikaciji su nepromenljivi i opisani su sa dve ključne reči: poznavanje i planiranje. Ostatak je realizacija, bilo da su u pitanju klasični ili novi mediji.

ZNAČAJ KOMUNICIRANJA U KRIZNOJ SITUACIJI

„Čak 90 odsto odgovora na krizu čini komunikacija“

Barbara Reynolds,

Centar za kontrolu bolesti, SAD

Dugogodišnje iskustvo u radu sa kompanijama pokazuje da često ne postoje nikakve strategije za komunikaciju tokom krize. Potrebno je planirati komunikaciju pre krize, odnosno predvideti i prepoznati krizne potencijale i blagovremeno delovati u skladu sa novonastalom situacijom. Važno je unapred odrediti oblasti mogućih opasnosti, jer će upravo vrsta krize sa kojom će se suočiti kompanija, uticati na odabir odgovarajućih komunikacijskih alata i kanala.

Pomenuo sam koliko je pravovremena i proaktivna komunikacija sa medijima važna, a primarna javnost koja vam mora biti u fokusu tokom krize je vaša interna javnost, bez obzira da li je čini petoro ili pet hiljada zaposlenih.

Dobro informisani zaposleni su najbolji ambasadori vaše kompanije ili organizacije. Kao predstavnici kompanije, oni spoljnom svetu prenose informacije, analiziraju ih i mogu da glasine opovrgnu ili potvrde. Zato interno informisanje mora da bude brzo, otvoreno, iskreno, detaljno i lako dostupno.⁷

⁷ Crisis Communication Handbook, SEMA's Educational Series 2003:1

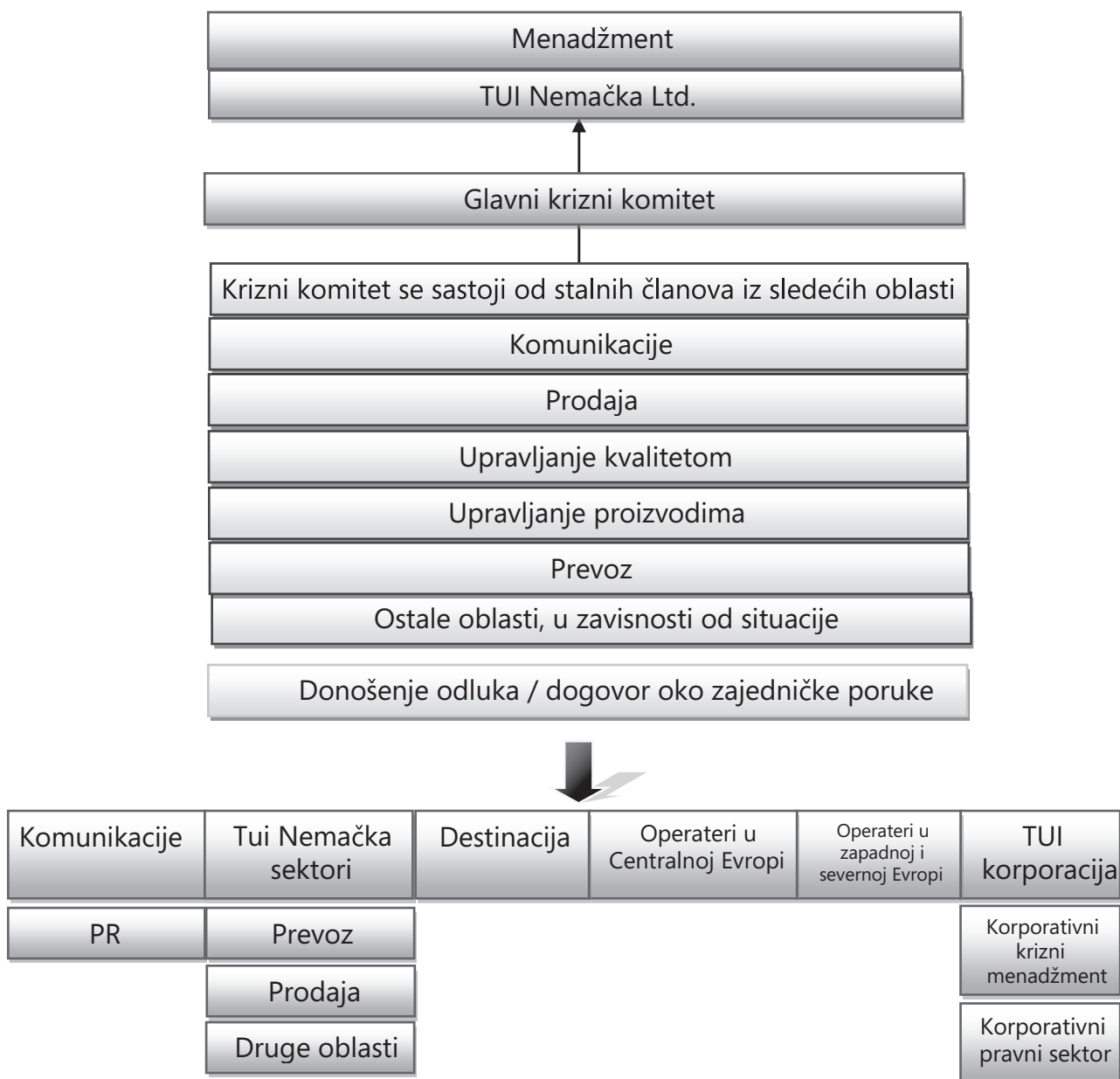
Informacije upućene zaposlenima tokom krize treba da opišu ulogu zaposlenih u krizi i posledice koje će kriza imati na njih i kompaniju. Treba delati brzo kako se ne bi desilo da zaposleni saznaju šta se dešava putem medija ili širenjem glasina u lokalnoj zajednici. Takve situacije dovode do narušavanja kredibiliteta menadžmenta kompanije veoma brzo!

Takođe, treba voditi računa da informacije, koje se plasiraju zaposlenima, budu prilagođene njihovoj poslovnoj situaciji, kompetenciji, mogućnostima samostalnog dono-

šenja odluka. Zaposleni se mogu zateći na različitim lokacijama u trenutku izbijanja krize i pritom mogu da imaju različite izvore informacija, tako da krizni tim mora da koristi više različitih kanala interne komunikacije.

Koliko je interna komunikacija važna u kriznim vremenima pokazuje i istraživanje kompanije Opinion Research Corporation (ORC), sprovedeno 2009. godine, koje pokazuje da će se zaposleni u SAD-u duplo više angažovati za kompaniju i četiri puta više će je hvaliti drugima ako su zadovoljni načinom na koji ona sa njima komuni-

Slika 1: Krizni menadžment kompanije TUI¹



¹ Crisis management in the tourism industry, Dirk Glaesser

cira prilikom donošenja bitnih i teških odluka.⁸ Po meni – logično i opravdano.

Recesija je pojačala potrebu zaposlenih za otvorenom i iskrenom komunikacijom. Među radnicima koji su učestvovali u studiji 44 odsto njih navodi da su, kao odgovor na trenutnu ekonomsku krizu, kompanije u kojima rade u zadnjih šest meseci preduzimale određene korake, poput smanjenja broja zaposlenih i raznih troškova. Skoro polovina zaposlenih (49 odsto) smatra da njihovi poslodavci dobro komuniciraju sa njima u vezi toga.⁹

Među ispitanicima, 28 odsto izražava potrebu da im se objasni kakve će akcije biti preduzete i razlozi za njihovo sprovođenje. Oko 13 odsto ispitanih ističe da u nestabilnim ekonomskim uslovima voli da bude informisano o odlukama koje se usvajaju i razlozima za njihovo usvajanje. Radnici navode, takođe, da im znači otvoreno i iskreno komuniciranje i učestala komunikacija sa menadžmentom. Zaposlenima odgovaraju različiti kanali komunikacije poput sastanaka (19 odsto), mejlova (17 odsto) i dopisa (sedam odsto).

O izboru kanala komuniciranja bilo bi najbolje da uvek odlučuje krizni štab kompanije. To bi naravno značilo i da postoje precizno definisane procedure za formiranje i sazivanje Kriznog štaba, što većina multinacionalnih kompanija ima. Moja preporuka bi bilo da svaka organizacija ima makar okvirne procedure ili ključnu osobu koja će donositi odluke, ukoliko do krize dodje. Zadatak Kriznog štaba je i da komunicira sa svim eksternim javnostima.

Iako deluje samo tokom kriznih situacija, on treba da postoji u određenoj strukturi i u mirnim vremenima i da članovi kriznog štaba znaju u svakom trenutku svoje mesto i odgovornosti. Evo primera strukture jednog kriznog štaba i to poznate turističke agencije TUI.

Naime, TUI ima oko 200 slučajeva smrti svake godine među svojim putnicima i 1000 težih zdravstvenih slučajeva, kao što je infarkt. Aktivnosti kriznog menadžmenta su centralizovane i vode se u TUI centrali u Hanoveru u Nemačkoj. Aktivnosti su uvek koordinisane od strane pogođenih sektora, ali samo članovi sektora za krizni i menadžment događaja, imaju pravo da donose konkretne odluke.

Kompanija TUI raspolaže čak i centrom za kriznu komunikaciju, koji je opremljen svim alatima, neophodnim za upravljanje kriznom situacijom.

Svakako treba učiti na ovakvim primerima, ali pravi izazov komunikatora treba da bude postavljanje uvek viših standarda i pripremanje kompanija na domaćem tržištu za pravilno reagovanje tokom svih situacija, bile one krizne ili ne.

ZAKLJUČAK

**“Jedan dan, danas, je vredan dva sutrašnja” –
nepoznat autor o krizi
“Danas ne može da se dogodi kriza. Moj raspored je već popunjen.” – Henri Kisindžer**

Kada malo razmislite čini se da je kriza iza svakog ćoška i da samo vrebava, ali i da je dovoljno da na pravi način reagujete pa da izadjete kao pobednik. Naravno da ništa nije tako jednostavno i da za rešavanje kriznih situacija možete da izaberete različite strategije. Iskustvo u odnosima sa javnošću kaže da je proaktivna, transparentna, centralizovana i objektivna komunikacija ključ uspeha. Jasno i otvoreno komuniciranje je dobar recept, ali kao i za sve ostalo priprema je najvažnija. Da biste za svoju kompaniju obezbedili poene i tokom krize, veoma je važno da se temeljno upoznate sa rizicima (uvek upoznaj neprijatelja) i da pokušate da ih umanjite. Odgovorno poslovanje znači da ćete biti odgovorni ka internoj i eksternoj javnosti, a tek onda da ćete o tome i govoriti. Nikada ne smete poslati u etar poruku da ćete nešto učiniti i da sve ostane samo na rečima. I na taj način, svojim neodgovornim ponašanjem možete da izazovete krizu. A svaka kriza će vas koštati i para i reputacije.

Loša taktika odbrane, ako do krize dodje je – strategija ćutanja. Mada i to nekada upali. Odluka o strategiji treba da se donese na najvišem nivou, a cilj je uvek sačuvati primarno poslovanje. Krize se dešavaju od pamtiveka i dešavaće nam se u budućnosti. Nažalost, neke zaista ne možemo da spečimo, ali možemo da se za njih dobro pripremimo i da iz tuđih primera informišemo i učimo.

Kriza je veliki preokret u životu jedne organizacije, ali ujedno i prilika za pravilnu komunikaciju i čak po neki poen. To je prilika da investirate u rukovodstvo, organi-

8 www.taboomagazine.org, Dnevne Taboo vesti, 31.7.2009.

9 www.taboomagazine.org, Dnevne Taboo vesti, 31.7.2009.

zacijske promene, u nove sektore, kontrolu kvaliteta. Zato se treba hrabro suočiti sa krizom kao opasnošću, a zatim je iskoristiti kao priliku da javnosti pokažete da se otvoreno suočavate sa kriznom situacijom s ciljem da je što pre otklonite. Na taj način reputacija kompanije, poljuljana u krizi, se može sačuvati.

Kriza dodje i prodje, Ali kada prodje - ne treba je brzo zaboraviti. Iskustva mogu biti poučna samo ukoliko ih temeljno analiziramo. Nakon krize potrebno je izvršiti evaluaciju svih događaja tokom krizne situacije. Ukoliko smo radili prema kriznom planu, potrebno je utvrditi da li je i kako izvršena implementacija plana.

Po potrebi, nakon krize, kompanija menja organizacionu strukturu, politiku poslovanja, kulturu u preduzeću, kontrolne mehanizme, itd. Velika pažnja posvećuje se ponovnom stvaranju i očuvanju ugleda. Odnosi s javnošću se u ovom periodu bave merenjem uspešnosti komuniciranja, upoređivanjem postignutog i planiranog i pripremom nacrtu komuniciranja u budućnosti.¹⁰ Utvrđuje se da li smo krizu mogli izbeći i na koji način. Glavna svrha analize je poboljšavanje plana delovanja u krizi, koji nikada nije konačan. Menadžment treba da se trudi da stečeno iskustvo iskoristi kao pripremu za nove moguće krize.

Svaka krizna situacija je važna lekcija za kompaniju, ali može biti i samo skupa lekcija. Uloga komunikatora i stručnjaka iz oblasti odnosa sa javnošću je i da predstave značaj pravilne i pravovremene reakcije tokom krize. Po

¹⁰ Božidar Novak, *Krizno komuniciranje i upravljanje opasnostima*, Binoza press, Zagreb, 2001

tome kako jedna kompanija reaguje u neprilici možemo zaključiti i koliko je spretna, kakvi su ljudi koji je vode i da li ima perspektivu. I naravno, teorija i praksa moraju da idu ruku pod ruku.

Važno je da imate iskustvo komuniciranja tokom krize, jer je to jedini pravi način da se još bolje pripremite za iduću. Odluka je na vama da li ćete leteti kompanijom kojoj se nikada nije srušio nijedan avion ili ćete se ipak radje opredeliti za onu, koja je zbog nesreća, uložila dodatna sredstva da poveća standarde sigurnosti. Bez obzira šta se desi značaj pravilnog obraćanja i izbora kanala komunikacije je ključno, a edukacija iz ove oblasti može da vam sačuva i novac i najskuplju stvar danas – reputaciju!

U svakom slučaju – uživajte u vožnji!

Literatura

1. Asanin Gole, *Komuniciranje u kriznim i konfliktnim okolnostima*, materijali za radionicu IABC, maj 1998.
2. Božidar Novak, *Krizno komuniciranje i upravljanje opasnostima*, Binoza press, Zagreb, 2001
3. *Crisis Communication Handbook*, SEMA's Educational Series 2003:1
4. Dirk Glaesser, *Crisis management in the tourism industry*, Oxford :Elsevier,2006.
5. John Dalton, *London School of Public Relations, Great Britain*, 2006
6. *London School of Public Relations, Great Britain*, 1998.
7. Larkin Judy, Regester Michael, *Risk Issues and crisis management*, Clays Ltd, St Ives, Great Britan, 1999.
8. White John Mazur, *Strategic communication management: Making Public Relations Work*, Cambridge University Press, 1995.
9. <http://simplifying.com>
10. www.taboomagazine.org, *Dnevne Taboo vesti*, 31.7.2009.



Borislav Miljanović

Rođen 8. novembra 1970. godine u Beogradu. Završio je Pravni fakultet u Beogradu 1995. godine i magistrirao komunikologiju na Fakultetu političkih nauka u Beogradu 2002. godine. Miljanović ima više od deset godina novinarskog i uredničkog iskustva u medijima: BK Televizija, TV Politika, Ekspres, Studio B, Blic. Formirao je Službu za odnose sa javnošću BK Grupe. Kasnije osniva službu za odnose sa javnošću pri Kraljevskom Dvoru i radi kao zvanični predstavnik za odnose sa javnošću Nj.K.V. prestolonaslednika Aleksandra Drugog. Jedan je od prvih članova udruženja IPRA (International Public Relations Association) iz Srbije. Kreirao je i sprovodio brojne komunikacijske kampanje, kako za klijente profitnog, tako i neprofitnog sektora. Govori engleski jezik.



Agrobanka

PB AGROBANKA AD
BEOGRAD, SREMSKA 3-5
TEL: 011/637-622
FAX: 011/3281-408
www.agrobanka.rs

ALPHA BANK



ALPHA BANK SRBIJA
BEOGRAD, KRALJA MILANA 11
TEL: 011/3240-248
FAX: 011/3240-248
www.alphabankserbia.com



Banca Intesa

BANCA INTESA AD BEOGRAD
NOVI BEOGRAD, MILENTIJA POPOVIĆA 7B
TEL: 011/2011-200
FAX: 011/2011-207
www.bancaintesabeograd.com



BEOGRADSKA BERZA
BELGRADE STOCK EXCHANGE

BEOGRADSKA BERZA
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 1
TEL: 011/3221-599
FAX: 011/138-242
www.belex.rs



BEOGRADSKE ELEKTRANE
NOVI BEOGRAD
OMLADINSKIH BRIGADA 1
www.beoelektrane.rs



BERLIN-CHEMIE MENARINI

BERLIN-CHEMIE, PREDSTAVNIŠTVO SRBIJA
BEOGRAD, PRILEPSKA 1
TEL: 011/3657-098
FAX: 011/3657-101



Centralni registar
depo i kliring hartija od vrednosti

CENTRALNI REGISTAR
BEOGRAD, TRG NIKOLE PAŠIĆA 5
TEL: 011/3331-380
FAX: 011/3202-329
www.crhov.rs

DELTA HOLDING

DELTA HOLDING
NOVI BEOGRAD, MILENTIJA POPOVIĆA 7b
TEL: 011/2011-110, 2011-100
FAX: 011/2011-111
www.deltaholding.rs



ELEKTRODISTRIBUCIJA
BEOGRAD, MASARIKOVA 1-3
TEL: 011/3618-850
FAX: 011/3616-641
www.edb.rs



ELEKTROPRIVREDA SRBIJE
BEOGRAD, CARICE MILICE 2
TEL: 011/2628-622
FAX: 011/2623-984
www.eps.rs



ENERGY FINANCING TEAM DOO
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 10B/II
TEL: 011/301-1021
FAX: 011/301-1020
www.eft-group.net



EPOKSAN
ČAČAK, GRADSKO ŠETALIŠTE BB
TEL: 032/227-744
FAX: 032/345-740



ERSTE BANK
NOVI SAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 3
TEL: 021/527-733
FAX: 021/529-507
www.erstebank.rs



Eurobank EFG

EUROBANK EFG
BEOGRAD, KOLARČEVA 3
TEL: 011/206-5816
FAX: 011/302-8952
www.eurobankefg.rs

FARLEY INVESTORS d.o.o.
BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 86
Tel: 011/205-40-73
Fax: 011/205-40-37



**FAKULTET ZA EKONOMIJU
I INŽENJERSKI MENADŽMENT**
NOVI SAD
SIME MILUTINOVIĆA SARAJLIJE 32
Tel: 021/400-499
Fax: 021/469-518
www.fimek.edu.rs



FAKULTET ZA MENADŽMENT
ZAJEČAR, PARK ŠUMA "KRALJEVIĆA" BB
TEL: 019/430-800
www.fmz.edu.rs



GALEB GROUP
ŠABAC, POCERSKA 111
TEL: 015/367-700
FAX: 015/367-788
www.galeb.com



Galenika a.d.
GALENIKA AD
ZEMUN, BATAJNIČKI DRUM BB
TEL: 011/3020-700
FAX: 011/3370-179
www.galenika.rs



GRADSKJE PIJACE
BEOGRAD, ŽIVKA KARABIBEROVIĆA 3
TEL: 011/3806-680
www.bgpijace.rs



BANK
HYPO ALPE ADRIA BANK AD
BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 6
TEL: 011/222-67-13
FAX: 011/222-67-98
www.hypo-alpe-adria.rs



ITM GROUP
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 86
TEL: 011/31-07-400
FAX: 011/3107-492
www.itm.rs



JUGOREGISTAR
NOVI BEOGRAD, NARODNIH HEROJA 30
TEL: 011/2607-080
FAX: 011/3192-041



**KOMERCIJALNA BANKA AD
BEOGRAD**
KOMERCIJALNA BANKA AD
BEOGRAD, SVETOG SAVE 14
TEL: 011/3080-100
FAX: 011/3440-033
www.kombank.com



**Komisija za
hartije od vrednosti**

KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 1
TEL: 011/3115-118
FAX: 011/137-924
www.sec.gov.rs



M&V INVESTMENTS
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 115D
TEL: 011/3530 900
FAX: 011/3116 772
www.mvi.rs



**MEĐUNARODNI CENTAR ZA RAZVOJ
FINANSIJSKOG TRŽIŠTA DOO**
BEOGRAD, NEBOJŠINA 12
TEL: 011/3085-780
FAX: 011/3085-782
www.mcentar.rs



METEOR
METEOR SN BIRO EXPORT IMPORT
BEOGRAD, PROLETERSKE SOLIDARNOSTI 34
TEL: 011/3016-211
FAX: 011/3016-211
www.meteor.rs

KOLEKTIVNI ČLANOVI SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE



NACIONALNA SLUŽBA ZA ZAPOSŁJAVANJE
BEOGRAD, KRALJA MILUTINA 8
TEL: 011/3307-900
FAX: 011/3307-980
www.nsz.gov.rs



NELT CO
BEOGRAD, KARADORĐEVA 65
TEL: 011/2071-231
FAX: 011/2071-221
www.nelt.com



NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE
NIS NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE
NOVI SAD, NARODNOG FRONTA 12
TEL: 021/4813-795
FAX: 021/4814-339
www.nis.rs



NLB BANK
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 165/V
TEL: 011/2225-100
FAX: 011/2225-101
www.lhb.co.yu



PHARMA NOVA
BEOGRAD, KUMODRAŠKA
TEL: 011/3404-060
FAX: 011/3404-047
www.pharmanova.com



PRIVREDNA BANKA BEOGRAD AD
PRIVREDNA BANKA BEOGRAD
BEOGRAD, BULEVAR KRALJA ALEKSANDRA 70
TEL: 011/3816-400
FAX: 011/3816-700
www.pbb-banka.com



PRIVREDNA KOMORA BEOGRADA
BEOGRAD, KNEZA MILOŠA 12
TEL: 011/2641-355
FAX: 011/2642-029
www.kombeg.org.rs



PRIVREDNA KOMORA VOJVODINE
NOVI SAD, HAJDUK VELJKOVA 11
TEL: 021/557-433
www.pkv.rs



PUPIN TELEKOM DKTS
ZEMUN, BATAJNIČKI PUT 23
TEL: 011/2194-469
FAX: 011/2194-469
www.pupintelecom.co.rs



PTT SAOBRAČAJA „SRBIJA“
BEOGRAD, TAKOVSKA 2
TEL: 011/3022-000
FAX: 011/3229-911
www.posta.rs



RAIFFEISENBANK AD
NOVI BEOGRAD, BULEVAR AVNOJ-A 64A
TEL: 011/3202-100
FAX: 011/2207-080
www.raiffeisenbank.rs



REGIONALNA PRIVREDNA KOMORA NOVI SAD
NOVI SAD, NARODNOG FRONTA
TEL: 021/4802-088
FAX: 021/466-300
www.rpkns.com



Република Србија
Министарство Финансија
УПРАВА ЦАРИНА
REPUBLIKA SRBIJA MINISTARSTVO FINANSIJA
-UPRAVA CARINA
NOVI BEOGRAD, BULEVAR AVNOJ-A 155A
TEL: 011/2696-523
FAX: 011/2690-531
www.carina.rs

KOLEKTIVNI ČLANOVI SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE



Akcionarsko društvo za osiguranje
Član Sava Re Grupe

"SAVA OSIGURANJE" a.d.o.

BEOGRAD, BULEVAR VOJVODE MIŠIĆA 51
TEL: 011/3644-804
FAX: 011/3644-889
www.sava-osiguranje.rs



**SOCIETE GENERALE
SRBIJA**

SOCIETE GENERALE SRBIJA

NOVI BEOGRAD, VLADIMIRA POPOVIĆA 6
TEL: 011/3011-400
FAX: 011/3113-752
www.societegenerale.rs

ČLANOVI GRUPE DROGA KOLINSKA

DROGA KOLINSKA



K A F A

GRAND PROM AD

BEOGRAD, SURČINSKA 6A
TEL: 011/2205-000
FAX : 011/2205-011
www.grandkafa.rs



SOKO ŠTARK

BEOGRAD, KUMODRAŠKA 249
TEL: 011/2468-622
FAX : 011/3972-982
www.stark.rs



SRBIJAŠUME

NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 113
TEL: 011/3115-038
www.srbijasume.rs



SU-PORT Ltd, JAT AIRWAYS SYSTEM

BEOGRAD, AERODROM NIKOLA TESLA
TEL: 011/311-38-72
FAX: 011/214-66-84
www.su-port.com



**AKCIONARSKO DRUŠTVO ZA OSIGURANJE
"TRIGLAV KOPAONIK"**

BEOGRAD, KRALJA PETRA 28
TEL: 011/330-51-06
www.triglav.rs



UDRUŽENJE BANAKA SRBIJE

BEOGRAD, BULEVAR KRALJA ALEKSANDRA 86/II
TEL: 011/3020-760
FAX: 011/3370-179
www.ubs-asb.com



UNICREDIT BANK

BEOGRAD, RAJIĆEVA 27-29
TEL: 011/3240-505
FAX: 011/3342-200
www.unicreditbank.rs



UNIVERZAL BANKA AD

BEOGRAD, FRANCUSKA BB
TEL: 011/3022-801
011/3343-017
www.ubbad.rs



ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
УНИВЕРЗИТЕТА У БЕОГРАДУ

**UNIVERZITET U BEOGRADU
EKONOMSKI FAKULTET**

BEOGRAD, KAMENIČKA 6
011/3021-240
011/2639-560
www.ekof.bg.ac.rs



VIŠA POSLOVNA ŠKOLA NOVI SAD

NOVI SAD, VLADIMIRA PERIĆA VALTERA 4
TEL: 021/450-101
FAX: 021/334-055
www.vps.ns.ac.rs



ZAVOD ZA URBANIZAM

NOVI SAD, BULEVAR CARA LAZARA 3/III
TEL: 021/459-144
FAX: 021/455-395
www.nsurbanizam.rs



ŽITOSREM AD

INĐIJA, VOJVODE PUTNIKA 2
TEL: 022/561-152
FAX: 022/551-215