

На основу члана 26. став 4. Уредбе о капиталним пројектима ("Службени гласник РС", број 79/23) и члана 17. став 4. и члана 24. Закона о Влади ("Службени гласник РС", бр. 55/05, 71/05 - исправка, 101/07, 65/08, 16/11, 68/12 - УС, 72/12, 7/14 - УС, 44/14 и 30/18 - др. закон),

Министар финансија доноси

# Правилник о претходној студији изводљивости и студији ИЗВОДЉИВОСТИ

Правилник је објављен у "Службеном гласнику РС", бр. 103/2023 од 21.11.2023. године, а ступио је на снагу 22.11.2023.

## I. УВОДНЕ ОДРЕДБЕ

### Предмет уређивања

#### Члан 1.

Овим правилником ближе се прописује садржина претходне студије изводљивости и студије изводљивости и начин и методологија израде параметара финансијске и економске анализе у оквиру претходне студије изводљивости и студије изводљивости.

### Дефиниције појмова

#### Члан 2.

Поједини појмови употребљени у овом правилнику имају следеће значење:

1) Претходна студија изводљивости је студија у којој се сагледавају и анализирају различите опције за које се сматра да на техничко-технолошки, друштвено-економски, финансијски и временски прихватљив начин остварују циљеве који су постављени у предлогу идеје капиталног пројекта, узимајући у обзир просторна, еколошка, тржишна, друштвено-економска, финансијска, законска и остала ограничења, укључујући процену утицаја на чиниоце животне средине (флору и фауну, земљиште, воду, ваздух, климу и пејзаж, материјална и културна добра и др.) и њихову међусобну интеракцију, којима се утврђује основа за доношење одлуке о даљој разради капиталног пројекта;

2) Студија изводљивости је студија која се израђује за одабрану опцију из претходне студије изводљивости, односно за више опција уколико у претходној студији изводљивости није било могуће донети одговарајући закључак о томе која је опција најповољнија или у случају да није израђена претходна студија изводљивости и садржи детаљну анализу и сагледавање техничких, технолошких, тржишних, друштвено-економских, финансијских и других елемената капиталног пројекта, уз проверу испуњености просторних, еколошких, законских и осталих ограничења и ризика предложеног решења, укључујући процену утицаја на чиниоце животне средине (флору и фауну, земљиште, воду, ваздух, климу и пејзаж, материјална и културна добра и др.) и њихову међусобну интеракцију, као и анализу трошкова и користи;

3) Инкрементални приступ у финансијској, односно економској анализи подразумева да се приходи, односно расходи за пројектне опције које се разликују од опције "без пројекта" процењују до износа који је последица промена проузрокованих реализацијом тог техничког решења у односу на опцију "без пројекта";

4) Пројектне екстерналије су индиректни ефекти пројекта, који се у виду трошкова или користи преливају на лица или институције које нису директни корисници пројекта, без одговарајуће новчане или неке друге надокнаде;

5) Текућа цена или номинална цена је цена добра или услуге која укључује ефекте инфлације у датом временском периоду;

6) Номинална вредност је вредност добра или услуге исказана у текућим ценама;

7) Референтни период је период, изражен у годинама, који одговара предвиђеном животном веку капиталног пројекта. Сви параметри финансијске и економске анализе у оквиру претходне студије изводљивости и студије изводљивости процењују се на период који одговара референтном периоду. Референтни период укључује период реализације капиталног пројекта;

8) Дисконтовање је процес свођења новчано изражених очекиваних трошкова и користи инвестиционог улагања, које је предмет пројекта, на садашњу вредност. Сврха дисконтовања је редукација вредности будућих новчаних токова у складу са принципом временске вредности новца, који одражава склоност друштва да више вреднује трошкове и користи у садашњости у односу на будућност;

9) Дисконтовани нето новчани ток представља дисконтовану разлику између новчано изражених очекиваних користи и очекиваних трошкова пројекта;

10) Нето садашња вредност (у даљем тексту: НСВ) представља збир дисконтованих нето новчаних токова инвестиционог улагања;

11) Резидуална вредност (у даљем тексту: РВ) је дисконтована нето вредност очекиваних користи инвестиционог улагања насталих након завршетка референтног периода. Резидуална вредност настаје када је животни век инвестиционог добра дужи од референтног периода;

12) Опортунитетни трошак је изгубљена корист која настаје у оним ситуацијама када избор једне алтернативе или опције у исто време значи напуштање друге алтернативе или опције;

13) Финансијска анализа је анализа финансијске исплативости инвестиционог улагања, којом се утврђује да ли укупна новчана примања превазилазе укупна новчана плаћања пројекта током референтног периода;

14) Финансијска дисконтна стопа (у даљем тексту: ФДС) је каматна стопа која се користи за обрачун садашње вредности будућих новчаних токова приликом финансијске анализе;

15) Финансијска нето садашња вредност (у даљем тексту: ФНСВ) представља збир нето новчаних токова пројекта, дисконтованих ФДС. ФНСВ је мерило финансијске исплативости (профитабилности) пројекта, која показује да ли је садашња вредност новчаних примања већа од садашње вредности новчаних плаћања пројекта;

16) Финансијска стопа приноса (у даљем тексту: ФСП) је (интерна) стопа приноса која дисконтовањем своди финансијску нето садашњу вредност инвестиционог улагања на нулу, најчешће изједначавањем трошкова капиталних инвестиција у иницијалној фази пројекта са дисконтованим нето новчаним приливима насталим током референтног периода. ФСП је мерило финансијске исплативости пројекта које показује да ли је стопа приноса капиталне инвестиције већа или мања од референтне дисконтне стопе;

17) Стопа недостајућег финансирања (у даљем тексту: СНФ) представља стопу која се примењује на максималну стопу кофинансирања од стране Европске уније да би се одредио коначан део укупних трошкова инвестиције који ће се финансирати из претприступних фондова Европске уније;

18) Економска анализа је анализа друштвено-економске исплативости и одрживости инвестиционог улагања, којом се утврђује да ли укупне користи превазилазе укупне трошкове инвестиције током референтног периода;

19) Анализа ефикасности трошкова (у даљем тексту: АЕТ) је метод економске анализе који се користи када се економски трошкови и користи не могу смислено изразити у новчаној вредности. АЕТ методом се утврђује да ли је изабрано пројектно решење најефикаснији начин да се задовољи тражња за неком услугом од општег друштвеног значаја. АЕТ се најчешће употребљава за оцењивање подобности инвестиција, код којих се услед немогућности новчаног вредновања користи, квантификује друштвено-економска добит инвестиције кроз број појединаца који ће остварити очекиване користи уколико се реализује пројекат;

20) Тржишна цена је преовлађујућа цена по којој се у датом временском периоду врши промет неког добра или услуге на тржишту. Тржишна цена је релевантан параметар у сегменту финансијске анализе пројекта;

21) Рачуноводствена цена (обрачунска цена) је цена која одражава стварну вредност добра или услуге са становишта друштва, односно тржишна цена из које су искључени ефекти прерасподеле дохотка (као што су порези или субвенције) и ефекти тржишних поремећаја (као што су монополи или државно регулисане цене). Рачуноводствена (обрачунска) цена је релевантан параметар у сегменту друштвено-економске анализе пројекта;

22) Друштвена дисконтна стопа (у даљем тексту: ДДС) је стопа која се користи за дисконтовање економских нето новчаних токова;

23) Економска нето садашња вредност (у даљем тексту: ЕНСВ) представља разлику између економских користи и трошкова, дисконтованих друштвеном дисконтном стопом. ЕНСВ је мерило друштвено-економске исплативости пројекта, односно показује да ли садашња вредност економских користи превазилази садашњу вредност економских трошкова пројекта;

24) Економска стопа приноса (у даљем тексту: ЕСП) је интерна стопа приноса, која своди вредност економске нето садашње вредности на нулу. ЕСП је показатељ друштвено-економске исплативости пројекта којом се утврђује да ли је стопа приноса пројекта већа или мања од референтне ДДС;

25) Однос користи/трошкови (у даљем тексту: К/ТР) је показатељ профитабилности и одрживости пројекта израчунат као рачуно збира свих дисконтованих економских прихода (користи) у односу на збир свих дисконтованих економских расхода (трошкова) пројекта током референтног периода. Овај однос показује да ли је садашње вредност економских прихода (користи) већа од садашње вредности економских расхода (трошкова);

26) Разменљива добра и услуге су она добра и услуге које се могу размењивати на глобалном тржишту путем купопродајних трансакција по тржишним ценама;

27) Неразменљива добра и услуге су она добра и услуге које се не могу глобално размењивати путем купопродајних трансакција, најчешће домаћа радна снага, превоз и трошкови одржавања;

28) Дугорочни маргинални трошак улагања пројекта представља цену коштања утрошених средстава неопходних за производњу посматраног приноса за једну јединицу, задржавајући при томе остале излазне јединице непромењене;

29) Платежна спремност је максимални новчани износ који је појединац спреман да плати да би се реализовао неки исход који је за њега пожељан, односно максимални новчани износ који је појединац спреман да плати да би избегао неки исход који сматра непожељним;

30) Ризик пројекта представља исход неизвесног догађаја чија реализација има негативне ефекте на кључне параметре пројекта;

31) Анализа ризика је процедура идентификације ризика пројекта, процене утицаја ризика на изводљивост и одрживост пројекта, као и формулисање плана за управљање ризицима.

## Примена

### Члан 3.

Претходна судија изводљивости и студија изводљивости израђују се за републичке капиталне пројекте за које није израђена претходна студија оправданости и студија оправданости у складу са законом којим се уређује планирање и изградња.

Претходна студија изводљивости израђује се за капиталне пројекте из става 1. овог члана чији процењени трошкови износе преко 25.000.000 евра у динарској противвредности на дан подношења обрасца за прелиминарну оцену пројектне идеје прописаног правилником који прописује пројектну документацију, док се студија изводљивости израђује за све капиталне пројекте из става 1. овог члана.

## **Основ за израду**

### **Члан 4.**

Основ за израду претходне студије изводљивости и студије изводљивости представљају подаци из обрасца за оцену предлога пројекта прописаног правилником који прописује пројектну документацију.

Предлагач, односно овлашћени предлагач обезбеђује пројектни задатак за израду претходне студије изводљивости и студије изводљивости, који нарочито садржи: циљ израде студије, правни основ и потребну документацију за израду студије, начин презентације студије, поступак провере резултата, рокове и друге услове израде.

## **Подношење студије**

### **Члан 5.**

Претходна студија изводљивости, односно студија изводљивости подноси се министарству надлежном за послове финансија (у даљем тексту: Министарство финансија) у сврху ревизије финансијског и економског аспекта реализације капиталног пројекта, као и министарству надлежном за послове заштите животне средине, ради информисања.

У прилогу претходне студије изводљивости и студије изводљивости овлашћени предлагач или предлагач пројектне идеје доставља стручно мишљење о изабраном техничком решењу, које представља основ за улазне податке финансијске и економске анализе.

Претходна студија изводљивости и студија изводљивости израђена по прописима других земаља, односно по методологији страних финансијских организација (кредитора, банака и сл.) или која је одобрена од страних финансијских институција може се доставити Министарству финансија на стручну контролу и у оригиналном облику, с тим да Министарство финансија може, у случају да оцени да њен садржај није усклађен са одредбама овог правилника, тражити додатне податке неопходне за давање мишљења и оцену спремности пројекта.

## **II. САДРЖИНА ПРЕТХОДНЕ СТУДИЈЕ ИЗВОДЉИВОСТИ И СТУДИЈЕ ИЗВОДЉИВОСТИ**

### **Аналитичке целине**

#### **Члан 6.**

Претходна студија изводљивости садржи следеће аналитичке целине:

- 1) увод (опште информације, контекст и циљеви пројекта, потенцијал инвеститора);
- 2) тржишну анализу;
- 3) опис пројектних опција;
- 4) техничку анализу пројектних опција;
- 5) анализу утицаја на животну средину;
- 6) финансијску анализу пројектних опција;
- 7) економску анализу пројектних опција;
- 8) закључак о изводљивости пројекта.

Студија изводљивости садржи следеће аналитичке целине:

- 1) увод (опште информације, контекст и циљеви пројекта, потенцијал инвеститора);
- 2) тржишну анализу;
- 3) опис одабране пројектне опције;
- 4) техничку анализу пројектних опција;
- 5) анализу утицаја на животну средину;
- 6) финансијску анализу пројектне опције;
- 7) економску анализу пројектне опције;
- 8) анализу ризика;
- 9) закључак о изводљивости пројекта.

Сви параметри финансијске и економске анализе у оквиру претходне студије изводљивости и студије изводљивости процењују се на период који одговара референтном периоду.

### **Опште информације**

#### **Члан 7.**

Увод студије садржи опште информације релевантне за сагледавање економског и финансијског аспекта инвестиције, а нарочито: основне податке о инвеститору, податке о ауторима студије и најважније елементе пројектног задатка (циљ израде студије, правни основ за израду студије и потребну документацију за израду студије).

### **Контекст пројекта**

#### **Члан 8.**

Контекст пројекта садржи опис друштвених, економских, политичких, институционалних и инфраструктурних аспеката релевантних за пројекат, као што су:

- друштвено-економске карактеристике земље или региона које су релевантне за реализацију пројекта, на бази кредибилних података или извештаја;
- институционалне карактеристике релевантне за реализацију пројекта, укључујући постојеће националне/регионалне/секторске стратегије, политике и развојне планове, као и комплементарне активности централне/локалне управе, јавних предузећа и приватног сектора;
- постојећи ниво инфраструктуре и постојећи ниво сервисирања јавних добара чије је унапређење предмет пројектних циљева;
- резиме закључака раније спроведених студија изводљивости, односно претходних покушаја, уколико постоје, да се пројекат реализује са посебним освртом на разлоге због којих је реализација пројекта продужена или се од пројекта одустало;
- резиме других релевантних информација важних за реализацију пројекта, уколико постоје, као што су анкетно истраживање ставова становништва или мишљења организација цивилног друштва.

## **Циљеви пројекта**

### **Члан 9.**

Циљеви пројекта се дефинишу тако да илуструју начин на који реализација пројекта испуњава потребе друштва и ствара корист за друштвену заједницу.

Циљеве пројекта је неопходно формулисати и представити у односу на очекивани период остварења.

Циљеви пројекта се дефинишу јасно и прецизно, користећи квантитативне показатеље када год је то могуће.

Уколико се циљеви пројекта не могу квантификовати, неопходно је обезбедити образложење које потврђује неопходност квалитативне формулације.

Потребно је јасно образложити усаглашеност пројектних циљева са анализираним друштвеним, економским, политичким, институционалним и инфраструктурним контекстом пројекта.

У формулисању циљева пројекта неопходно је дати аналитички осврт на очекивани утицај реализације циљева пројекта.

Приликом припреме аналитичког осврта из става 6. овог члана, потребно је дати следећа објашњења:

- који тип производа и/или услуга настају реализацијом пројекта;
- који је територијални обухват ефеката пројекта;
- ко су главни корисници пројекта, односно сегмент становништва и институције које ће бити изложени ефектима пројекта, директно или индиректно.

## **Потенцијал инвеститора**

### **Члан 10.**

Увод садржи и преглед финансијског и кадровског потенцијала инвеститора, односно предлагача идеје капиталног пројекта, на основу ког се врши анализа одрживости инвестиције, како у периоду реализације, тако и у оперативном периоду пројекта.

Преглед из става 1. овог члана садржи тренутно и очекивано стање у погледу:

- институционалног и правног оквира у оквиру којег инвеститор обавља своју делатност;
- организационе структуре;
- броја запослених на пословима релевантним за реализацију инвестиције и оперативни период инвестиционих добара;
- финансијског пословања укључујући начин финансирања инвеститора.

Податке о финансијском и кадровском потенцијалу инвеститора је неопходно анализирати у контексту реализације и експлоатације инвестиције и дати оцену о томе на који начин реализација предметне инвестиције утиче на делатност инвеститора, да ли су тренутне и очекиване кадровске и финансијске могућности инвеститора довољне за несметану реализацију и експлоатацију инвестиције и предложити мере за превазилажење потенцијалних недостатака, уколико постоје.

## **Тржишна анализа**

### **Члан 11.**

Тржишна анализа садржи процену детерминанти тражње за јавним добрима, чију ће производњу и снабдевање обезбедити или унапредити реализација капиталног пројекта.

Тржишна анализа оцењује и квантификује детерминанте тренутне тражње и предвиђа будућу тражњу, узимајући у обзир целовитост фактора који утичу на тражњу и услове тржишног пословања.

Анализа тренутне тражње описује ниво и квалитет постојећих јавних добара доступних крајњим корисницима, а чија је производња и снабдевање предмет капиталног пројекта.

Предвиђање будуће тражње се заснива на следећим проценама:

- незадовољене тражње, узроковане демографским факторима, недовољном територијалном покривеношћу или недовољним квалитетом постојеће понуде;
- платежне спремности и платежних могућности потенцијалних корисника;
- ценовне и доходне еластичности тражње;
- примерима најбоље праксе, других анализа и практичних решења.

Тржишна анализа предочава сврсисходност и поузданост методологије и метода коришћених за предвиђање.

Тржишна анализа је поткрепљена поузданим подацима, извештајима или истраживањима, преузетих од стране државних институција или кредибилних истраживачких институција.

## **Опис пројектних опција и опис одабране пројектне опције**

### **Члан 12.**

Формулација и одабир пројектне опције се заснива на квалитативној и квантитативној мултикритеријумској анализи, узимајући у обзир просторна, еколошка, тржишна, друштвено-економска, финансијска, законска и остала решења.

Формулација пројектних опција се спроводи у два корака, и то:

- формулација и анализа основних опција;
- формулација и анализа специфичних техничких решења у оквиру изабране опције.

У формулацији специфичних решења разматрају се три могуће опције:

- опција "без пројекта" - представља основну опцију која разматра варијантно решење без капиталног улагања, којом би се очувао постојећи ниво и квалитет сервисирања јавних добара;

- опција "учинити минимално" - представља опцију која разматра варијантно решење којим се унапређује сервисирање јавних добара у односу на опцију "без пројекта", али испод нивоа квалитета предвиђених циљевима пројекта;

- опција "пројекат пуног капацитета" - подразумева најмање два варијантна решења којим се сервисирање јавних добара унапређује до нивоа и квалитета предвиђених циљевима пројекта.

За капиталне пројекте за које се израђује и претходна студија изводљивости и студија изводљивости, код студије изводљивости, у оквиру ове аналитичке целине је потребно дати аналитички осврт на процес формулације пројектних опција из претходне студије изводљивости.

## **Техничка анализа пројектних опција**

### **Члан 13.**

Техничка анализа пројектних опција оцењује техничку изводљивост пројекта у односу на детаљно описана просторна решења, еколошка решења, прелиминарно техничко решење и процену трошкова пројекта.

Преглед просторних ограничења садржи оцену утицаја простора на реализацију пројекта, као што су пројектна усаглашеност са техничким и функционалним карактеристикама објекта или локације и важећим нормама и правилима дефинисаним законским оквиром.

Преглед еколошких решења садржи релевантне смернице које проистичу из анализе утицаја реализације инвестиције на животну средину, узимајући у обзир процесе усаглашавања са регулативом Европске уније у домену животне средине.

Прелиминарно техничко решење дефинише техничке карактеристике пројектне инсталације као што су опис технологије која ће бити примењена, опис главних компоненти техничког решења, дизајнерске стандарде и спецификације и друго.

Оцена трошкова пројекта укључује инвестиционе трошкове, оперативне трошкове и трошкове капиталног одржавања.

Процена трошкова из става 5. овог члана формира се на основу прелиминарног техничког решења и фер тржишних цена.

Уколико је тржиште предметних добара недовољно развијено и није могуће одредити фер тржишне цене, критеријуми коришћени за формирање оцене трошкова морају бити јасно образложени.

Инвестициони трошкови укључују трошак набавке добара и пуштање у рад пројектне инсталације.

Оперативни трошкови укључују неопходне трошкове функционисања пројектне инсталације којим се обезбеђује пружање јавне услуге у складу са пројектним циљевима.

Оцена висине капиталног одржавања укључују трошкове периодичне замене дела пројектне инсталације.

Техничка анализа израђује се за све пројектне опције.

За капиталне пројекте за које се израђује и претходна студија изводљивости и студија изводљивости, код студије изводљивости где се техничка анализа ради само за изабрану пројектну опцију, у оквиру ове аналитичке целине је потребно дати кратак технички опис свих опција разматраних у претходној студији изводљивости.

## **Анализа утицаја на животну средину**

### **Члан 14.**

Анализа утицаја на животну средину садржи приказ оцене утицаја реализације пројекта на непосредну животну целину локације или објекта у оквиру ког се пројекат реализује.

Анализа утицаја на животну целину посебно обухвата квалитативни и квантитативни приказ могућих значајних утицаја реализације инвестиције на животну средину, а нарочито у погледу:

- квалитета ваздуха, воде, земљишта, нивоа буке, интензитета вибрација, топлоте и зрачења;
- здравља становништва;
- метеоролошких параметара и климатских карактеристика;
- екосистема;
- насељености, концентрације и миграције становништва;
- намене и коришћења површине, употребе пољопривредног, шумског и водног земљишта и слично;
- комуналне инфраструктуре;

- природних добара посебних вредности и непокретних културних добара и њихове околине и слично;
- пејзажних карактеристика подручја.

Студија о процени утицаја на животну средину у смислу закона којим се уређује процена утицаја на животну целину се израђује за законом прописане објекте и постројења.

## **Финансијска анализа - опште**

### **Члан 15.**

Финансијском анализом пројектних опција се утврђује финансијска профитабилност и одрживост инвестиције током референтног периода, на основу показатеља финансијске профитабилности и анализе финансијске одрживости.

Финансијском анализом пројектних опција утврђују се:

- годишње вредности свих финансијских расхода, односно годишње суме свих новчаних одлива узрокованих инвестиционим и оперативним трошковима и трошковима капиталног одржавања, за сваку годину појединачно током референтног периода;

- годишње вредности свих финансијских прихода, односно годишње суме свих новчаних прилива које генерише пројекат, за сваку годину појединачно током референтног периода;

- годишње вредности финансијских нето новчаних токова, односно разлике између финансијских прихода (новчаних прилива) и финансијских расхода (новчаних одлива) по годинама током референтног периода.

Препоручена дужина референтног периода инвестиције, у годинама за различите секторе за наредну фискалну годину, одређује Министарство финансија и објављује на својој интернет страници најкасније до 30. септембра текуће године.

За капиталне пројекте за које се израђује и претходна студија изводљивости и студија изводљивости, код студије изводљивости где се финансијска анализа ради само за изабрану пројектну опцију, у оквиру ове аналитичке целине је потребно дати кратак опис финансијског аспекта свих опција разматраних у претходној студији изводљивости.

## **Финансијска анализа пројектних опција - садржај**

### **Члан 16.**

Финансијска анализа пројектних опција садржи образложење полазних претпоставки, укључујући:

- макроекономске претпоставке које су коришћене за оцену макроекономских варијабли, као што су инфлација, девизни курс, раст бруто друштвеног производа и друго;

- претпоставке тржишне анализе које су коришћене за предвиђање будућих новчаних прилива;

- претпоставке техничке анализе које су коришћене за предвиђање будућих новчаних одлива.

Финансијска анализа пројектних опција садржи и образложење о планираној структури и изворима финансирања инвестиционих трошкова.

Полазне макроекономске претпоставке (инфлација, девизни курс, раст бруто друштвеног производа, незапосленост, ниво плата, пореске стопе и слично) у финансијској анализи су засноване на кредибилним изворима, преваходно званичним документима Владе, Народне банке Србије или међународних организација.

Сви приходи (новчани приливи) и расходи (новчани одливи) у финансијској анализи пројектних опција изражавају се у динарима.

Конверзија прихода (новчаних прилива) и расхода (новчаних одлива) изворно изражених у иностраној валути се врши по девизним курсевима у складу са полазним макроекономским претпоставкама.

Сви приходи и расходи у финансијској анализи пројектних опција се изражавају у сталним ценама.

Уколико је новчани ток изворно изражен у номиналној вредности по текућим ценама, усклађује се индексом потрошачких цена у складу са полазним макроекономским претпоставкама.

У финансијској анализи пројектних опција, приходи се процењују на основу анализе тражње, укључујући приходе од сервисирања јавних добара и административне накнаде (уколико постоје), док се расходи процењују на основу података о инвестиционим и оперативним трошковима и трошковима капиталног одржавања пројекта који су утврђени техничком анализом пројектних опција.

Образложење планиране структуре финансирања посебно садржи информације у вези са правним основом којим су средства обезбеђена.

Уколико се инвестиција финансира из кредитних средстава, неопходно је представити најважније елементе кредитног аранжмана, као што су:

- валута кредита;

- рок отплате;

- износ каматне стопе;

- врста каматне стопе;

- остали елементи кредитног аранжмана који су релевантни са аспекта финансијске анализе пројектних опција (грејс период, средства обезбеђења, услови превремене отплате и друго).

## **Финансијска анализа пројектних опција - метода**

### **Члан 17.**

Анализа финансијске профитабилности изводи се методом дисконтованих новчаних токова (ДНТ), коришћењем препоручене ФДС.

Препоручену ФДС за наредну фискалну годину одређује Министарство финансија и објављује на својој интернет

страница најкасније до 30. септембра текуће године.

Уколико препоручена ФДС не одражава на прави начин опортунитетни трошак капитала ангажованог на реализацији пројекта, ФДС је могуће обрачунати и користећи модел просечне пондерисане цене капитала.

Уколико обрачуната ФДС из става 3. овог члана одступа од препоручене, финансијска анализа пројектних опција обавезно садржи детаљан увид у обрачун препоручене ФДС и образложење зашто препоручена ФДС не одражава на прави начин опортунитетни трошак капитала ангажованог на реализацији пројекта.

## **Финансијска анализа пројектних опција - профитабилност**

### **Члан 18.**

Нето новчани токови се рачунају одузимањем годишњих расхода (новчаних одлива) пројекта од годишњих прихода (новчаних прилива) пројекта, у складу са пројектованом динамиком током референтног периода.

Нето новчани токови се користе за израчунавање ФНСВ која представља основни показатељ финансијске профитабилности капиталног пројекта.

ФНСВ мора бити позитивна да би пројекат био финансијски профитабилан (ФНСВ > 0).

## **Финансијска анализа пројектних опција - резидуална вредност**

### **Члан 19.**

РВ настаје када је животни век инвестиционих добара дужи од референтног периода пројекта.

РВ се капитализује и укључује у анализу ФНСВ као новчани ток на крају последње године референтног периода.

## **Финансијска анализа пројектних опција - финансијска одрживост**

### **Члан 20.**

Анализа финансијске одрживости пројекта сагледава степен у којем су очекивани приходи (нето новчани приливи), односно уштеде које ће пројекат генерисати довољне да обезбеде покриће очекиваних расхода (новчаних одлива, а који настају као последица реализације пројекта.

Да би се пројекат сматрао финансијски одрживим неопходно је да постоји вишак очекиваних прихода (новчаних прилива), односно уштеда у односу на очекиване расходе (новчане одливе) на крају референтног периода.

Процена новчаних токова прилива приликом анализе финансијске одрживости не укључује резидуалну вредност, осим у случају да се планира продаја инвестиционих добара на крају референтног периода.

Уколико постоје значајна одступања од захтева да пројекат генерише позитивне новчане токове у свакој години, неопходно је идентификовати извор додатног финансирања у годинама у којима се очекује мањак прихода над расходима.

## **Финансијска анализа пројектних опција - профитабилност**

### **Члан 21.**

Профитабилност пројекта се процењује израчунавањем показатеља финансијске стопе приноса (ФСП).

## **Економска анализа пројектних опција - опште**

### **Члан 22.**

Економском анализом пројектних опција се утврђује друштвено-економска профитабилност и одрживост инвестиције током референтног периода, на основу показатеља друштвено-економске профитабилности.

Економска анализа пројектних опција утврђује:

- годишње вредности новчано изражених економских користи, односно прихода, пројекта за друштво у целини;
- годишње вредности новчано изражених економских трошкова, односно расхода, пројекта за друштво у целини;
- годишње вредности економских нето новчаних токова односно разлике између економских користи и економских трошкова по годинама током референтног периода.

Економска анализа се израђује за све пројектне опције.

За разлику од финансијске анализе, економска анализа пројектних опција узима у обзир економске трошкове и користи пројекта, вредноване по ценама које одражавају стварну вредност добра или услуге са становишта целокупног друштва.

За капиталне пројекте за које се израђује и претходна студија изводљивости и студија изводљивости, код студије изводљивости где се економска анализа ради само за изабрану пројектну опцију, у оквиру ове аналитичке целине је потребно дати кратак опис економског аспекта свих опција разматраних у претходној студији изводљивости и указати на критеријуме који су примењени у одабиру пројектне опције за даљу разраду.

## **Економска анализа пројектних опција - методе**

### **Члан 23.**

Друштвено-економска анализа трошкова и користи (у даљем тексту: ДАТК) је обавезан метод економске анализе за све капиталне пројекте, док је метод анализе ефективности трошкова (АЕТ) економске анализе дозвољено користити

у случају капиталних пројеката код којих је новчано вредновање користи отежано.

Економске користи и трошкови пројекта се разврставају у директне и индиректне.

Директне економске користи и трошкови из става 2. овог члана представљају финансијски трошкови улагања и користи, као и трошкови који настају услед реализације пројекта, док индиректне економске користи и трошкови из става 2. овог члана представљају екстерналије пројекта.

Пројектне екстерналије из става 3. овог члана представљају индиректне користи и трошкови пројекта, који се преливају на трећа лица или друштво у целини, а не подразумевају директне новчане токове.

АЕТ треба да садржи квалитативни опис и објашњење основних економских користи, а где је могуће и њихову квантификацију.

Квантификоване користи код АЕТ методе се односе на неновчане параметре, као што су број корисника, уштеда времена, број аутомобила и слично.

Процена трошкова пројекта у оквиру АЕТ методе се спроводи на исти начин као процена трошкова методом ДАТК, у складу са одредбама овог правилника.

У оквиру АЕТ методе, пројектно решење код којег је однос трошкова по јединици користи најнижи мора бити изабрано као најефектније решење.

## **Економска анализа пројектних опција - метода дисконтовања новчаних токова**

### **Члан 24.**

Економска анализа пројектних опција се спроводи методом дисконтованих новчаних токова (ДНТ), коришћењем препоручене ДДС.

Препоручену ДДС за наредну фискалну годину одређује Министарство финансија, уз уважавање препорука Европске комисије о висини ДДС за чланице Европске уније које имају кохезиони статус, и објављује на својој интернет страници најкасније до 30. септембра текуће године.

## **Економска анализа пројектних опција - профитабилност**

### **Члан 25.**

Показатељ ЕНСВ се користи као основни индикатор у анализи друштвено-економске профитабилности пројекта.

ЕНСВ мора бити позитивна да би пројекат био друштвено-економски профитабилан ( $ЕНСВ > 0$ ), односно садашња вредност економских користи мора да премашује садашњу вредност економских трошкова.

Поред ЕНСВ, друштвено-економска профитабилност се може процењивати и индикатором економске стопе приноса (ЕСП), као и рацијом користи/трошкови (К/ТР).

Одлука о изабраној пројектној опцији, која ће служити као основа за реализацију пројекта, доноси се на основу вредности показатеља друштвено-економске профитабилности пројекта из економске анализе пројектних опција.

## **Анализа ризика - опште**

### **Члан 26.**

Анализа ризика идентификује кључне ризике чија се материјализација може негативно одразити на остваривање постављених циљева пројекта, а тиме и на процењену финансијску и друштвено-економску профитабилност пројекта.

Анализа ризика израђује се само за одабрану пројектну опцију, односно само у студији изводљивости.

## **Анализа ризика - листа ризика**

### **Члан 27.**

Листа ризика који се анализирају укључује нарочито:

- ризик тражње: односи се на стварни ниво тражње за производом, односно услугом који је мањи од предвиђеног нивоа;
- макроекономски ризик: односи се на то да су очекиване вредности трошкова и користи пројекта под утицајем кретања макроекономских варијабли, као нпр. промене девизног курса, стопе инфлације и слично;
- ризик по животну средину: односи се на то да негативан утицај пројекта на животну средину узрокује незадовољство и негодовање јавности;
- ризик финансирања: односи се на то да недостатак средстава за финансирање пројекта узрокује одлагање или захтева ревизију буџета;
- правни ризик; односи се на могуће промене закона и других прописа које могу да проузрокују увећање трошкова пројекта;
- пословни ризик и ризик одржавања: односи се на могућност да трошкови пословања и одржавања пројектног резултата буду већи од планираног буџета;
- ризик набавке: односи се на то да је капацитет добављача недовољан да би се обезбедило снабдевање уговорене количине ресурса;
- технолошки ризик: односи се на то да технолошко решење пројекта застарева током референтног периода због технолошких промена и иновација;
- остали ризици у вези са пројектом: односи се на нпр. платежну способност будућих корисника добра и/или услуге коју је пројекат омогућио, кадровске и организациони потенцијал неопходан за оперативну фазу пројекта и друго.



## Анализа ризика - оцена утицаја ризика

### Члан 28.

Оцена утицаја ризика садржи квалитативну анализу ризика и анализу осетљивости показатеља финансијске и економске профитабилности на реализацију ризика.

Квалитативна анализа ризика из става 1. овог члана представља идентификацију кључних ризика, као и образложено и аргументовану процену вероватноће реализације кључних ризика и њиховог утицаја на реализацију и ефекте пројекта.

Квалитативна анализа ризика из става 1. овог члана укључује израду матрице ризика која садржи листу идентификованих ризика, вероватноћу материјализације, могући утицај на реализацију пројектних циљева и мере за управљање ризицима.

Вероватноћа материјализације из става 3. овог члана се изражава као: висока, средња или ниска.

Могући утицај на реализацију пројектних циљева из става 3. овог члана се изражава као: висок, средњи или низак.

Квалитативна анализа ризика из става 1. овог члана садржи и план за управљање кључним ризицима који разматра и формулише два типа мера за управљање ризицима:

- мере за ублажавање ризика, односно активности модификација пројектних планова како би се у старту ублажили или елиминисали ефекти кључних ризика;

- условне мере, односно активности које треба имплементирати само у случају да се ризици реализују.

Анализом осетљивости из става 1. овог члана се квантификује ниво осетљивости финансијских или економских показатеља профитабилности у односу на промене параметара анализе који су изложени кључним ризицима, са циљем да се утврди да ли пројекат може постати финансијски или друштвено-економски непрофитабилан у случају да се материјализује неки од кључних ризика.

Анализа осетљивости из става 1. овог члана се врши тако што се у сваком покушају један или више параметара анализе који су изложени ризику смањују или повећавају док су вредности осталих параметара непромењене.

### Закључак о изводљивости пројекта

### Члан 29.

Закључак о изводљивости пројекта пружа сажетак преосталих аналитичких целина.

Закључак из става 1. овог члана нарочито садржи:

- податке о аутору и наручиоцима студије (инвеститору);
- преглед пројектног контекста и циљева пројекта;
- преглед разматраних пројектних опција;
- показатеље финансијске и друштвено-економске профитабилности за сваку пројектну опцију;
- опис процеса одабира најповољније пројектне опције.

## III. НАЧИН И МЕТОДОЛОГИЈА ИЗРАДЕ ПАРАМЕТАРА ФИНАНСИЈСКЕ И ЕКОНОМСКЕ АНАЛИЗЕ

### Параметри финансијске анализе

### Члан 30.

Финансијска анализа израђује се користећи инкрементални приступ у процени релевантних прихода и расхода и израђује се за све пројектне опције.

Финансијска анализа не укључује обрачунске (неновчане) категорије као што су: амортизација, депресијација, резервисања и друго.

Финансијска нето садашња вредност (ФНСВ) се израчунава коришћењем следеће формуле:

$$\text{ФНСВ} = \sum_{t=1}^T \text{ФД}_t \text{ННТ}_t + \text{ФД}_T \text{РВ}_T$$

где је ННТ<sub>t</sub> годишњи нето новчани ток у години t, РВ<sub>T</sub> резидуална вредност, T је дужина трајања пројекта у годинама, а ФД<sub>t</sub> финансијски дисконтни фактор у години t.

Финансијски дисконтни фактор (ФД<sub>t</sub>) се рачуна по следећој формули:

$$\text{ФД}_t = \frac{1}{(1 + \text{ФДС})^t}$$

где је ФДС финансијска дисконтна стопа.

Резидуална вредност (РВ) се израчунава капитализовањем очекиваног резидуалног годишњег нето новчаног тока (РННТ), који инвестиција наставља да генерише након истека референтног периода, по формули:

$$PB_T = \frac{PHNT_{T+1}}{\Phi DC}$$

где је ФДС финансијска дисконтна стопа.

Профитабилност пројекта се може процењивати израчунавањем показатеља финансијске стопе приноса (ФСП) по следећој формули:

$$0 = \sum \frac{HNT_t}{(1 + \Phi SP)^t}$$

где је  $HNT_t$  годишњи нето новчани ток у години  $t$ .

ФСП мора бити већа од препоручене ФДС да би пројекат био финансијски профитабилан ( $\Phi SP > \Phi DC$ ).

Када су као извор финансирања идентификовани предприступни фондови Европске уније, тада је неопходно израчунати и исказати СНФ да би се одредило неопходно учешће осталих извора финансирања.

СНФ се израчунава коришћењем следеће формуле:

$$СНФ = \frac{КТ}{ДИТ}$$

где је КТ износ квалификованих трошкова, док ДИТ представља дисконтоване инвестиционе трошкове.

ДИТ се рачуна коришћењем следеће формуле:

$$ДИТ = \sum_{t=1}^T \Phi_{D_t} ИТ_t$$

где је  $ИТ_t$  предвиђени износ инвестиционих трошкова у години  $t$ ,  $T$  је дужина трајања пројекта у годинама, а  $\Phi_{D_t}$  финансијски дисконтни фактор у години  $t$ .

За потребе израчунавања ДИТ, уколико природа предметног пројекта захтева такве трошкове, инвестициони трошкови укључују припрему техничке документације и трошкове стручног надзора, а искључују процењени износ неподвижних трошкова.

Квалификовани трошкови (КТ) представљају мањи од следећа два износа: ДИТ и разлике између ДИТ и дисконтованих нето прихода (ДНП).

ДНП представља разлику између дисконтованих прихода пројекта (ДПП) и дисконтованих оперативних трошкова пројекта (ДОТ) увећаних за дисконтовану резидуалну вредност (ДРВ).

ДНП се рачуна коришћењем следеће формуле:

$$ДНП = ДПП - ДОТ + ДРВ$$

ДПП се рачуна коришћењем следеће формуле:

$$ДПП = \sum_{t=1}^T \Phi_{D_t} ПП_t$$

где је  $ПП_t$  предвиђени износ прихода пројекта у години  $t$ ,  $T$  је дужина трајања пројекта у годинама, а  $\Phi_{D_t}$  финансијски дисконтни фактор у години  $t$ .

ДОТ се рачуна коришћењем следеће формуле:

$$ДОТ = \sum_{t=1}^T \Phi_{D_t} ОТ_t$$

где је  $ОТ_t$  предвиђени износ оперативних трошкова пројекта у години  $t$ ,  $T$  је дужина трајања пројекта у годинама, а  $\Phi_{D_t}$  финансијски дисконтни фактор у години  $t$ .

ДРВ се рачуна коришћењем следеће формуле:

$$ДРВ = \frac{РВ_T}{(1 + ФДС)^T}$$

где је РВ<sub>Т</sub> резидуална вредност инвестиције, Т је дужина трајања пројекта у годинама, а ФДС финансијска дисконтна стопа.

## Параметри економске анализе

### Члан 31.

Економска анализа у обзир узима друштвене користи, опортунитетне трошкове (друштвени трошкови) и нето користи пројекта за цело друштво.

Ако су друштвене користи веће од опортунитетних трошкова разматраног пројекта, нето користи су позитивне.

Економска анализа треба да буду заснована на новчаним токовима утврђеним финансијском анализом, које треба прилагодити применом следећих поступака:

- фискалним прилагођавањем;
- превођењем тржишних цена на обрачунске цене;
- проценом нетржишних утицаја и прилагођавања за екстерналије.

Процена економске профитабилности пројекта се врши након прилагођавања новчаних токова и коришћења друштвене дисконтне стопе.

Трошкови и користи ће бити остваривани током дугог века трајања пројекта, па у складу са концептом временске вредности новца, треба да буду прерачунати поступком дисконтовања (процене нето садашње вредности).

Концепт временске вредности новца указује на то да су трошкови и користи који се остварују у каснијим периодима изражени у новчаним јединицама мање вредности (због пропуштених приноса и већег ризика), него трошкови и користи који се остварују у ранијим периодима.

Трошкови и користи који се остварују у различитим периодима су изражени у новчаним јединицама различите вредности, што их чини неупоредивим.

Дисконтовањем се трошкови и користи од пројекта прерачунавају тако да буду изражени у новчаним јединицама исте вредности.

Показатељ ЕНСВ се користи као основни индикатор у анализи друштвено-економске профитабилности пројекта.

ЕНСВ мора бити позитивна да би пројекат био друштвено-економски профитабилан (ЕНСВ > 0), односно садашња вредност економских користи мора да премашује садашњу вредност економских трошкова.

ЕНСВ се израчунава коришћењем следеће формуле:

$$ЕНСВ = \sum_{t=1}^T дд_t (K_t - TP_t) + дд_T РВ_T$$

где су K<sub>t</sub> и TP<sub>t</sub> економске користи и трошкови у периоду t, Т је дужина трајања пројекта у годинама, а дд<sub>t</sub> финансијски дисконтни фактор у години t.

Друштвени дисконтни фактор дд<sub>t</sub> се рачуна по следећој формули:

$$дд_t = \frac{1}{(1 + ДДС)^t}$$

где је ДДС друштвена дисконтна стопа.

Резидуална вредност се израчунава капитализовањем очекиване резидуалне годишње нето економске користи (РНБ) који инвестиција генерише након завршетка референтног периода, по формули:

$$РВ_T = \frac{РНВ_{T+1}}{ДДС}$$

Друштвено-економска профитабилност пројекта се може процењивати и израчунавањем показатеља економске стопе приноса.

ЕСП се рачуна по следећој формули:

$$0 = \sum \frac{(K_t - TP_t)}{(1 + ЕСП)^t}$$

где су K<sub>t</sub> и TP<sub>t</sub> економске користи и трошкови у периоду t.

ЕСП мора бити већа од препоручене друштвене дисконтне стопе (ДДС) да би пројекат био друштвено-економски профитабилан.

Друштвено-економска профитабилност пројекта се може процењивати израчунавањем рација користи/трошкови (К/ТР) који се рачуна по следећој формули:

$$\text{Рацио К/ТР} = \frac{\sum_{t=1}^T K_t}{\sum_{t=1}^T \text{ТР}_t}$$

где је  $K_t$  дисконтована вредност економских прихода (користи) од реализације пројекта у периоду  $t$ , а  $\text{ТР}_t$  дисконтована вредност економских расхода (трошкова) у периоду  $t$ .

#### IV. ПРЕЛАЗНЕ И ЗАВРШНЕ ОДРЕДБЕ

##### Престанак важења

###### Члан 32.

Даном ступања на снагу овог правилника престају да важе Правилник о студији изводљивости и претходној студији изводљивости ("Службени гласник РС", број 87/19) и Правилник о начину израде параметара финансијске и економске анализе у оквиру студије изводљивости и претходне студије изводљивости ("Службени гласник РС", број 87/19).

##### Ступање на снагу

###### Члан 33.

Овај правилник ступа на снагу наредног дана од дана објављивања у "Службеном гласнику Републике Србије".

Број 202222/2023

У Београду, 20. новембра 2023. године

Министар,  
**Синиша Мали**, с.р.