

Одлуком Наставно-научног вијећа Економског факултета Пале, Универзитета у Источном Сарајеву, број 175/18 од 5.2.2018 године, именована је Комисија за оцјену и одбрану урађене докторске дисертације кандидата Стевановић Саше поднасловом "Стратегија улагања у инфраструктурне пројекте у функцији оптимизације портфолија институционалних инвеститора"

(у даљем тексту: Комисија)¹ у сљедећем саставу:

1. Др Александар Стојановић
2. Др Драган Микеревић
3. Др Радомир Божић

Комисија прегледала је и оцијенила докторску дисертацију и о томе подноси Наставно-научном вијећу Економског факултета Пале, Универзитета у Источном Сарајеву следећи

ИЗВЈЕШТАЈ о оцјени урађене докторске дисертације

1. Значај и допринос докторске дисертације са становишта актуелног стања у одређеној научној области
Предмет истраживања кандидата мр Саше Стевановића у функцији израде докторске дисертације под насловом „ Стратегија улагања у инфраструктурне пројекте у функцији оптимизације портфолија институционалних инвеститора “ је питање да ли, у којој мјери и на који начин домаћи институционални инвеститори могу и требају финансирати инфраструктурне пројекте у Босни и Херцеговини. Одредбе споразума из Базела тзв. Базел III, недостатак квалитетних алтернатива за инвестирање, окружење ниских каматних стопа, повећање штедње у свијету, стање примарних биланса, активности централних банака су фактори и трендови који су обиљежили последњу деценију. Ови фактори су имали утицај на стратегије улагања институционалних инвеститора. Земље Г-20 су у циљу прилагођавања новонасталим условима и растућим потребама изградње и одржавања нове и постојеће инфраструктуре настојале пронаћи нове изворе, успоставити нове институте и нове modele за финансирање. Самит у Санкт Петербургу 2013. године представља моменат када је постигнут договор да владе ових земаља подрже политике и иницијативе које промовишу инвестиције институционалних инвеститора у инфраструктуру. Задужена су министарства финансија земља Г-20 и гувернери централних банака да у сарадњи са наднационалним тијелима пронађу modele имплементације. Упоредо са тим дата је подршка Финансијском одбору за стабилност на даљем мониторингу утицаја ових политика и финансијске регулативе у вези инвестиција

¹Комисија има најмање три члана од којих најмање један није у радном односу на Универзитету

у дугорочну инфраструктуру. Дата је подршка ММФ-у, Свјетској банци, ЕБРД-у и ОЕЦД-у за развој локалних тржишта обвезница. До идућег самита 2014. године у Бризбену развијени су принципи инвестирања у дугорочне инвестиције у инфраструктуру, формирана је глобална инфраструктурна иницијатива – вишегодишњи програм који треба да повећа приватну и јавну иницијативу у инфраструктуру; формирано је глобално инфраструктурно чвориште са мандатом од четири године у циљу унапређења пракси и знања као и дисперзији идеје дугорочног улагања у инфраструктуру. Свјетска банка је формирала посебно одјељење за глобалну инфраструктуру (енг. WorldBankGroup'sGlobalInfrastructureFacility) која ће давати подршку наведеним активностима. До самита у Анталији 2015. године развијене су националне стратегије за поједине земље са конкретним политикама и акцијама да се побољша инвестициони екосистем, побољша ефикасност и квалитет инфраструктуре. У циљу побољшања процеса припреме, приоритизације и реализацији инвестиција у инфраструктуру земље Г-20 су развиле водич за најбољу праксу јавно приватних партнерстава. Настављена је подршка, задужена су министарства финансија ових земаља да наставе са активностима подршке у припреми и већег степена укључивања институционалних инвеститора у инфраструктуру. Највећа очекивања су од глобалног инфраструктурног чворишта (енг. GlobalInfrastructureHub – GIF). У 2016. години једанаест развојних банака потписује Декларацију о акцији подршке инвестицијама у инфраструктуру. Исте године формирана је Алијанса која повезује глобалну инфраструктуру (енг. GlobalInfrastructureConnectivityAllianceInitiative). Циљ је повезати на једном мјесту различите иницијативе. Секретаријат алијансе постаје Свјетска банка. Проблеми тражње за инфраструктуром су препознати. Најмоћније земље дају подршку рјешавању ових проблема. Међутим, појавио се проблем у реализацији ових капиталних пројеката. Прије свега у обезбјеђењу извора. Буџети то више нису у стању. Не могу обезбједити довољан ниво средстава. Потребно је развити нови оквир, нови модел, нови начин, нову технологију финансирања путем којих ће се обнављати и изграђивати инфраструктура. Према аутору, теоријска истраживања у свијету показују високи степен корелације између инфраструктуре и економског раста. Тако рецимо радови Aghion i Howitt, Agenera, Strauba и др. указују на моделе који управо објашњавају везу између инфраструктуре и раста. С друге стране, постоји потреба да се са становишта инвеститора изгради ефикасан портфолио гдје аутор указује на традиционалну и модерну портфолио теорију базирајући се на релевантним теоријским изворима и издвајајући поједине моделе који би се могли примјенити и на нашим просторима. На простору Босне и Херцеговине и земаља бивше Југославије није било посебних истраживања ове проблематике. Иако, су

институционални инвеститори присутни већ 20 година на простору Босне и Херцеговине, тек су у претходних пет година почели да улажу у ентитетске - државне обвезнице. Домаћи регулатори не познају инфраструктуру као посебну класу активе, нити њене карактеристике. Јавни сектор и држава гради инфраструктуру на традиционалан начин, путем кредита, задуживањем државе и гаранцијама. Капитални пројекти нису довољно видљиви, а неријетко су економски и социјално непрофитабилни. Докторска дисертација кандидата настоји систематизовати наведене проблеме, прикупити чињенице, податке, информације и појмове из области стратегије оптимизације портфолија институционалних инвеститора са инфраструктурним инвестицијама. Радом се промовишу одређена начела и законитости која су у последње вријеме све присутнија на глобалном нивоу и тичу се уже научне области пословних финансија и фискалне економије. Истраживањем се уз примјену научних метода и системским стваралачким приступом постојеће знање примјењује на домаће институционалне инвеститоре, али и развојне банке које управљају портфолијом институционалних инвеститора. Докторска дисертација кандидата мр Саше Стевановића дипл. економисте има теоретски, али и практични значај за област пословних финансија, а нарочито у дијелу улагања у капиталне пројекте и стварањем нове класе активе за улагањима институционалних инвеститора. Аутор на основу идентификованих трендова и проблема на глобалном нивоу настоји анимирати институционалне инвеститоре на промјену стратегија улагања домаћих институционалних инвеститора. Ослобађајући се дијела инвестиционог потенцијала институционалних инвеститора улагањем у инфраструктуру аутор настоји доказати да би се на тај начин могао привући и приватни капитал који је у посљедње вријеме миноран и по чему је Босна и Херцеговина на самом зачељу у региону.

2. Оцјену да је урађена докторска дисертација резултат оригиналног научног рада кандидата у одговарајућој научној области

Комисија сматра да је урађена докторска дисертација логичан слијед и резултат професионалног и научног рада и развоја кандидата у области пословних финансија и финансијског менаџмента. Кроз студиј у оквиру првог и другог циклуса, кроз досадашњу професионалну и истраживачку каријеру кандидат се бавио питањима професионалног управљања ризицима, оптималним финансијским структурама, концептом оптимизације, тржиштима капитала итд. Практично искуство у обављању послова брокера, инвестиционог савјетника, управљача ризицима, искуство у управљању затвореним инвестиционим фондом – Пензијским резервним фондом Републике Српске, а онедавно и члана Фискалног савјета Републике Српске пружили су кандидату увид у специфичну проблематику портфолио инвестиција, проблем јавних финансија, дугорочних

инвестиција, проблем јавних дугова итд. Кандидат је своја практична искуства и сазнања кроз научне и стручне радове, путем учешћа на домаћим и међународним конференцијама публиковао и објављивао, критички се односио према теоријама, формирао закључке, дефинисао нове проблеме и стицао нова сазнања. Рад је оригиналан не само по изабраном проблему истраживања, већ и приступу и методама истраживања. То се огледа и у провођењу властитог емпиријског и стручног (развојног) истраживања.

Кандидат је истраживачке хипотезе поставио на следећи начин:

Главна хипотеза:

Улагање у инфраструктурне пројекте институционални инвеститори креирају услове за изградњу ефикасног портфолија, раст инвестиционог потенцијала и генерисаних перформанси.

Помоћне хипотезе:

Хипотеза 1: Ослањање на традиционалне изворе финансирања инфраструктурних пројеката у наредном периоду није довољно са становишта растућих потреба за обнављање постојећих и изградњу нових објеката инфраструктуре.

Хипотеза 2: Адекватно конципиране инвестиције у инфраструктуру могу бити уносне и прихватљиве за институционалне инвеститоре

Хипотеза 3: Инфраструктурне инвестиције у портфолију институционалних инвеститора доприносе расту потенцијала и оптимизацији односа ризик – принос.

Хипотеза 4: Укључивањем домаћих и страних институционалних инвеститора могуће је креирати ефикаснији модел финансирања домаћих инфраструктурних пројеката – изградње нових и модернизације и реконструкције постојећих инфраструктурних објеката.

Постављене хипотезе су: релевантне, провјерљиве, компатибилне, једноставне и плодне. Кандидат је извршио идентификацију и операционализацију основних варијабли у оквиру хипотеза на следећи начин:

- I. У оквиру главне хипотезе независна варијабла представља улагање у инфраструктуру, док ефикасан портфолио, инвестициони потенцијал и генерисане

перформансе представљају сет зависних варијабли.

- II. Помоћне хипотезе кандидат је разрадио на следећи начин: помоћну хипотезу број 1) као зависну варијаблу кандидат је посматрао тражњу за инфраструктуром – изградња нове и одржавање постојеће инфраструктуре. Као независну варијаблу посматрао је традиционални извор финансирања – финансирање из буџета и традиционалним начином финансирања путем задуживање државе. Помоћну хипотезу број 2) кандидат је посматрао на начин да је као зависну варијаблу идентификова прихватљивост инфраструктуре од стране институционалних инвеститора док је као независну варијаблу посматрао адекватно конципиране инвестиције, односно капиталне пројекте који ће бити припремљени поштовањем „добрих пракси“ развијеним на глобалном нивоу. Помоћну хипотезу број 3) кандидат је идентификова на начин да је однос ризика и приноса регресирао путем регресора - инфраструктурне инвестиције. У оквиру четврте – 4), помоћне хипотезе кандидат је за циљ поставио утврђивање релације између ефикасности финансирања инфраструктуре путем укључивања домаћих и страних институционалних инвеститора.

Постављајући хипотезе на претходно наведени начин кандидат указује на системски приступ и оригиналност у истраживању проблема. Главну хипотезу кандидат је исправно поставио, а истраживањем садржаним у дисертацији несумњиво доказао. Поставком инфраструктурне инвестиције као независне варијабле у истраживању је испитан утицај ове варијабле на зависне варијабли као што су ефикасност портфолија и раст инвестиционог потенцијала. Дисертацијом су идентификоване и теоретске и практичне везе између инфраструктуре и генерисаних перформанси (развој тржишта капитала, прилив страног капитала, раст запослености и БДП-а).

Помоћним хипотезама кандидат је поткрепио аргументације изнесене у главној хипотези. Доказивање главних и помоћних хипотеза извршено је научним методама (анализе, синтезе, дескрипције, компарације). Кандидат је креирао економетријски модел, на основу ранијих истраживања из области предвиђања тражње за инфраструктуром као и сачињавање алгорита у сврху доказивања треће помоћне хипотезе посматрајући инфраструктуру као егзогену варијаблу у односу на инвестициони потенцијал и оптимизацију ризика и приноса. Кандидат је успјешно примјенио општепознате научне методе истраживачког рада у сврху поткрепљивања хипотеза.

На основу свега наведеног, Комисија закључује да урађена докторска дисертација презентује резултате комплексног истраживања, те да је у потпуности у погледу обима и квалитета у складу са пријавом дисертације.

Увидом у наведену литературу можемо констатовати да је фонд прикупљене литературе издашан, релевантан и користан за истраживање. Истраживање је засновано на јавно доступним информацијама из релевантних домаћих и страних извора. Ово је битно због чињенице да су ставови изнесени у истраживању провјерљиви и подложни отвореној критици. Прикупљени су подаци и информације квантитативне природе који су систематизовани, редуковани и класификовани на исправан начин. Доказивање хипотеза је извођено на основу прикупљених података и информација путем релевантних научних метода. Примјењене су методе квалитативне и квантитативне анализе. Од квалитативних метода коришћене су метод опсервације, логичког објашњења, метод индукције, синтезе итд. Од квантитативних метода примјењене су методе анализе временских серија, метод линеарне и бинарне регресије. Закучивање је извршено методама индукције, апстракције и конкретизације.

На основу претходно изложених елемената закључујемо да је урађена докторска дисертација резултат оригиналног научног рада кандидата.

3. Преглед остварених резултата рада кандидата у одређеној научној области

Кандидат мр Саша Стевановић дипл. економиста. рођен је 25.10.1980. године у Вуковару, Република Хрватска, СФРЈ. Основну и средњу школу је завршио у Бијељини. Дипломирао је и магистрирао на Универзитету Источно Сарајево - Економски факултет Пале. Професионално искуство је стицао на позицијама брокера, аналитичара ризика, инвестиционог савјетника, извршног директора за инвестиционе послове Пензијског резервног фонда Републике Српске, члана Фискалног савјета Републике Српске. Обављао је функцију предсједника Пословног удружења овлашћених учесника на тржишту капитала Републике Српске. Обављао функцију члана управних, надзорних и одбора за ревизију емитената на Бањалучкој берзи попут: Електро Добоја.д. Добој, Крајинапетрола.д. Бања Лука, Павловић банка а.д. Бијељина, Фабрика Вијака а.д. Мркоњић Град. Посједује сертификате Комисије за хартије од вриједности Републике Српске за обављање послова: брокера (2005 године), инвестиционог савјетника (2007 године) и инвестиционог менаџера (2007 године). Од 2015. године посједује сертификат: Менаџер за управљање финансијским ризицима – FRM – лиценцу коју додјељује Глобална асоцијација за управљање ризицима (енг. Global Association of Risk Professionals – GARP). Лиценцу интерног ревизора је стекао 2016. године Специјализацију из области - машинског учење, дубоког учења, неуронских мрежа и вјештачке интелигенције у програмским језицима: Eviews, R, Matlab, Python је стицао у периоду 2015-2017. године. Од 2013. године је члан мреже дугорочних инвеститора у оквиру пројекта ОЕЦД – дугорочни инвеститори, двије године након тога 2015. постаје члан Глобалне асоцијације

за управљање ризицима. У 2016 години постаје укључује се у ГИФ - Глобалну инфраструктурну платформу. Ова платформа је формирана сходно иницијативи Самита земаља Г-20. Аутор је једне књиге и више научно стручних чланака. Један је од оснивач Центра за ризике у Бањалуци.

Током своје професионалне каријере кандидат мр Саша Стевановић дипл економиста, је објавио једну књигу под називом „Управљање ризицима портфеља институционалних инвеститора у Босни и Херцеговини“ и 12 научно-стручна рада. У наставку су наведени објављени радови.

1. Р. Божић, С. Стевановић - „Модели за предикцију сталности пословања и вјероватноће банкротства предузећа“ Четврта међународна конференција у организацији економског Факултета Брчко, Универзитет Источно Сарајево и економски факултет Бања Лука.
2. Р. Божић, С. Стевановић „Процјена сталности пословања предузећа у Републици Српској“, 21. Конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, Септембар 2017.
3. Р. Божић, С. Стевановић - „Финансијски извјештаји као основа за (пр)оцјену вјероватноће банкротства предузећа у Републици Српској“ 20. Конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, Септембар 2016,
4. С. Стевановић - „Актуарски приступ процјени вјероватноће банкрота – примјер Босне и Херцеговине, Међународна конференција о ризицима, Јерусалим, јун 2016,
5. С. Стевановић - „Моделирања очекиваних губитака по основу кредитних ризика помоћу ризико параметара (ПД, ЛГД, ЕАД) у БиХ, Финрар 12/15
6. С. Стевановић - „Посљедице приступа базираног на интерном рејтингу на банкарски капитала у БиХ“, Међународна конференција о ризицима, Луксембург, јун 2015.
7. С. Стевановић - „Тестирање модела за процјену банкрота у Републици Српској, Финрар 08/14
8. С. Стевановић, М. Грујић - „Ограничења и могућности развоја дужничких хартија од вриједности у Републици Српској – Обвезница као алтернатива кредиту“, Зборник радова Економског факултета Пале, 2014,
9. С. Стевановић - „Дескриптивни приступ анализи и процјени инвестиционог ризика ХОВ из портфолија домаћих институционалних инвеститора, Финрар 4/13
10. С. Стевановић - Инвестициона политика у функцији улагања на тржишту

капитала, Порезни савјетник 7/8, Сарајево 2010 11. С. Стевановић, М. Петковић - Дивиденда политика, Финрар 6/10 12. С. Стевановић - Алокација активе – Инструмент управљања ризицима на тржишту капитала, Зборник радова Економског факултета Пале, 2010
4. Оцјену о испуњености обима и квалитета у односу на пријављену тему (по поглављима)²
Докторска дисертација кандидата мр Саше Стевановића, дипл. економисте под насловом „Стратегија улагања у инфраструктурне пројекте у функцији оптимизације портфолија институционалних инвеститора“ је презентована на 295 страна, компјутерски сложених и форматираних, формата А4, прореда 1,5, горње и десне маргине 2,5 цм, доње и лијеве маргине 3,5 цм. Дисертација се састоји од апстракта на српском и енглеском језику, садржаја, увода, седам поглавља, закључка, пописа табела, пописа графикона, прилога и списка релевантне литературе. Приликом израде дисертације кандидат је користио европски систем за цитирање коришћене литературе. Резултати истраживања су презентовани прегледно и разумљиво. Предмет, циљ и резултате истраживања у функцији израде докторске дисертације кандидат је, поред увода и закључка, презентовао кроз сљедећа поглавља: 1. Услови и могућности институционалних инвеститора у финансирању инфраструктурних инвестиција, 2. Инфраструктурни пројекти и институционални инвеститори – неистражене могућности и(или) неуправљиви ризици који лимитирају предузимања, 3. Институционални инвеститори, 4. Модели имплементације инфраструктурних инвестиција 5. Могућности инвестирања институционалних инвеститора у инфраструктуру, 6. Конструкција ефикасног портфолија, процјена новчаног тока инфраструктурних пројеката и управљање ризицима 7. Резиме истраживања – зашто институционални инвеститори (не) могу динамизирати улагања у инфраструктуру. Обимом и квалитетом истраживања кандидат је одговорио изазовима постављених хипотеза. У наставку желимо научну и стручну јавност упознати са основним поглављима истраживачког рада. <i>Прво поглавље</i> бави се питањем домаћег

²Испуњеност обима и квалитета у односу на пријављену тему, нарочито, треба да садржи: аналитички и системски прилаз у оцјењивању истраживачког постављеног предмета, циља и задатака у истраживању; испуњеност научног прилазу доказивања тврдњи или претпоставки у хипотезама, са обрадом података

институционалног оквира који представља један од основних предуслова за евалуацију тренутног и будућег потенцијала институционалних инвеститора. У овом дијелу предмет анализе су узрочно-последичне везе између инвестиција у инфраструктуру и економског раста, запошљавања, развоја домаћег тржишта капитала и прилив страног капитала. Ове узрочно последичне везе у циљу привлачења институционалних инвеститора треба да се рефлектују на раст прихода институционалних инвеститора. Такође овај дио рада садржи методолошке и теоријске пропозиције за креирање ефикасног портфолија.

Инфраструктурни пројекти и институционални инвеститори – неистражене могућности и(или) неуправљиви ризици који лимитирају предузимања је назив другог поглавља у којем је кандидат дефинисао основне појмове које је користио у истраживању на начин одређивања појма, врсте и карактеристике инфраструктуре. Такође презентовани су основни инфраструктурни сектори, истражено је подручје фактора који одређују тражњу за инфраструктуром, наведени су ранији пионирски подухвати идентификовања тражње у овој области. Кандидат је на основу ових пионирских корака развио кориштењем линеарне регресије економетријског модела тражње за инфраструктуром у свијету у 2014. години. Другим дијелом истраживања кандидат је обухватио основне програме инвестиција јавног сектора у Босни и Херцеговини и њихову рефлексију на буџете. Трећи поглавље под називом „*Институционални инвеститори*“ обухвата поред запажања из релевантних извора литературе осврт на стање, кретање, квалитет портфолија домаћих институционалних инвеститора у периоду 2006-2015. године. Ово поглавље обухвата укључивање операционализованих варијабли инфраструктурног сектора из претходног поглавља, обухват њихових карактеристика са посебном пажњом на однос ризика и приноса. У овом дијелу истраживања се изводи закључак на који начин су двије категорије – инфраструктура и дугорочни инвеститори компатибилни, указујући на трендове улагања посебне групе инфраструктурних инвеститора – пензионих фондова. *Модел имплементације инфраструктурних инвестиција* су презентовани у четвртом дијелу. Овим дијелом кандидат је у истраживање укључио спознаје у категорији различитих модалитета на који начин се могу имплементирати инфраструктурне инвестиције. Наводећи различите моделе кандидат је истраживачки рад обогатио и увео нову категорију у доказивању хипотезе. Хипотеза је на овај начин поткријепљена али још увијек није у потпуности доказана. Даљим истраживањем проблематике оптимизације портфолија са инфраструктурним инвестицијама у петом дијелу под називом *Могућности инвестирања институционалних инвеститора у инфраструктуру* кандидат је проширио предмет свог истраживачког рада, додатно обухватио, обогатио сазнање о теми и проблему истраживања. У овом поглављу

кандидат је образложио улогу финансијског тржишта, истражио идеју листираних инфраструктурних фондова, проширио опсег на финансијске инструменте и укључио перспективе Босне и Херцеговине у овој области. Шесто поглавље је посвећено конструкцији ефикасног портфолија, процјени новчаног тока и управљању ризицима. Кандидат је у истраживање увео методологије за оцјену перформанси инфраструктурних инвестиција, презентовао технику анализе осјетљивости и сценарио анализе у сфери управљања ризицима и управљање у условима неизвјесности. Такође у овом дијелу рада приказан је алгоритам у програмском језику R путем којег се практично може тестирати хипотеза изградње ефикасног портфолија укључивањем инфраструктурне инвестиције у функцији оптимизације односа ризика и приноса. *Резиме истраживања – зашто институционални инвеститори (не) могу динамизирати улагања у инфраструктуру* је систематизација истраживања кандидата, наглашавање кључних елемената путем којих су доказане истраживачке главне и помоћне хипотезе. У резимеу истраживања наведени су најбитнији фактори, искази и ставови које је кандидат користио приликом доказивања хипотеза које су предмет дисертације. Кандидат је указао и на специфичне феномене који су својствени Босни и Херцеговини који нису директан предмет истраживачког рада, али свакако заслужују интерес научне и стручне заједнице. Овим радом отворено је питање да ли је капитал упослен у инфраструктури Босне и Херцеговине на оптималном изнад оптималног или субоптималном нивоу, треба ли нам додатна инфраструктура итд. Након увида у докторску дисертацију закључујемо да својим обимом и квалитетом истраживање испуњава услове и захтјеве који су предвиђени за израду квалитетног докторског рада.

5. Научне резултате докторске дисертације

На бази детаљног увида у докторску дисертацију Комисија стоји на становишту да је кандидат у оквиру индивидуалног истраживања успјешно реализовао постављене циљеве истраживања и тестирао постављене хипотезе, те да су очекивани резултати постигнути, што је детаљно презентовано у Закључку ове дисертације.

Методолошки посматрано, истраживање је коректно обављено, уз примјену стандардне научне методологије. У раду су детаљно и коректно, на основу консултовања релевантне литературе, секундарних извора и резултата властитог емпиријског истраживања, елаборирани сви кључни аспекти на основу којих је истражена комплексна проблематика теорије и праксе, приступа и метода оптимизације портфолија институционалних инвеститора путем стратегије инвестирања у инфраструктурне пројекте.

Идентификована су и истражена најважнија питања и модели који су послужили као основе за доказивање главне хипотезе да је могуће проширити границу ефикасног сета

портфолија укључивањем инфраструктурних инвестиција, повећати будући инвестициони потенцијал и остварити позитивне генерисане перформансе попут раста БДП-а, запошљавања, развој тржишта капитала, прилив страног капитала итд. Такође у оквиру рада идентификован је значајан потенцијал институционалних инвеститора у Босни и Херцеговини који износи приближно 15% БДП-а. Ипак овај потенцијал није ни приближно довољан да би се задовољиле потребе изражене у актуелном програму инвестиција у Босни и Херцеговини који износи 130% БДП-а и стално се ажурира. Кандидат је указао на тренд да наднационална тијела, наднационалне организације почињу да се активно баве овим проблемом преко састанака Г-20, Свјетског економског форума у Давосу, активности ОЕЦД-а, Свјетске банке, ММФ-а, ЕБРД-а итд. Токови капитала се повећавају, убрзавају а приватна иницијатива се све више укључује у пројекте који су традиционално били „државни“ пројекти. Пораст штедње на глобалном нивоу, активности експанзивне монетарне политике повећали су понуду новца. Створили притисак на будуће принос индивидуалних и институционалних инвеститора. Кандидат је утврдио узрочно последичну везу између рочности финансирања и вјероватноће банкрота према којем двоструко већу вјероватноћу банкрота имају пројекти чији су извори до пет година од оних пројеката чији су извори 15 година. Кандидат је утврдио које су баријере већег прилива капитала у инфраструктуру и понудио конкретне механизме за рјешавање ових баријера. Истраживање указује на који начин раст вриједности инфраструктуре утиче на креирање нових и одражавање постојећих радних мјеста, који је допринос на раст БДП-а. Такође кандидат је истражујући феномен инфраструктуре указао да Босна и Херцеговина посједује готово двоструко вишу инфраструктуру у односу на БДП (123%) у односу на просијек у свијету (54 – 70%). Феномен који заслужује пажњу не само академске него и шире друштвене заједнице. Укључивањем основних мјера ризика портфолија кандидат изводи закључак о расту инвестиционог потенцијала портфолија на начин укључивања инфраструктуре. Обзиром да је инфраструктура основ националне конкурентности, просперитета и благостања, питања која се односе на оптимизацију њеног нивоа, ефикасност изградње, модели финансирања важни су за друштвену заједницу. Тражња за инфраструктуром зависи од процијењених економских и демографских кретања. Пензиони фондови су израз дугорочне штедње за „треће доба“ и они представљају један од највећих инвеститора у свијету. Имовина пензионих фондова је двоструко већа од имовине Централних банака у свијету. Начин оптимизације њиховог портфолија, укључивањем у инфраструктурне инвестиције позитивно утиче на њихов портфолио, позитивно може утицати на раст капитала који је ангажован у инфраструктуру односно у основ националне конкурентности, просперитета и

благостања. Истраживањем су идентификовани начини и модели за имплементацију ових инвестиција, указано је на специфичност појединих модела, указано на основне предности и недостатке и формирана теоретска и практична основа за инвестирање. Развијене државе су развиле „државне шеме“ за подршку инфраструктури. Кандидат је на једном мјесту објединио најзначајније „добре праксе“. Развојем модела за оптимизацију кандидат у истраживању укључује теоретске основе доброг моделирања, идентификује основне ризике, укључује технике управљања ризицима попут сценарио анализе и развија алгоритам уз помоћу којег се на практични начин оптимизује портфолио.

6. Примјењивост и корисност резултата у теорији и пракси³

Циљ овог истраживања је афирмација инфраструктуре као погодне класе активе – инвестиционе алтернативе у портфолијима институционалних инвеститора у Босни и Херцеговини. Доказивањем да адекватно структурирана инфраструктура може да изврши позитиван утицај на портфолио, да прошири границу ефикасности портфолија, мотивисаће приватне институционалне инвеститоре у земљи и иностранству да у свој инвестициони „универзум“ укључе ову класу активе.

Карактеристике које инфраструктура има, попут ниске цјеновне еластичности, природних монопола, ниског степена корелације са пословним циклусом, заштите од инфлације, диверзификације и бољег ефекта на управљање активом и пасивом погодује дугорочним инвеститорима.

Креатори домаћих економских, социјалних и развојних политика треба да буду свјесни да традиционалним моделом финансирања, финансирањем из буџета и на основу задуживања, неће моћи задржати постојећи и повећати нови износ инвестиција у инфраструктуру. Моделом финансирања инфраструктуре из буџета потребно је 219 година да се заврши финансирање пројеката садржаних у бази јавних инвестиција Босне и Херцеговине - ПИМИС.

Одређене иницијативе садржане у истраживању конкретизоване су измјенама законског оквира: „Закон о пензијском резервном фонду Републике Српске“. Креатори домаћих политика препознали су потребу прилагођавања оквира за инвестирање дугорочних инвеститора и отвориле могућност за заједничка улагања са међународним финансијским инвеститорима. Примјену резултата истраживања потребно је пратити, надограђивати и прилагођавати. Истраживањем је кандидат систематизовао теоретски основ, еволуцију идеје и иницијативе за инвестирањем у инфраструктуру. Платформе које су успостављене на глобалном нивоу попут глобалне инфраструктурне платформе могу бити од користи у повезивању националних база јавних инвестиција, а подстицај за улагање домаћих

³ Истаћи посебно примјенљивост и корисност у односу на постојећа рејешења теорије и праксе

институционалних инвеститора повећати шансе за укључивањем институционалних инвеститора из иностранства у изградњу основе домаће конкурентности, просперитета и благостања грађана.

7. Начин презентирања резултата научној јавности⁴

Имајући у виду несумњиви квалитет и актуелност резултата истраживања презентованих у овој дисертацији, Комисија сматра да је пожељно да се поједини сегменти истраживања и спознаја до којих се дошло презентују научној и стручној јавности кроз радове публиковане у научним и стручним публикацијама, те представљени на конференцијама, округлим столовима и/или научним скуповима. Резултати истраживања ће бити презентовани на „Јахорина економском форуму 2018“ у оквиру панела Домети и ограничења различитих модела финансирања пројеката од јавног интереса. Уколико је могуће препоручујемо штампање овог научног дијела у цјелини.

8. ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ⁵

На основу детаљног увида у завршену докторску дисертацију кандидата мр Саше Стевановића дипл. економисте, под насловом: **„Стратегија улагања у инфраструктурне пројекте у функцији оптимизације портфолија институционалних инвеститора“**, и свега претходно наведеног у овом Извјештају, Комисија сматра да је кандидат позивајући се на релевентне изворе и систематизујући доступну литературу примјеном одговарајућих научних методологија успјешно реализовао постављене циљеве истраживања, тестирао постављене истраживачке хипотезе и остварио очекиване резултате научног истраживања.

Комисија потврђује да је докторска дисертација урађена у складу са пријавом коју је одобрило Наставно-научно вијеће Економског факултета у Палама и Сенат Универзитета у Источном Сарајеву, у погледу предмета, циља и метода истраживања и иницијалног садржаја дисертације. Циљ истраживања је реализован, а докторска дисертација је резултат оригиналног истраживања кандидата. Кандидат је систематично и критички приступио истраживачком проблему стратегије улагања у инфраструктурне пројекте као моделу за оптимизацију портфолија институционалних инвеститора, успјешно тестирао постављене хипотезе и предложио одређене активности у циљу афирмисање ове идеје на простору Босне и Херцеговине и укључивање ових простора у глобалну иницијативу финансирања дугорочних пројеката дугорочним изворима. Афирмацију „Златног билансног правила финансирања“ садржаног у иницијативама са самита земаља Г-20 гдје

⁴ Наводе се радови докторанта у зборницима и часописима у којима су објављени (истраживачки проблеми и резултати предмета истраживања докторске дисертације)

⁵ У закључку се, поред осталог, наводи и назив квалификације коју докторант стиче одбраном тезе

је формиран сет институција које треба да креирају амбијент, пронађу моделе и одговоре изазовима растуће тражње за инфраструктуром и мањак економски и друштвено прихватљивих алтернатива за институционалне инвеститоре. По мишљењу Комисије ова дисертација пружа значајан научни али и практични допринос унапређењу теорије и праксе портфолио менаџмента, у погледу управљања ризицима портфолија институционалних инвеститора.

На основу свега наведеног Комисија позитивно оцјењује урађену докторску дисертацију и предлаже Наставно-научном вијећу Економског факултета Пале и Сенату Универзитета у Источном Сарајеву да прихвати Извјештај о оцјени докторске дисертације: „Стратегија улагања у инфраструктурне пројекте у функцији оптимизације портфолија институционалних инвеститора“, и да кандидату мр Саше Стевановићу дипл. економисти одобри јавну одбрану овог истраживања.

Мјесто: Пале

Датум: 27.03.2018. године

Комисија

1. **Др Александар Стојановић**, у звању редовни професор (НО:Друштвене науке, УНО:Фискална економија, Универзитет у Источном Сарајеву, Економски факултет у Палама, предсједник Комисије (коментор);

2. **Др Драган Микеревић**, у звању редовни професор (НО:Друштвене науке, УНО:Пословне Финансије, Универзитет у Бањалуци, Економски факултет Бањалука члан Комисије;

3. **Др Радомир Божић**, у звању редовни професор (НО Друштвене науке, УНО Рачуноводство и Пословне финансије, Универзитет у Источном Сарајеву, Економски факултет у Палама, члан Комисије;
