

*Милан Вемић,
дипл. ек., независни менаџмент консултант,
директор консалтинг фирме Фин Грам, Београд*

Стране директне инвестиције. Лек или проклетство?

Генеза концепта страних директних инвестиција

Историјски посматрано интензивнија директна улагања у иностранству-стране директне инвестиције (СДИ) се јављају од друге половине 19. века. До Првог светског рата доминирају портфолио инвестиције приватних лица. Затим у периоду до 1929. преовлађује директно инвестирање. Од тада се државни (јавни) капитал јавља као преовлађујући облик инвестирања у иностранству све до 1960. Између два светска рата директне инвестиције су имале ток из САД у Канаду и Латинску Америку, а после Другог светског рата у петролејске земље на Блиском истоку.¹⁾ У новије време директне инвестиције све више крећу из Европе и Јапана у САД и земље у транзицији. Када су ове последње земље у питању, што је за Србију посебно интересантно, деведесете године су биле карактеристичне по страним улагањима везаним за приватизацију. Само у периоду од 1990-97 године СДИ у централну и источну Европу износиле су 64 милијарде долара, и као такве представљале су главни динамизатор њиховог привредног раста и укључивања у процесе либерализације и глобализације. Када је у питању регион источне и централне Европе компаније из западне Европе показују више интересовања за ово подручје него компаније са седиштем у Северној Америци и Азији. Избор су углавном улагања у

1. Стојановић Т. (1985) *Виши облици сарадње у међународним економским односима*. Београд, "Привредни преглед".

Чешку, Пољску, Русију, Мађарску, Турску и Румунију. Истовремено, веома мали број азијских компанија показује интерес за ово подручје осим када је у питању Пољска. Сто се тиче компанија из Северне Америке њих интересује тржиште Чешке и Пољске. Као илустрација значаја овог облика економског развоја може се истаћи да су током осамдесетих година иностране директне инвестиције од стране индустријских земаља расле пет пута брже од светске трговине и десет пута брже од светског бруто производа.²⁾ Као такве представљају главни фактор процеса глобализације и либерализације светске економије. Дакле, кључну улогу у пословима инвестиција има троугао моћних на релацији САД-Јапан-ЕУ. Из поменутих земаља је потекло око четири петине вандомицилних инвестиција. Истовремено земље овог троугла су примиле 75%-80% светских инвестиција. Земље које се најчешће спомињу као дестинације страних директних инвестиција су САД, Бразил, Велика Британија, Кина, Немачка, Мексико и Канада. Африка привлачи мање од 1%.³⁾

Појам страних директних инвестиција

Најуже схватање страних директних инвестиција подразумева улагања која по свом начину и облику обезбеђују иностраном инвеститору стицање права својине, контроле и управљања над активом неког предузећа са циљем остварења неког перманентног економског и правног интереса.⁴⁾ Термин "страна инвестиција" обухвата веома широке и комплексне друштвено-економске аспекте без обзира о којој развијеној или земљи у развоју се ради. Ово се посебно односи на Србију због њеног специфичног друштвено-економског система који је још увек некомпатибилан са тржишном економијом. Са једне стране, дугорочни сценарији страног власништва брину многе критичаре овог модалитета привредног развоја: коју надокнаду ће странци тражити за коришћење капитала који инвестирају? Да ли ће континуиран прилив страног капитала дати странцима контролу над масом капитала у нашој привреди? Поједини аутори сматрају да је ово у ствари велики недостатак модела СДИ! Са друге стране, да ли ће стране инвестиције повећати квалитет рада, подићи ниво инвестиција, обезбедити технологију и истраживање и представљати катализатор привредног развоја ?

У суштини, можемо разликовати директне од индиректних страних инвестиција, и у претходном периоду развоја Србија је, на пример, углавном и на жалост привлачила индиректне инвестиције.

2. Landes D.S (1988) "The Wealth and Poverty of Nations". W. W. Norton Company, 476.

3. MIGA (2002) "Foreign Direct Investment Survey". (January), Chapter IX.

4. Прица Р. (1976) "Организациони облици директних иностраних инвестиција". Београд.

Облици директних иностраних инвестиција

Облици непосредног улагања као најзначајнијег вида страних улагања (ту су још и: "joint ventures" портфолио инвестиције, аквизиције, улагања у приватизацију и концесије) могу бити сопствена предузећа у иностранству, мешовита и заједничка предузећа у иностранству (са учешћем у капиталу) и филијале, односно организационе јединице. Категорије ових улагања узимају облик акцијског капитала, инвестиције у прашњаве технологије (енгл. brownfield) и инвестиције у нове објекте-од ледине (енгл. greenfield) и реинвестираног профита страног улагача.

Greenfield инвестиције често имају предност код инвеститора у односу на улазак капитала у реструктуирање постојећих нефлексибилних и технолошки заосталих компанија са спорним правним статусом. С друге стране такозвана «brownfield» ревитализација представља значајну шансу за раст економије и квалитет живота у урбаним срединама обзиром да често укључује рециклажу урбаног земљишта. Greenfield пројекат даје улагачу могућност да креира потпуно нову организацију на ледини и према сопственим захтевима, што често захтева постепен улазак на тржиште. Аквизиција омогућава брз улазак и тренутан приступ локалним ресурсима, међутим преузета компанија често захтева дубоко реструктуирање како би се премостила велика разлика између две организације. У појединим ситуацијама реструктуирање предузећа у земљама транзиције постаје толико свеобухватно да у ствари подсећа на greenfield инвестиције. Meyer and Estrin [1999, 2001] називају овај приступ 'brownfield', и сматрају га *хибридним* начином уласка на тржиште. Brownfield пројекти су атрактивни уколико су локални ресурси развоја потребни али недовољни за планирану операцију, и уколико високи трансакциони трошкови инхибирају традиционалне модалитете уласка на тржиште. Већина аквизиција се заснива на трансферу пуног власништва новим власницима, а у случају приватизације власништво се преноси са државе (друштва) на приватне власнике. Међутим, постоје и многи случајеви преузимања предузећа где је пренос власништва парцијалан а странац добија пуну контролу менаџмента, са пуним страним власништвом остављеним за неко касније време. Такво постепено преузимање предузећа може створити знатне изазове за корпоративно управљање, али их инвеститори толеришу и прихватају као средство да придобију кључне локалне актере. У ширем смислу, непосредна улагања могу укључити и зајмове уколико се стварају или повећавају трајне пословне везе. Трансферисање производно пословне функције у иностранство путем директног улагања представља потез са највише ризика у међународним економским односима. Стога је од изузетне важности за који облик улагања се инвеститор одлучи. Постоји и подела на *хоризонталне, вертикалне (енгл. backward, forward) и конгломератске директне инвестиције*.⁵⁾ Хоризонталне настају када предузеће производњу истог производа организује у погонима лоцираним у две или више земаља. Вертикалне настају када предузеће у више

5. Пјанић З., главни уредник (1994) "Економска и пословна енциклопедија". Београд: Савремена администрација, 206.

земаља лоцира различите фазе производње и маркетинга једног или групе сродних производа. Конгломератске директне инвестиције настају када матично предузеће освоји контролу или се интегрише са иностраним предузећем лоцираним у другој земљи, а које производи један или групу несродних производа.

Предности директних иностраних инвестиција

Основни циљ који се жели постићи привлачењем СДИ је више него очигледан: омогућити и убрзати раст бруто домаћег производа (БДП) односно производње, стимулисати извоз, обезбедити модерну технологију и стабилан привредни раст приливом иностраног капитала. У том случају домаћи резиденти могу очекивати (евентуално) већи животни стандард. Кроз опрему, зграде, земљиште, патенте, ауторска права, трговинске марке и невидљиви интелектуални капитал директне иностране инвестиције омогућују директан пораст продуктивности рада и БДП-а. Радници зарађују више плате. У суштини националност власника постаје небитна од оног тренутка када њихов стандард почне да расте.

Расположивост страног капитала смањује трошак капитала за домаће корпорације. Дакле, ревитализација, реструктурирање и реинжењеринг домаћих фирми су јефтинији. Омогућују се инвестициони пројекти који иначе нису профитабилни, и повећава се вредност фирми.

Дакле, смањујући каматне стопе и трошак капитала, прилив страног капитала је од велике користи власницима домаћег капитала и домаћој радној снази. Предности овог облика међународне економске сарадње укључују лакши приступ технологији и ретким сировинама, заобилажење царинских баријера, могућност нижих производних трошкова, тежња да се избегну домаћи законски прописи и очување конкурентске позиције националне привреде. Кроз обуку запослених и менаџмента СДИ такође пружају трансфер управљачких и производно усмерених знања што доприноси развоју људског капитала у земљи домаћину. На крају, мада не и најмање важно, треба истаћи да СДИ доприноси расту пореских прихода у земљи домаћину.

Недовољан допринос СДИ развоју Србије

Први закон о страним улагањима из 1973. увео је бројна ограничења страним инвеститорима и дозволио њихов приступ само производном сектору и научноистраживачком раду. Изоставио је бројна подручја пословног живота као што су банкарство, осигурање, домаћи транспорт, трговина, јавне услуге, итд. Уследиле су бројне измене овог закона, затим нови закон из 1978. са изменама и допунама 1984 и 1986. Закон из децембра 1988. године односно најновији важећи из 2002. омогућио је обухватање других важних области које су веома развијене у међународној трговачкој пракси, као осигурање и банкарство. Међутим, супротно ономе што се годинама сматрало, сам правни оквир уопште није довољан и зато је Срби-

ја, углавном привлачила индиректне инвестиције које су биле мање ризичне за страног партнера.

Неке карактеристике страних улагања у Србији

1) Одсуство власничких елемената. Страни инвеститор није уживао власничка права у друштвеним предузећима и све се сводило на уговорни однос. Многа друштвена предузећа су се у међувремену трансформисала у акционарска друштва али без суштинских промена у привређивању, односу према раду, профиту, итд. Претходно није умањило ризичност евентуалних страних улагања док домаћи приватни сектор још увек није преовлађујући у структури привреде.

2) Одсуство контроле и учешћа у управљању. После склапања уговора, страни партнери су имали пасивну улогу и право управљања је било резервисано за домаћег партнера. Стање од 10% или више обичних гласачких права у акционарском предузећу сматра се као граница за контролу имовине. Тек у последње време се то мења.

3) Уговор о улагању ретко је доводио до креирања нових организационих форми привређивања. Пре тринаест година Југославија је омогућила стварање нових институционалних облика предузећа, друштва капитала, и тада је била у предности у односу на већину других источноевропских земаља, пре свега због богатијег искуства са тржишном економијом и већом отвореношћу ка западу. Међутим, приватизација друштвеног капитала још увек није изведена до краја. Велики су отпори и радника и послодаваца, а током 1990-тих дошло је и до изражене политичке нестабилности и инфлације. Непосредно пред распад друге Југославије и увођење санкције УН против Србије и Црне Горе, нови закон о страним улагањима, и резултати привредне реформе у 1989. и 1990. години постигли су импресивне резултате у односу на претходни период развоја. Поређења ради, за 22 године, од 1967. до 1989. закључено је свега 370 уговора вредних око пола милијарде долара, са највећим страним улогом од свега 17,5% вредности улога. Оправдане су биле критике да су и појединачни улози били мали и да је њихово учешће у капиталу предузећа било занемарљиво. У 1989. и 1990. години бивша Југославија је закључила преко 2000 уговора са страним улагачима вредним преко милијарду долара. Интересантно је да је у прва четири месеца 1992. склопљено преко 300 ових уговора вредних око пола милијарде марака и то, углавном у Србији. Већи део тог страног капитала је ушао у земљу, јер су страни инвеститори морали да предоче доказе о расположивости средстава. Нажалост већ у 1991 години дошло је до постепеног погоршавања инвестиционе климе у Југославији и пораста ризичности страних пласмана, а затим и до санкција и ратова за наслеђе бивше Југославије.

Претходни податак показује да је Србија интересантна за стране инвестиције и да би страног капитала било више када би били испуњени одређени услови. Према проценама и прогнозама Института Г17 у Србији су СДИ износиле 165 милиона долара у 2001., док се за 2002. очекује између 300 и 400 милиона долара.⁶⁾ Поређе-

ња ради, Чешка је између 1990. и 2000., као земља са највишим СДИ по становнику у источној Европи, привукла 23 милијарди долара страних директних инвестиција, од чега 11.2 милијарде у 1999. и 2000.⁷⁾

Критеријуми за евалуацију ризика земље

Према најновијој анкети Мултилатералне агенције за гарантовање инвестиција Светске банке, Вашингтон, САД, шест ризика које инвеститори најчешће наводе су следећи. Физичка безбедност свог особља, рат и грађански немири, неконвертибилност валуте, кршење уговора, неспособност или одбијање владе да спроводи закон, експропријација и национализација.⁸⁾

Другим речима, менаџери сматрају да је политичко-системски ризик један од доминантних фактора у одлучивању о иностраним инвестицијама.⁹⁾ У теоријском глобалном моделу међународног финансијског менаџмента (Љутић, 1996) аутор разрађује модел и логику међународних инвестиција, ризик и принос, ризике СДИ, факторе опорезивања, политичке ризике, као и рачуноводствене третмане прекомореских инвестиција.¹⁰⁾

Дефиниције политичког ризика разврставају се у две категорије. *Прва описује политички ризик кроз владину интервенцију, а друга кроз разне политичке догађаје.* Типична дефиниција према коју нуди Грин (Greene, 1974):

“... политички ризик је неизвесност која произлази из неочекиваних потеза и одлука владе или других организација које могу проузроковати губитак фирми.”

Према Руту (Root, 1968):

“... политички ризик је могући след политичких догађаја као што су рат, револуција, државни удар, експропријација, опорезивање, девалвација, девизне контроле и увозне рестрикције које проузрокују губитак потенцијалног профита и средстава у међународним пословним операцијама”.¹¹⁾

Симонов општи оквир за евалуацију политичког ризика из 1982 изгледа у матричном облику овако:¹²⁾

6. *Свијету веће стране инвестиције*, дневни лист "Данас" (2002), "Бизнис", (18 фебруар), 3.

7. [http://www.czechinvest.org/ci/ci_an.nsf\(FAQsW\)](http://www.czechinvest.org/ci/ci_an.nsf(FAQsW)).

8. MIGA (2002) *Foreign Direct Investment Survey*. Washington D.C.: MIGA. (January), 27.

9. Љутић Б. Ж. /главни уредник/ (1996), "Основи финансија за менаџере. Фундаментални концепти финансијског менаџмента". Београд: Панда Граф.

10. Љутић Б.Ж. Ibid, 234-39.

11. Demirag I., Goddard S. (1994) "Financial Management for International Buisness". Chapter thirteen: *Political Risk*. New York: The McGraw Hill.

12. Demirag I., Goddard S. Ibid, 272.

	МАКРО		НИВО	
	ДРУШВЕНО ГЕНЕ-РИСАН РИЗИК	РИЗИК КОЈИ ГЕНЕ-РИШЕ ВЛАДА	ДРУШТВЕНО ГЕНЕРИСАН РИЗИК	РИЗИК ГЕНЕ-РИШЕ ВЛАДА
И Н Т Е Р Н И	Револуција Државни удар Грађански рат	Национализација Разне бирократске политике	Селективни штрајкови	Експроприја-ција Контрола цена
Е К С Т Е Р Н И	Светско јавно мњење	Скретања у алијан-сама	Конкуренција мултинацио-налних компа-нија	Извозно/увозне рестрикције

Према Петеру Гатману¹³⁾ критеријуми за оцењивање ризичности иностраних улагања су:

- Политички ризик, који се састоји од екстремног национализма и аверзије према странцима што може водити преференцијалном третману локалних интереса и национализацији иностраних холдинга; остали некомерцијални ризици;
- Вредност финансијског коефицијента сервисирања спољног дуга, који се прати у односу на процењени БДП и/или годишње примитке од спољних трансакција; БДП по становнику;
- Међународне резерве/текући увоз; извозни приходи; покривреност уво-за извозом;
- Енергетска рањивост.

Ризик земље се још у литератури назива и *ризик финансијских њтрансфера*. Он произлази из чињенице да уговорне стране потичу из различитих земаља и да су подвргнуте различитим регулаторним и политичким режимима. Врло лако се да закључити да према овим критеријумима Србија има потенцијалне ризике који могу обесхрабрујуће деловати на стране инвеститоре. На пример, када је реч о спољнотрговинском дефициту као хроничној бољци српске економије очекује се да ће у 2002. години износити око 3 милијарде долара. Истовремено, за отплату страног дуга Србија мора издвојити 200 милиона долара у овој години о чему се

13. Gutman P. (1980) *Assessing Country Risk*. London: National Westminster Bank. (May).

мора водити рачуна када се размишља о механизмима за привлачење страних инвестиција.¹⁴⁾

Неки недостаци СДИ и опасности од бега капитала из ризичних земаља¹⁵⁾:

Поред могућег бекства капитала, треба нагласити да прилив СДИ захтева и брзу либерализацију која опет може угрозити крхку домаћу производњу и пружити странцима прилику да стекну контролу над масом капитала у домаћем реалном сектору, што је велики недостатак СДИ.

Окружење и инфраструктура за привлачење страних инвестиција

- СДИ, примарно у форми директних инвестиција мултинационалних компанија, покрећу пре свега више профитне стопе које се могу остварити у другим земљама, посебно земљама у развоју.
- Могућност изласка на тржиште и лакоћа вођења бизниса у стаблином окружењу.
- Ефикасно спровођење уговора и прибављање разних дозвола и лиценци за проширење бизниса.
- Тржиште новца и капитала. Завршавање приватизације у разумном року.
- Компатибилан обрачунски и порески систем са олакшицама. Пореске разлике значајно утичу на међународне токове капитала. Чак и критичари Реганове администрације признају да је смањење пореских стопа 1981. довело до повећаног прилива страног капитала у САД током осамдесетих година.¹⁶⁾
- Развијен банкарски механизам са већим учешћем приватних и страних банака које имају експертизу и спремност да уђу у ризик. Улагање у обуку банкарских стручњака би била прва инвестиција за развој страних улагања.
- Распољивост и препоруке 5 највећих ревизорских кућа на свету (ускоро само 4).
- Мобилност радне снаге на тржишту рада. Обука и преквалификација.
- Бројност, експертиза и креативност предузетничких снага друштва је веома битан фактор јер се ради о предузетничким улагањима. Развој економских слобода.

14. Дневни лист "Данас" (2002) Бизнис. *Стижу веће стране инвестиције*. (18 фебруар), 3.

15. <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/110300.htm>

16. Ott M. (1993) *Why do Foreigners Invest in the United States*. "Fortune Encyclopedia of Economics".

- Ниво дохотка и акумулације богатства у привреди уопште. Између осталог то се постиже стимулативном пореском политиком, која сада у Србији није тако оријентисана.
- Осигурање инвеститора од некомерцијалних ризика као што су експропријација, национализација, кршење уговора, рат, и сл. Социјални потреси су посебно актуелни у садашњој ситуацији у Србији. Институционално се ово решава прво, оснивањем националне агенције за гарантовање инвестиција, и друго, склапањем билатералних споразума (BIA) и мултилатералних споразума о инвестицијама (MIA).
- Интернет презентација.

Закључна разматрања

Србија сада има нови и знатно краћи текст закона о страним улагањима који у основи (има за циљ да) регулише несметано трансферисање добити сто је значајан психолошки чинилац за страни капитал. Србија има повољан географски положај, ниже транспортне и радне трошкове. Међутим, још није постигнута потпуна хармонизација на плану опорезивања добити па то делује дестимулативно јер садржи елементе неизвесности.¹⁷⁾ Исто тако, потребно је сажимање и усклађивање закона о страним улагањима са десетинама других домаћих трговачких прописа и закона, као што су Закон о облигационим односима, закон о предузећима, девизни и спољнотрговински закон. Имајући у виду велики трговински дефицит Србије, као и дефицит платног биланса и неизбежну отплату спољног дуга већ почев од ове године, стиче се утисак да наша земља има ургентне потребе за механизмима привлачења СДИ усмереним ка производњи намењеној за извоз. Напредак у тек започетој приватизацији (поучан пример Мађарске и Естоније), као и разрешење политичке кризе између Србије и Црне Горе ће представљати веома важну компоненту прилива страних инвестиција у Србију. С друге стране, не треба занемарити одговарајућу заштиту домаће производње од пребрзе либерализације и наглог прилива иностраних инвестиција које нису и не треба да буду саме по себи циљ нити то међународна заједница од земаља транзицији тражи.

Одговарајући спој либерализације и заштите домаће производње је ствар финог подешавање економске односно трговинске политике једне земље, чему и Србија треба да посвети максималну пажњу у наредном периоду времена, посебно посматрано кроз аспекте прикључења Светској трговинској организацији и припремама за улазак у Савет Европе и Европску Унију.

Коришћена литература:

1. Бубања М.В. (1994) "Југославија и страна директна улагања", Београд: Институт економских наука.

17. Ковачевић Р. (1991) "Економски Односи Југославије са земљама OECD". Београд: Савремена администрација, 370.

2. Ђировић М (1997) *Облици прилива страних капиталних инвестиција*. Београд: "Финансије". (Бр. 1-2).
3. Demirag I., Goddard S. (1994) "Financial Management for International Business". New York: The McGraw Hill.
4. Ђатовић Д. (1985) "Улога иностраних средстава у привредном развоју југославије". Београд: Економски Институт.
5. Gutman P. (1980) *Assessing Country Risk*. "National Westminster Bank: Quarterly Review". (May), 58-68.
6. Ковачевић Р (1991) "Економски Односи са Земљама ОЕСД". Београд: Савремена Администрација.
7. Landes D.S (1988) "The Wealth and Poverty of Nations". W.W.Norton Company.
8. MIGA (2002) Multilateral Investment Guarantee Agency, Foreign Direct Investment Survey. Washington D.C.: MIGA. (January).
9. Љутић Б.Ж. (1999) "Инвестиције. Основе берзанског и банкарског пословања". Друго измењено и допуњено издање. Београд: Магистар бизнис администрације – МБА Пресс.
10. Ott M. (1993) *Foreign Investment in the United States*. "The Fortune Encyclopedia of Economics".
11. Прица Р. (1976) "Организациони облици директних иностраних инвестиција". Београд: Институт друштвених наука.
12. Стојановић Т. (1985) *Виши облици сарадње у међународним економским односима*. Београд: "Привредни преглед".
13. UNCTAD (1997) Note to Correspondents No.22: Understanding the development implications of bilateral investment treaties. (28 May).
14. Васиљевић М (1999) "Привредна друштва". Београд: Удружење правника у привреди.
15. Вемић М. (1992) *Предуслови за пораст заједничких улагања у Србији*, Београд: "Билтен Југобанке Д.Д." (број 6, Јун).