



USAID
FROM THE AMERICAN PEOPLE

PROJEKAT SARADNJE ZA EKONOMSKI RAZVOJ (USAID CFG) REZIME PREDLOGA PODSTICAJNIH MERA ZA RAZVOJ ALTERNATIVNIH INVESTICIONIH FONDOVA

Vreme trajanja projekta: 18. januar 2018. – 17. januar 2022.
Projekat sprovodi: Cardno Emerging Markets USA, Ltd.

November, 2018

AKRONIMI

Objašnjenja akronima koji su korišćeni u daljem tekstu nalaze se u tabeli ispod:

AIF	<i>Alternativni investicioni fond(ovi)</i>	NBS	<i>Narodna banka Srbije</i>
EIS	<i>Enterprise Investment Scheme</i>	VC fondovi	<i>Fondovi rizičnog kapitala (Venture Capital)</i>
ESVCLP	<i>Early Stage Venture Capital Limited Partnership</i>	VCT	<i>Venture Capital Trust</i>
EU	<i>Evropska unija</i>	PDV	<i>Porez na dodatu vrednost</i>
MMSP	<i>Mikro, mala i srednja preduzeća</i>	SEIS	<i>Seed Enterprise Investment Scheme</i>

PREDLOG PODSTICAJNIH MERA ZA RAZVOJ ALTERNATIVNIH INVESTICIONIH FONDOVA

Kako bi domaća mikro, mala i srednja preduzeća (MMSP) imala pristup odgovarajućem finansiranju putem dodatnog vlasničkog kapitala, trebalo bi razviti održiv i efikasan ekosistem u kome alternativni investicioni fondovi (AIF) igraju značajnu ulogu.

Prema zvanično dostupnim podacima, preko 99% domaće privrede mereno brojem preduzeća čine MMSP. Ona zapošljavaju više od 70% ukupno zaposlenog stanovništva i učestvuju sa oko 60% ukupno ostvarenih prihoda svih preduzeća u Republici Srbiji. I pored navedenih okolnosti, MMSP imaju velike probleme da obezbede značajniji rast jer ne postoje adekvatni i diversifikovani izvori za finansiranje njihovog poslovanja. Uvođenjem pažljivo odabranih podsticaja za investitore u AIF, stvaraju se preduslovi da MMSP dobiju finansiranje putem dodatnog kapitala. Ovim putem se podstiče njihov rast, pa i rast celokupne privrede Republike Srbije. Obezbeđivanjem dodatnog finansiranja sektora MMSP stvaraju se uslovi da privreda Republike Srbije izbegne takozvanu „zamku srednje razvijenosti“ – pojam koji ukazuje na usporavanje ekonomskog rasta zemlje nakon brzog dostizanja srednjih nivoa ekonomske razvijenosti.

Imajući u vidu da Republika Srbija u velikoj meri zaostaje za ostalim zemljama iz regiona Centralno-istočne Evrope kada je reč o razvoju fondova rizičnog kapitala (VC fondova) i drugih AIF, da bi se ovaj cilj ostvario potrebno je primeniti odgovarajuću kombinaciju poreskih podsticaja i izmena ograničenja za ulaganja institucionalnih investitora.

Analiza dodatnih poreskih prihoda nastalih osnivanjem novih kompanija uz podršku AIF (dodatni porez na dobit ovih kompanija, porez na dodatu vrednost, kao i porez na zarade novozaposlenih lica), pokazuje da svaki uloženi dinar u AIF koji finansiraju MMSP generiše dodatni dinar poreskih prihoda u periodu od 5 do 7 godina.

Glavne preporuke ovog izveštaja, navedene po prioritetima, prikazane su u nastavku.

1. PORESKA NEUTRALNOST

Preporuka: *Zakonom o alternativnim investicionim fondovima se predlaže postizanje **poreske neutralnosti** AIF i investicionih fondova osnovanih u skladu sa Zakonom o investicionim fondovima, kroz njihovo **izuzimanje iz poreza na dobit pravnih lica**. Pored navedenog, predlaže se i proširenje kruga zemalja sa kojima Republika Srbija ima potpisan sporazum o izbegavanju dvostrukog oporezivanja.*

Razlog za oslobađanje investicionih fondova u formi pravnih lica od poreza na dobit leži u činjenici da investicioni fondovi nisu obična privredna društva, već instrument kolektivnog investiranja preko koga druga privredna društva dobijaju neophodan kapital za finansiranje svog daljeg razvoja i povećanja konkurentnosti na međunarodnom tržištu. Investicioni fondovi pomažu svojim ulagačima, pravnim i fizičkim licima, da što bolje plasiraju svoja slobodna sredstva, a društva za upravljanje investicionim fondovima naplaćuju svoju navedenu uslugu u vidu naknade za upravljanje investicionim fondom. Investitori u investicione fondove očekuju da će na uložena sredstva ostvariti određeni dobitak, koji ne bi trebalo da bude dvostruko više oporezovan od slučaja ostvarivanja dobitka po osnovu investitorovog direktnog ulaganja u kompanije. Na pomenuti način se ne stvaraju podsticaji za promenu investicione odluke.

Preporuka Evropske Komisije svim zemljama članicama Evropske unije (EU) je postizanje potpune poreske neutralnosti investicionih fondova. Iako ova preporuka nije postignuta u svim zemljama članicama, većina njih nudi poreski neutralne pravne forme za određene vrste investicionih fondova, koji su od posebne važnosti za konkretnu zemlju. Porez na dobit pravnih lica ne plaćaju investicioni fondovi u Sloveniji, Bugarskoj, Estoniji, Mađarskoj, kao i brojnim drugim zemljama u Evropi.

Sa druge strane, važno je istaći da pomenute zemlje prate efekte poslovanja investicionih fondova, naročito onih koji su fokusirani na finansiranje MMSP. Na primer, u Estoniji je od 2009. godine osnovano više od 10 AIF koji su u oko 100 malih i srednjih preduzeća investirali preko 650 miliona evra, i na taj način kreirali preko 12.000 radnih mesta. Kompanije u koje su AIF investirali generišu preko 1,3 milijarde evra prihoda. Procenjuje se da su samo od novih investicija navedenih fondova poreski prihodi na godišnjem nivou približno 15 miliona evra.

Poreska neutralnost već postoji u srpskom zakonodavstvu za otvorene investicione fondove i penzione fondove koji nisu pravna lica, pa s tim u vezi, nisu ni obveznici poreza na dobit pravnih lica. U proteklih 10 godina, otvoreni investicioni fondovi i penzioni fondovi su prikupili preko 27 milijardi dinara i 40 milijardi dinara, respektivno. Sa druge strane, Zakon o investicionim fondovima je predvideo mogućnost poslovanja i za zatvorene investicione fondove i privatne investicione fondove, koji su po svojoj pravnoj formi pravna lica. Iako je zbog male likvidnosti srpskog finansijskog tržišta bilo logično očekivati razvoj investicionih fondova u formi pravnih lica u većoj meri, problem dvostrukog oporezivanja je uticao da ova vrsta fondova praktično i ne postoji.

Ako domaći zakonski okvir sprečava stvaranje poreski efikasne domaće pravne forme fondova, investitori će biti podstaknuti da koriste inostrane. Ovo je do sada uglavnom bio slučaj (najznačajnije transakcije u prehrambenoj industriji i industriji komunikacija su sprovodili fondovi sa sedištem u Holandiji i Luksemburgu, koji imaju poreski neutralan status). Problem sa korišćenjem inostranih pravnih formi leži u činjenici da one imaju značajne fiksne troškove (uspostavljanja i održavanja pravnog lica) čime se investiranje u MMSP faktički onemogućava, jer ovi fondovi traže samo velike investicije kako bi im poslovanje bilo isplativo.

Budžet Republike Srbije trenutno nema gotovo nikakvih prihoda od AIF i investicionih fondova u formi pravnih lica, tako da navedena mera poreske neutralnosti neće smanjiti budžetske prihode. S druge strane, porezi koji će se ubirati na bazi aktivnosti MMSP u koje će AIF investirati (poreza na dobit MMSP, PDV-a, porez na zarade, itd.) se procenjuju na oko 1 milion evra godišnje u prvim godinama primene ove mere. U narednim godinama ovaj iznos može biti i preko 10 miliona evra godišnje.

Na kraju, treba pomenuti da slične poreske mere već postoje u srpskom zakonodavstvu. Na primer, štediša koje imaju dinarsku štednju oslobođene su poreza na kamatu, dok su velika pravna lica, koja investiraju preko 1 milijardu dinara i zaposle preko 100 radnika, srazmerno oslobođena poreske obaveze na dobit pravnih lica u periodu od 10 godina od godine kada je ostvarena dobit.

2. PORESKI KREDIT

Preporuka: *Omogućiti poreski kredit investitorima u fondove pri čemu će im se omogućiti umanjeње poreza na dobit pravnih lica, odnosno poreza na dohodak fizičkih lica srazmerno ulaganju. Preporučuje se da stopa poreskog kredita bude utvrđena u rasponu od 30% do 50% vrednosti ulaganja u AIF.*

Pravo na poreski kredit imao bi obveznik koji pre i nakon ulaganja nije posedovao, niti poseduje, više od 25% udela ili glasova u organima upravljanja AIF u čiji kapital ulaže.

Pravo na poreski kredit moglo bi biti ostvareno samo po osnovu u potpunosti uplaćenih novčanih uloga kojima se povećava kapital AIF, dok bi kredit mogao biti iskorišćen u prvom narednom poreskom periodu koji sledi nakon izvršenog ulaganja u AIF. Neiskorišćeni deo poreskog kredita mogao bi biti prenet na račun poreza na dobit iz budućih obračunskih perioda, ali ne duže od pet godina.

Najviši iznos poreskog kredita koji se može priznati pojedinačnom investitoru iznosio bi 100.000.000 dinara, nezavisno od broja ulaganja po osnovu kojih se ostvaruje pravo na poreski kredit. Poreski kredit koji bi mogao biti iskorišćen u jednoj poreskoj godini iznosi bi najviše 50.000.000 RSD.

Predloženom merom bi AIF bili u mogućnosti da prikupe sredstva od domaćih investitora, pre svega osiguravajućih kompanija, penzionih fondova i domaćih uspešnih kompanija. Navedeni investitori imali bi podsticaj da ulažu u AIF i tako ostvare poreski kredit tj. uštedu. Poreski podsticaji već postoje u regulatornom okviru Republike Srbije, a predviđeni su poreski podsticaji vezani za porez na dobit samo velikih pravnih lica.

Analiza šema poreskih podsticaja, koje se primenjuju u EU, pokazala je da se ista kreću u rasponu od 30% do 50% vrednosti investiranog iznosa.

Najbolja rangirana EU šema za poreske olakšice, Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS), priznaje poreski kredit u visini od 45% od početne investicije, dok druga šema u Velikoj Britaniji, Venture Capital Trust (VCT), priznaje poreski kredit u visini 30% ulaganja. INVEST program finansiranja u Nemačkoj unapred obezbeđuje subvenciju u iznosu od 20% od početnog ulaganja kako bi privukli i strane investitore koji nemaju poreske obaveze u Nemačkoj. U Francuskoj, u okviru Madelin odredbe, poreski kredit iznosi 50% od vrednosti investicije za smanjenje poreza na bogatstvo za investicije do 90.000 evra.

Potencijal za ulaganja i iznos poreskog kredita je analiziran u slučaju dve glavne grupe investitora, osiguravajućih društava i društava za upravljanje penzijskim fondovima. Rezultati analize su sledeći:

- Ukupno ostvarena dobit osiguravajućih društava u Republici Srbiji u 2017. iznosila je oko 5,9 milijardi dinara, što implicira njihovu obavezu da po osnovu poreza na dobit preduzeća od oko 880 miliona dinara. U slučaju kada bi osiguravajuća društva mogla da dobiju poreski kredit u visini od 50% svoje poreske obaveze po osnovu ulaganja u AIF, stvorila bi se mogućnost da npr. osiguravajuća društva izvrše ulaganja u AIF u visini od oko 880 miliona dinara i dobiju poreski kredit na iznos od oko 440 miliona dinara. Time se smanjuju ukupna direktna plaćanja u budžet Republike Srbije od strane osiguravajućih društava u određenom periodu za visinu poreskog kredita, ali se značajno podižu ulaganja u AIF. AIF taj novac plasiraju u domaća MMSP čime se podiže njihova konkurentnost i rast, pa i obim poreza koji bi ta preduzeća plaćala u narednom periodu.

- Ukupno ostvarena dobit društava za upravljanje penzijskim fondovima u Republici Srbiji u 2017. iznosila je oko 345 miliona dinara, što implicira obavezu plaćanja poreza na dobit preduzeća u iznosu od oko 52 miliona dinara. U slučaju kada bi društva za upravljanje penzijskim fondovima mogla da dobiju poreski kredit u visini od 50% svoje poreske obaveze po osnovu ulaganja u AIF, stvorila bi se mogućnost da penzionih fondova izvrše ulaganja u AIF u visini od oko 52 miliona dinara, te dobiju poreski kredit od 50% tog iznosa. Time se smanjuju ukupna direkta plaćanja u budžet Republike Srbije od strane penzionih fondova, u određenom periodu za visinu poreskog kredita, ali se značajno podiže ulaganje u AIF. AIF taj novac plasiraju u domaća MMSP i njihov dalji rast i razvoj.

Predložena mera ne bi imala značajan negativan uticaj na budžet Republike Srbije. Ograničenje Narodne banke Srbije (NBS) koje se odnosi na ulaganja osiguravajućih društava u AIF, a koje trenutno iznosi 1% svih tehničkih rezervi (ulaganja u društva sa ograničenom odgovornošću) ili 13 miliona evra, dodatno će ograničiti trenutni potencijalni gubitak poreskih prihoda za budžet Republike Srbije.

Navedeni potencijalni trenutni gubitak ne bi bio značajno povećan ni u slučaju da se limiti za investiranje osiguranja i penzionih fondova čak dodatno povećaju.

Primenu predloženog poreskog podsticaja potrebno je pažljivo pratiti. AIF treba da izveštavaju nadzorno telo (preporuka je da to bude Komisija za hartije od vrednosti) u vezi sa svim novim zapošljavanjima i povećanjem plaćenih poreza od strane kompanija iz portfolija, u cilju analize neto poreskog efekta na državni budžet i razvoj lokalne ekonomije.

3. OSLOBOĐENJE OD PLAĆANJA POREZA NA KAPITALNI DOBITAK

Preporuka: *Jedna od mera treba da omogući investitorima u investicioni fond, koji ispunjavaju odgovarajuće uslove, da ostvare oslobodjenje od plaćanja poreza na kapitalni dobitak pod uslovom da sredstva države investirana najmanje pet godina. U ovom slučaju, ovu pogodnost bi mogli da koriste investicioni fondovi koji ulažu u kapital MMSP (u skladu sa definicijom ovih preduzeća iz domaćih propisa).*

U praksi, SEIS u Velikoj Britaniji predviđa da investitor, koji po isteku trogodišnjeg perioda investiranja proda akcije u preduzeću u koje je uložio u okviru programa SEIS, u potpunosti je oslobođen od plaćanja poreza na kapitalni dobitak. Enterprise Investment Scheme (EIS) takođe predviđa slične podsticaje. VCT program definiše da porez na kapitalni dobitak ne plaćaju fizička lica koja otuđuju obične akcije u fondovima VCT.

U skladu sa Madelin odredbom u Francuskoj, kapitalni dobitak po osnovu prodaje akcija oporezuje se kao redovni prihod, pri čemu važi porez na prihod po progresivnim stopama (marginalna stopa je 45%). Na akcije koje se drže najmanje osam godina važi umanjenje od 50% do 85% poreske osnovice za plaćanje poreza na kapitalnu dobit, ukoliko se ispune određeni uslovi. Na kapitalni dobitak plaćaju se i socijalni doprinosi (po stopi od 15,5%).

Nemački program INVEST, pod određenim uslovima, daje mogućnost jednokratnog povraćaja poreza na kapitalni dobitak po osnovu prodaje stečenih akcija (važi samo za fizička lica) u iznosu od 25% dobiti ostvarene otuđenjem akcija stečenih u okviru programa INVEST.

Program Early Stage Venture Capital Limited Partnership (ESVCLP) u Australiji pruža povoljnost komanditorima, koji su članovi ESVCLP, da ne plaćaju porez na dohodak odnosno kapitalnu dobit od ESVCLP.

U ovom trenutku nije dostupno finansiranje MMSP iz AIF, te ne bi došlo do negativnih efekata po budžet Republike Srbije.

Ova mera je do sada bila na snazi za ulaganja u državne obveznice, municipalne obveznice i finansijske instrumente NBS. Ulaganja u kapital preduzeća podstiču zapošljavanje i rast srpske privrede, te se time smatra opravdanim uvođenje ove mere.

4. UMANJENJE PORESKE OBAVEZE PO OSNOVU GUBITKA

Preporuka: *Predložene mere treba da omoguće investitorima i investicionim fondovima da ostvare umanjnje **poreske obaveze po osnovu gubitka**, kako za porez na dobit pravnih lica, tako i za porez na dohodak fizičkih lica. Predloženi poreski podsticaj bi trebalo primeniti u sadejstvu sa poreskim kreditom koji je prethodno opisan, tako da ukupan iznos poreskih olakšica ne pređe prvobitni iznos uložen u AIF.*

SEIS u Velikoj Britaniji definiše da, ukoliko se odabrana investicija ne pokaže uspešnom, država nudi umanjnje obaveze za porez na druge prihode srazmerno iznosu ostvarenog gubitka. EIS predviđa umanjnje ukoliko preduzeće u koje su sredstva uložena ne bude uspešno.

Ova mera će ograničiti gubitke investitora u AIF čiji je kapital još uvek „izložen riziku“ i posle primene poreskog kredita, kojim se njihovo ulaganje samo delimično oslobađa poreza.

Nije realno očekivati značajnije smanjenje javnih prihoda Republike Srbije po osnovu primene navedene mere, obzirom da su brojne studije pokazale da su prinosi na VC fondove i druge fondove uglavnom pozitivni i da oni ne beleže značajnije gubitke.

Nije moguće očekivati značajnije negativne efekte na trenutni nivo javnih prihoda Republike Srbije po osnovu primene navedene mere. Ova mera ima uglavnom psihološki efekat na investitore. U Republici Srbiji trenutno ne postoje značajnije aktivnosti VC i drugih fondova, time ni pozitivni efekti po osnovu ovih aktivnosti na republički budžet, koji bi mogli biti anulirani primenom navedene mere. Sa druge strane, ova mera se odnosi samo na investicije koje bi u narednom periodu bile realizovane. Ovo bi značilo da su određene investicije VC fondova realizovane, da su proizvele određene pozitivne efekte na lokalnu ekonomiju i budžet (zapošljavanje novih radnika, plaćanje poreza na zarade i drugih doprinosa, poreza na dodatu vrednost itd.), a da za one koje nisu bile uspešne investitori dobiju određene poreske olakšice, koje bi umanjile pozitivne efekte tih investicija.

5. OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA I PENZIJSKI FONDOVI KAO INVESTITORI U ALTERNATIVNE INVESTICIONE FONDOVE

Preporuka: *Predloženim Zakonom o alternativnim investicionim fondovima trebalo bi propisati da domaća **osiguravajuća društva** mogu ulagati u domaće AIF, pri čemu bi gornja granica za plasmane bila 7% njihovih sredstava tehničke rezerve, odnosno 3% sredstava tehničke rezerve za ulaganje u akcije istog emitenta/fonda. Izmenama domaćih propisa o **penzijskim fondovima** trebalo bi omogućiti ulaganja u kapital privatnih društava čijim se akcijama ne trguje na organizovanom tržištu, a samim tim i u domaće AIF. Ovu mogućnost trebalo bi uneti i u Zakon o alternativnim investicionim fondovima, a gornja granica bi mogla biti ista kao za osiguravajuća društva.*

Na teritoriji EU, osiguravajuća društva i dobrovoljni penzijski fondovi čine značajan deo izvora finansiranja privatnih fondova i VC fondova. Prema istraživanjima evropskih asocijacija privatnih fondova i VC fondova, preko 30% prikupljenog kapitala ovih fondova obezbeđeno je kroz investicije osiguravajućih društava i dobrovoljnih penzijskih fondova. Na taj način, osiguravajuća društva i dobrovoljni penzijski fondovi, koji upravljaju značajnim nivoom kapitala, vrše izuzetno pozitivan uticaj na razvoj industrije AIF, a prvenstveno na razvoj MMSP u koje ti fondovi ulažu. Ovakvim investicijama podstiče se privredni razvoj tih zemalja, konkurentnost domaće privrede, podiže se zaposlenost, životni standard i kupovna moć stanovništva.

Trenutna zakonska regulativa u Republici Srbiji ne prepoznaje mogućnost ulaganja navedenih institucija u ovu vrstu investicionih fondova. Trenutno, najveći obim plasmana (preko 90%) društava za osiguranje i dobrovoljnih penzionih fondova izvršen je u depozite banaka i različite vrste državnih dužničkih hartija od vrednosti. Ovakva investiciona politika domaćih institucionalnih investitora nastala je delom kao posledica postojećih zakonskih limita ulaganja, a delom zbog nepostojanja odgovarajućih alternativa za investiranje. Donošenjem Zakona o alternativnim investicionim fondovima zajedno sa odgovarajućim poreskim podsticajima (a u kombinaciji sa odgovarajućim javnim dijalogom između institucionalnih investitora, regulatora (NBS) i privrede), stvaraju se uslovi da se jedan deo sredstava ovih investitora plasira sa ciljem podrške razvoja MMSP. Ovaj vid investiranja doneće i odgovarajuće stope prinosa koje su veće od prinosa koji nosi ulaganje u državne hartije od vrednosti.

U pogledu limita ulaganja, predviđeno je maksimalno ulaganje u ovakav vid investicija u iznosu koji je značajno niži od nivoa ulaganja u aktivu koja se smatra visoko likvidnom, odnosno nisko rizičnom - poput dužničke hartije od vrednosti sa visokim kreditnim rejtingom ili vlasničke hartije od vrednosti listirane na organizovanim tržištima kapitala. Sa druge strane, taj limit je veći u odnosu na investicije u nelistirane hartije od vrednosti, odnosno udele kompanija i nekretnine imajući u vidu da sami investicioni fondovi najčešće formiraju svoj portfolio investicija prateći aspekt diversifikacije ulaganja. Njima takođe upravljaju profesionalni menadžeri čime je i očekivani nivo rizika ulaganja u kontrolisanim okvirima i u skladu sa prethodno definisanom investicionom politikom tog fonda.

Kako bi se ostvarila dodatna sigurnost i što intenzivnija participacija svih institucionalnih investitora, predloženim izmenama zakonske i podzakonske regulative predviđeno je i da ovi institucionalni investitori pojedinačno ne mogu investirati više od 1/3 vrednosti kapitala jednog fonda. Ovom merom podstiče se princip udruživanja institucionalnih investitora, ali i podsticanje investicionih fondova da svoju investicionu politiku usklade sa više interesnih strana investitora i time stvore stabilniji okvir za dalje investiranje.