

Primljen/Received: 4.9.2024./ September 4, 2024

UDK 336.227.3(4-6EU)

336.227.2

339.727.22(497.11)

Prihvaćen/Accepted: 8.1.2024./ November 8, 2024

Originalni naučni rad

## PORESKI ASPEKT STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA: ULOGA PORESKIH RAJEVA

---

*Stefan VRŽINA<sup>1</sup>*

### Apstrakt

Zbog svog ekonomskog značaja, strane direktne investicije (SDI) su bile predmet velikog broja istraživanja. Ipak, često se zanemaruje činjenica da se SDI neretko strukturiraju preko poreskih rajeva, u cilju izbegavanja poreza. Problem se dodatno komplikuje, imajući u vidu da preduzeća (primarno multinacionalne kompanije) kao poreske rajeve koriste ne samo udaljene i egzotične destinacije, već i brojne evropske države. Rezultati istraživanja pokazuju da brojne evropske države koje se često označavaju kao poreski rajevi imaju izuzetno visok nivo ulaznih i izlaznih SDI. To ukazuje na činjenicu da te države imaju ulogu posredničkih država prilikom strukturiranja SDI. Takođe, to ukazuje na to da se značajan deo SDI u Evropi organizuje preko poreskih rajeva. Istraživanje je pokazalo i da značajan deo priliva SDI u Srbiju potiče iz poreskih rajeva, primarno evropskih.

**Ključne reči:** *izbegavanje poreza, poreski raj, strane direktne investicije, multinacionalne kompanije*

**JEL:** *F21, F23, H25, H26*

---

<sup>1</sup> dr Stefan Vržina, asistent sa doktoratom, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Liceja Kneževine Srbije 3, 34000 Kragujevac, +381 34 303562, stefan.vrzina@kg.ac.rs, ORCID 0000-0001-8372-591X.

## UVOD

Strane direktne investicije (SDI) predstavljaju jednu od većito aktuelnih tema, kako u akademskim istraživanjima, tako i u svakodnevnoj praksi. Uzroke atraktivnosti ovog istraživačkog pitanja treba primarno tražiti u očekivanim pozitivnim efektima SDI na zaposlenost, životni standard, izvoz i privredni rast države domaćina (Blomstrom i ostali, 2003).

Međutim, paralelno sa intenziviranjem SDI, pokrenut je talas investiranja preko poreskih rajeva (Nakamoto i ostali, 2019). Time je strukturiranje SDI vođeno poreskim motivima, odnosno motivima minimiziranja poreskog opterećenja, a primarno opterećenja porezom na dobitak. Novinski naslovi o podružnicama velikih kompanija u poreskim rajevima su gotovo svakodnevni, kao i naslovi o poreskim efektima takvih vlasničkih i organizacionih struktura.

Predmet istraživanja u ovom radu jesu SDI koje se strukturiraju preko poreskih rajeva. SDI mogu biti strukturirane na ovaj način iz različitih razloga (Orlov, 2004), ali je glavni umanjeње poreskog opterećenja. Pri tome, SDI preko poreskih rajeva su posmatrane u okviru evropskog kontinenta, i to na nivou Evropske unije i na nivou Srbije. Razvijenije države Evropske unije su značajan izvor SDI (države porekla), dok su manje razvijene države Evropske unije i Srbija, kao kandidat za članstvo, značajno odredište (države domaćini) SDI. Treba imati u vidu i da se manje razvijene evropske države u značajnoj meri oslanjaju na priliv SDI u cilju pospešivanja izvoza i ekonomskog rasta (Nikolić i Zvezdanović Lobanova, 2024).

Osnovni cilj rada jeste ispitivanje stepena u kojem se poreski rajevi koriste za strukturiranje SDI u odnosu na SDI strukturirane preko ostalih država. SDI preko poreskih rajeva su do sada bile predmet značajnog broja istraživanja (na primer Behuria, 2023; Garcia-Bernardo i ostali, 2021; Hong, 2018), ali njihovi rezultati nisu konzistentni. S tim u vezi, jedan od glavnih problema prethodnih istraživanja se odnosio na identifikovanje poreskih rajeva (Jalan i Vaidyanathan, 2017).

Rad doprinosi postojećim istraživanjima o značaju poreskih rajeva za strukturiranje SDI. Takođe, rad ukazuje na (pre svega evropske) poreske rajeve koji su najvažnije države domaćini SDI, ali i one koji su najvažniji izvori SDI. S tim u vezi, rad posebno ukazuje na poreske rajeve, odnosno države, koje imaju ulogu posrednika pri strukturiranju SDI. Na taj način, rezultati istraživanja mogu biti od koristi brojnim interesnim grupama, a posebno kreatorima makroekonomske politike (na makroekonomskom nivou) i menadžerima multinacionalnih kompanija, odnosno stranim investitorima (na mikroekonomskom nivou).

Izuzev uvoda i zaključka, rad je sačinjen iz tri dela. U prvom delu je prikazana teorijska osnova problematike korišćenja poreskih rajeva za strukturiranje SDI. U drugom delu je dat pregled prethodnih empirijskih istraživanja o vezi poreskih rajeva i SDI. U trećem delu je prikazano empirijsko istraživanje o povezanosti poreskih rajeva i SDI, sa akcentom na evropske države.

## TEORIJSKA OSNOVA

Povezanost SDI i oporezivanja se može posmatrati sa više različitih aspekata. Prvi aspekt podrazumeva posmatranje poreskog opterećenja u državi domaćinu, te se nisko poresko opterećenje, a posebno niske stope poreza na dobitak, smatraju konkurentskom prednošću te države (Vallespinos, 2020). Nekoliko studija (Bellak i Leibrecht, 2009; Vogiatzoglou, 2018) je pokazalo da je nisko poresko opterećenje u državi domaćinu važna determinanta priliva SDI u tu državu.

Ipak, uticaj niskog poreskog opterećenja na priliv SDI može biti značajno ublažen (Beyer, 2002) usled delovanja brojnih drugih faktora na priliv SDI. Stoga se može zaključiti da nisko poresko opterećenje može ohrabriti priliv SDI ukoliko su ispunjeni određeni dodatni preduslovi, poput političke stabilnosti ili kvalitetne radne snage u državi domaćinu.

Drugi aspekt podrazumeva sagledavanje poreza po odbitku, odnosno načina za izbegavanje ovog poreza, kako u državi porekla, tako i u državi domaćinu. Trenutno većina država nameće obavezu plaćanja poreza po odbitku na prihode koje nerezidentno lice ostvari, pri čemu je rezidentno lice (isplatilac prihoda) obavezno da uplati ovaj porez (Nakamoto i Ikeda, 2018).

Ipak, neke države imaju razgranatu mrežu ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, kojima se predviđa plaćanje poreza po odbitku po nižim stopama od standardne ili se ono potpuno eliminiše. Nekoliko studija (Weyzig, 2013; Hong, 2018) je pokazalo da strani investitori mogu biti dodatno ohrabreni da kapital investiraju u države koje imaju potpisane ugovore o izbegavanju dvostrukog oporezivanja sa većim broj drugih država, a posebno ukoliko takav ugovor postoji između države porekla i države domaćina.

Korišćenje ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja se u akademskoj literaturi često označava kao pazarenje poreskih ugovora (engl. *tax treaty shopping*, Arel-Bundock, 2017), a primena u slučaju stranih direktnih investicija se može objasniti kroz jednostavan primer. Neka kompanija iz države porekla A želi da otvori zavisno preduzeće u državi B. Ukoliko između država A i B ne postoji potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, isplata dividende iz države B u državu A će biti oporezovana porezom po odbitku po standardnoj stopi.

U ovakvim uslovima će kompanija iz države A investirati u državu B posredno, preko preduzeća inkorporiranog u državi C, koja ima potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja sa državom B, odnosno koja ima potpisan ovakav ugovor sa državom A ili ne nameće obavezu plaćanja poreza po odbitku na isplate nerezidentima. Tako će dividenda biti isplaćena prvo iz države B u državu C, a onda iz države C u državu A i to uz minimalno (ili nulto) opterećenje porezom po odbitku.

Korišćenje ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja nije značajno jedino za izbegavanja poreza prilikom isplate dividendi. Vržina (2020) navodi brojne međunarodne transakcije, koje mogu biti poreski isplativije ukoliko se ovakvi ugovori koriste. Takvi su, na primer, ugovaranje usluga između povezanih pravnih lica, isplata kamata, autorskih naknada za korišćenje licence ili podlicence i slično.

Treći aspekt podrazumeva korišćenje poreskih rajeva za strukturiranje SDI. Pored toga što preduzećima pružaju mogućnost za ostvarenje značajnih poreskih ušteda, poreski rajevima omogućavaju niz dodatnih pogodnosti, poput tajnosti finansijskih podataka, slabe kontrole deviznih transakcija, razvijene infrastrukture, profesionalne pomoći stručnjaka ili niskih regulatornih zahteva (Orlov, 2004). Jalan i Vaidyanathan (2017) pružaju dobar pregled različitih tipova poreskih rajeva, imajući u vidu da različiti poreski rajevi nude različite pogodnosti preduzećima.

Strukturiranje SDI putem poreskih rajeva podrazumeva najmanje dva koraka. U prvom koraku, kompanija iz države porekla osniva povezano pravno lice u poreskom raju. Obično je reč o određenoj holding kompaniji, koja nema realnu ekonomsku aktivnost (kao što je proizvodnja) u poreskom raju. U drugom koraku, povezano pravno lice iz poreskog raja investira novac u državu domaćina, osnivajući povezano pravno lice u toj državi. U prethodno predstavljenom slučaju sa izbegavanjem plaćanja poreza po odbitku, poreski raj bi bila država C, pa bi kompanija iz države A strukturirala SDI u državi B preko povezanog entiteta u državi C.

Nažalost, u određenim situacijama se poreski rajevi koriste za prikazivanje domaćih investicija kao SDI. Usled zagarantovane tajnosti podataka u poreskom raju, nije moguće utvrditi da je stvarni investitor u državi domaćinu, zapravo, rezident države domaćina, te da *de facto* u pomenutom slučaju i nije reč o SDI. Ovakva situacija se neretko dešava kada je investirani novac ilegalnog porekla, a Farny i ostali (2015, p. 84) objašnjavaju da se ovaj proces najčešće sprovodi kroz sledeća tri koraka:

- ulaganje, u kojem se gubi direktna veza između novca i ilegalnih aktivnosti, čime se ilegalno stečen novac uvodi u finansijski sistem (na primer kroz veliki broj uplata relativno malih iznosa na tekuće račune);
- prikrivanje, u kojem se novac iz prethodnog koraka kontinuirano transferiše kako bi se prikrilo trag o ilegalnom poreklu novca i
- integracija, u kojem se novac iz prethodnih koraka javlja kao novac koji potiče od legalnih aktivnosti.

U skladu sa prethodno predstavljenim koracima, novac (ilegalno stečen u državi domaćinu) tokom prve dve faze završava u poreskim rajevima, čime se uključuje u finansijski sistem i deklarise kao legalno stečen. U poslednjoj fazi se novac vraća u državu domaćina, na primer u formi SDI. Na taj način slika o stanju SDI u državi domaćinu biva iskrivljena, s obzirom na to da je *de facto* reč o domaćoj investiciji.

## PRETHODNA EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA

### Identifikovanje poreskih rajeva

Identifikovanje poreskih rajeva nije jednostavno, imajući u vidu značajne razlike između njih, ali i važne političke pritiske koji se mogu javiti prilikom sastavljanja liste poreskih rajeva. Najpoznatije liste poreskih rajeva sastavljaju poznate međunarodne organizacije, poput Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) ili Evropske unije. Takođe, značajne su i liste poreskih rajeva koje sastavljaju poreski organi određenih država.

Na takvim listama se, kao poreski rajevi, najčešće navode egzotične, primarno karipske, male teritorije, a neke od njih se nalaze pod kontrolom razvijenih zapadnoevropskih teritorija, poput Ujedinjenog Kraljevstva. U vezi sa ovim listama, ključni problem se može pronaći u činjenici da one obično ne sadrže sve poreske rajeve. Tako, Rusina (2020) navodi da je lista poreskih rajeva kreirana od strane Evropske unije predmet velikog broja kritika, s obzirom na to da dominantno obuhvata male države, dok izostavlja poreske rajeve u okviru Evropske unije. Stoga se nameće potreba da Evropska unija na svoju listu poreskih rajeva uvrsti pojedine svoje članice i da, zatim, utiče na njih da eliminišu karakteristike koje ih čine poreskim rajevima.

S obzirom na nesavršenosti pomenutih lista, identifikovanjem poreskih rajeva su se bavile i brojne nevladine organizacije širom sveta. Tako, britanska nevladina organizacija Oxfam (2021) je sastavila listu od petnaest najvećih poreskih rajeva na svetu. Ova lista se u značajnoj meri razlikuje od lista OECD-a i Evropske unije, imajući u vidu da se na njoj nalaze brojne države koje imaju značajnije učešće u globalnoj ekonomiji. Između ostalih, na listi se nalaze i četiri članice Evropske unije: Kipar, Luksemburg, Republika Irska i Holandija.

Brojna istraživanja (na primer Kosenkova i ostali, 2022; Temouri i ostali, 2022; Fatemi i Kim, 2024) koriste i indikator CTHI (engl. *Corporate Tax Haven Index*), koji je razvila britanska nevladina organizacija Tax Justice Network. Ovaj indeks meri stepen u kojem određene teritorije pomažu multinacionalnim kompanijama da izbegnu porez na dobitak. Indeks je razvijen na bazi dva podindeksa: stepena u kojem teritorija ispunjava uslove da bude poreski raj (koristeći osnovna obeležja poreskih rajeva) – *Haven Score*; i stepena u kojem teritorija utiče na globalne finansijske tokove (odnosno kolika finansijska aktivnost multinacionalnih kompanija se odvija u određenoj teritoriji) – *Global Scale Weight*.

Poslednji CTHI je objavljen za 2021. godinu. Prema tim podacima (Tax Justice Network, 2021), moguće je identifikovati osam teritorija koje u potpunosti ispunjavaju sve uslove da budu poreski raj, te imaju podindeks *Haven Score* 100 od mogućih 100. To su Angvila, Bahami, Bermudi, Britanska Devičanska ostrva, Džerzi, Kajmanska ostrva, Ostrvo Man i Turks i Kaikos. Inače, u prvih deset teritorija sa najvećim CTHI indeksom za 2021. godinu, po redu, nalaze se Britanska Devičanska ostrva, Kajmanska ostrva, Bermudi, Holandija, Švajcarska, Luksemburg, Hongkong, Džerzi, Singapur i Ujedinjeni Arapski Emirati.

Inovativnu studiju u cilju identifikovanja poreskih rajeva su sproveli Garcia-Bernardo i ostali (2017). Oni, naime, dele poreske rajeve na tradicionalne poreske rajeve (koji predstavljaju krajnja odredišta neoporezovanog ili nisko oporezovanog novca) i posredničke poreske rajeve (koji omogućavaju transfer novca u tradicionalne poreske rajeve bez značajnijeg poreskog opterećenja).

S tim u vezi, oni su sastavili listu na kojoj se nalazi osam teritorija koje predstavljaju tradicionalne i pet teritorija koje predstavljaju posredničke poreske rajeve. Na njihovoj listi se primarno nalaze egzotične karipske teritorije, ali je evidentno i prisustvo nekoliko članica Evropske unije među tradicionalnim (Kipar, Luksemburg i Malta), odnosno posredničkim (Republika Irska i Holandija) poreskim rajevima.

Izuzev članica Evropske unije koje su označene kao poreski rajevi, literatura ukazuje na još nekoliko članica koje imaju relativno povoljan poreski sistem. Tako, Jansky (2020) ukazuje na Mađarsku, u kojoj se, slično nekim drugim državama (poput Holandije ili Luksemburga), nalaze pravna lica posebne namene koja olakšavaju transfer novca između različitih država. Takođe, Garcia-Bernardo i ostali (2021) navode primer Belgije, u kojoj se nalazi nesrazmerno veliki broj holding kompanija (kao i u Holandiji ili Republici Irskoj).

Iako nisu članice Evropske unije, važno je ukazati na neke evropske države koje imaju značajnu ulogu u globalnim ekonomskim tokovima, a koje se često tretiraju kao poreski rajevi. Tako, Oxfam (2021) navodi Švajcarsku kao jedan od najvećih poreskih rajeva, dok je Garcia-Bernardo i ostali (2017), kao i Ujedinjeno Kraljevstvo, navode kao jedan od najvećih posredničkih poreskih rajeva u svetu.

### **Poreski rajevi i strane direktne investicije**

SDI strukturirane preko poreskih rajeva imaju važan udeo u globalnim SDI, kako u najrazvijenijim državama, tako i u onim manje razvijenim. Razlog za to primarno treba tražiti u težnji za minimiziranjem poreskog opterećenja kroz korišćenje bilateralnih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja (Nakamoto i ostali, 2019), pri čemu je broj takvih ugovora izuzetno veliki – između razvijenih država, razvijenih i onih u razvoju, kao i između samih država u razvoju.

Investicije iz država koje se smatraju poreskim rajevima su posebno značajan izvor priliva SDI u državama u razvoju. Ovo se posebno odnosi na evropske države (primarno jugoistočne i istočne) koje pripadaju toj kategoriji. S tim u vezi, Bitzenis (2004) nalazi da Kipar i Luksemburg imaju izuzetno značajno mesto u strukturi SDI koje se slivaju u Bugarsku. On, nadalje, navodi da značajan deo investicija sa Kipra, zapravo, predstavljaju investicije grčkih rezidenata. Afrasinei i ostali (2016) nalaze da su brojna rumunska preduzeća u vlasništvu entiteta iz poreskih rajeva – primarno evropskih (na primer Holandija, Kipar i Luksemburg), ali i egzotičnih i udaljenih destinacija (na primer Britanska Devičanska ostrva, Kajmanska ostrva i Belize).

U kontekstu država bivše Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije, Deichmann (2013) navodi da značajan deo SDI koje se slivaju u Hrvatsku potiče iz Holandije. Takođe, on navodi da dobar deo američkih investitora svoje SDI u Hrvatskoj strukturira preko Holandije. Dodatno, Šabić i Halilbegović (2018) navode da značajan deo SDI koje se slivaju u Bosnu i Hercegovinu potiče iz Holandije i Švajcarske. Zapravo, ove dve države se nalaze u prvih deset država po poreklu SDI. Osmani i Ahmeti (2021) navode značajne iznose sumnjivog novca koji su se u formi SDI slili u Severnu Makedoniju sa Kipra, Holandskih Antila, Britanskih Devičanskih ostrva i Sent Vinsent i Grenadina.

Korišćenje poreskih rajeva za strukturiranje SDI nije neuobičajeno ni za ostale krajeve sveta. Primera radi, Behuria (2023) ukazuje na nekoliko poreskih rajeva (na primer Mauricijus i Hongkong) koje u značajnoj meri koriste investitori iz Indije i Kine prilikom strukturiranja svojih SDI. Takođe, Hejazi (2015) ukazuje na to da značajan broj kanadskih kompanija koristi povezane entitete na Barbadosu prilikom strukturiranja svojih SDI.

Pored toga, neka istraživanja nalaze da značajan deo SDI koje se slivaju u državu domaćina, zapravo, predstavljaju investicije rezidenata države domaćina, koje su samo strukturirane preko poreskih rajeva. Ove se posebno odnosi na države u razvoju, odnosno tranzicione i post-tranzicione države. Tako, Pelto i ostali (2004) nalaze značajno učešće SDI iz Kipra u istočnoevropske države, pri čemu smatraju da je značajan deo takvih kiparskih investicija, zapravo, ruskog porekla. Takođe, Kokko i Kravtstova (2012) nalaze značajan priliv SDI u Ukrajinu sa Kipra i Britanskih Devičanskih ostrva, pri čemu se značajan deo tih investicija odnosi na investicije ukrajinskih državljana koji teže da domaće investicije strukturiraju preko poreskih rajeva.

SDI iz poreskih rajeva su primetne i u Srbiji. Primarno je reč o investicijama koje dolaze iz evropskih država koje važe za poreske rajeve, poput Holandije, Kipra, Luksemburga ili Švajcarske, dok su u manjem stepenu prisutne SDI iz egzotičnih i udaljenih destinacija, poput Britanskih Devičanskih ostrva (Vržina, 2017). Posmatrajući filijale multinacionalnih kompanija, Vržina (2020) nalazi da je najviše filijala u vlasništvu entiteta iz Austrije i Holandije, premda je značajan broj filijala u vlasništvu švajcarskih entiteta. Ipak, on ne pronalazi razliku u finansijskim indikatorima između takvih i ostalih filijala, što ukazuje na činjenicu da se seljenje dobitka iz Srbije u poreske rajeve ne vrši u značajnijoj meri.

Neki autori (Lazar, 2014; Vržina, 2020) su pokušali da objasne zašto filijale ne vrše značajno seljenje dobitka u poreske rajeve, iako su u vlasništvu entiteta iz takvih država. Naime, takve filijale posluju u državama sa relativno niskim poreskim opterećenjem, pa bi efekti seljenja dobitka u poreske rajeve bili relativno mali. S tim u vezi, države domaćini u kojima takve filijale posluju, faktički, predstavljaju supstitut za tradicionalne poreske rajeve.

## EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE

### Podaci i metodologija

U istraživanju su korišćeni podaci o SDI u Evropskoj uniji i Srbiji. S tim u vezi, korišćeni su podaci Eurostata (2024a; 2024b) i Narodne banke Srbije (2024). Na nivou Evropske unije, posmatrane su kako SDI u Evropsku uniju, tako i SDI iz Evropske unije, s obzirom na to da su neke članice Evropske unije označene kao poreski rajevi, pa mogu imati ulogu i primaoca SDI, ali i stranog investitora. Slično tome, i na nivou Srbije su posmatrane SDI u kojima je Srbija primalac investicije, ali i SDI u kojima se srpska lica pojavljuju kao investitori. S obzirom na to da Srbija nije članica Evropske unije, za Srbiju su korišćeni podaci koje objavljuje UNCTAD (2024).

SDI se obično u literaturi kvantitativno analiziraju na jedan od dva načina: kao tok investicija (priliv ili odliv investicija u obračunskom periodu) ili stok investicija (stanje ukupnih ulaznih ili izlaznih investicija na kraju obračunskog perioda). U kontekstu podataka Eurostata, korišćeni su podaci o stoku ulaznih i izlaznih SDI sa Eurostat kodovima tec00105 i tec00106, respektivno. Dodatno, definisan je petogodišnji period uzorkovanja, od 2018. do 2022. godine, što je određeno dostupnošću podataka. U skladu sa raspoloživim podacima, za Srbiju su korišćeni

podaci o stoku SDI (UNCTAD, 2024) i podaci o državama iz kojih potiču SDI u Srbiji (Narodna banka Srbije, 2024).

## Rezultati istraživanja

### *Strane direktne investicije u Evropskoj uniji*

U Tabeli 1 je analiziran stok ulaznih SDI za sve članice Evropske unije u uzorkovanom periodu. Stok ulaznih SDI je prikazan kao procenat u odnosu na bruto domaći proizvod države. Primetno je da određene države, poput Luksemburga, Kipra, Holandije i Republike Irske, imaju ekstremno visok racio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda u svim posmatranim godinama. Ekstremno visok racio se javlja i u slučaju Malte, premda je poslednji podatak u Eurostat bazi objavljen za 2018. godinu. Važno je primetiti da se pomenute države gotovo neizostavno pojavljuju u prethodno analiziranim listama poreskih rajeva (Garcia-Bernardo i ostali, 2021; Oxfam, 2021; Tax Justice Network, 2021).

Pred ovih država, u Tabeli 1 se može identifikovati još nekoliko država sa neuobičajeno (premda umereno u odnosu na prethodno pomenute) visokim racijom. Tako, Belgija i Mađarska, takođe, imaju ovaj racio veći od 100%, premda je poslednji podatak za Belgiju u Eurostat bazi objavljen za 2019. godinu. I ovaj nalaz je u skladu sa nekim prethodnim napisima (Jansky, 2020; Garcia-Bernardo i ostali, 2021) o tome da Belgija i Mađarska predstavljaju članice Evropske unije sa relativno povoljnim poreskim sistemom.

U cilju adekvatnog interpretiranja razmera uočenih visokih racija stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda, korisno je uporediti ovaj racio za članice Evropske unije sa istovetnim racijom za ostale države. S tim u vezi, preuzeti su podaci o ovom raciju i za ostale države, sa zvanične internet prezentacije UNCTAD-a (engl. *United Nations Conference on Trade and Development*), premda je potrebno imati u vidu da se vrednosti racija kod Eurostata i UNCTAD-a mogu, obično u neznatnoj meri, razlikovati.

Posmatrajući racio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda za 2022. godinu za države koje nisu članice Evropske unije, ubedljivo najveći racio imaju Britanska Devičanska ostrva (69.897,56%) i Kajmanska ostrva (9.121,44%). Nakon njih, slede Hongkong (580,97%), Singapur (507,38%) i Angvila (320,63%). U prvih deset država se još nalaze Mozambik, Palau, Liberija, Kongo i Bahami. Primetno je da se među pobrojanim državama primarno nalaze države koje se uobičajeno smatraju poreskim rajevima.

Ukoliko se uporede rezultati za države članice Evropske unije i posmatrane države nečlanice, primetno je da brojne države Evropske unije imaju racio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda na nivou posmatranih država nečlanica, odnosno nekih od najpoznatijih poreskih rajeva na globalnom nivou. Ipak, neophodno je imati u vidu da priliv SDI u pomenute države ne mora biti isključivo posledica težnji za umanjenjem poreskog opterećenja.

Poreski motivisane investicije u poreskim rajevima i sličnim državama sa preferencijalnim poreskim sistemom se obično ostvaruju kroz osnivanje malog

preduzeća, u jednoj iznajmljenoj kancelariji (tzv. *mailbox kompanije*). Tako je u poreskim rajevima moguće pronaći zgrade u kojima je registrovano na hiljade preduzeća. S druge strane, mnogi investitori se odlučuju za investicije u poreskim rajevima iz neporeskih razloga – na primer fleksibilne regulative za otvaranje i vođenje preduzeća, tajnosti podataka o vlasničkoj strukturi i poslovanju preduzeća i slično. Konačno, neki investitori investiraju iz uobičajenih ekonomskih motiva, poput obavljanja delatnosti u toj državi (ovo se najčešće dešava u većim i razvijenijim državama koje važe za poreske rajeve, poput Holandije ili Republike Irske).

**Tabela 1. Odnos stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda (u %)**

Država	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Austrija	55,8	42,5	45,1	47,1	44,4
Belgija	102,1	114,2	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Bugarska	76,2	74,9	79,3	71,9	62,8
Češka Republika	67,6	67,6	73,7	74,3	68,8
Danska	40,4	40,9	41,7	39,5	36,8
Estonija	84,2	89,4	103,3	101,4	91,6
Finska	26,7	31,8	31,0	30,4	29,0
Francuska	30,5	30,4	33,5	33,3	31,9
Grčka	17,0	21,9	19,3	21,1	22,9
Holandija	516,7	497,4	460,5	440,0	410,0
Hrvatska	43,4	44,9	48,2	46,2	40,0
Italija	21,0	22,0	24,0	22,0	22,1
Kipar	1.726,3	1.850,2	1.811,2	1.614,1	1.435,6
Letonija	52,6	52,5	55,8	63,6	58,0
Litvanija	37,4	42,3	48,0	48,0	44,3
Luksemburg	5.460,8	5.168,5	4.831,3	4.303,4	3.644,6
Mađarska	114,1	145,3	202,6	206,0	191,5
Malta	1.390,5	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Nemačka	24,4	24,7	27,6	25,8	26,4
Poljska	40,0	40,4	40,2	41,8	38,6
Portugal	66,4	68,6	74,2	75,0	70,1
Republika Irska	267,5	302,9	307,0	289,7	253,5
Rumunija	39,4	39,4	41,2	41,5	37,7
Slovačka	56,8	<i>n.o.</i>	56,1	52,7	49,1
Slovenija	33,0	33,3	35,4	35,9	35,4
Španija	54,6	55,5	62,7	61,7	60,0
Švedska	63,8	64,9	71,5	69,8	66,7
Medijana EU-27	55,8	52,5	55,8	52,7	49,1

*Napomena: n.o. – nije objavljen podatak; Izvor: Eurostat (2024a).*

S druge strane, važno je ispitati i izlazne SDI iz poreskih rajeva, s obzirom na to da poreski rajevi mogu često biti posrednici kod strukturiranja SDI. S tim u vezi, u Tabeli

2 je analiziran stok izlaznih SDI za sve članice Evropske unije u uzorkovanom periodu. Stok izlaznih SDI je prikazan kao procenat u odnosu na bruto domaći proizvod države. Podaci iz tabele ukazuju na to da države koje su imale najveći ratio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda (Luksemburg, Kipar, Holandija i Republika Irska) imaju, istim redosledom, i najveći ratio stoka izlaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda. Sličan zaključak se može izvesti i za ostale pomenute države u kontekstu ovih racija – Maltu, Mađarsku i Belgiju.

**Tabela 2. Odnos stoka izlaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda (u %)**

Država	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Austrija	63,5	54,8	56,0	57,8	55,9
Belgija	112,8	127,3	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Bugarska	4,0	4,1	4,7	4,3	3,9
Češka Republika	14,5	17,8	19,4	20,6	18,9
Danska	64,2	67,3	68,1	70,9	62,9
Estonija	26,7	32,3	33,1	35,6	33,5
Finska	47,8	54,4	49,5	49,8	48,6
Francuska	55,7	52,5	54,7	53,8	52,9
Grčka	9,5	9,3	6,8	7,2	7,6
Holandija	644,1	630,8	592,2	557,2	502,7
Hrvatska	7,2	7,7	10,8	10,1	8,9
Italija	27,3	27,7	28,8	27,2	26,9
Kipar	1.760,2	1.892,7	1.802,7	1.498,1	1.301,4
Letonija	7,0	6,3	6,9	16,0	13,8
Litvanija	8,9	12,9	17,3	18,0	15,7
Luksemburg	6.686,8	6.369,4	5.875,0	5.415,9	4.832,3
Mađarska	76,2	108,8	161,7	163,1	150,3
Malta	471,1	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Nemačka	42,7	46,7	48,4	49,6	50,9
Poljska	4,3	4,5	4,2	4,3	4,4
Portugal	26,4	25,3	26,5	26,2	25,1
Republika Irska	252,1	281,1	274,5	303,0	222,2
Rumunija	0,6	1,0	1,1	1,2	1,5
Slovačka	4,5	<i>n.o.</i>	4,8	4,6	4,6
Slovenija	13,2	14,1	14,9	15,1	15,1
Španija	44,0	46,1	45,0	43,9	42,6
Švedska	71,1	76,6	79,7	78,8	82,2
Medijana EU-27	42,7	46,1	33,1	35,6	33,5

*Napomena: n.o. – nije objavljen podatak; Izvor: Eurostat (2024b).*

Predstavljeni rezultati ukazuju na to da nekoliko država Evropske unije (na primer Holandija, Kipar, Luksemburg, Malta i Republika Irska) ima karakteristike poreskih rajeva u kontekstu priliva i odliva SDI. Takođe, s obzirom na to da imaju relativno

visoke iznose i ulaznih i izlaznih SDI, ove države imaju karakteristike posredničkih poreskih rajeva. To implicira da strani investitori ove države koriste kako bi strukturirali SDI u trećim državama.

Ipak, potrebno je imati u vidu da visok nivo izlaznih SDI iz jedne države ne znači nužno da ta država predstavlja poreski raj. Primera radi, ukoliko je reč o razvijenoj državi, rezidentna preduzeća (osnovana od strane rezidenata) koja obavljaju stvarnu privrednu aktivnost u njoj, mogu vrši SDI. Tako je moguće identifikovati veliki broj holandskih kompanija koje su izvorno osnovane u Holandiji, a koje imaju SDI u brojnim državama – primera radi, u realnom sektoru su poznati holandski proizvođač električnih aparata *Philips*, alkoholnih pića *Heineken* ili trgovinski lanac *Ahold Delhaize*, dok su u finansijskom sektoru poznati holandska banka *Rabobank* ili osiguravajuće društvo *ING Group*.

### *Strane direktne investicije u Srbiji*

U Tabeli 3 je prikazan racio stoka ulaznih, odnosno izlaznih, SDI i bruto domaćeg proizvoda za Srbiju, u periodu od 2018. do 2022. godine. S tim u vezi, u svakoj godini je moguće identifikovati značajan disbalans između ova dva racija, koji ukazuje na to da su SDI u kojima je Srbija primalac investicije višestruko veće od SDI u kojima je Srbija investitor.

**Tabela 3. Odnos stoka ulaznih (levo), odnosno izlaznih (desno), SDI i bruto domaćeg proizvoda (u %)**

Godina	Ulazne SDI	Izlazne SDI
2018.	79,57	7,51
2019.	85,08	7,90
2020.	97,87	8,52
2021.	82,79	7,18
2022.	84,17	7,10

*Izvor: UNCTAD (2024).*

Posmatrajući prethodno prezentovane podatke, moguće je zaključiti da je Srbija, po analiziranom odnosu ulaznih i izlaznih SDI, slična manje razvijenim članicama Evropske unije (koje imaju relativno visok nivo ulaznih SDI i relativno nizak nivo izlaznih SDI), poput Bugarske, Letonije ili Slovačke. To ukazuje na činjenicu da se ove države koriste kao krajnja odredišta SDI, odnosno da se u izuzetno maloj meri koriste kao posredničke države prilikom strukturiranja SDI u trećoj državi.

Dodatno, na zvaničnoj internet prezentaciji Narodne banke Srbije (2024) je moguće naći podatke o prilivu SDI u Srbiju po godinama. Takođe, dostupni su podaci o državama porekla ovih investicija. Ubedljivo najveći priliv SDI u 2022. godini je ostvaren iz Kine (premda je potrebno imati u vidu da je u poslednjoj deceniji najveći godišnji priliv SDI najčešće realizovan iz Holandije). Na drugom mestu se nalazi Rusija, a na trećem mestu Velika Britanija. U prvih deset država se, redom, nalaze i Nemačka, Austrija, Japan, Švajcarska, Kipar, Slovenija i Holandija.

Iz prethodnog je primetno da značajan deo SDI koje pristižu u Srbiju, zapravo, pristiže iz država koje važe za poreske rajeve – Švajcarske, Kipra i Holandije. Posmatrajući period od 2018. do 2022. godine, investitori iz Holandije su se konstantno nalazili među deset najvećih investitora, po godišnjim prilivima SDI.

U kontekstu ostalih poreskih rajeva, Kipar se nalazio među prvih deset država u periodu od 2020. do 2022. godine. Švajcarska se nalazila među deset država u 2019. i 2021. godini, Malta se nalazila među deset država u 2020. godini, dok se Luksemburg nalazio među deset država u 2019. godini.

Situacija u vezi sa prilivom SDI u Srbiju se dodatno komplikuje imajući u vidu mrežu ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja koju Srbija ima. Naime, sa svim prethodno pomenutim državama (Holandija, Kipar, Luksemburg, Malta i Švajcarska) Srbija ima potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja. S tim u vezi, transakcije kojima bi se vršilo eventualno seljenje dobitka u te države i izbegavanje poreza u Srbiji bi bile olakšane, odnosno bile bi predmet relaksiranijeg oporezivanja porezom po odbitku. Ipak, treba imati u vidu da je poresko opterećenje (posebno opterećenje porezom na dobitak) u Srbiji relativno nisko, što može demotivisati multinacionalne kompanije da vrše ovakve transakcije.

## ZAKLJUČAK

U savremenom svetu, SDI se smatraju važnim faktorom rasta i razvoja nacionalnih ekonomija, posebno onih manje razvijenih koje nemaju dovoljno sopstvenih resursa za finansiranje ekonomskog rasta. Međutim, često se zapostavlja činjenica da strani investitori (primarno multinacionalne kompanije) neretko strukturiraju svoje SDI preko poreskih rajeva, čime u značajnoj meri izbegavaju poreske obaveze. Stoga je u ovom radu analiziran značaj poreskih rajeva za strukturiranje SDI, sa posebnim akcentom na evropske države.

Rezultati istraživanja su pokazali da brojne evropske države koje se često označavaju kao poreski rajevi (na primer Holandija, Kipar, Luksemburg, Malta i Republika Irska) imaju relativno visok nivo ulaznih i izlaznih SDI. To ukazuje na činjenicu da se značajan deo SDI strukturira preko poreskih rajeva. Takođe, to ukazuje na činjenicu da te države imaju ulogu posredničkih država prilikom strukturiranja SDI. Ovi rezultati su saglasni sa rezultatima brojnih prethodnih empirijskih istraživanja (na primer Garcia-Bernardo i ostali, 2018; Nakamoto i ostali, 2019; Temouri i ostali, 2022).

Drugi deo empirijskog istraživanja je pokazao da značajan deo priliva SDI u Srbiju potiče iz poreskih rajeva, a primarno evropskih. Drugim rečima, priliv SDI iz tradicionalnih poreskih rajeva, egzotičnih i udaljenih destinacija (na primer Britanska Devičanska ostrva, Kajmanska ostrva ili Panama) je zanemarljiv, ali je priliv investicija iz Holandije, Kipra i Švajcarske izuzetno značajan. Ovi rezultati su, takođe, saglasni sa rezultatima brojnih prethodnih empirijskih istraživanja (na primer Bitzenis, 2004; Afrasinei i ostali, 2016; Šabić i Halilbegović, 2018; Osmani i Ahmeti, 2021) o tome da se značajan deo priliva SDI u tranzicione i post-tranzicione države odnosi na prilive iz poreskih rajeva.

Autor veruje da predstavljeni rezultati mogu imati značajne implikacije na brojne interesne grupe. Kreatori makroekonomske politike treba da budu upoznati sa strukturom priliva SDI, odnosno činjenicom da značajan deo SDI potiče iz poreskih rajeva. Ovakva okolnost ih treba posebno zabrinuti ukoliko njihova država ima potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja sa poreskim rajem iz kojeg investicija dolazi. Jednostavno, u takvim okolnostima su mogućnosti za izbegavanje poreza izuzetno velike. S druge strane, menadžeri multinacionalnih kompanija treba da budu upoznati sa svim mogućnostima za ostvarivanje poreskih ušteda prilikom strukturiranja SDI. Korišćenjem pomenutih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, uštede se mogu ostvariti primarno u domenu poreza na dobitak, odnosno poreza po odbitku.

Predstavljene rezultate istraživanja treba tumačiti u svetlu određenih ograničenja. Posmatran je relativno kratak vremenski period, odnosno ograničen broj država sa ograničenim setom podataka. Moguće je da bi rezultati bili drugačiji u slučaju korišćenja drugačijih podataka. Takođe, neophodno je imati u vidu da investiranje u države koje se smatraju poreskim rajevima može biti izvršeno i iz stvarnih ekonomskih motiva (poput obavljanja proizvodne delatnosti), a ne isključivo iz motiva izbegavanja poreza.

Buduća istraživanja bi mogla obuhvatiti veći broj država domaćina, te koristiti detaljnije podatke o prilivima SDI. Takođe, mogla bi koristiti mikroekonomske podatke (iz finansijskih izveštaja) preduzeća koja su u vlasništvu entiteta iz poreskih rajeva, kako bi se ispitali finansijski efekti takvih vlasničkih struktura.

## LITERATURA

- Afrasinei, M., Georgescu, I., & Georgescu, M.** (2016). Analysis of the Presence of Romanian Listed Companies in Tax Havens. *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, 2016, 1-13.
- Arel-Bundock, V.** (2017). The Unintended Consequences of Bilateralism: Treaty Shopping and International Tax Policy. *International Organization*, 71:2, 349-371.
- Behuria, P.** (2023). The Political Economy of a Tax Haven: The Case of Mauritius. *Review of International Political Economy*, 30:2, 772-800.
- Bellak, C., & Leibrecht, M.** (2009). Do Low Corporate Income Tax Rates Attract FDI? – Evidence from Central- and East European Countries. *Applied Economics*, 41:21, 2691-2703.
- Beyer, J.** (2002). „Please Invest in Our Country“ – How Successful were the Tax Incentives for Foreign Investment in Transition Countries? *Communist and Post-Communist Studies*, 35:2, 191-211.
- Bitzenis, A.** (2004). Explanatory Variables for Low Western Investment Interest in Bulgaria. *Eastern European Economics*, 42:6, 5-38.
- Blomstrom, M., Kokko, A., & Mucchielli, J.** (2003). The Economics of Foreign Direct Investment Incentives. In *Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries*, ed. H. Hermann and R. Lipsey, 37-60. Springer: Heidelberg.
- Deichmann, J.** (2013). Origins of Foreign Direct Investment in Croatia: Application of an Expanded Gravity Model. In *Balkan and Eastern European Countries in the Midst of the Global Economic Crisis*, ed. A. Karasavoglou and P. Polychronidou, 3-21, Heidelberg: Physica.

- Eurostat** (2024a). Inward FDI Stocks in % of GDP. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tec00105> (01.09.2024).
- Eurostat** (2024b). Outward FDI Stocks in % of GDP. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tec00106> (01.09.2024).
- Farny, O., Franz, M., Gerhartinger, P., Lunzer, G., Neuwirth, M., & Saringer, M.** (2015). *Tax Avoidance, Tax Evasion and Tax Havens*. Wien: Arbeiterkammer.
- Fatemi, D., & Kim, J.** (2024). Information Asymmetry in Non-US Stocks: The Compounding and Mitigating Effects of Tax Havens and Corruption. *Global Finance Journal*, 59:1, 100928.
- Garcia-Bernardo, J., Fichtner, J., Takes, F., & Heemskerk, E.** (2017). Uncovering Offshore Financial Centers: Conduits and Sinks in the Global Corporate Ownership Network. *Scientific Reports*, 7:1, 1-10.
- Garcia-Bernardo, J., Jansky, P., & Torslov, T.** (2021). Multinational Corporations and Tax Havens: Evidence from Country-by-Country Reporting. *International Tax and Public Finance*, 28:6, 1519-1561.
- Hejazi, W.** (2015). Barbados: Vital to Canada's Global Competitiveness. *Transnational Corporations Review*, 7:1, 22-43.
- Hong, S.** (2018). Tax treaties and foreign direct investment: a network approach. *International Tax and Public Finance*, 25:5, 1277-1320.
- Jalan, A., & Vaidyanathan, R.** (2017). Tax Havens: Conduits for Corporate Tax Malfeasance. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 25:1, 86-104.
- Kokko, A., & Kravtsova, V.** (2012). Regional Characteristics and Effects of Inward FDI: The Case of Ukraine. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 3:2, 91-118.
- Kosenkova, Y., Chernov, S., & Shestak, V.** (2022). Modern Tax Havens: The Experience of European Countries. *Montenegrin Journal of Economics*, 18:4, 61-70.
- Lazar, S.** (2014). Determinants of Variability of Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Romanian Listed Companies. *Emerging Markets Finance & Trade*, 50(S4), 113-131.
- Nakamoto, T., & Ikeda, Y.** (2018). Identification of Conduit Jurisdictions and Community Structures in the Withholding Tax Network. *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 15:2, 477-493.
- Nakamoto, T., Chakraborty, A., & Ikeda, Y.** (2019). Identification of Key Companies for International Profit Shifting in the Global Ownership Network. *Applied Network Science*, 4:1, 1-26.
- Nikolić, G., & Zvezdanović Lobanova, J.** (2024). Komparativna analiza dinamike BDP-a Srbije 2000-2024. *Finansije*, 79:1-3, 1-16.
- Narodna banka Srbije** (2024). Platni bilans. Dostupno na: [www.nbs.rs/sr/drugi-nivo-navigacije/statistika/platni\\_bilans/index.html](http://www.nbs.rs/sr/drugi-nivo-navigacije/statistika/platni_bilans/index.html) (01.09.2024).
- Orlov, M.** (2004). The Concept of Tax Haven: A Legal Analysis. *Intertax*, 32:2, 95-111.
- Osmani, R., & Ahmeti, L.** (2021). FDI in North Macedonia. In Foreign Direct Investment in the Successor States of Yugoslavia, ed. J. Deichmann et al., 141-166, Cham: Springer.
- Oxfam** (2021). Once Again, the EU Lets Tax Havens Off the Hook. Dostupno na: [www.oxfam.org/en/press-releases/once-again-eu-lets-tax-havens-hook](http://www.oxfam.org/en/press-releases/once-again-eu-lets-tax-havens-hook) (01.09.2024).
- Pelto, E., Vahtra, P., & Liuhto, K.** (2004). Cyp-Rus Investment Flows to Central and Eastern Europe – Russia's Direct and Indirect Investments via Cyprus to CEE. *Journal of Business Economics and Management*, 5:1, 3-13.
- Šabić, E., & Halilbegović, S.** (2018). Attracting Foreign Direct Investment in Developing Countries: Why Bosnia and Herzegovina Should Be Learning from China? *Ecoforum*, 7:3, 9-21.
- Tax Justice Network** (2021). Corporate Tax Haven Index – 2021 Results. Dostupno na: [cthi.taxjustice.net/en/](http://cthi.taxjustice.net/en/) (01.09.2024).

- Temouri, Y., Budhwar, P., Jones, C., Ylonen, M., Pereira, V., & Cobham, A.** (2022). Tax Havens and International Business: A Conceptual Framework of Accountability-Avoiding Foreign Direct Investment. *International Journal of Management Reviews*, 24:3, 309-332.
- UNCTAD** (2024). Foreign Direct Investment: Inward and Outward Flows and Stock, Annual. Dostupno na: <https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.FdiFlowsStock> (01.09.2024).
- Vallespinos, M.** (2020). Can the WTO Stop the Race to the Bottom? Tax Competition and the WTO. *Virginia Tax Review*, 40:1, 93-174.
- Vogiatzoglou, K.** (2018). Differences in Inward FDI Performance between the Southern Eurozone and Eastern EU Members: A Panel-Data Analysis Over 2004-2016. *Economic Themes*, 56:4, 519-532.
- Vržina, S.** (2017). Računovodstveni aspekt ošor poslovanja privrednih društava. *Finansije*, 72:1-6, 82-100.
- Vržina, S.** (2020). Profit Shifting to European Tax Havens: The Case of Subsidiaries of Multinational Companies in Serbia. *Teme*, 44:4, 1441-1456.
- Weyzig, F.** (2013). Tax Treaty Shopping: Structural Determinants of Foreign Direct Investment Routed Through the Netherlands. *International Tax and Public Finance*, 20:6, 910-937.

## TAX ASPECT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENTS: THE ROLE OF TAX HAVENS

---

*Stefan VRŽINA*

### **Abstract**

Due to its economic importance, foreign direct investments (FDI) were subject of numerous prior studies. However, often is neglected a fact that FDI are frequently structured through tax havens in order to avoid taxes. The problem is further complicated as companies (primarily multinational ones) use not only remote and exotic destinations as tax havens, but also various European countries. Research results show that many European countries, that are often listed as tax havens, have unusually high level of both inward and outward FDI. It implies that these countries have a conduit role in structuring FDI. In addition, it implies that a significant portion of FDI in Europe is organized through tax havens. Research also showed that significant portion of FDI inflows in Serbia comes from tax havens, primarily the European ones.

**Keywords:** *tax avoidance, tax haven, foreign direct investment, multinational companies*