

Postgraduate studies “Entrepreneurial Economy”  
Faculty of Economics  
University of Montenegro

# **Entrepreneurial Economy**

**Volume VI**

**Podgorica, December 2004**

**»Preduzetnicka ekonomija«**  
**Volume VI, 12/2004**

Glavni i odgovorni urednik: Prof. dr Veselin Vukotic

Redakcioni odbor:

Prof. dr Mladen Šljivancanin, prof. dr Miroslav Prokopijevic, prof. dr Mojmir Mrak, prof. dr Vujica Lazovic, prof. dr Nevenka Gliševic, prof. dr Anelko Lojpur, prof. dr Boško Živkovic, prof. dr Boris Marovic, prof. dr Sonja Bjeletic, prof. dr Gordana Đurovic, dr Danilo Šukovic, dr Petar Ivanovic, dr Milorad Jovovic, dr Dragan Lajovic, mr Zoran Đikanovic, mr Igor Lukšic, mr Jadranka Kaluderovic, mr Dragana Radevic, mr Maja Bacovic

Izdavac: Postdiplomske studije »Preduzetnicka ekonomija«, Ekonomski fakultet, Univerzitet Crne Gore, Podgorica

Tehnicki urednik edicije: mr Maja Bacovic

Tehnicki urednici izdanja: Jadranka Glomazic i Ivana Steševic

Dizajn korica: Nebojša Klacar, studio »Arhangel«, Beograd

Predsjednik Savjeta Postdiplomskih studija: **prof. dr Steve Pejovich (Texas, USA)**

Podpredsjednici Savjeta Postdiplomskih studija:

1. **prof dr Mladen Šljivancanin (Podgorica)**
2. **prof. dr Mojmir Mrak (Ljubljana)**
3. **prof dr Miroslav Prokopijevic (Beograd)**

Rukovodilac Studija: **prof. dr Veselin Vukotic (Podgorica)**

Poslovni sekretar Studija: **mr Maja Bacovic (Podgorica)**

Adresa: Jovana Tomaševica 37, Podgorica, 81000, Crna Gora

Telefon/fax: +381 81 241 504, 243 554

e-mail: [msee@cg.yu](mailto:msee@cg.yu)

web: [www.psee.edu.cg.yu](http://www.psee.edu.cg.yu)

**ISSN** 1451-6659

Tiraž: 700

Štampa: Montcarton, Podgorica

## **Predgovor**

*Radovi u Volume VI su dominantno posveceni problemima finansija i osiguranja, i posebno tržištu kapitala u Crnoj Gori.*

*Glavni i odgovorni urednik*

*Prof. dr Veselin Vukotic*

## **Autori / Authors**

1. *Marija Buric*, Centralna banka Crne Gore, student VI generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"
2. *Milica Dakovic*, Centar za aplikativna istraživanja i analize, Podgorica
3. *mr Zdenka Dragašević*, Ekonomski fakultet, Podgorica; student IV generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"
4. *mr Zoran Đikanovic*, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore; student II generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"
5. *mr Kenan Hrapovic*, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore; student II generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"
6. *mr Neda Iovic*, Pravni fakultet, Podgorica
7. *Jelena Janjušević*, Institut za strateške studije i prognoze; student VI generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"
8. *dr Vladimir Kaščelan*, Ekonomski fakultet Podgorica
9. *mr Slodoban Lakic*, Ekonomski fakultet Podgorica
10. *Boban Melovic*, Ekonomski fakultet Podgorica
11. *mr Zoran Mihailovic*, Lovcen osiguranje, Podgorica
12. *Marijana Mitrovic*, Centralna banka Crne Gore, student V generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"
13. *mr Predrag Mitrovic*, Uprava za sprecavanje pranja novca Crne Gore, student III generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"
14. *Milijana Novovic*, Ekonomski fakultet Podgorica
15. *Nikola Vulic*, Ekonomski fakultet Podgorica, student VII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnicka ekonomija"

## Sadržaj:

1. Vladimir Kaščelan: Efektivna kamatna stopa na kredite i depozite- stvarna cijena kapitala .....	6
2. Zoran Đikanovic, Neda Ivovic: Uloga regulative na tržištu kapitala .....	15
3. Kenan Hrapovic: Informacioni sistem za trgovanje hartijama od vrijednosti u Crnoj Gori .....	40
4. Marijana Mitrovic: Dolarizacija: Implikacije na makro-ekonomiju.....	50
5. Slobodan Latic: Implikacije derivata na efikasnost monetarnog i deviznog menadžmenta .....	62
6. Predrag Mitrovic: Pranje novca, dominantni pojavni oblici i metode sprjecavanja sa osvrtom na carinsku ulogu.....	82
7. Zoran Mihailovic: Funkcionalni aspekti regulacije i supervizije penzijskih fondova .....	90
8. Zdenka Dragašević: Modeli višekriterijumske analize za rangiranje i uporedjivanje banaka .....	106
9. Nikola Vulic: Uticaj (ne)poštovanja autorskih prava na ekonomski rast i razvoj.....	120
10. Milica Dakovic: Evolutivni proces razvoja investicionih fondova u Crnoj Gori .....	132
11. Boban Melovic: Neki aspekti merdžera i akvizicija .....	142
12. Milijana Novovic: Osiguravajuće kompanije kao institucionalni investitori .....	154
13. Jelena Janjušević: Insajder trgovanje – «zlocin bez žrtve».....	169
14. Marija Buric: Ponderisana kamatna stopa na kredite i depozite .....	177

Vladimir Kaščelan

## Efektivna kamatna stopa na kredite i depozite- stvarna cijena kapitala

### Abstract

This paper deals with the important theory of finance notion – internal rate of return, and also is given an application related with banking operations– deposits and loans. The subject is effective interest rate- a real capital price, which includes all additionally involved fees referring to loans and deposits. The possible way of the effective interest rate calculation based on EXCEL is given.

*Key words: Internal rate of return, Effective interest rate, Loans, Deposits*

### 1. Uvod

Na novac  $K$  (glavnicu, kapital) investiran u neki posao, poslije određenog vremenskog perioda  $t$ , dodaje se kamata (interes)  $I$  za taj period, tako da je ukupan iznos po isteku tih  $t$  jedinica vremena  $K(0,t) = K_t = K + I$ . Kamata  $I$  se kod dekurzivnog obracuna izražava kao procenat  $p\%$  od glavnice  $K$ . Ona se racuna i dodaje glavnici na kraju perioda. Generalno gledano, za razne vremenske intervale kamatna stopa može varirati tako da cemo za kamatnu stopu jedinice vremena, od  $t$  do  $t + 1$ , koristiti zapis  $i(t) = p\%$  (u decimalnom obliku) kako bi naglasili njenu mogucu zavisnost od vremena. Da bi naglasili razliku od nominalne kamatne stope, koju uvodimo niže,  $i(t)$  cemo zvati **efektivna** (konformna) kamatna stopa za jedinicu vremena u trenutku  $t$ .

Broj  $K(t_1, t_2)$  cemo zvati **faktor akumulacije** u trenutku  $t_2$ , investicije od  $K=1$  novcanih jedinica, investiranih u trenutku  $t_1$ .

Posmatrajmo transakciju dužine  $h$  vremenskih jedinica gdje je  $h > 0$  i ne obavezno cjelobrojno (obicno,  $h = \frac{1}{m}$ ,  $m$ -ti dio jedinice vremena). Definišimo **nominalnu** kamatnu stopu, u oznaci  $i_h(t)$ , za jedinicu vremena transakcije koja pocinje u trenutku  $t$  i koja traje  $h$  vremenskih jedinica, tako da konformna (efektivna) kamatna stopa za period dužine  $h$  koji pocinje u trenutku  $t$  iznosi  $h \cdot i_h(t)$ .

Za  $h = 1$  dobijamo da se konformna i nominalna kamatna stopa poklapaju (za jednu vremensku jedinicu).

Novcani tokovi mogu biti dati u prebrojivo (konacno ili beskonacno) mnogo momenata vremena ili mogu "teci" neprekidno. U prvom slucaju kažemo da su diskretni, a u drugom neprekidni.

a) Diskretni novcani tokovi

Neka su dati tokovi novca  $C_{t_1}, C_{t_2}, \dots, C_{t_n}$  u trenucima  $t_1, t_2, \dots, t_n$ . Njihova zbirna sadašnja vrijednost iznosi:

$$\sum_{j=1}^n C_{t_j} V(t_j)$$

gdje je  $V$  funkcija sadašnje vrijednosti definisana sa

$$V(t) \stackrel{\text{def.}}{=} e^{-\int_0^t \delta(s) ds},$$

a  $\delta(t) = \lim_{h \rightarrow 0^+} i_h(t)$  je brzina rasta uloga (detaljnije vidjeti u [1] i [2]).

b) Neprekidni novcani tokovi

Ako su novcani tokovi dati u neprebrojivo mnogo vremenskih trenutaka (tj. na nekom intervalu realnih brojeva), govoricemo da su dati neprekidni novcani tokovi. Pod njima cemo ponekad podrazumjevati i npr. dnevne tokove novca ako je kapitalisanje godišnje, jer  $\frac{1}{365} \approx 0$ , iako se fakticki u tom slucaju radi o diskretnom novcanom toku.

Neka je  $\rho(t)$  visina novcanog toka u trenutku  $t$ , za jedinicu vremena, i neka  $t \in [0, T]$ . Oznacimo sa  $M(t)$  ukupnu visinu novcanog toka između 0 i  $t$ .

Neka je  $\rho(t) \stackrel{\text{def.}}{=} M'(t), \forall t$ .

Pokazuje se ([1] i [2]), da je sadašnja vrijednost novcanog toka između  $t$  i  $t + \Delta t$  jednaka  $V(t)\rho(t)\Delta t$ , a sadašnja vrijednost cijelog novcanog toka je:

$$\int_0^T V(t)\rho(t)dt.$$

Ako iskombinujemo a) i b), tj. ukoliko novcani tokovi nijesu ni cisto diskretni ni cisto neprekidni, tada je zbirna sadašnja vrijednost:

$$\sum C_t V(t) + \int_0^T V(t) \rho(t) dt.$$

Ako je  $\rho(t) = 0$  imamo a), a ako je  $C_t = 0$  dobijamo slucaj b).

Napomenimo da visina novcanog toka može biti i negativna, u slucaju kada imamo rashode.

Uopšte je  $C_t$  ili  $\rho(t)$  jednako razlici prihoda i rashoda u trenutku  $t$  (i prihod i rashod moraju biti dati u istom vremenskom trenutku, u skladu sa konceptom vremenske vrednosti novca, tj. u skladu sa principom ekvivalencije).

## 2. Interna stopa prinosa

Neka je u nastavku izlaganja kamatna stopa konstantna i iznosi  $i$ . Neka se projekat okoncava u trenutku  $T$ . Stanje na racunu u trenutku  $t = T$  je:

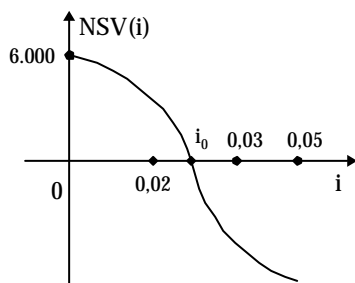
$$\sum C_t q^{T-t} + \int_0^T \rho(t) q^{T-t} dt, \quad q = 1 + i,$$

a za  $t = 0$  uz oznaku  $V = \frac{1}{q}$ :

$$NSV(i) = \sum C_t V^t + \int_0^T \rho(t) V^t dt$$

Funkciju definisanu prethodnom relacijom, koja zavisi od kamatne stope  $i$ , zovemo **neto sadašnja vrijednost** razmatrane investicije uz kamatnu stopu  $i$ . Primijetimo da se izraz za  $v(t)$  uprošcava.

U slucaju da je  $NSV(i) > 0$  investicija je rentabilna.



Slika 1.



Pretpostavimo da postoji stopa  $i_0$  takva da je  $NSV(i) = 0$  i da  $NSV$  mijenja znak sa + na - prolazeci kroz tu tacku (Slika 1.).

Kamatnu stopu  $i_0$  cemo zvati **interna stopa prinosa** (IRR - internal rate of return). U primjeru prikazanom na Slici 1. ona se nalazi izmedu 2% i 3%.

Interpretirajmo  $NSV(i)$  i  $i_0$ .

Neka investitor pozajmljuje novac uz fiksnu stopu  $i_1$ . Ako je  $NSV(i_1) > 0$  projekat je profitabilan. Profit (ili gubitak) u trenutku  $T$  iznosi  $NSV(i_1)q_1^T$ ,  $q_1 = 1 + i_1$ .

Uz pretpostavku da je  $NSV(i_0) = 0$  i da  $NSV$  mijenja znak sa + na - prolazeci kroz tu tacku, jasno je da je projekat profitabilan ako i samo ako je  $i_1 < i_0$ . Dakle,  $i_0$  je granica do koje investitor može da pozajmljuje novac. To stoga što je IRR ocekivani povracaj od investicije i svako zaduživanje po stopi vecoj od nje nije profitabilno.

Primijetimo da se najveći neto efekat ostvaruje ukoliko beskamatno pozajmimo sredstva (ili imamo dovoljno svojih sredstava za realizaciju te investicije). U primjeru sa Slike 1. on iznosi 6.000 €

### 3. Efektivna kamatna stopa na kredite i depozite

Centralna banka Crne Gore je, u toku 2003. godine, donijela Odluku o jedinstvenom nacinu obracuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite (vidi [3]). Cilj je da se klijent upozna sa stvarnom cijenom kapitala, koja će uključiti sve troškove mimo nominalne kamatne stope. Ukoliko ih nema tada je efektivna kamatna stopa jednaka nominalnoj- dogovorenoj kamatnoj stopi.

Osnovu jedinstvenog nacina izracunavanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite cine složeni kamatni racun i dekurzivni obracun. Proracuni su zasnovani na metodi neto sadašnje vrijednosti.

**Efektivna kamatna stopa** je ona kamatna stopa cijom se primjenom diskontovani novcani primici izjednacavaju s diskontovanim novcanim izdacima, koji se odnose na date kredite, odnosno primljene depozite. Njenom primjenom se diskontovana serija neto novcanih tokova izjednacava s nulom.

Kod kredita ta stopa je dodatno prilagodena jednokratnim ekvivalentom uticaja

diskontovanih novcanih primitaka i izdataka po osnovu novcanog zaloga, koji služi za osiguranje naplate kredita. Kod kreditnog odnosa neto novcanim tokom u određenom periodu, smatra se razlika između svih uplata u korist kreditora (primitaka banke) i svih isplata u korist korisnika kredita (izdataka banke), tokom tog perioda. Novcani tokovi uključuju svaki novcani transfer između korisnika kredita i kreditora, a nekad i treće lica, koji je direktno vezan uz odobrenje kredita, odnosno koji je dio uslova korišćenja kredita (npr. isplata glavnice, otplatna rata, jednokratna provizija za odobrenje kredita, naknada za servisiranje kreditne partije i sl.) ili koji uslovljava odobravanje kredita (npr. nadoknada za obradu kreditnog zahtjeva). Analogno tome, kod depozitnog odnosa neto novcanim tokom, u određenom periodu, smatra se razlika između svih uplata u korist primaoca depozita (primitaka banke) i svih isplata u korist deponenta tj. vlasnika sredstava (izdataka banke), tokom tog perioda. Za osnovni period obično uzimamo jedan dan.

Kod zasnivanja kreditnog odnosno depozitnog odnosa sa komitentom, banka uručuje komitentu plan otplate sa jasno iskazanom efektivnom kamatnom stopom. Pomocne kolone za obracun efektivne kamatne stope su kolone koje prikazuju: neto novcani tok, diskontovani neto novcani tok, diskontovane isplate kredita i diskontovane tokove sigurnosnog zaloga. Plan otplate sa pomocnim kolonama za obracun efektivne kamatne stope banka prilaže svojoj kreditnoj, odnosno depozitnoj dokumentaciji.

**Efektivna kamatna stopa na kredite** izracunava se iz plana otplate, korišćenjem metode pokušaja i linearne interpolacije, pomocu kalkulatora ili korišćenjem odgovarajućeg kompjuterskog programa (npr. Excel). Postupak je identican odredivanju interne stope prinosa, u opštem slucaju. Plan otplate sadrži više kolona, od kojih izdvajamo nekoliko.

Kolona *Neto novcani tok* je suma rate, kamate i drugih uplata (pozitivni novcani tok) umanjena za sumu kredita i drugih isplata (negativni novcani tok) u određenom periodu. Neto novcani tok može biti pozitivnog ili negativnog predznaka, s tim da pozitivni predznak oznacava neto priliv sredstava u banku (uplate), a negativni predznak neto odliv sredstava iz banke (isplate).

*Diskontovani neto novcani tok* je kolona u koju se unose iznosi koji se dobiju diskontovanjem neto novcanih tokova, godišnjom kamatnom stopom troška kredita (u procentnom obliku) pomocu formule

$$NNT_k \left( 1 + \frac{PGS}{100} \right)^{-\frac{d}{z}}$$

$NNT_k$  označava neto novčani tok u određenom trenutku, dok  $PGS$  u diskontnom faktoru označava godišnju stopu troška kredita;  $d/t$  u eksponentu je zbir tri komponente:

(1) udjela broja dana od datuma 0-tog perioda do 31. decembra iste godine, u broju dana u godini 0-tog perioda,

(2) broja godina između godine novčanog toka koji diskontujemo i godine 0-tog perioda, ne računajući dvije pomenute godine,

(3) udjela broja dana od datuma perioda, u kojem se nalazi novčani tok koji diskontujemo do 31. decembra prethodne godine, u broju dana u godini novčanog toka koji diskontujemo.

Za izračunavanje se mogu koristiti formule u Excel-u (sa datumima u npr. gore datom formatu). U stvari,  $d/t$  predstavlja, broj godina (ne obavezno cio) između datuma 0-tog perioda i datuma u kojem je dat novčani tok kojeg diskontujemo, tj. dužina tog perioda izražena u godinama.

Plan otplate završava vrstom *Ukupno*, koja se određuje nakon posljednjeg novčanog toka u posljednjem periodu. U toj se vrsti, u koloni *Diskontovani neto novčani tok* sabiraju svi diskontovani neto novčani tokovi iz pojedinih perioda.  $PGS$  je aproksimativno rješenje, na dvije decimale, jednacine

$$\sum_k \frac{NNT_k}{1 + \frac{PGS}{100} \cdot \frac{d}{t}} = 0$$

Za njeno izračunavanje može se koristiti metoda pokušaja, pa zatim linearna interpolacija, uz upotrebu kalkulatora ili korišćenjem odgovarajućeg kompjuterskog programa (npr. Excel).

Dobijena godišnja stopa troška kredita ne iskazuje se u planu otplate, već se koristi za obracun efektivne kamatne stope prema formuli:

$$EKS = PGS \times \frac{UDIK}{UDIK - UDTSP},$$

a značenje simbola  $UDIK$  i  $UDTSP$  objašnjeno je u nastavku.

*Diskontovane isplate kredita* je kolona u kojoj se nalaze diskontovane vrijednosti isplata kredita. Prilikom diskontovanja koristi se prethodno izračunata  $PGS$ , a diskontuje se prema 0-tom trenutku pomoću formule

$$DIK_k = (IK_k) \left( 1 + \frac{PGS}{100} \right)^{-\frac{d}{t}}$$

Pritom  $DIK_k$  označava diskontovanu isplatu kredita u određenom periodu,  $IK_k$  isplatu kredita u određenom periodu. Zbir diskontovanih isplata kredita,

$$UDIK = \sum_k DIK_k,$$

koji se koristi u obracunu efektivne kamatne stope, nalazi se na presjeku vrste *Ukupno* i kolone *Diskontovane isplate kredita*.

*Diskontovani tokovi sigurnosnog zaloga* – u ovoj koloni se nalaze diskontovane vrijednosti tokova sigurnosnog zaloga. Prilikom diskontovanja koristi se prethodno izracunata *PGS*, a diskontuje se prema 0-tom trenutku pomocu formule

$$DTSP_k = (TSP_k) \left( 1 + \frac{PGS}{100} \right)^{-\frac{d}{t}}$$

Oznaka  $DTSP_k$  predstavlja diskontovani tok sigurnosnog zaloga u određenom periodu, a  $TSP_k$  tok sigurnosnog zaloga u određenom periodu. Zbir diskontovanih tokova sigurnosnog zaloga,

$$UDTSP = \sum_k DTSP_k,$$

koji se koristi u obracunu efektivne kamatne stope, nalazi se na presjeku vrste *Ukupno* i kolone *Diskontovani tokovi sigurnosnog zaloga*.

Slicno kao kod kreditnog odnosa **efektivna kamatna stopa na depozite** obracunava se iz plana otplate (pomocu metode pokušaja i linearne interpolacije uz upotrebu kalkulatora ili korišćenjem odgovarajućeg kompjuterskog programa (npr. Excel).

Postupak je identican određivanju interne stope prinosa u opštem slucaju. Važni elementi plana otplate za obracun efektivne kamatne stope su:

a) *Neto novčani tok* – zbir uplata depozita i drugih uplata (pozitivni novčani tok) umanjen za zbir iznosa depozita za isplatu, iznosa kamate i drugih isplata (negativni novčani tok), u određenom periodu. Uplate u korist komitenta i isplate po depozitu ne ulaze u obracun neto novčanog toka. Neto novčani tok može biti pozitivnog ili negativnog predznaka, s tim da pozitivni predznak označava neto priliv sredstava u banku (uplate), dok negativni predznak označava neto odliv sredstava iz banke (isplate). Za potrebe obracuna efektivne kamatne stope, smatra se da ce deponent, nakon isteka roka orocjenja depozita, podici raspoloživi depozit zajedno s pripadajućom kamatom i ostalim isplatama (kao što je npr. premija).

b) *Diskontovani neto novcani tok* – u ovu kolonu se upisuju iznosi koji se dobiju diskontovanjem neto novcanih tokova iz kolone 12, sa traženom efektivnom kamatnom stopom pomocu formule

$$NNT_k \left( 1 + \frac{EKS}{100} \right)^{-\frac{d}{t}}$$

$NNT_k$  oznacava neto novcani tok u određenom periodu, dok  $EKS$  u diskontnom faktoru oznacava efektivnu kamatnu stopu. Izraz  $d/t$  u eksponentu je broj godina (ne obavezno cio) između datuma 0-tog perioda i datuma u kojem je dat novcani tok kojeg diskontujemo tj. dužina tog perioda izražena u godinama. Za izracunavanje se mogu koristiti formule u Excel-u (sa datumima u gore datom formatu).

Plan otplate završava vrstom *Ukupno*, koja se određuje nakon posljednjeg novcanog toka u posljednjem periodu. U toj se vrsti u koloni *Diskontovani neto novcani tok* sabiraju svi diskontovani neto novcani tokovi iz pojedinih perioda. Efektivna kamatna stopa je aproksimativno rješenje, na dvije decimale, jednacine

$$\sum_k \left[ NNT_k \left( 1 + \frac{EKS}{100} \right)^{-\frac{d}{t}} \right] = 0$$

Kao i kod IRR, za njeno izracunavanje mogu se koristiti metoda pokušaja i linearne interpolacije, uz upotrebu kalkulatora ili korišćenjem odgovarajućeg kompjuterskog programa (npr. Excel). Dobijena efektivna kamatna stopa obavezno se iskazuje u planu otplate, sa dvije decimale, uz zaokruživanje druge decimale, pa ne smije biti manje uočljiva od ostalih podataka.

#### 4. Kompjutersko izracunavanje efektivne kamatne stope

Kao što je gore receno, efektivna kamatna stopa se određuje metodom pokušaja i linearne interpolacije. U tu svrhu mogu se koristiti i programi napisani na bilo kom programskom jeziku. Ovdje cemo uputiti na gotovu finansijsku funkciju u Excel-u – funkciju XIRR. Detalji se mogu naci u radu [4].

Microsoft Excel 2002 ima ugradene 53 finansijske funkcije za razne finansijske analize, uglavnom bazirane na novcanim tokovima. Za proracun interne stope prinosa- u našem slucaju efektivne kamatne stope koristi se funkcija XIRR, koja se ne nalazi na listi osnovnih finansijskih funkcija, vec u dopunskom modulu Analysis Toolpack (alat za analizu). Da bi konfigurisali ovaj modul potrebno je pod Excelom izabrati komandu Tools, a zatim opciju Add-Ins. Potom se aktivira polje za potvrđivanje Analysis Toolpack-a. Ako pri instalaciji Excel-a on nije instaliran onda

se mora vršiti ponovna instalacija. Izborom opcije »OK« može se pristupiti funkciji XIRR na listi svih funkcija.

Sintaksa ove funkcije je sljedeća:

**XIRR(values, dates, guess),**

gdje prvi argument predstavlja niz novcanih tokova, drugi- datume u kojima su ti novcani tokovi dati, a treci argument je pocetna iteracija. Rezultat funkcije je interna stopa prinosa, odnosno efektivna kamatna stopa.

Detalji se mogu naci u Help-u ili boljem prirucniku za EXCEL.

## **5. Zakljucak**

U radu je definisana interna stopa prinosa, koja nalazi brojne primjene u teoriji finansija. Zakljuceno je da efektivna kamatna stopa na kredite i depozite predstavlja njen specijalan slucaj. Objasnjen je postupak njenog proracuna iz plana otplate. U posljednjem paragrafu su date gotova EXCEL-ova funkcija, koja može biti od koristi kod izracunavanja, za bankare i sve ostale koji koriste efektivnu kamatnu stopu u svom radu.

## **Literatura:**

1. J.J. McCutcheon, W.F.Scott An Introduction to the Mathematics of Finance, Butherworth-Heinemann LTD, Scotland, 1986.
2. B. Lakovic V.Kašćelan Privredna i finansijska matematika, Ekonomski fakultet Podgorica, 1997.
3. Odluka o jedinstvenom nacinu obracuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite, SI list RCG br. 48, Podgorica, 2003.
4. M.Stanišić Iskazivanje i obelodanjivanje efektivne kamatne stope na date kredite, Racunovodstvena praksa 15-16/2003.

**Zoran Đikanovic**  
**Neda Ivovic**

## **Uloga regulative na tržištu kapitala**

### **Abstract**

The capital market fulfils two fundamental functions. It is a place where businesses raise funds for their further development by means of issuing shares and bonds (an allocation function), and at the same time the capital is appreciated by demand and supply (a pricing function). Investors' trust plays a key role concerning the attractiveness of the capital market as a full-value alternative of business funding. The capital market regulation is a necessary part of the whole financial market, consisting in establishing clear barriers within which the financial market subjects can operate.

One of the main roles of capital market's regulation is promoting market development, ranking alongside the other major roles of promoting investor protection and market integrity.

*Key words: Capital market, regulations, development, role of regulator*

### **Uvod**

Ekonomski rast nastaje kada ljudi rade više, štede više i kada investiraju više. To su aktivnosti koje povećavaju društveni proizvod i povećavaju bogatstvo.

Tržište kapitala ispunjava dvije osnovne funkcije: to je mjesto na kojem investitori plasiraju svoj kapital a kompanije pribavljaju sredstva za finansiranje svog razvoja izdavanjem hartija od vrijednosti (alokativna funkcija) i, u isto vrijeme, određuje se cijena kapitala odnosom ponude i tražnje (funkcija određivanja cijene).

Neophodan dio cjelokupnog poslovanja na tržištu kapitala je i regulativa tržišta, koja se sastoji od utvrđivanja jasnih pravila za poslovanje ucesnika na tržištu i njen primjene. Funkcija regulative tržišta kapitala je da pomogne dalji razvoj tržišta kapitala i ucini ga atraktivnim investitorima iz zemlje i inostranstva.

Iako je ocigledno da je razvoj tržišta kapitala važan, ono što je manje ocigledno je: Kako se ustanovljava regulativa i što na nju utice? Što znaci razvoj tržišta i koja je uloga regulative u razvoju tržišta.

Bazicni cilj ovog rada jeste da analizira navedena pitanja i da na osnovu dobijenih rezultata ukaže na politike i oblasti regulative koje imaju uticaj na dalji razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori.

## **I Zašto uopšte regulisati**

Prije nego što se prede na razmatranje pitanja uloge regulative na tržištu kapitala potrebno je najprije razmotriti pristupe regulaciji tržišta, pitanje izbora regulatorne strategije i faktora koji uticu na efikasnost regulative.

### **1. Pristupi regulaciji**

U pogledu pitanja da li treba pristupati regulaciji tržišta razvila su se dva, sasvim suprotstavljena pristupa.

Prvi pristup, koji se naziva neoklasicnim, ima korijene u ekonomskoj teoriji Adama Smita i teoriji privatnog prava Džona Loka. Njegova osnovna karakteristika je da tržišta stvaraju sopstvena pravila koja prirodno proisticu iz razmjene među učesnicima na tržištu.

Sa druge strane, strukturalistički pristup pretpostavlja da tržišta ne mogu sama od sebe stvoriti svoj normativni poredak već da na normativni poredak tržišta utice poredak društva u cjelini. Kako istice Mark Granovetter «institucije tržišta su u tolikoj mjeri zavisne od društvenih veza tako da njihovo konstituisanje kao nezavisnih predstavlja opasno nerazumijevanje».<sup>1</sup> Prema ovom pristupu tržišta su u velikoj mjeri stvorena ustanovljenjem pravila o tome: cime se, kako, i pod kojim uslovima trguje na određenom tržištu, zato se ni u kom slučaju ne može govoriti o neregulisanom tržištu.<sup>2</sup>

Strukturalisti smatraju da je pri regulisanju tržišta neophodno preduzeti određene političke radnje. Tako Samuel Bowles, David M. Gordon, i Thomas E. Weisskopf

---

<sup>1</sup> Vidi: Mark Granovetter, "Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness," *American Journal of Sociology*, 91 (November, 1985) 482; citirano prema Bruk, James – DeGruyter Aldine, *Values in Marketplace: The American Stockmarket under Federal Securities Law*, str.10.

<sup>2</sup> *Ibid.*



isticu: «dobro osmišljen sistem regulacije omogućio bi razumniju upotrebu ljudskih i prirodnih resursa od onih koji bi proizašli iz proste i neregulirane trke za profitom».<sup>3</sup>

Najčešće se istice da je osnovni razlog regulisanja tržišta veoma velika vjerovatnoca nefunkcionisanja tržišta kada ono nije regulirano. Tako brojni autori isticu da neregulirano tržište ne bi moglo proizvesti ponašanje koje je u skladu sa javnim interesom, odnosno da se ne bi moglo govoriti o efikasnom tržištu bez regulacije.<sup>4</sup>

Medutim, ovakvo shvatanje nužnosti postojanja regulative tržišta ne smije se prihvatiti bez dubljeg razmatranja i vodenja racuna o svim relevantnim cinjenicama. Neoklasicna koncepcija, ne poricuci da se ne može govoriti o «nereguliranom tržištu», porice da tržištu treba bilo kakvo sredstvo kontrole ili nacin regulacije koji bi povezivao privatne sa javnim interesima na tržištu. Veza tih interesa se ostvaruje na samom tržištu bolje nego u bilo kojoj drugoj instituciji. Adam Smith istice: «Svaki se pojedinac stalno trudi da pronade najpovoljniju upotrebu za cjelokupni kapital kojim može raspolagati. Doduše, on ima u vidu svoju korist, a ne korist društva. Ali proucavanje vlastite koristi vodi ga prirodno, ili, bolje rekavši, nužno do toga da najviše voli upotrebu koja je za društvo najkorisnija.»<sup>5</sup>

Važno je zapitati se da li je regulativa efikasan nacin usmjeravanja tržišta i kako regulativa tržišta utice na ostvarivanje javnog interesa. U vezi sa tim Hayek istice da je tržišna cijena informacija koja promovise javni interes. Cijena je informacija koju tržište šalje svim ucesnicima. Na osnovu cijena ucesnici prilagodavaju svoje ponašanje na tržištu, npr. kupovinu ili prodaju, na nacin da najefikasnije koriste svoja sredstva. Nijedna agencija ili institucije ne može sakupiti, analizirati i distribuirati informacije o stanju na tržištu kao što to prirodno rade cijene. Svaki pokušaj da se kontroliše tržišno ponašanje nekim spoljašnjim sredstvom daje slabije rezultate.<sup>6</sup>

Regulativa treba da potpomogne razvoj tržišta. Medutim, regulativa ne treba da bude restriktivna vec njom samo treba da budu postavljena pravila igre i da se promovise transparentnost tržišta, a ne da se određuju pobjednici u tržišnoj utakmici.

---

<sup>3</sup> Vidi: Samuel Bowles- David M. Gordon - Thomas E. Weisskopf , *Beyond the Waste Land: A Democratic Alternative to Economic Decline* ( Garden City, N. Y.: Anchor Books, 1984), str. 193; citirano prema Bruk, James – DeGruyter Aldine, op.cit.str. 14.

<sup>4</sup> Vidi: J. Francis, *The Politics of Regulation* ( Oxford, 1993), ch. 1; citirano prema Baldwin, Robert – Cave, Martin, *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, Oxford University Press, 1999, str.9.

<sup>5</sup> Adam Smith, "Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda", str. 376, Global book, Novi Sad, 1998

<sup>6</sup> Vidi: Friedrich A. Hayek, «The Use of Knowledge in Society», University of Chicago Press, 1948

Pristupanje regulisanju bilo kog pitanja podrazumijeva izbor određene regulatorne strategije. Opredjeljenje za bilo koju regulatornu strategiju nosi sa sobom odgovarajuće rizike.

## **2. Pro et contra opredjeljenju za određenu regulatornu strategiju**

Prilikom zalaganja za usvajanje bilo kog regulatornog pristupa tržištu najprije je neophodno uporediti vjerovatnoću nastanka kraha tržišta sa stanjem koje se želi postići regulativom i njenim, vrlo vjerovratnim i vidljivim, nedostacima.<sup>7</sup> Autori koji se zalažu za usvajanje ovog pristupa ističu da je svaka analiza potrebe za regulacijom tržišta loša ukoliko pretpostavimo da će regulativa savršeno funkcionisati. Po njihovom shvatanju planiranje ciljeva koji se regulativom žele ostvariti u velikoj mjeri je zavisno od načina na koji se regulativa kreira kao i od načina na koji se ostvaruje njena implementacija. Stoga, regulatorna i tržišna rješenja treba razmatrati u svim njihovim pojavnim oblicima i sa njihovim nedostacima i kontra-efektima.<sup>8</sup>

Prilikom opredjeljenja da li treba pristupiti regulisanju nekih oblasti poslovanja ili prepustiti tržištu da ih reguliše, treba i na realističan način procijeniti očekivani nivo poštovanja ustanovljenih pravila u praksi. Upoređivati očekivanje da će se regulativom otkloniti svi problemi sa neperfektnim funkcionisanjem tržišta znači subjektivno obojiti svaku analizu u prilog regulativi.

Kada se pristupa regulisanju tržišta, regulator se mora opredijeliti za jednu od barem dvije regulatorne strategije. Regulator može zauzeti tzv. «*Command and Control*» pristup regulativi i nastojati da detaljno reguliše sva pitanja za cijim se regulisanjem ukaže potreba, ili prepustiti regulisanje tih pitanja samom tržištu uz propisivanje samo opštih pravila, tako da u najmanjoj mogućoj mjeri interveniše na tržištu.

Opredjeljenje za neku od ovih regulatornih strategija nije bez značaja. Moramo imati u vidu da je usvajanje bilo koje regulatorne strategije teško opravdati ukoliko se usvajanjem druge regulatorne strategije mogu efikasnije ostvariti relevantni ciljevi, bez obzira koliko postojeći regulatorni sistem dobro funkcioniše.<sup>9</sup>

Zalaganja za usvajanje tzv. «*Command and Control*» strategije regulative podrazumijeva ustanovljenje standarda koji se održavaju na snazi propisivanjem detaljnih pravila i primjenom sankcija. Takva strategija može dovesti, i najčešće i dovodi, do nepotrebnih prepreka za ulazak na tržište, stvara nejednakosti između

---

<sup>7</sup> Vidi, Baldwin, Robert – Cave, Martin, op.cit, str. 16.

<sup>8</sup> *Ibid.*

<sup>9</sup> Cf. Baldwin, Robert – Cave, Martin, *Ibid.*

postojecih ucesnika i onih koji tek treba da pristupe tržištu. Propisivanje brojnih strogih pravila ima i druge nedostatke: ugrozava ekonomske slobode; kompleksna pravila imaju tendenciju da se umnozavaju; ustanovljena pravila su nefleksibilna; ustanovljavanje standarda je mukotrpno i što je još znacajnije – jako skupo; propisivanje cvrstih standarda stimuliše na ponašanje kojim se samo poštuju ustanovljeni standardi a ne i na ono ponašanje kojim se ide iznad prihvacenih standarda.<sup>10</sup>

Stoga se mora postaviti pitanje zbog cega se onda i pristupa detaljnom regulisanju svih relevantnih pitanja i donošenju preobuhvatnih i preširokih pravila. Eugene Bardach i Robert Kagan isticu da do pretjerane regulacije dolazi između ostalog i zbog toga što regulatori, iz najrazlicitijih razloga, nijesu u stanju da ustanove svrsishodna pravila i usljed toga ispoljavaju tendenciju da pristupaju stvaranju prenormirana pravila. Osim toga, izvjesni politicki pritisci cine da regulatori odgovaraju na odredene probleme usvajanjem detaljnih pravila i rješenja. Pretjerana regulacija je u velikoj mjeri i posljedica cinjenice da se pravila donose odmah nakon nekog događaja koji je ukazao na potrebu regulisanja izvjesnog pitanja.<sup>11</sup>

S obzirom da je jedan od najvećih nedostataka ove regulatorne strategije velika proliferacija pravila kojima se nastoje regulisati sva moguća pitanja, koja neizbežno vode pretjeranoj regulaciji, pravnom determinizmu i ugrožavanju ekonomskih sloboda, uz cinjenicu da je primjena tako brojnih pravila skupa a ostvarenje ocekivanih ciljeva nesigurno, moramo se založiti za odbacivanje ovakvog regulatornog pristupa.

Smatramo da je adekvatna regulatorna strategija ona koja ima u vidu da je prvenstvena uloga regulatora da pomogne razvoj tržišta. U svijetlu sve prisutnijih inovacija i dostignuca iz oblasti komunikacija i informaticke tehnologije koja snažno uticu na sliku tržišta, usvajanje fleksibilnijeg pristupa regulativi je neizbježno. Koncept «*Command and Control*» mora biti zamijenjen tzv. «Ciljnom strategijom» regulacije. Usvajanje ovakvog regulatornog pristupa, medutim, zahtijeva preispitivanje nacina na koji vecina regulatora sagledava svoju misiju i nacina na koji zakonodavci pišu zakone. Primjena fleksibilnog pristupa pretpostavlja i veoma veliku kreativnost i visoko obucene regulatore koji, što je najvažnije, treba da posjeduju vjeru u uspjeh ove regulatorne strategije.

---

<sup>10</sup> *Ibid*, str.34

<sup>11</sup> Vidi: Bardach, Eugen - Kagan, Robert, *Going by the Book, The Problem of Regulatory Unreasonableness* (Philadelphia, 1982), citirano prema Black, Julia, *Rules and Regulators*, Clarendon Press, Oxford, 1997, str.8 et seq.

Osnovna karakteristika ovog pristupa je fleksibilnost regulatora i pristupanje donošenju novih pravila samo kada koristi koje proizilaze iz usvajanja tih pravila u velikoj mjeri prevazilaze troškove postupanja u skladu sa tim pravilima.

Opredjeljenje za određenu regulatornu strategiju ne podrazumijeva samo puko zalaganje za određenu strategiju kao takvu. Sa pitanjem usvajanja određenog regulatornog pristupa neraskidivo je povezano i pitanje načina implemetacije (sprovođenja) tog pristupa u praksi i troškova koje iziskuje poštovanje usvojenih pravila.

## **2.1. Implementacija regulatornog pristupa**

Opredjeljenje za određenu regulatornu strategiju nije uslovljeno, kako se čini na prvi pogled, samo voljom regulatora kao takvom. Opredjeljenje za određenu strategiju je uslovljeno pravnim poretkom kao cjelinom, socijalnim i ekonomskim okruženjem, političkim uticajima i ljudima koji se nalaze u poziciji da odlučuju.

Regulatorno tijelo, i u slučajevima kada se opredijeli za usvajanje vrlo restriktivnih pravila, može se opredijeliti za strogo sprovođenje pravila ili za fleksibilniju primjenu. Tako je npr. davno uočeno da je praksa primjene pravila mnogo fleksibilnija u Velikoj Britaniji nego u SAD.

Fleksibilna primjena čak i najstrožijih pravila, može ublažiti brojne teškoce na koje se nailazi u slučaju pretjerane regulacije. Ovdje, međutim treba naglasiti da fleksibilna primjena ni u kom slučaju ne pretpostavlja proizvoljnu primjenu. Rijec je, zapravo o opredjeljenju između dvije strategije primjene pravila: tzv. «strategije pristanka» i tzv. «strategije odvracanja». Strategija pristanka podrazumijeva da je svojevolumno poštovanje pravnih normi glavni cilj primjene, dok je centralna tačka tzv. «strategije odvracanja» prijetnja sankcijama i naglašavanje retributivne dimenzije.

Opredjeljenje za jednu od ove dvije strategije primjene pravila je od jednakog značaja kao i opredjeljenje za određenu regulatornu strategiju. Ipak, opredjeljenje za bilo koju od ovih strategija nije ni jednostavno ni jednoznačno. Kako ističu Ian Ayres i John Braithwaite, odbaciti kažnjavanje je naivno; biti totalno privržen njemu znači postupiti hrabro ali glupo; suština uspješne regulative je stvoriti jedinstvo između sankcionisanja i ubjedenja.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Vidi: Ayres and Braithwaite, *Responsive Regulation*, str. 25.

Da bi regulator mogao da zauzme fleksibilniji stav po pitanju primjene određenih pravila nužno je da se izgradi: snažan društveni konsenzus o vrijednosti pravila i potrebi da se ona poštuju; visok nivo primjene pravila u kojem se javljaju samo pojedinačni slučajevi kršenja; niski troškovi kontrole; kao i nepostojanje velikih političkih pritisaka za pristupanje strogom regulisanju.

Međutim, sa stanovišta regulatora najznacajnije je suzbiti praksu tzv. kreativnog poštovanja pravila. Pod njom se podrazumijeva da oni učesnici na koje se pravila odnose nastoje da ne krše pravila, a to postižu na način da «zaobilaze» pravila time kršeci «duh» (smisao) pravila.<sup>13</sup>

Ovi problemi se mogu izbjeći samo ukoliko regulator uspije da kreira pravila kojima će se u potpunosti ostvariti promotivna funkcija prava – a ona je ostvarena ako su pravila koncipirana na način da ohrabruju na poštovanje jer je u direktnom interesu učesnika da ih poštuju, a ne da ih «kreativno» zaobilaze.

## 2.2. Troškovi primjene pravila

Vežano za izbor strategije regulative je i pitanje troškova primjene pravila.

Da bi odgovarajuću regulatornu strategiju smatrali optimalnom, neophodno je pravila podvrgnuti kost-benefit analizi. Kost-benefit analiza pravila kojima se utiče na biznis je zastupljena kako u Americi tako i u Velikoj Britaniji, koja je razvila sistem ekonomske evaluacije pravila po uzoru na odgovarajući američki sistem.<sup>14</sup> Taj sistem pretpostavlja obavezu regulatora da sacini tzv. «Analizu preliminarnog regulatornog uticaja» u kojoj je potrebno naznaciti ne samo kost-benefit analizu predloženih pravila već i naznaciti alternativne pristupe kojima su se, uz manje troškove, mogli ostvariti željeni regulatorni ciljevi. Osnovni cilj ustanovljenja ovakve obaveze regulatora je smanjenje troškova primjene regulative.<sup>15</sup>

Kost-benefit analiza o kojoj je riječ mora obuhvatiti: prikaz namjeravanih ciljeva predloženih pravila; kratak prikaz troškova izazvanih tim pravilima za određeni biznis i sve biznise na koje ta pravila mogu uticati; ključne informacije o efektima tih pravila na međunarodnu konkurentnost tržišta; rezultate testiranja na malim kompanijama (zasnovane na komentarima dva ili tri mala biznisa na koja utiču

---

<sup>13</sup> Vidi, Baldwin, Robert – Cave, Martin, op.cit, str.103.

<sup>14</sup> *Ibid*, str. 86

<sup>15</sup> Vidi: Deregulation Unit, *Checking the Cost of Regulation : A Guide to Compliance Costs Assessment* (London, 1996); *Regulation in the Balance: A Guide to Regulatory Appraisal Incorporating Risk Assessment* (London, 1996); citirano prema Baldwin, Robert – Cave, Martin, op.cit. str.87.

predložena pravila); način kontrole; prikaz alternativnih pristupa i razloge zbog kojih su ti pristupi odbaceni.<sup>16</sup>

Ovakvom analizom se postižu sledeći ciljevi:

- unapređuju se ciljevi zakonodavne politike upoređivanjem sa suprostavljenim alternativnim pristupima;
- objektivizira se proces donošenja odluka – olakšava se onima koji se zalažu za usvajanje alternativnih pristupa da pojašne svoje razloge za regulisanje određenog pitanja i time potpomaže racionalno regulisanje;
- stvaraju se efikasnija pravila – insistiranjem na strategijama koje minimiziraju troškove.<sup>17</sup>

Kost-benefit analiza regulative tržišta je bez sumnje neophodna. Njome će se doprinijeti stvaranju efikasnijeg i likvidnijeg tržišta.

Ovakvim shvatanjem se približavamo shvatanju da je dobra samo ona regulativa koja je efikasna, to jest ona koja vodi uvećavanju bogastva.<sup>18</sup>

### 3. Ogranicenja koja onemogućavaju stvaranje efikasne regulative

Idealno bi bilo stvaranje najefikasnije regulative koja bi uz to bila i legitimna. Pitanje je, međutim, da li je taj ideal praktično ostvariv.

Jedna od osnovnih težnji koje treba da ostvari svaki regulator prilikom kreiranja pravila je da regulatorni sistem treba da obezbijedi pravnu izvjesnost, fleksibilnost i primjenjivost.

Pravna izvjesnost znači kreiranje otvorenih, opštih, stabilnih i očekivanih pravila, a fleksibilnost predstavlja jednu od glavnih karakteristika regulatornog sistema pod kojom se podrazumijeva da se primjenom pravila ne narušava međunarodna konkurentnost tržišta i ne sprječava uvođenje novih tehnologija na tržište.

---

<sup>16</sup> Vidi, Baldwin, Robert – Cave, Martin, *Ibid.*

<sup>17</sup> *Ibid.*

<sup>18</sup> Vidi: R. A. Posner, "Utilitarianism, Economics and Legal Theory" (1979) 8 *J. Legal Stud.* 103; Vidi i "Wealth Maximisation Revisited" (1985) 2 *Notre Dame J. of Law, Ethics and Pub. Policy*, str 85; citirano prema Baldwin, Robert – Cave, Martin, op.cit, str. 76.

Iz mnogobrojnih razloga, ovi zahtjevi se najociglednije ispoljavaju kada je rijec o regulativi finansijskog tržišta.<sup>19</sup> Mogucnost ustanovljenja odgovarajuceg regulatornog okvira na finansijskom tržištu koji bi ispunjavao zahtjeve fleksibilnosti, izvjesnosti i ekonomske efikasnosti, ogranicena je usljed postojanja dvije grupe faktora.

S jedne strane nailazimo na ona ogranicenja koja su zajednicka za sve regulatore: postojeci pravni okvir, stav regulatora o pitanjima koja treba regulisati i uticaj zainteresovanih grupa.

Drugu grupu ogranicenja cine ona ogranicenja koje se ispoljavaju u posebnom vidu kada se pristupa regulaciji tržišta, i to: inercija regulatora, fragmentiranost regulatornog sistema, težnja za standadizacijom, donošenje pravila kao reakcija na probleme odmah nakon njihovog uocavanja itd.

### 3.1. Opšta ogranicenja

Posvecicemo se najprije pitanju opštih ogranicenja u vezi sa stvaranjem efikasne regulative.

Opšti pravni okvir u kome regulator treba da djeluje i da, u vršenju svojih regulatornih ovlašćenja, pristupi donošenju pravila je od nesumnjivog znacaja. Njime se određuje raspodjela ovlašćenja na donošenje pravila. Time se reguliše opšti institucionalni položaj regulatora, utvrđuje se stepena samostalnosti regulatora, njegova zavisnost i nacin saradnje sa drugim institucijama u sistemu, njegova ovlašćenja i karakter pravila koje donosi.

Stav regulatora. Prilikom donošenja pravila znacajan je sam stav regulatora o pitanjima koja tim pravilima treba da budu regulisana, o nacinu na koja ona treba da budu regulisana, o sopstvenoj ulozi u regulaciji, itd.<sup>20</sup> Ako imamo u vidu da se regulativom, najčešće, ne nastoji ostvariti samo jedan vec više ciljeva, da ciljevi koji se regulativom nastoje ostvariti nijesu uvijek precizno određeni, onda od suštinskog znacaja postaje pitanje na koji nacin regulator sagledava te ciljeve. Tako, npr. ukoliko se smatra da regulativom treba ostvariti zaštitu investitora, onda je od kljucnog znacaja pitanje na koji nacin sam regulator tumaci pojam «zaštite investitora» kao i na koji nacin se, po njegovom stavu, taj cilj može ostvariti na najbolji nacin. Regulator može, npr. smatrati da potreba zaštite investitora zhatijeva preduzimanje paternalistickih mjera, ili pak, da se tom cilju uadovoljava

---

<sup>19</sup> Vidi: Black, Julia, *Rules and Regulators*, Clarendon Press, Oxford, 1997, str.219.

<sup>20</sup> *Ibid*, str.234.

podržavanjem kompetitivnog tržišta na kome je investitor slobodan da bira između više različitih proizvoda ili načina postupanja. Takođe, ukoliko se želi regulativom pospešivati «efikasnost tržišta» regulator može preduzeti mjere koje imaju za cilj da različite sektore tržišta ujednačavaju ili koje daju prednost jednom nad drugim segmentima tržišta.<sup>21</sup>

Uticaj zainteresovanih grupa takođe u velikoj mjeri opredjeljuje proces donošenja pravila. Možemo se zapitati zašto je tako i zašto je uticaj tih grupa prisutan. Cini se da se odgovor može i mora tražiti u samoj prirodi regulative kao takve. Naime, u literaturi je odavno istaknuto, a i empirijski lako provjerljivo, da se ustanovljenjem pravila, nezavisno o kojoj vrsti pravila je riječ, daje prednost određenim učesnicima nad drugim. Stvaranjem regulatornog okvira, kako istice Black, stvaraju se specifični interesi različitih grupa koji, povratno, nastoje da se odupru izmjenama pravila koje bi bile suprotne ustanovljenim interesima. Stoga se i istice da je proces regulisanja takav da ne samo da utiče na one koje reguliše, već i oni koji su regulisani utiču na stvaranje pravila.<sup>22</sup>

### 3.2. Posebna ograničenja

Međutim, iako pretpostavimo da se pravila donose u takvom okruženju koje ne poznaje kognitivna ograničenja regulatora, u kome nema uticaja interesnih grupa i u pravnom okviru koji u potpunosti omogućava stvaranje efikasne regulative tržišta, ipak ne možemo očekivati da se ustanovi takva regulativa koja bi bila u potpunosti efikasna i kojom bi bili ostvareni svi očekivani ciljevi. U pokušaju da se nađe odgovor na pitanje zbog čega ne možemo govoriti o efikasnoj regulativi tržišta, u literaturi se došlo do bar pet razloga kojima se objašnjava ova situacija. Tako, Lochner istice nekoliko razloga kojima objašnjava neefikasnost regulative finansijskog tržišta i to<sup>23</sup>:

- Inercija: regulatori vrlo rijetko blagovremeno donose pravila. Od dana kada se ustanovi postojanje problema do donošenja pravila, pretpostavljeni problem je kadkad riješen drugim mehanizmima, ili se pokazuje da on nije bio onolikog značaja koliki se pretpostavljalo ili se on već pretvorio u neki drugi problem,

---

<sup>21</sup> *Ibid.*

<sup>22</sup> *Ibid.*

<sup>23</sup> Vidi: Lochner, Philip R., *Economic Regulation and Democratic Government*, Journal of Corporation Law, Summer 2000, str.835.



- Fragmentiranost: pravila koje donosi jedan organ mogu imati pozitivne efekte po razvoj tržišta, ali se ustanovljenim pravilima drugog organa proces može preokrenuti u sasvim drugom smjeru,
- Težnja ka standardizaciji: regulatori nastoje da standardizuju stvari i eliminišu razlike kako bi lakše primijenili vrlo kompleksna pravila. Sa druge strane, osnovna karakteristika tržišta je nestalnost i neizvjesnost tako da su naponi regulatora za standardizacijom u suprotnosti sa ovakvim karakterom tržišta,
- Hitnost postupanja: regulatori donose pravila uslijed postojanja određenih problema na tržištu i donose ih hitno kako bi što prije uklonili nastali problem sa tržišta, pri tome ne vode računa o dalekosežnim poslasticama tako donijetih pravila. Pri tome, regulatori najčešće ne vode računa, kako izricito istice Lochner, da konkretno pravilo možda i služi svrsi kojoj je namijenjeno, ali sva pravila, u svojoj ukupnosti predstavljaju prevelika ograničenja biznisu i efikasnom obavljanju poslovanja,<sup>24</sup>
- Težnja za poboljšanjem i redistribucijom: regulatori nastoje da ekonomsku neizvjesnost koju nosi tržište predvide i normiraju, jer su promjene za većinu ljudi uznemirujuće i ekonomski «bolne».<sup>25</sup>

Svi ovi razlozi, koji ograničavaju sposobnost regulatora da kreira efikasnu regulativu, ukazuju da regulator ne treba apsolutno da utiče na tržište već da treba da nastoji da pomogne razvoj i normalno funkcionisanje tržišta uspostavljanjem samo osnovnih pravila igre. Transparentan zakonodavni okvir, pracen najmanjom mogućom državnom intervencijom, predstavlja polaznu tacku za stvaranje i održavanje transparentnog i efikasnog tržišta.

## II Regulativa tržišta kapitala

Sastavni dio cjelokupnog poslovanja na tržištu kapitala je i regulativa tržišta, koja se sastoji od utvrđivanja jasnih pravila za poslovanje ucesnika na tržištu. Funkcija regulative tržišta kapitala je da pomogne dalji razvoj tržišta kapitala i ucini ga atraktivnim ucesnicima i investitorima iz zemlje i inostranstva.

---

<sup>24</sup> *Ibid.*

<sup>25</sup> *Ibid.*

## 1. Znacenje razvoja tržišta kapitala

Razvoj tržišta je proces u kojem se vrše promjene u veličini tržišta<sup>26</sup>, strukturi tržišta<sup>27</sup> ili u načinu na koji se obavljaju poslovi na tržištu<sup>28</sup>, sa ciljem da se povećaju performanse tržišta i na taj način i koristi koje ono ima.

Poboljšanje performansi tržišta će se uočiti kroz poboljšanje jednog ili više od sledećih pokazatelja:

- Smanjivanje troškova poslovanja na tom tržištu u odnosu na troškove na drugom tržištu ili u odnosu na prethodni period,
- Povećanje kvaliteta tržišta, koje se ogleda npr. u većoj transparentnosti cijena i većoj likvidnosti,
- Povećanje efikasnosti tržišta, koje se ogleda npr. u kraćem vremenskom periodu potrebnom za kliring i saldiranje,
- Povećanje broja proizvoda i njihove stabilnosti, koje se ogleda u povećanju: broja instrumenata kojima se trguje, broja kolektivnih investicionih šema, tehnika koje se koriste za prikupljanje kapitala,
- Povećanju obima aktivnosti, koje se ogleda npr. u većem obimu: novog kapitala koji se formira na tržištu, prodaje investicionih jedinica u kolektivnim investicionim šemama, i sekundarnog trgovanja.

Poboljšanja ovih indikatora performansi tržišta generalno će se odraziti na smanjenje troškova kapitala, otvaranje radnih mjesta, promovisanju ekonomskog rasta i, na bazi toga, na povećanje ličnih i javnih prihoda. Sa aspekta regulatora to su dimenzije razvoja tržišta u odnosu na koje on mora da vodi regulatornu politiku sa ciljem razvoja tržišta.

Što nije cilj regulative?

Aktivnosti regulatora treba da se zasnivaju na realnim i ostvarivim ciljevima i prioritetima. U isto vrijeme nemoguće je previdjeti cinjenicu da nije moguće

---

<sup>26</sup> Veličina tržišta zavisi prvenstveno od veličine populacije u jednoj zemlji i njene stope rasta, "penetracije" odnosno ulaska populacije na tržište, kao i od toga da li je moguća internacionalizacija tržišta uvođenjem proizvoda koji mogu privući inostrane investitore.

<sup>27</sup> Sa aspekta strukture tržišta, razvoj se može podstaci izmjenom uslova za ulazak na tržište (npr. eliminisanjem ulaznih barijera) i promjenom odgovarajućih troškova (npr. snižavanjem taksi i naknada da bi se poslovalo).

<sup>28</sup> Prije svega se misli na: poboljšavanje načina vršenja i distribucije usluga, promjene u načinu obavljanja poslovanja, odnosno načinu na koji učesnici na tržištu pristupaju klijentu i na koji izvršavaju svoje ugovorene obaveze. Ovaj faktor je naročito značajan jer utiče na odluku investitora dali da učestvuju na tom tržištu ili ne.

potpuno eliminisanje rizika poslovanja i investiranja na tržištu kapitala, kao ni neuspjeha svakog pojedinacnog ucesnika na tržištu. Takva zaštita ne može biti cilj niti razlog regulisanja poslovanja.

U skladu sa prirodom tržišta kapitala, kome je promjenljivost inherentna karakteristika, postizanje "modela nultog rizika" je nemoguće. Bilo koji takav model bi bio toliko skup, što bi cinilo da je firmama pretjerano opterećujući, a takode nespojiv sa ciljevima regulative. Štoviše, ustanovljenje ovog modela bi usporilo razvoj tržišta, razvijanje novih aktivnosti na tržištu kapitala, konkurentnost, a bilo bi nespojivo i sa zahtjevom da ucesnici na tržištu kapitala samostalno snose odgovornost.

## **2. Uloga regulatora u razvoju tržišta kapitala**

**Jasno je da proces razvoja tržišta ima više dimenzija. Koja je uloga regulatora u tom procesu?**

Inicijalni podsticaj za razvoj tržišta mora doći sa samog tržišta. Uloga regulatora je da kanališe i uobliči inicijative koje dolaze sa tržišta. U tom kontekstu ima nekoliko stvari koje regulator treba da uradi.

Regulator treba da stvori regulatorni sistem koji će biti u funkciji efikasnog poslovanja na tržištu kapitala, prevashodno imajući u vidu da je donošenje novih pravila skupo, da pravila treba da ostvare ograničen broj ciljeva, kao i da regulativa treba samo da kanališe uticaje koji dolaze sa tržišta. Regulatorni okvir svakako ne smije biti statičan već mora evoluirati sa problemima i izazovima koje nosi razvoj tržišta.

Regulator treba da uspostavi pravni okvir i da ga održava na način koji stvara povjerenje u stabilnost sistema i integritet tržišta. Drugim riječima, regulator može da preduzme korake koji će ohrabriti sve ucesnike da posluju na tom tržištu. To je u osnovi dugoročan posao čiji će se efekti na tržište pokazati nakon određenog vremena.

Takode, regulator može izvršiti deregulaciju, odnosno umanjiti ograničenja koja sprečavaju razvoj tržišta a koja nisu neophodna radi zaštite investitora. Isto tako, regulator može uticati na druge institucije na tržištu da eliminišu zaštitne barijere koje sprečavaju i ograničavaju konkurenciju.

Regulator može da unaprijedi proces donošenja odluka kako bi obezbijedio brzu i fleksibilnu uslugu za ucesnike na tržištu, kao i da svojim iskustvom pomogne onim

ucesnicima koji žele i uvidaju potrebu za promjenama u načinu obavljanja poslova, načinu distribucije usluga i informacija, kreiranju novih instrumenata i sl.

U vezi sa tim, različite regulatorne aktivnosti se sprovode na različitim tržištima – tržištu akcija, tržištu za sticanje korporativne kontrole, tržištu dugovnih instrumenata, kao i druge oblasti od značaja za funkcionisanje tržišta kapitala.

### III Razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori

Pred najvećim izazovima se, svakako, nalaze regulatori tržišta kapitala u onim državama gdje je tržište još uvijek u povoju. Tržišta kapitala u ekonomijama u tranziciji se razvijaju kao nastavak obuhvatne privatizacije preduzeca. Za privatizaciju se koriste mnogi inovativni metodi (na primarnom tržištu). Transakcije na sekundarnom tržištu takode imaju neke specifične karakteristike. Na tržištu kapitala u zemljama u tranziciji glavni ucesnici imaju različite ciljeve od ciljeva ucesnika u razvijenim ekonomijama, te se i njihovo ponašanje razlikuje.

Koliko se razlikuju tradicionalna tržišta kapitala od onih u razvoju zavisi od važnosti tih tržišta za finansijske potrebe privatizovanih preduzeca. Što je važniji novi izvor finansiranja, to je sličnije ponašanje svih tržišnih ucesnika onom u razvijenim ekonomijama.<sup>29</sup>

Različita motivaciona struktura mora se uzeti u obzir prilikom regulisanja tržišta kapitala u zemljama u tranziciji jer primjena standardnih regulative tržišta kapitala razvijenih zemalja može biti kontraproduktivna. Regulatori na tržištima u razvoju moraju nastojati da stvore pravila kojima se održava stalna ravnoteža između nastojanja da se pruži sigurnost investitorima koji nemaju dovoljno iskustva u vezi sa ulaganjem na tržištu kapitala, a sa druge strane da se odoli tendenciji ka pretjeranoj regulaciji u onom stepenu kada tržište kapitala još uvijek nije stalo na svoje noge.

#### 1. Ostvareni rezultati

U proteklih nekoliko godina izgradnja institucija i infrastrukture tržišta kapitala kod nas sprovodila se sa ciljem kreiranja takve zakonske regulative i institucionalne sredine koje doprinose efikasnom i brzom sprovođenju procesa privatizacije, kao i kanalsanju privatnog kapitala ka profitabilnim projektima.

---

<sup>29</sup> Vidi: Simonetti M., «Issues in Regulating Post-Privatization Securities Markets in Transitional Economies», The World Bank, Washington, 1997

Crnogorsko iskustvo govori da je moguće razviti tržišnu infrastrukturu i regulatorni okvir u relativno kratkom vremenskom periodu. Karakteristike institucionalne i pravne uredenost tržišta kapitala u Crnoj Gori su:

- Dematerijalizacija hartija od vrijednosti. Sve hartije su registrovane u Centralnoj Depozitarnoj Agenciji, koja obavlja poslove registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, poslove kliringa i saldiranja sklopljenih transakcija s tim hartijama i druge poslove u vezi sa dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti,
- Obuhvatnost registracije akcionarskih društava - do sada je registrovano 384 akcionarskih društava (preko 98% od ukupnog broja), a njihovi akcionari registrovani su u sistemu Centralne Depozitarne Agencije kod koje je otvoreno preko 402.000 individualnih racuna hartija od vrijednosti (preko 90% punoljetne populacije),
- Potpuna implementacija i nesmetani rad sistema elektronskog trgovanja hartijama od vrijednosti. Na platformi ovog sistema zaživio projekat informacionog povezivanja berzi Jugoistocne Evrope. Za sada se na internet portalu [www.sem-on.net](http://www.sem-on.net) nalaze podaci o 7 berzi (Ljubljanskoj, Varaždinskoj, Skopskoj, Sarajevskoj, Banjaluckoj, Beogradskoj i NEX Montenegro),
- Institucionalna zaokruženost sistema za uspješno funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori, tako što su formirane sledeće institucije:
  - Montenegroberza,
  - Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore,
  - Centralna Depozitarna Agencija,
  - jedno dilersko i pet brokerskih akcionarska društva,
  - šest privatizacionih fondova i njihova menadžment preduzeća;
- Kontinuirano se vrši edukacija ucesnika na tržištu, investitora, emitenata i zaposlenih u državnoj upravi. Komisija za hartije od vrijednosti je u saradnji sa US SEC organizovala regionalni trening program, koji se odnosio na poslovanje brokera i dilera. U saradnji sa EAR Komisija je sprovedla projekat "Korporativno upravljanje u Crnoj Gori", a sa USAID organizovala obuku i polaganje ispita za sticanje zvanja broker, diler i investicioni menadžer. Do sada je oko 700 polaznika pohađalo ove seminare,

- Slobodno se odvija trgovina akcijama, obveznicama stare devizne štednje i jedinicama privatizacionih fondova - bez administrativnih ograničenja. Raspolaganje i prenosivost hartija ne može se ograničiti statutom preduzeća,
- Osnovna prava svakog akcionara uređena su zakonom. Utvrđeno je da svaka akcija iste klase ima ista prava. Takođe, jedna kacija nosi jedan glas. Izbor članova odbora direktora vrši se kumulativnim glasanjem, što daje mogućnost malim akcionarima da udruže svoje glasove i izaber predstavnika u organe upravljanja. Ukoliko akcionar smatra da su njegova prava povrijeđena, zakonom je utvrđena mogućnost da u sudskom postupku bude oštećen.

Rezultat takvog uređenja tržišta kapitala u periodu od 2001. godine je obim poslova na tržištu kapitala u visini od 141,86 miliona € (ne uključujući trgovanje akcijama u postupku privatizacije, koje se odvija u skladu sa Zakonom o privatizaciji privrede), što u odnosu na ostvareni GDP iznosi oko 3%. Pri tom je, u navedenom periodu preko tržišta kapitala ostvaren priliv novih investicija u iznosu od 69,65 milion €, ne uključujući prihode od privatizacije.<sup>30</sup>

Dosadašnje funkcionisanje institucija tržišta hartija od vrijednosti pokazalo je da su propisi i institucije uspostavljeni u skladu sa potrebama tržišta, da su sistemi i komponente prilično uhodani i da predstavljaju dobru osnovu za dalji razvoj tržišta hartija od vrijednosti.

## 2. Konceptijski okvir za dalji razvoj tržišta

Konceptijski okvir za dalji razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori odnosi se na liberalizaciju tržišta i smanjivanje troškova poslovanja. Predstojeće aktivnosti treba usmjeriti na: 1) zaokruživanje regulatornog okvira za funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti; 2) jaccanje tržišne infrastrukture i 3) širenje tržišta.

<sup>30</sup> Nove investicije preko tržišta kapitala u Crnoj Gori u periodu 2001-2004 godina

R.b.	Godina	Iznos u milionima €
1	2001	23,46
2	2002	18,57
3	2003	18,14
4	I – X 2004	9,48
	UKUPNO	69,65

## 2.1. Zaokruživanje regulatornog okvira za funkcionisanje tržišta kapitala

Zaokruživanje regulatornog okvira za funkcionisanje tržišta treba posebno da se fokusira na regulativu kojom ce se, pored Zakona o hartijama od vrijednosti, urediti izdavanje i promet i drugih hartija kao i na regulativu kojom se poboljšava efikasnost i integritet tržišta hartija od vrijednosti.

### A) *Regulisanje izdavanja i poslovanja sa kratkorocnim HOV*

Do 1999. godine najveći dio poslovanja sa hartijama od vrijednosti u Crnoj Gori je upravo obavljan kratkorocnim hartijama. Od uvođenja konvertibilne valute nije bilo izdavanja i trgovanja instrumentima tržišta novca i kratkorocnim hartijama od vrijednosti, osim državnim zapisima. Kamatna stopa koju nose državni zapisi je bila preko 10% na godišnjem nivou, mada je u posljednje vrijeme ostvarena na nivou oko 9,3%, što je neznatno manje od kamata na komercijalne kredite banaka.

Radi daljeg razvoja tržišta potrebno je:

- Donošenje zakonskog ili podzakonskog akta kojim bi se uredilo poslovanje sa kratkorocnim hartijama od vrijednosti;
- Sprovesti pripremne aktivnosti CDA za registraciju kratkorocnih hartija od vrijednosti i efikasan kliring i saldiranje trgovanja tim instrumentima, kao i pripremne aktivnosti berzi za obavljanje efikasnog trgovanja kratkorocnim hartijama od vrijednosti.

### B) *Regulisanje izdavanje i poslovanje sa mjenicom*

Zakon o mjenici treba da omogući vraćanje u naš biznis jednog tradicionalnog instrumenta, koji ima za cilj olakšanje poslovanja. Osnovna ideja je da se kroz ovaj instrument štite povjerioci. To podrazumijeva povećanje efikasnosti izvršnog postupka.

Prema dosadašnjem propisu dužnik po mjenici je zaštićen. Nakon dospijeca mjenice na naplatu glavni dužnik kao i drugi dužnici po mjenici mogu da odbiju isplatu mjenice. To vodi proceduri tužbe kod suda kojom investitor dokazuje potraživanje i zahtijeva isplatu mjenice. Potrebno je okrenuti logiku propisa i novim Zakonom o mjenici urediti da se imalac mjenice (povjerilac, investitor) može direktno naplatiti podnošenjem mjenice banci kod koje dužnik po mjenici ima račun, i da se na osnovu prezentacije same mjenice automatski skida mjenicna svota (iznos duga) sa računa lica koje se mjenicno obavezalo (dužnik).

Na ovaj nacin bi se povjeriocu omogucilo da u najkracem roku dode do naplate potraživanja, a istovremeno bi ovakva strogost preventivno uticala da se mjenicno ne obavezuju lica koja ne mogu o roku da izvrše svoju mjenicnu obavezu.

**C) Implementacija Uredbe o emisiji obveznica po osnovu devizne štednje građana**

Implementacijom ove Uredbe, prvenstveno odredaba koji se odnosi na mogućnost da se obveznicama plati dospjeli porez ili carina, kao i da se mogu kupovati nekretnine, veliki dio sada »umrtvljenih« sredstava građana će se osloboditi za ulaganje i investicije.

Prilikom implementacije ovih rješenja potrebno je posebnu pažnju posvetiti javnoj kampanji kako bi stanovništvo bilo upoznato sa načinom rješavanja pitanja stare devizne štednje i načina na koji oni mogu koristiti svoja potraživanja.

**D) Implementacija Zakona o investicionim fondovima**

Usvajanje Zakona o investicionim fondovima omogućice dalji razvoj tržišta kapitala i finansijskog sistema. Ovom regulativom omogućeno je osnivanje nekoliko vrsta fondova, koji se razlikuju po načinu i kriterijumima investiranja.

Fondovi nisu direktni investitori. Oni su posrednici u investiranju. Fondovi prikupljaju sredstva drugih investitora, koji time obezbjeđuju smanjenje rizika investiranja. Potrebno je posebno razmotriti poresku tretman poslovanja fondova i direktno propisati da fondovi ne placaju porez na kapitalnu dobit, porez na profiti i porez po odbitku na isplacene dividende, kako bi se izbjeglo dvostruko oporezivanje.

**E) Zakonsko uređivanje poslovanja privatnih penzionih fondova**

Najsloženiji i najteži zadatak pri razvoju tržišta kapitala je podsticati porast privatne štednje i usmjeravanje te štednje ka tržištu kapitala. Vauceri su bili rješenje problema male kupovne snage u privatizaciji, ali kada počne sekundarna trgovina, problem nedostatka štednje se ponovo javlja. U procesu privatizacije, samo je strana ponude obezbijedena. Za normalno funkcionisanje tržišta, neophodno je pomoći kreiranje i tražnje.

Transformacija sistema penzionog osiguranja daje mogućnost podsticanja štednje i kreiranja tražnje. Reforma socijalnog osiguranja može biti još teži zadatak od privatizacije, jer će interesi mnogo većeg broja ljudi biti direktnije pogođeni. Najvažniji učesnici na tržištu kapitala na zapadu su privatni i državni penzioni



fondovi i osiguravajuće kompanije. Nema razloga zbog kojih ne bi tako trebalo da bude i u ekonomijama u tranziciji u dugom roku.

Potrebno je definisanje koncepcije poslovanja privatnih penzionih fondova (tzv. III stub penzione reforme) vodeći računa da država nije sponzor takvog načina štednje i osiguranja, te time nije ni garant za poslovanje privatnih penzionih fondova. Jedno od osnovnih pitanja će biti kako poreskom politikom stimulirati štednju i uplate u privatne penzione fondove, kao i koncept ulaganja fonda (da li će biti obavezna ulaganja određenog procenta sredstava fonda u državne zapise ili obveznice kojima će se finansirati nedostatak sredstava u državnom penzionom fondu, i ako da u kom procentu).

#### **F) Zakonsko uređivanje preuzimanja akcionarskih društava**

Tržište za korporativnu kontrolu sadrži različit niz mehanizama koji omogućava da se kontrola nad kompanijom prenese sa jedne grupe vlasnika na drugu, ili kojom se omogućava da grupa koja vrši kontrolu uveća, ili smanji kontrolu.

Sa tačke gledišta regulatora, u osnovi, dvije grupe pitanja su bitne za regulaciju ovog postupka: prva se tiče razvoja tržišta, a druga integriteta tržišta. Prva grupa pitanja bavi se razmatranjem da li regulativni okvir preuzimanja i spajanja kompanija onemogućava djelatnost preuzimanja i spajanja u obimu koji je neophodan za razvoj ekonomije i prilagodavanje strukturalnim promjenama (iznad kojeg procenta vlasništva je obavezna javna ponuda, je li obavezno preuzimanje u postupku privatizacije, mogućnost davanja konkurentne ponude za preuzimanje).

Druga grupa pitanja usredsređena je na razmatranje da li regulativni okvir omogućava djelatnost preuzimanja i spajanja koja za posljedicu ima "fer rezultat" u smislu podjele premije za sticanje kontrole (osnovno pitanje je određuje li se zakonom obavezni nivo cijene koji mora biti ponuden za otkup akcija ili tu cijenu sticalac sam određuje; ukoliko se određuje zakonom što je osnova za određivanja nivoa cijene).

#### **G) Izmjene Zakona o privrednim društvima**

Uspostavljanje visokog procenta glasova potrebnog za donošenje pojedinih odluka urađeno je sa namjerom da se zaštite mali akcionari, dok se smatralo da će se veliki akcionari zaštititi kupovinom novih akcija ili kupovinom na sekundarnom tržištu akcija te kompanije.

Ipak, ovakav pristup se pokazao kao neefikasan sa tih aspekata. Takav način donošenja odluka ograničava aktivnosti velikog vlasnika, tjera ih da mijenjaju svoje investicione planove, proizvodi neizvjesnost, povećava rizik investiranja i vještacki utice na koncentraciju vlasništva.

## **2.2. Jacanje tržišne infrastrukture**

Strateško pitanje za razvoja tržišta kapitala je jacanje tržišne infrastrukture.

### A) Podsticanje implementacije "custody" funkcije

"Custody" funkciju za sada ne obavlja ni jedna banka u Crnoj Gori. Obzirom na značaj "custody" banke za inostrane investitore u smislu povjerenja, kao i mogućnosti da se neke barijere "prekogranicnog" trgovanja na taj način prevaziđu, neophodno je ubrzati implementaciju ove funkcije.

### B) Implementacija Zakona o sprečavanju pranja novca

Primjena ovog zakona će doprinijeti integritetu tržišta i precepciji od strane investitora. Zakon je usvojen nedavno. Neophodno je obezbijediti adekvatnu obuku svim institucijama i učesnicima na tržištu radi efikasne primjene ovog zakona i podzakonskih propisa. Ovo naročito imajući u vidu da se u javnosti stvara nerealno očekivanje da će nadležni organ za sprečavanje pranja novca pratiti sve transakcije (pojedinačne i povezane), nezavisno od porijekla novca, koje prelaze iznos od 15.000 EURA i da po tom osnovu mogu stopirati ili poništiti zakonito zaključene transakcije kupoprodaje hartija od vrijednosti.

Takode, potrebno je uraditi kost-benefit analizu sistema izvještavanja, koja je određena zakonom, o transakcijama na tržištu kapitala. Po sadašnjem rješenju, 5 institucija (banka kupca, broker kupca, berza, CDA, broker prodavca, banka prodavca) izvještava o jednoj istoj transakciji.

### C) Usvajanje Zakona o lizingu

Institucija lizinga omogućava lakše poslovanje, precizno definišući odnose prodavca i kupca. Na taj način se premošćavaju mnoge slabe strane kreditiranja i građanima se omogućava da lakše dođu do određenih sredstava (opreme, potrošnih dobara, i sl), ali i do opreme za biznis. Lizing je povoljan i veoma rasprostranjen način finansiranja poslovanja, kako za otpočinjavanje novog biznisa tako i za širenje postojećeg, naročito za nabavku opreme i tehnologije. Lizing ima niz prednosti u

odnosu na kreditno finansiranje, kako sa aspekta rizika tako i sa aspekta inicijalnih i ukupnih troškova, a takode i sa aspekta poreskog tretmana investicija.

D) Omogucavanje izdavanja hartija na osnovu nekretnina

Veliki dio kapitala zarobljen je u nekretninama. Zbog nacina realizacije hipoteke, koji u vecini slucajeva traje godina, taj kapital predstavlja «mrtvi kapital». Taj kapital najcesce nije u funkciji stvaranja profita i ekonomskog rasta. Kako umrtvljeni kapital staviti u funkciju ostvarivanja profita, odnosno kako izgradene nekretnine kapitalizovati?

Klasicna hipoteka i zaloga kao instituti gradanskog prava, kakve su i predvidene našim pozitivnopravnim propisima, u vecini tržišnih zemalja su prevazidene, i predvideno postojanje stvarnopravnih sredstava obezbjedenja sa realnim pokricem ciji postupak naplate ne zahtijeva nikakvu sudsku proceduru. Izdavanje hipotekarnih obveznica omogucva da se imovina kojom raspolažu neki investitori pretvori u kapital, odnosno da postane osnova za biznis. Odnosno na bazi založenih nekretnina za dobijanje kredita za biznis izdaje se hartija kojom se trguje! Suština monetizacije kredita je podobnost instrumenata obezbjedenja za promet (negocijabilnost) cime se omogucava funkcionisanje stvarnopravnih obezbjedenja poput hartija od vrijednosti. To olakšava položaj banke, a samim tim utice na poboljšanje uslova kreditiranja. Osim toga založena nepokretnost ostaje u u posjedu vlasnika, a njegovom vrijednošcu, izraženom u novcu, vlasnik može nesmetano rukovati. Izdavanjem hipotekarnih hartija ustanovljava se zakonsko založno pravo imaoca hartije na svim potraživanjima banke po osnovu odobrenih kredita, tako da sve hipotekovane nepokretnosti služe kao garancija za isplatu hipotekarnih hartija.

Hipoteka, na nacin na koji je koncipirana našim pozitivnopravnim propisima je akcesornog tipa i kao takvo sredstvo obezbjedenja potraživanja nije podobna za promet (nije negocijabilna). Zbog toga što se hipoteka može prenositi samo cesijom potraživanja koje obezbjeduje, ona nije podobna za monetizaciju.

Stoga je potrebna izrada nove regulative koja se odnosi na hipoteku kao i na izdavanje i promet dugorocnim hartijama od vrijednosti koje se izdaju na osnovu hipoteke. Pri tome, novim zakonskim propisima mora se riješiti sada otvoreno pitanje prava imaoca hipotekarnih hartija od vrijednosti na nepokretnostima kojima se garantuje njihova isplata. Tek takvim propisivanjem ce se stvoriti uslovi za razvoj hipotekarnog tržišta.

**E) Smanjenje troškova poslovanja na tržištu hartija od vrijednosti**

U vezi sa obavljanjem poslova na domaćem i međunarodnom tržištu, važno pitanje je i smanjenje troškova poslovanja, narocito troškova vezanih za obavljanje same transakcije. Problem troškova je narocito izražen u slučaju kada su kupci hartija domaća fizička lica koja placaju gotovinom, odnosno, u slučaju kada su kupci iz inostranstva. Troškovi platnog prometa i provizije ucesnika na tržištu su destimulativne za izdavanje i trgovanja kratkorocnim hartijama od vrijednosti i instrumentima tržišta novca.

Takode, jacanje tržišne infastrukture je neophodno zbog ocekivanog povecanja broja transakcija, što ce iziskivati vecu brzinu i efikasnost obavljanja poslova svih ucesnika u transakcijama.

**F) Izmjene Zakona o izvršnom postupku**

Zakon o izvršnom postupku («Sl.list RCG» br 23/04), za razliku od drugih dosadašnjih zakona kojima se reguliše izvršni postupak predvida i izvršenje na akcijama kao posebno sredstvo izvršenja. Kako se sprovođenje izvršenja na akcija u praksi drugih pravnih sistema pokazalo vrlo efikasnim, a kako ono do sada nije bilo normirano, to je i samo uvidanje našeg zakonodavca potrebe da se izvrši propisivanje mogucnosti izvršenja na akcijama pohvalno. Medutim, odredbe kojima se reguliše postupak izvršenja na akcijama i udjelu u privrednom društvu su samo sumarne. Izmjenama i dopunama zakona o izvršnom postupku je, stoga, neophodno propisati na koji nacin se vrši zabrana i prenos potraživanja po dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti; na koji nacin se vrši popis, pljenidba i prodaja dematerijalizovanih hartija, kao i po kojoj cijeni; ko utvrđuje, i po kojim kriterijumima, tu cijenu. Takode, potrebno je precizno regulisati prava i obaveze centralne Depozitarne Agencije koja je ovlašćena i dužna da vrši sve upise u registru dematerijalizovanih hartija od vrijednosti.

### **2.3. Širenje tržišta**

**A) Omogucavanje trgovanja na berzama iz regiona**

Jedan od najznacajnijih projekata, koji je vec realizovan, je projekat informacionog povezivanja berzi jugoistocne Evrope. Uspostavljen je nezavisni web portal [www.sem-on.net](http://www.sem-on.net) na kojem je moguće uporedo i u realnom vremenu pratiti dešavanja na 7 berzi: Ljubljanskoj, Sarajevskoj, Banjaluckoj, Varaždinskoj, Skopskoj, Beogradskoj i NEX berzi iz Podgorice.

Za sva preduzeca to znaci jasno i direktno poređenje sa drugim kompanijama iz iste grane, slicne velicine ili po nekom drugom kriterijumu. Za investitore to predstavlja mogucnost biranja izmedju više Telekoma, Jugopetrola, pivara, hotelskih preduzeca, državnih hartija, investicionih fondova, idr.

Potrebno je pojacati saradnju sa regulatornim institucijama drugih zemalja iz okruženja kako bi se uklonile regulatorne prepreke za medusobno trgovanje i investiranje.

### B) Medunarodna konkurentnost tržišta hartija u Crnoj Gori

Isto kao što proširuje tržište za investitore i emitente, povezivanje berzi jugoistocne Evrope jasno ukazuje na konkurentnost zemalja cije su berze ovdje zastupljene. Konkurentnost u smislu mjesta za obavljanje biznisa. Konkurentnost koja se ogleda u pravnoj i institucionalnoj infrastrukturi, odnosno njihovoj efikasnosti i uskladjenosti sa potrebama razvoja biznisa.

U ostvarivanju konkurentnosti zemlje, kao mjesta za obavljanje poslovanja, narocito je važno fokusirati politiku investicija sa aspekta poreza:

- Neophodno je smanjenje poreskih stopa na preduzetništvo, odnosno na rad, štednju, investicije i preduzimanje rizika, jer su to aktivnosti koje vode rastu društvenog proizvoda,
- Podsticanje investiranja. Oporezivanjem kapitalne dobiti, dobiti pravnih lica i dohotka fizickih lica uspostavljena su tri nivoa oporezivanja štednje i investicija. Smanjenje ili eliminacija jednog od njih bi podstakla formiranje kapitala i privlacenje investicija,
- Podsticanje zapošljavanja. Kompanije ne zapošljavaju radnike da bi bile socijalne ustanove vec zato što ocekuju da ostvare profit. Visoki porezi povecavaju cijenu rada.

### **Zakljucak**

Tržišta kapitala su uglavnom bila zatvorena unutar nacionalnih granica. Razvoj komunikacionih tehnologija tokom poslednjih dvadesetak godina, kao i rastuci znacaj institucionalnih investitora, koji su u mogucnosti i žele da investiraju širom svijeta, doveo je do toga da se tržišta rapidno integrišu u globalan tržišni prostor. Stoga, ni regulativa tržišta više ne može biti samo pitanje od nacionalnog znacaja. Ukoliko se nacionalni regulatori opredijele da odgovore na izazove globalizacije na takav nacin što ce krairati regulativu kojom ce ostvarivati druge nacionalne ciljeve i

društvene vrijednosti, ali ne i efikasnost tržišta, vrlo je vjerovatno da će investitori nastojati da izbjegnu takve regulatorne odredbe trgovanjem na inostranim tržištima.

Regulatori finansijskog tržišta, kao i svi drugi, stvaraju određeni proizvod – pravila, postupke i mehanizme primjene – i takmice se kako bi ostvarili brojne ciljeve.

Konkurentnost tržišta ne treba da pretpostavlja smanjivanje standarda regulative već njihovo formulisanje na način koji će omogućiti investitorima da na najbolji način ostvare svoje potrebe.

Težnja za stvaranjem konkurentnog tržišta će umanjiti opasnost da dođe do stvaranja regulative pod određenim političkim pritiscima i pomoći će ustanovljavanje regulative pod uticajem tržišta. Takođe, poslovanje i kretanje tržišta ukazuje na neophodne izmjene pravila i potrebu smanjenje tendencije da se donose detaljna i prenormirana pravila, jer takvo propisivanje vodi ka smanjenoj konkurentnosti tržišta kao cjeline i svih njegovih proizvoda.

#### **Literatura:**

1. Drucker P., *Postkapitalističko društvo*, Privredni pregled, 1995
2. Friedman M., *Sloboda izbora*, Global book, Novi Sad, 1997
3. Hayek F., *Poredak slobode*, Global book, Novi Sad, 2000
4. Hayek F., *Put u ropstvo*, Global book, Novi Sad, 1997
5. Hayek F., *Studije iz filozofije, ekonomije i politike*, Paideia, Beograd, 2002
6. Hazlitt H., *Ekonomija u jednoj lekciji*, Global book, Novi Sad, 1998
7. Jovanovic A., *Uvod u ekonomsku analizu prava*, Beograd, 1998
8. Ludvig von Mises i Friedrich A. Hayek, 1997., *O slobodnom tržištu*, Mate, Zagreb
9. Miles A. M., Feulner J. E., O'Grady M. A., *Index of Economic Freedom, Report 2004*, The Heritage Foundation, The Wall Street Journal
10. Mahoney P., *Public and Private Rule Making in Securities Markets*, Policy Analysis, Cato, No. 498, 2003
11. Manne H., *Insider Trading and Property Rights in New Information*, Cato Journal, Vol 4, No 3,
12. Mishkin F., *Policy Remedies for Conflict of Interest in the Financial System*, NBER, Columbia University, 2003
13. Mitchel D. J., *Understanding Pro-growth Tax policy*, Heritage Foundation, 2003

14. Pejovic S., *Understanding the transaction costs of transition: It's the culture stupid*, George Mason University, Washington, 2003
15. Pejovic S., Vukotic V., *Tranzicija i institucije*, Zbornik radova, IDN, Beograd, 2002
16. Pejovic S., *Why is culture important?*, Preduzetnicka ekonomija, Volume II, Postdiplomske studije preduzetnicka ekonomija, Podgorica, 2003
17. Pejovich S., *Osnovi kapitalisticke ekonomije*, Naucna knjiga, Beograd, 1992
18. Petrovic P., Simonetti M., *Deonicki kapital u Jugoslaviji*, Ekonomski institut, Beograd, 1990
19. Pistor K., *Law and Finance in Transition Economies*, EBRD, 2000
20. Poper K., *Otvoreno društvo i njegovi neprijatelji*, BIGZ, Beograd, 1992
21. Smith A., *Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda*, Global book, Novi Sad, 1998
22. Soto H., *The Mystery of Capital*, Basic books, New York, 2000
23. Vukotic V., *Država i tranzicija*, Institut društvenih nauka, Beograd, 2002
24. Vukotic V., *Psihofilozofija biznisa*, CID, Podgorica, 2003
25. Vukotic V., *Svjesni i (ili) spontani poredak*, Institut društvenih nauka, Beograd, 1999
26. Vukotic V., *Teorijske osnove Crnogorske ekonomske škole*, Postdiplomske studije preduzetnicka ekonomija, Podgorica, 1998
27. Zbornik *Preduzetnicka ekonomija*, Volume I, II i III, Postdiplomske studije Podgorica

**Kenan Hrapovic**

## **Informacioni sistem za trgovanje hartijama od vrijednosti u Crnoj Gori**

### **Abstract**

Securities markets in transitional economies are developing as a follow-up to large scale privatization of companies. As many innovative methods are used in privatization (on the primary market) the secondary transactions of privatized share also have same unique characteristics. According to Montenegro Securities Law, the trade of securities shall be conditions for matching the demand and offer of securities. So, now there is no OTC market in Montenegro.

It has been proved that after MVP process the volume of transactions increased significantly and a new trading infrastructure was needed.

*Key words: information technology, capital market, stock exchange, efficiency.*

### **1. Uvod**

Uticaj tehnološkog progresa na globalno tržište hartija od vrijednosti je ogroman. Tehnologija je omogućila razvoj kompjuterizovanih tržišta koja trenutno povezuju trgovce hartija od vrijednosti bez obzira na mjesto gdje se nalaze ili na institucionalni položaj. Tehnologija je, takode, omogućila upotrebu novih mehanizama kliringa. Globalna tržišna hartija od vrijednosti i regulatorne snage na ovim tržištima moraju predvidjeti i odgovoriti na tehnološke promjene ocuvanjem pozitivnih ishoda regulacije tržišta, bez obzira da li je ono usmjereno ka nacionalnom ili medunarodnom tržištu.

Investitore koji pristupaju tržištima u razvoju navjise brine nepouzdanost novih tržišta i to narocito u sledecim oblastima: tržišna infrastruktura (moguće posledice su visoki transakcioni troškovi, ucestalo kašnjenje i u potpunosti neuspjele transakcije), i javnost informacija o tržištu i preduzecima kojima se trguje.

Iskustvo uspješnih novih tržišta govori da je moguće poboljšati tržišnu infrastrukturu u relativno kratkom vremenskom periodu. Medutim, postojanje ucestalih slabosti finansijskih posrednika na novim tržištima ukazuje na: prvo, povecanje brzine



realizacije poslova i nadzorne funkcije ne treba da bude ostvareno na racun pouzdanosti; drugo, uprkos važnosti promovisanja konkurencije među finansijskim posrednicima, standardi članstva u ključnim institucijama tržišta kapitala treba da budu postavljeni kao osnova tržišne sigurnosti i povjerenja investitora.

Cilj ovog rada je da predstavi dosadašnji razvoj tržišta kapitala i informacione sisteme koji se koriste za trgovanje hartijama od vrijednosti u Crnoj Gori.

## **I Tržišta kapitala u crnoj gori**

Pocetak organizovanog rada tržišta kapitala u Crnoj Gori povezan je sa osnivanjem i pocetkom rada «Montenegroberze» a.d. mješovite finansijske berze maja mjeseca 1995. godine, kao i osnivanjem i pocetkom rada određenog broja ovlašćenih ucesnika na tržištu hartija od vrijednosti.<sup>31</sup> Sve do donošenja Zakona o hartijama od vrijednosti, na tržištu u Crnoj Gori dominantno se trgovalo blagajnickim zapisima, komercijalnim zapisima i žiranim novcem.

Sa dinamiziranjem procesa ekonomskih reformi ubrzano su se sprovodile i aktivnosti na privatizaciji privrede. Kao osnovni metodi privatizacije utvrđeni su tenderska prodaja preduzeca i Masovna vaucerska privatizacija. Sprovođenje takvog koncepta reformi zahtijevalo je izgradnju modernog tržišta kapitala sa adekvatnom infrastrukturom.

Zakon o hartijama od vrijednosti, koji je usvojen decembra mjeseca 2000. godine polazi od obavezne dematerijalizacije hartija od vrijednosti. One se izdaju u formi elektronskog zapisa i registruju se u sistemu centralnog registra Centralne depozitarne agencije, koja pocinje sa radom juna mjeseca 2001. godine. Centralna Depozitarna Agencija a.d. je fundamentalni dio infrastrukture tržišta kapitala u Crnoj Gori, i kao takva obavlja poslove registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, poslove kliringa i saldiranja sklopljenih transakcija s tim hartijama, i druge poslove u vezi sa dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti.

Novembra mjeseca 2001. godine osniva se i pocinje sa radom Nova Berza hartija od vrijednosti Crne Gore (NEX Montenegro berza) kao druga po redu berza na tržištu kapitala Crne Gore.

---

<sup>31</sup> Na tržištu kapitala u Republici Crnoj Gori, danas, na organizovan način rade dvije berze, Montenegroberza a.d. i Nova berza hartija od vrijednosti – NEX berza a.d. Osnovna djelatnost ovlašćenih ucesnika jeste obavljanje poslova posredovanja u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenata uz naplatu provizije. Kao ovlašćeni ucesnici svoje poslove obavljaju “MONTE-ADRIA BROKER-DILER” a.d. Podgorica, “CG BROKER” a.d. Podgorica, “HOLDER BROKER” a.d. Podgorica, “ONYX BROKER” a.d. Budva, “3M BROKER” a.d. Podgorica, i “MARKET BROKER” a.d. Bijelo Polje.

Takode, kao aktivni ucesnici u procesu Masovne vaucerske privatizacije šest privatizacionih fondova dobilo je dozvolu za rad.<sup>32</sup>

Naravno, samo postojanje navedenih subjekata na tržištu kapitala nije, i ne bi moglo biti, dovoljno za uspješno poslovanje i organizovan rad tržišta hartija od vrijednosti, bez odgovarajuće pravne infrastrukture, koja na zakonski način definiše funkcionisanje tržišta i učešće pojedinih aktera na njemu. Koncept zakona pociva na medunarodno prihvacenim ciljevima i principima regulative tržišta kapitala. Na XXIII Godišnjoj skupštini Medunarodne organizacije komisija za hartije od vrijednosti (IOSCO) u Najrobiju 1998. godine, usvojeni su: "Ciljevi i principi regulative hartija od vrijednosti", koji sadrže 30 principa koji se odnose na komisije za hartije od vrijednosti, kao regulatorne organe i na sve ucesnike na tržištu hartija od vrijednosti. Ključni ciljevi regulacije u ovoj oblasti su:

- zaštita investitora,
- obezbjeđivanje poštenosti, efikasnosti i transparentnosti tržišta hartija od vrijednosti,
- i smanjenje sistemskog rizika.

Bazirajući se na navedenim ciljevima Zakon o hartijama od vrijednosti, reguliše sva pitanja koja na sveobuhvatan način obezbjeđuju funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti, i to: izdavanje hartija od vrijednosti i trgovanje tim hartijama javnim pozivom na upis i uplatu; prava i obaveze subjekata na tržištu hartija od vrijednosti i organizacija; djelokrug i nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore.

Smisao i koncept zakona nisu postavljeni da definišu okvir i mogućnosti poslovanja za ono što je u momentu donošenja zakona postojalo na tržištu kapitala (jedna berza, četiri brokerske kuće, nedostatak materijala za trgovanje, i drugo), već da postavi osnovni okvir za vrijeme koje dolazi nakon masovne vaucerske privatizacije, sa velikim brojem vlasnika hartija, poslovanjem privatizacionih fondova, novih posrednika, preuzimanjem preduzeca.

U cilju sprovođenja pojedinih odredaba Zakona, Komisija za hartije od vrijednosti je usvojila i niz podzakonskih akata (pravila, uredbi, instrukcija) kojima se na sveobuhvatan način reguliše rad ucesnika na tržištu kapitala. Na taj način, u

---

<sup>32</sup> Kao aktivni ucesnici u procesu Masovne vaucerske privatizacije šest privatizacionih fondova je ispunilo kriterijum o minimalnom broju prikupljenih vaucera i dobilo je dozvolu za rad. To su: ATLAS MONT FOND, EURO FOND, FOND MIG, FOND MONETA, HLT FOND I FOND TREND.

potpunosti pravno i na institucionalizovanim osnovama zaokruženo tržište kapitala u Crnoj Gori u pocetnoj fazi njegovog razvoja.

U pocetnoj fazi razvoja tržišta narocito je važno da se poslovanje ucesnika i rad institucija bazira na sledecim principima:

- a) potreba za fleksibilnošću i brzim reagovanjem, jer vitalnost tržišta kapitala jaca se sposobnošću institucija da odgovore na trendove tržišta i promjene na njemu na blagovremen, kreativan i fleksibilan nacin. Ukoliko se dozvoljava da prevazideni i kruti propisi ostaju na snazi, smanjice se poštovanje svih ucesnika za režim regulative. Pored toga, takvi propisi namecu teret troškova na investitore i emitente koji mogu izazvati bjekstvo kapitala u prihvatljivije regulatorno okruženje;
- b) potreba da se promoviše otvorenost, učešće javnosti i izvjesnost u pogledu regulative, dakle, potreba za nezavisnim, ali odgovornim regulatornim institucijama za hartije od vrijednosti koje su sposobne da odgovore tržišnim trendovima i stalnim promjenama na tržištima kapitala. Sama brzina reagovanja, fleksibilnost, nezavisnost i odgovornost nisu dovoljni za legitiman regulatorni režim. Podjednako važna karakteristika legitimnog regulatornog sistema je njegova uskladenost sa vladavinom prava.

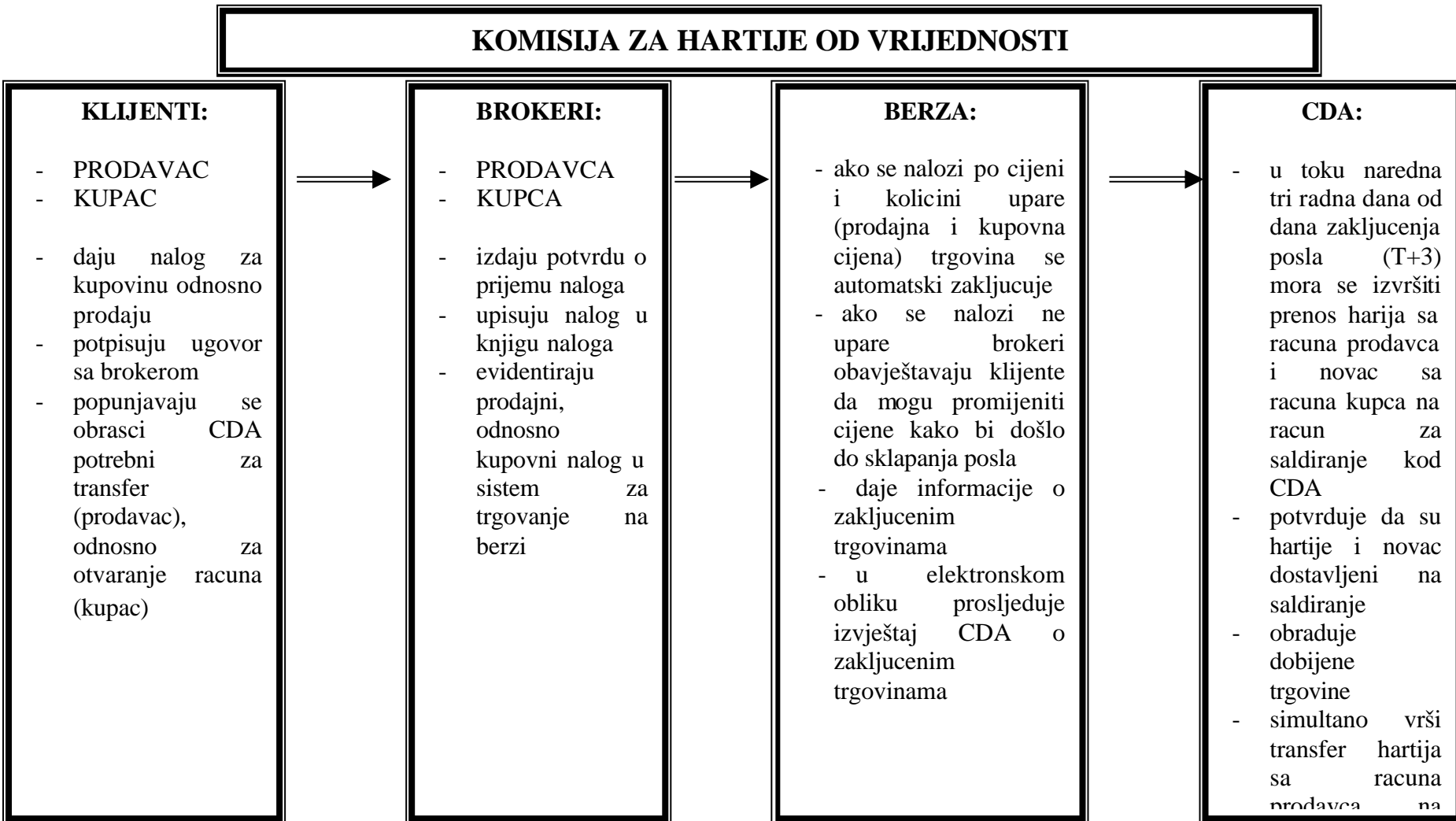
## **II Poslovanje berzi na tržištu kapitala crne gore**

Trgovanje hartijama od vrijednosti u skladu sa Zakonom o hartijama od vrijednosti u Crnoj Gori vrši se samo na organizovanom tržištu – berzi (preko ovlašćenih ucesnika - brokera i diler), s tim da berze svojim pravilima utvrduju nacin formiranja razlicitih lista za trgovanje.

U Crnoj Gori posluju dvije berze: Montenegroberza a.d., osnovana 1994. godine i Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore (NEX Montenegro berza), osnovana u novembru 2001. godine.

Osnovna djelatnost, odnosno predmet poslovanja berzi na tržištu kapitala Crne Gore jeste obavljanje poslova tržišta hartija od vrijednosti. Ti poslovi su: evidentiranje prijema hartija od vrijednosti na berzansku kotaciju i slobodnu berzansku trgovinu; obezbjeđivanje uslova za trgovinu tržišnim materijalima na berzi; stvaranje uslova za povezivanje ponude i tražnje hartija; evidentiranje poslova kupoprodaje tržišnog materijala zakljucene u regulisanoj i slobodnoj berzanskoj trgovini; javno objavljivanje kursne liste tržišnog materijala kojim se trguje na berzi, berzanskog indeksa, informacija i podataka znacajnih za rad berze.

*SHEMATSKI PRIKAZ REALIZOVANJA KUPOPRODAJNIH TRANSAKCIJA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI NA TRŽIŠTU KAPITALA*



Berzanska trgovina akcija ostvaruje se transakcijama na primarnom i na sekundarnom tržištu. U narednim tabelama dati su pregledi poslovanja Montenegroberze I NEX berze u 2003. godini, kao i za devet mjeseci 2004. godine:

	<i>Montenegroberza</i>	<i>NEX berza</i>	<i>UKUPNO</i>
Broj transakcija	5.992	15.331	21.323
Primarna trgovina	8.799.736	1.990.881	10.790.617
Sekundarna trgovina	17.636.925	15.126.801	32.763.726
<b>Ukupan promet</b>	<b>26.436.661</b>	<b>17.117.682</b>	<b>43.554.343</b>

Na primarnom tržištu u 2003. godini ostvaren je promet od 10.790.617 € najvećim dijelom prodajom akcija banaka i osiguravajućih kompanija, dok se na sekundarnom tržištu trgovalo akcijama, obveznicama stare devizne štednje i investicionim jedinicama privatizacionih fondova. U ukupnom prometu na sekundarnom tržištu, učešće akcija iznosilo je 89%, obveznica 8%, i investicionih jedinica privatizacionih fondova 3%. U transakcijama na berzama učestvuje svih šest brokerskih kuća koje posluju na tržištu kapitala Crne Gore.

Promet na berzama u periodu od 01.01.2004. do 30.09.2004. godine:

	<i>Montenegroberza</i>	<i>NEX berza</i>	<i>UKUPNO</i>
Broj transakcija	14.870	18.917	33.787
Primarna trgovina	230.780	2.584	233.364
Sekundarna trgovina	8.556.791	10.111.572	18.668.363
<b>Ukupan promet</b>	<b>8.787.571</b>	<b>10.114.156</b>	<b>18.901.727</b>

Struktura ukupnog prometa u navedenom periodu data je u sljedećoj tabeli:

Vrsta hartija	Promet u EUR	%
Akcije	15.834.781	83,7 %
Obveznice	1.587.450	8,5 %
Investicione jedinice	1.479.496	7,8 %
<b>Ukupno</b>	<b>18.901.727</b>	<b>100 %</b>

Da bi se obezbijedilo nesmetano obavljanje velikog broja transakcija bilo je neophodno obezbijediti adekvatnu tehničko-tehnološku platformu, odnosno efikasne informacione sisteme berzi. Berza treba da ima organizaciju i opremu i da ispunjava tehnicke uslove kojim se omogućava svim učesnicima u trgovini da mogu istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima davati i primati ponude za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti, ta da imaju u istom trenutku jednak pristup informacijama o hartijama od vrijednosti. U vezi sa sistemom trgovanja na berzi,

Komisija za hartije od vrijednosti obezbijedila je licencu za korišćenje BTS automatizovanog sistema trgovanja hartijama od vrijednosti, koji je razvila i koristi Ljubljanska berza. Sredstva za hardversku komponentu BTS sistema obezbijedena su donacijom.

Ovaj sistem trgovanja podržava trgovanje svim standardnim hartijama od vrijednosti:

- akcijama,
- instrumentima sa stalnim prinosom
- instrumentima novcanog tržišta, i
- opcijskim ugovorima

Takode, omogućava razlicite metode trgovanja, između ostalog:

- neprekidno trgovanje,
- aukcijski trgovanje,
- aukcije primarne emisije.

Zbog svoje modularnosti sistem je vrlo jednostavno povezati sa drugim savremenim informacionim sistemima. Posebno to dolazi do izražaja na području bivše Jugoslavije, gdje je zbog velike upotrebe sistema BTS (vec 6 berzi: u Sloveniji, Hrvatskoj, Makedoniji, Federaciji Bosne i Hercegovine i Crnoj Gori) povezivanje vrlo jednostavno.

Server za trgovanje je glavni dio sistema trgovanja, jer je namijenjen vodenju cjelovitog stanja na tržištu hartija od vrijednosti, izvršavanju pojedinačnih naloga za transakcije sa stanica za trgovanje i nadzornih stanica, konzistentnom cuvanju podataka i pripremi podataka za posredovanje korisnicima.

BorzaNet modul je sistem, koji preko standardne programske opreme ucesnika, na graficki nacin omogućava opšti i detaljan pregled proteklog berzanskog poslovanja, pojedinih berzanskih poslova, zbirnih, statistickih i analitickih sažetaka berzanskog poslovanja i pregled nekih opštih akata berze.

U prethodnom periodu Montenegroberze bila je zadovoljavajuca, u skladu sa datim nivoom zaključenih transakcija. Montenegroberza je ispunjavala zakonom predviđene zahtjeve uz određene tehnicke nedostatke koji su se odnosili na sljedece:

- brokeri nisu imali mogućnost – uslova da direktno (on line) podnose naloge za trgovanje, vec su svoje naloge dostavljali faksom, odnosno, nije bilo sinhronizovano vrijeme evidentiranja i unosa naloga u racunar i knjigu primljenih naloga, tako da je ljudski faktor (berzanski zapisnicar) u svojim rukama imao “mehanizme transparentnosti i ravnopravnosti«.

- WEB based aplikacija omogućavala je uvid u ponudu i tražnju, što znaci da je neka jednostavna forma online naloga postojala. Trebalo je aplikaciju nadgraditi u pravcu izgradnje Interfejsa za brokere i izdavanja online naloga za trgovinu.
- **berza je svoje poslovanje i komunikaciju sa Centralnom depozitarnom agencijom obavljala tehnicki do kraja neautomatizovano.**
- racunarska tehnika koju je koristila Montenegroberza je prilicno zastarjela i trebalo je nabaviti novu.

### **III Nužnost implementacije sistema elektronskog trgovanja hartijama od vrijednosti na montenegroberzi**

S obzirom da u propisima nije do detalja precizirana struktura tehnicko-tehnološke opremljenosti berzi koju one trebaju posjedovati, a imajući u vidu dnevno povećanje broja ucesnika i transakcija, i potrebu informacionog povezivanja berzi, prije svega u regionu, bilo je neophodno da i Montenegroberza obezbijedi adekvatan informacioni sistem.

Montenegroberza je na raspolaganju imala dvije mogućnosti: da na tržištu nabavi potpuno nov Informacioni sistem – softver, hardver i komunikacionu tehnologiju, ili, da na novim osnovama nadgradi postojeće programsko rješenje, odnosno postojeći način rada podigne na kvalitetno viši nivo. I jedno i drugo rješenje treba da omogući potpuno automatizovan sistem trgovanja.

U toku 2003. godine Montenegroberza je, koristeći znanja domaćih stručnjaka iz ove oblasti (što se ekonomski pokazalo višestruko isplativijim), obezbijedila informacioni sistem koji cine: odgovarajući licencirani softverski moduli, odgovarajući hardver, potrebne procedure, komunikaciona mreža, baza podataka i odgovarajuća prateća dokumentacija, odnosno, odgovarajuće tehnicko-tehnološko rješenje sa potrebama tržišta da, za sve ucesnike obezbijedi kvalitativno viši nivo trgovanja.

Šta to znaci za pojedine ucesnike na tržištu:

1) *za ovlašćene ucesnike:*

- a. davanje trenutnih (on-line) naloga za trgovanje hartijama od vrijednosti iz poslovnih prostorija ovlašćenih ucesnika;

- b. trenutni (on-line) pristup tekucim i prethodnim (minimum tri godine) informacijama o prijemu, promjenama i realizaciji naloga za trgovanje hartijama od vrijednosti;
  - c. automatsko i trenutno (on-line) vizuelno i zvučno označavanje novounijetih naloga za trgovanje hartijama od vrijednosti;
- 2) *za ostale korisnike* koji imaju direktan pristup serveru na kome se obavlja trgovanje hartijama od vrijednosti:
- a. trenutni (on-line) pristup tekucim informacijama o prijemu, promjenama i realizaciji naloga za trgovanje hartijama od vrijednosti;
- 3) *za berzu, mogućnost informacionog povezivanja sa berzama u regionu.*

Za nesmetano funkcionisanje informacionog sistema, berza je obezbijedila i kvalifikovano lice zaposleno za održavanje sistema; odgovarajuću zaštitu (firewall i Intrusion Detection System) u slučaju kada su cijela mreža berze ili pojedini računari iz mreže povezani na Internet ili druge mreže; da svi računari berze imaju adekvatnu i dnevno ažurnu antivirus zaštitu; definisane procedure dnevnog pohranjivanja podataka o berzanskom poslovanju (back up), kao i način sigurnog čuvanja elektronskog zapisa sa tim podacima u zaštićenim prostorijama u i izvan sjedišta berze; posebnu lokaciju za čuvanje podataka o berzanskom poslovanju u cilju zaštite podataka od nepogoda širih razmjera (zemljotresi, poplave, požari i sl.); trenutnu (on-line) replikaciju podataka o berzanskom poslovanju na poseban server koji nije direktno dostupan učesnicima na berzi i odgovarajuće elektro i baterijsko napajanje.

## **Zaključak**

Više puta je do sada isticano da nova tržišta u nastajanju mogu vrlo brzo da napreduju ukoliko koriste iskustva razvijenih tržišta i, zahvaljujući tome, izbjegavaju promašaje i primjenjuju provjerena normativna, organizaciona i druga rješenja. Zajedno sa domaćim ekspertima iz ove oblasti upravo to je i učinjeno, što je rezultiralo efikasnim informacionim sistemom koji danas u svom poslovanju koriste obje berze u Crnoj Gori. Svakako, treba imati na umu da tehnološki razvoj, posebno u oblasti informacione tehnologije, iz dana u dan dobija nove dimenzije, tako da možemo očekivati kvalitativne promjene i u sferi odvijanja i realizovanja poslova na tržištima hartija od vrijednosti.

Visokim stepenom tehnicke opremljenosti na obje berze one same će kreirati mnogo bolji ambijent za poslovanje, a s druge strane isti tehnički uslovi će, nesumnjivo, dovesti do zdravije utakmice i efikasnog i konkurentskog poslovanja.



Posebno je značajno istaci mogućnost uključivanja u projekat informacionog povezivanja berzi Jugoistočne Evrope. Preko novouspostavljenog Internet portala SEM-ON.NET više od 350 brokerskih društava može da ima uvid u trgovanje sa preko 4000 hartija od vrijednosti. Za tržište kapitala u Crnoj Gori ovo povezivanje znaci direktan dolazak potencijalnih stranih investitora, sa jedne strane, kao i povećanje broja hartija od vrijednosti u koje se može ulagati na ino tržištima.

### **Literatura:**

1. Cosic B., Jorgic B., Pujic P., Berza hartija od vrijednosti i berzansko poslovanje, Jugoslovensko tržište kapitala, Beograd, 1991
2. Dabic S., Hartije od vrijednosti i njihovo tržište, Naucna knjiga, Beograd, 1990
3. Pitic G., Berzanski pojmovnik, Beogradska berza, Beograd, 1996
4. Ristic Ž., Tržište kapitala, Privredni pregled, Beograd, 1990
5. Zakon o hartijama od vrijednosti («Sl. list RCG», br.59/2000)
6. Pravila o izdavanju dozvole za rad berzi («Sl.list RCG» br.16/01, 45/01, 68/03)
7. Pravila o izdavanju dozvole za rad centralnoj depozitarnoj agenciji ("Sl. listRCG", br. 02/01)
8. Pravila o izdavanju dozvole za rad ovlašćenim ucesnicima na tržištu hartija od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 16/01)
9. Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 16/01, 18/03)
10. BTS Trgovinska radna stanica
11. Procedura za back up podataka na sistemu za elektronsko berzansko trgovanje MSE TS

**Mitrovic Marijana**

## **Dolarizacija: Implikacije na makro-ekonomiju**

### **Abstract**

Stable money simplifies choices. Only prices stability provides an environment in which individuals can follow their natural incentives to generate the best allocation of resources and products over time without distraction. Stable currency can provide the main function of the money – unit of account which enable one to have reliable source of information for obtaining the most value and comfort for the money one has, of what purchasing power he has. If this does not functioning that means that unstable currency is in the system. Unstable currency creates uncertainty, causing spending patterns to change. A new element enters the spending and saving equation: When to buy? What to buy? Where to save?

Due to the rational choice in managing private wealth people will start developing their own system of value in order to protect the value or they will choose a more stable foreign system.

Dollarization is one of the solution adopted by the Government as official policy option to achieve a price stability and with it overall stability of the system. Dollarization creates the prerequisites for accelerated economic growth, but it is not a substitute for economic reforms.

It appears to be a large consensus in the literature concerning this option as a solution of last resort after all other stabilization solutions have been considered. This was a case in Montenegro in nineties shortly after hyperinflation crisis led to the collapse of the economy. The adoption of the foreign currency was the mean to restore hope and confidence in the local economy.

This paper discusses: (1) Strength and weakness from the inside country perspective and opportunities and threats from out of it; (2) The macro-effects of dollarization in dollarized country; (3) What is the role of the Central Bank in dollarized economies, hence the monetary authority can not use the conventional mechanism by which it could intervene on money? Does monetary policy exist and can it matter in such situation?

*Key words: Price stability; Exchange rate; Dollarization; Reforms; Monetary policy*

## 1. Uvod

Adekvatan izbor deviznog kursa je pitanje koje već duže vrijeme predstavlja važno i otvoreno pitanje među ekonomistima, političarima i kreatorima politika. Sa promjenom pristupa makro teoriji mjenjao se i pristup u definisanju determinanti izbora deviznog kursa, također. U posljednjih šesdeset godina svjetsku praksu karakteriše postojanje različitih rešenja koja su se u datom trenutku usvajanja smatrala adekvatnim. Počev od 1945 godine i snažnog uticaja politike iz Bretton Wood -a veliki broj zemalja je usvojio fiksni režim, smatrajući ga u tom trenutku najboljim rešenjem. Tokom pedesetih i šesdesetih godina implementacija ovog režima nije postigla očekivane rezultate tako da su se do 1973 godine i kolapsa sistema iz Bretton Wood-a zvanične vlasti pojedinih zemalja okrenule fluktuirajućim režimima, stavljajući akcenat na manje ili više fleksibilnija rešenja. Krajem sedamdesetih godina kao posledica naftnih šokova koji su izazvali velika kolebanja deviznih kurseva, određen broj zemalja se ponovo vraća fiksiranju deviznih kurseva kao mogućoj politici za ponovno uspostavljanje stabilnosti sistema. Tokom devedesetih i na samom kraju dvadesetog vijeka pojedine zemlje su napravile još jedan iskorak dalje u fiksiranju deviznog režima, stvarajući monetarnu uniju i usvajajući zajedničku valutu u njenim granicama (primjer Evropske Unije) ili kao krajnji ekstrem politike, postale dolarizovane (primjer zemalja u razvoju Latino Amerike i Istočne Evrope).

Šta predstavlja odlučujući faktor koji dovede vlasti zemlje da donesu ovakvo rešenje?

Visoka stopa inflacije tj. hiperinflacija koja za posledicu ima rapidnu depresijaciju kursa, koja za posledicu ima defektno funkcionisanje cjenovnog mehanizma su osnovni motivi uvođenja ovakvog rešenja u sistem.

Nepostojanje cjenovne stabilnosti izaziva dalje anomalije u ekonomiji. Cijena koja predstavlja mjerilo vrijednosti je osnovni mehanizam u stvaranju zdravog okruženja u kojem racionalan čovjek može da donese kvalitetnu odluku o alociranju sopstvenih resursa na efikasan način. Stabilna valuta koja vodi stabilnim cijenama daje mogućnost novcu da nesmetano obavlja svoje osnovne funkcije: sredstvo plaćanja i mjerilo vrijednosti tj. jedinica za obračun. Ukoliko osnovne funkcije novca ne funkcionišu, stvara se neizvjesnost kod ljudi u odlučivanju koja unosi nove elemente u kreiranje odluka.

Individua gubi racionalni pristup o najefikasnijem alociranju svog bogatstva u strahu od obezvređivanja vrijednosti i veliki akcenat stavlja na kreiranje novog

sopstvenog sistema vrijednosti koji ce joj omoguciti da sacuva kupovnu moc novca kojeg ima.

Najbrža i najefikasnija solucija kojoj stanovništvo u ovakvim trenucima pribjegava jeste upravo supstitucija vrijednosti izražene u domacoj valuti, stranom stabilnom valutom, tj neoficijalna dolarizacija.

Oficijalna dolarizacija predstavlja zvanicnu odluku donesenu od strane vlade jedne zemlje o supstituciji domace valute stranom valutom. Osnovni cilj ovakvog rešenja je ponovno uspostavljanje cjenovne stabilnosti u sistemu koja ce omoguciti postavljanje i ostvarenje ciljeva za razvoj ekonomije kasnije. Na ovaj nacin dolarizacija postaje preduslov ekonomskog rasta i razvoja ekonomije ali ni u kom slucaju ne predstavlja substitut ili konacno rešenje za ekonomske reforme.

## **2. Termin dolarizacija i determinante uvođenja ove ideje kao zvanicne politike deviznog kursa**

Termin dolarizacija koji se u ekonomskoj teoriji ustalilo za valutnu supstituciju vodi porijeklo od prve upotrebe americkog dolara u zemljama Latino Amerike. Danas, ovaj termin ima široku upotrebu u teoriji za sve oblike valutne supstitucije, bilo da se radi o punoj ili djelimicnoj supstituciji, bilo da se radi o upotrebi razlicitih valuta u supstituciji.

Pod pojmom dolarizacija se podrazumjeva upotreba bilo koje strane valute kao zvanicnog sredstva placanja u zemlji ili paralelnog korišćenja druge valute sa domacom valutom kao mjerila vrijednosti. U najvećem broju supstitucija se koriste US dolar ili euro kao dvije najviše rasprostranjene valute u opticaju.

Postoji veliki broj dokaza iz prakse zemalja koje su se opredjelile za uvođenja ove ideje kao zvanicne politike deviznog kursa a govore u prilog postojanju slicnih faktora koji dovode do ovakvog rešenja:

1. visoka izloženost pozicija/vrijednosti u bilansu banaka i preduzeca valutnom riziku
2. prenošenje valutnog i rizika zemlje na kamatne stope
3. slabljenje monetarne kontrole nad domacim novcem zbog postojanje strane valute u sistemu
4. dominacija nominalnih nad realnim vrijednostima u ekonomiji
5. brza transmisija promjena deviznog kursa na domace cijene i plate
6. neformalno korišćenje strane valute kao riznice vrijednosti u sistemu

Veliki broj zemalja u tranziciji se suočio sa problemima koji su bili izazvani postojanjem ovakvog stanja u ekonomiji rezultirajući visokom inflacijom, niskim kredibilitetom ekonomske politike, visokim kamatnim stopama, uništenom štednjom, visokim transakcionim troškovima u nezvanicnoj supstituciji i visokim nivoom monetizacije fiskalnog duga. U ovakvom okruženju jedini cilj monetarne politike je bio uspostavljanje ponovne cjenovne stabilnosti.

Ne samo da su faktori koji determinišu uvođenje dolarizacije slični u različitim pristupima dolarizaciji u teoriji već se sve više izjednačavaju i argumente za sprovođenje komplementarnih reformi koje treba da budu sprovedene paralelno. Reforma ekonomskog sistema zahtjeva fleksibilnost domaćeg tržišta koje treba da podnese fiskalnu, finansijsku, političku i reformu tržišta rada da bi se osjetile prve koristi, tj da bi koristi od reformi sprovedenih uz dolarizacije u dugom roku nadmasile troškove tranzicije sa kojima se zemlja suočava.

### **3. SWOT analiza dolarizovane ekonomije**

Da bi prednosti i šanse dobile svoj primat nad slabostima i prijetnjama koje mogu da se dogode dolarizovanoj ekonomiji određeni preduslovi moraju biti kreirani od strane institucija koje su nadležne za sprovođenje reformi. Kao prvo, institucionalni okvir za sprovođenje reformi mora biti izgrađen. Naslijedene "sklerotične" institucije moraju biti transformisane iz osnova da bi se u svakoj sferi ekonomije stvorili oslonci za sprovođenje reformi. Bankarski sektor mora biti ojačan da bi se spriječila pojava finansijske krize usled limitirane mogućnosti Centralne banke da bude posljednje utocište "lender-of-last-resort". Fiskalne vlasti moraju voditi računa o fiskalnoj poziciji koja u odsustvu domaće valute neće izložiti vladu krizi finansiranja. Tržište rada mora biti transformisano da bude dovoljno fleksibilno da podnese privredna kolebanja i ekonomija mora biti liberalizovana, otvorena za slobodnu trgovinu robama, uslugama i kapitalom da omogući da kroz konkurenciju dođe do integrisanja domaćeg tržišta sa ostatkom svijeta kao preduslovom razvoja zemlje. U suprotnom, velike su šanse da opasnosti i slabosti nadvladaju i stvore još veće probleme za tvorce reformi.

Sledeca tabela pokazuje analizu iz perspektive dolarizovane ekonomije,  
Tabela 1- SWOT

<p><b>Strength</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Jacanje nezavisnosti Centralne Banke u odnosu na fiskalne vlasti</li> <li>2. Povecanje kredibiliteta</li> <li>3. Smanjenje inflacije– stabilnost cijena</li> <li>4. Smanjenje kamatnih stopa</li> <li>5. Budžetska disciplina</li> </ol>	<p><b>Weakness</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Limitirane mogućnosti za vodjenje monetarne politike</li> <li>2. Gubitak Seignorage</li> <li>3. Otkriven fiskalni deficit</li> <li>4. Moguce smanjenje likvidnostiu platnom sistemu</li> <li>5. Nepostojanje uloge Centralne banke kao poslednjeg utocišta za banke</li> </ol>
<p><b>Opportunities</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Eliminacija valutnog rizika</li> <li>2. Smanjen rizik zemlje</li> <li>3. Smanjenje transakcionih troškova</li> <li>4. Povecanje spoljne trgovine</li> <li>5. Rast FDI</li> </ol>	<p><b>Threats</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Deficit platnog bilansa</li> <li>2. Nepostojanje politike deviznog kursa kao instrumenta za ublažavanje vanjskih šokova</li> <li>3. Povecanje zaduženosti zemlje</li> </ol>

#### 4. Rezultati dolarizacije na makro indikatore

##### i. Novcana masa.

U dolarizovanim ekonomijama kolicina novca u ekonomiji je određena tražnjom za novcem, a ne ponudom Centralne banke. U ovakvoj situaciji ponuda i tražnja za novcem se određuju pod uticajem tržišnih snaga bez vještackih deformacija. Tražnja za novcem je determinisana potrebama stanovništva i privrede da troše ili da štede. Valutna supstitucija donosi direktni uticaj rezultata bilansa placanja na novcanu masu kako kroz tekuci racun (bilans roba i usluga) tako i kroz kapitalni i finansijski racun (trgovina finansijskim sredstvima i uzimanje/davanje kredita).

##### ii. Mogucnosti prilagodavanja na eksterne šokove

Mogućnosti dolarizovane ekonomije na prilagodavnje na šokove koji dolaze iz okruženja, bilo da se radi o naftnim cijenama ili bilo kojoj drugoj robi su ogranicene

u potpunosti sa potpunim gubljenjem politike deviznog kursa. Suocena sa ovakvim šokovima zemlja, ekonomija mora da se nosi sa stvarnim gubitcima/dobitcima bez mogućnosti ublažavanja kroz prilagodavanje kursa. Dolarizovan sistem posluje po tržišnim principima bez mogućnosti za direktno intervenisanje od strane vlade. Naravno, sa izuzetkom politike deviznog kursa postoje alternative za prilagodjavanje koje ostaju na raspolaganju u situacijama asimetričnih šokova i deficita platnog bilansa: povećanje kapitalnih priliva u ili/iz zemlje; smanjenje fiskalnog deficita; smanjenje cijena i (rijetko) plata. Sistem se sam kreće ka novoj ravnoteži kroz uskladjivanja na tržištu

iii. Inflacija.

Niska stopa inflacije je veoma često osnovni cilj uvođenja dolarizacije i veoma često karakteriše ove ekonomije nakon određenog vremena od usvajanja valutne supstitucije. Ona je rezultat nepostojanja viška ponude novca kreiranog od strane centralne banke kao i nemogućnosti monetizacije (finansiranje deficita kroz štampanje novca) fiskalnog deficita.

Nakon inicijalnog udara na cijene izazvanih strukturnim reformama nivo cijena u ekonomijama sa valutnom supstitucijom je rezultat povećanja/ smanjenja protekcionističkih mjera, poreza u domaćim politikama ili kao uvezena inflacija kroz cijene uvezene robe.

iv. Integracija u međunarodno okruženje.

U koliko dolarizovana ekonomija ne odmakne dalje od valutne supstitucije velike su šanse da se prednosti koje ovaj režim nosi nikada neće ispoljiti. U ovom slučaju to znači da domaća zemlja koristi istu valutu ali da nije integrisana u ekonomske tokove koji postoje sa zemljom ili zemljama čiju valutu koristi. Sa ciljem ostavljanja ekonomske integracije, zemlja mora dozvoliti međunarodnu konkurenciju na svim tržištima u domaćoj ekonomiji bez ikakve diskriminacije. Liberalizacija, međunarodna integracija i konkurencija u početku nosi prednosti za naprednije aktere na tržištu ali ujedno i otvara mogućnosti za manje uspješne da otkriju svoje šanse. Slobodan protok ljudi, kapitala i dobara povećava konkurenciju i stvara mogućnost da se tokak progresa zakotrlja.

Osim stabilizacije domaće ekonomije integracije, naročito finansijske integracije povećavaju kvalitet finansijskog sistema otvarajući domaćim potrošačima mogućnost pristupa međunarodnom tržištu i ponudi koja je već prošla međunarodnu konkurenciju. Pristup međunarodnim sredstvima može ublažiti nedostatak domaće akumulacije i smanjene likvidnosti tj ublažiti nedostatak uloge centralne banke kao zajmodavca posljednjeg utocišta.

v. Finansijsko posredovanje.

Sobzirom da su poslovne banke isključivo orjentisane profitom i sopstvenim rizikom poslovanja one postaju indiferentne između transakcija na domaćem i stranom tržištu. Sa nedostatkom valutnog rizika ne postoji ni mogućnost korekcije vrijednosti portfolia pod uticajem promjene deviznog kursa. Banke su odgovorne za svoje poslovanje i samostalno snose rizik poslovanja bez mogućnosti širenja neuspjeha na ostale banke u sistemu. Jaka supervizija u zemljama u tranziciji primorava banke na samo-regulaciju i na taj način efektivnu kontrolu rizika poslovanja.

vi. Devizne rezerve

Stvaranje deviznih rezervi nije obavezna politika Centralne banke sobzirom da je njihova osnovna funkcija očuvanje i održanje nivoa deviznog kursa. Jedini cilj stvaranja ovih rezervi je odluka monetarnih vlasti za povećanje kredibiliteta finansijskog tržišta.

U dolarizovanim ekonomijama ne postoji obaveza vlade da vrši platnobilansno prilagodavanje kroz kratkoročno zaduživanje za podršku valute. Fluktuacije u balansu placanja su rezultat odluka privatnog sektora i one se vremenom uskladjuju pod uticajem tržišta.

vii. Fiskalni deficit.

Korišćenje stabilne valute razotkriva fiskalnu poziciju i dovodi do uvođenja veće fiskalne discipline. Nedostatak domaće proizvodnje novca vodi ograničenju javnih rashoda na nivou raspoloživih fiskalnih prihoda (tvrdo budžetsko ograničenje). Pozicije koje kreiraju nepotrebne troškove su jasno indentifikovane, smanjenje deficita i upotreba fiskalne politike postaje primarni cilj ukupne reforme sistema u nedostatku instrumenata monetarne politike

viii. Karakteristike tržišta rada

Strukturne reforme koje se u dolarizovanim ekonomijama sprovode zahtjevaju visoku fleksibilnost tržišta rada. Veoma je česta pojava da se upravo u ovim ekonomijama kao posledica tranzicije sistema javlja suprotna pojava – nefleksibilno tržište koje se ogleda u visokoj stopi nezaposlenosti. Nezaposlenost u zemljama u tranziciji je najčešće strukturnog karaktera. Ponuda rada ne odgovara tražnji jer dolazi do promjene u strukturi ponude. Sve više se traže nova znanja koja se ne nude na tržištu.



## 6. Monetarna politika: Šta je uloga Centralne banke u dolarizovanim ekonomijama? Da li monetarna politika postoji i da li ima uticaja na realne tokove?

Uprkos cinjenici da su mogućnosti za vodenje monetarne politike u dolarizovanim ekonomijama smanjene ona još uvijek ima svoju ulogu i znacaj. Prvo, u povećanju kredibiliteta finansijskog sektora i drugo, jacanje i razvijanje bankarskog sektora kroz kreiranje institucionalnog okvira i kvalitetnu superviziju.

U periodu ukupnih reformi sistema monetarna politika ima za cilj postizanje finansijske stabilnosti ali i dalje ostaje otvoreno pitanje da li je adekvatno rešenje i vodenje politike koja ce za rezultat imati uticaj na realna kretanja.

Sledeca tabela daje prikaz mogućih instrumenata i ciljeva monetarne politike

Instrumenti monetarne politike	Operativni cilj	Posredan cilj	Osnovni cilj monetarne politike
Stopa obavezne rezerve	Reserve Centralne banke	Ponuda novca	Inflation
Diskontna stopa		Kamatna stopa	Nezaposlenost, Dohodak
Operacije na otvorenom tržištu			

U koliko se uzme kao pretpostavka da su inflatorna ocekivanja u ekonomiji niska tj. da se cijene formiraju po uticajem tržišnih snaga, zagovornici dolarizacije i dalje tvrde da su instrumenti kao što su stopa obavezne rezerve, diskontna stopa i operacije na otvorenom tržištu i dalje na raspolaganju centralnoj banci kao moguća rešenja za stimulisanje ekonomije i uticaj na varijable kao što su dohodak i nezaposlenost.

Ovaj članak diskutuje uticaj operacija na otvorenom tržištu na realnu ekonomiju na jednostavnom modelu determinacije ponude i potražnje novca

Ponuda novca je determinisana kao novac u opticaju (C) plus depoziti po vidjenju (D):

$$M=C+D \quad (1)$$

$cu=C/D$  je racio gotovog novca u odnosu na depozitni novac determinisan od strane stanovnistva. ( Na pojedincima je odluka koliko ce novca da drže u gotovini a koliko u bankama).

“High powered money” vruc novac je jednak gotovini plus ukupne reserve u bankama (TR):

$$H=C+R \quad (2)$$

Kombinujuci 1 i 2 ( $C=cu*D$ ;  $M=cuD+D$ ) daje:

$$M=(cu+1)D \quad (3)$$

Ukupne reserve u bankama cine izdvojena obavezna rezerva ( $kD$ ) plus višak rezervi koje banke samostalno drže (ER):

$$TR=kD+ER \quad (4)$$

Odnos izmedu ukupnih rezervi i depozita je dat raciom  $re=TR/D$ , tada

$$H=cuD+reD \Rightarrow H=(cu+re)D \quad (5)$$

Odnosno

$$M/H=(cu+1)/(cu+re) \Rightarrow M=(cu+1)/(cu+re)H \quad (6)$$

Izraz na desnoj strani predstavlja jednacinu ponude novca

Izraz  $M/H=(cu+1)/(cu+re)$  je novcani multiplikator. Napisan ovako on predstavlja samo jednacinu a da bi dobio ekonomski znacaj treba definisati šta ga determiniše.

Uobicajna pretpostavka je da je ne-kriznom periodu  $cu$  konstantan.

$re$  je determinisan stopom obavezne reserve koju određuje Centralna banka I

kolicinom raspoloživih sredstava-rezervi za plasiranje tj.  $TR=kD+ER$

gdje je  $ER/D$  funkcija kamatne stope ( $R$ ). (povećanje  $R$  povećava interes banke da plasira sredstva u kamatonosnu aktivu tako da je  $e=(R) < 0$

$$ER/D=e(R) \quad (7)$$

Kombinujuci 4 i 7 dobija se

$$TR/D=re=k+e(R) \quad (8)$$

Što implicira da veća kamatna stopa, niži  $e(R)$  i niži  $re$ .

Kombinujuci 8 i 6 daje novu jednacinu novcanog multiplikatora I novcane mase:

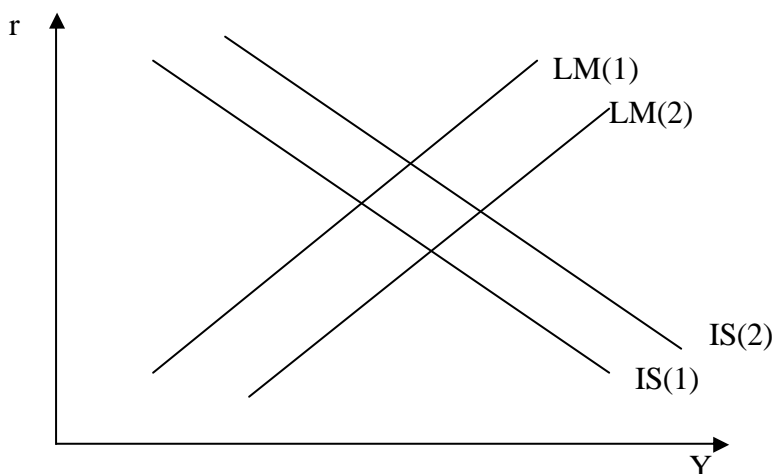
$$M/H = (cu+1)/(cu+(k+e(R))) \Rightarrow M=(cu+1)/(cu+(k+e(R)))H \quad (9)$$

Ukljucujuci se u operacije na otvorenom tržištu Centralna banka može uticati na ponudu novca. Kupovinom hartija od vrijednosti, povećava novcanu masu i može uticati na smanjenje kamatne stope. Obrnut process je u slucaju kupovine hartija od vrijednosti.

Uticaj novcanih tokova na realne tokove objašnjava se klasicnim IS-LM modelom

### IS-LM model

Odnos između ponude i tražnje novca može biti predstavljen LM krivom  
Odnos između kamatne stope i dohotka Y je prikazan IS krivom



Graph1: Ravnoteža u IS-LM modelu

IS-LM model graficki pokazuje kako povećanje ponude novca LM(2) kroz prodaju hartija od vrijednosti utice na ekonomsku aktivnost. Povećanje vrućeg novca povećava ponudu novca, smanjuje kamatnu stopu što stimuliše potrošnju i investicije što vodi povećanju tražnje, povećanju proizvodnje i dohotka IS(2).

Uz pretpostavku da ne postoje inflatorna očekivanja nova ravnoteža se postiže na većem nivou dohotka i nižoj kamatnoj stopi.

U dolarizovanim ekonomijama, sobzirom da ne postoji mogućnost štampanja novca, operacije na otvorenom tržištu su limitirane u granicama rezervi Centralne banke. Osnovni cilj korišćenja ovog instrumenta je stimulisanje ekonomije i podsticanje konkurencije, sa rezultatima u kratkom roku. Iz perspektive dugog roka ovaj efekat se gubi i ravnoteža se uspostavlja shodno tržišnim snagama ponude i tražnje tj. na nivou cijena koje čiste tržište.

## 7. Zaključak

Dolarizacija je pojava u ekonomiji relativno kratke istorije kako u teoriji tako i u praksi. Iz ovog razloga je potrebno još neko vrijeme da bi se stvorili emirijski podaci koji bi podržali čvrste tvrdnje iz ove oblasti. Ono što praksa u velikom broju dolarizovanih zemalja pokazuje jeste da je cilj ove odluke vlasti koje je sprovode mogućnost pronalaženja nove alternative za stabilizaciju ekonomskog sistema kada su već sve druge mogućnosti isprobane. Supstitucija valute je sredstvo da se ponovo vrati povjerenje i nada u sistem. Uvodjenje dolarizacije predstavlja prvi korak u sprovođenju ukupnih ekonomskih reformi koje će transformisati ekonomiju. Naravno cilj ovakvih institucionalnih reformi jeste rezultat na mikro nivou u vidu povećanja efikasnosti sistema i smanjenje imperfektnosti kreiranih u periodu prije reformi.

### Literatura:

1. Eduardo Levy Yeyati and Frederico Sturzenegger, 2003, "Dollarization: Debates and policy alternatives", Massachusetts Institute of Technology
2. Edward B. Flowers and Francis A. Lees, 2002, "The Euro, Capital Markets and Dollarization", Rowman & little field publishers, INC
3. Louis-Philippe Rochon and Mario Seccareccia, 2003, "Dollarization: Lessons from Europe and the America", Routledge International Studies in Money and Banking
4. Marc A. Miles, 2004, "The road to prosperity", The Heritage Foundation
5. Veselin Vukotic, Makroekonomski racuni I modeli, 2001, Posebna izdanja
6. Walsh, Monetary Theory and Policy, .
7. <http://users.erols.com/kurrency/basicsup.htm>
8. IMF. 1999. International Monetary Fund. "IMF Economic Forum. Dollarization: Fad or Future for Latin America?" Transcript, available online at < <http://www.imf.org/external/np/tr/1999/TR000624.HTM> >.

9. Moreno-Villalaz, Juan Luis. 1999. "Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration." *Cato Journal*, v. 18, no. 3, Winter, pp. 421-39. Available online at
10. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj18n3/cj18n3-12.pdf>
11. <http://users.erols.com/kurrency/>

Mr Slobodan Lakic

## Implikacije derivata na efikasnost monetarnog i deviznog menadžmenta

### Abstract

Theoretically, derivatives trading speeds up transmission to financial asset prices, but changes in the transmission to the real economy are ambiguous. There is a weaker response of output, and hence inflation, to policy shocks. However, the empirical evidence does not support the theoretical assertion that output and inflation response may be weaker and more lagged. Central banks use currency options to lower exchange rate volatility and maintain (implicit) target zones in foreign exchange market. Attention must be paid to the dynamic hedging activities by market makers who assume the opposite side of the central bank in the option market. Under certain conditions, the central bank sell options could lower exchange rate volatility, may boost the credibility of an exchange rate target zone and could have lower expected costs than spot market interventions, but exposes the central bank to an unlimited loss potential. The dominant objectives of the central banks in using foreign exchange swaps are to affect domestic liquidity, manage their foreign exchange reserves, and stimulate domestic financial markets. One method for sterilizing capital inflows is to do a foreign exchange swap in which the central bank agrees to sell foreign exchange against the domestic currency and simultaneously agrees to buy it back at specified date in the future, using the forward exchange rate.

*Key words: financial derivatives, monetary policy transmission, (structural) vector autoregression, (synthetic, dynamic) hedging, market makers, central bank intervention, currency options, foreign exchange swaps, sterilization*

Najveća pojedinačna inovacija na globalnim finansijskim tržištima za posljednjih pedeset godina bila je pojava i spektakularan rast tržišta derivativa zadnjih petnaestak godina. Iznenađujuće prisustvo derivativa izgleda da je zateklo centralne banke. Nekoliko banaka, uključujući Fed, BIS, Bundesbanku, sredinom devedesetih ozbiljno je pristupilo istraživanju uticaja derivativa na rezultate monetarne politike. Kada su u pitanju industrijske zemlje, značajan problem može predstavljati odsustvo definitivnog zaključka koji se tiče uticaja rapidnog rasta derivativa na monetarnu politiku. Stoga, pitanje koje se postavlja je kako se transmisija monetarne politike mijenja uz prilično velika tržišta derivativa. Vezu finansijskih derivativa i centralne banke, odnosno monetarne politike, posebno su analizirali *Froot (1993), Edwards* i

*Mishkin (1995), Vrolijk (1997), Hunter (1999), Rule (2001), Bank for International Settlements* u svojim studijama<sup>33</sup>, i drugi.

## **1. Posljedice funkcionisanja tržišta derivativa na sprovođenje monetarne politike**

Opšte je slaganje među analiticarima centralnih banaka da rast derivativa utice na način na koji se sprovodi monetarna politika. Derivativi su, prema istraživanjima, imali fundamentalan uticaj na tradicionalne kvantitativne indikatore monetarne politike kao što su monetarni i kreditni agregati. Pritom, trebalo bi ukazati na sljedeća dva uticaja.

*Prvo*, derivativi uticu (mijenjaju) na tražnju novca, pri čemu strukturne promjene tražnje novca povećavaju neizvjesnost vezanu za funkciju tražnje novca, mijenjajući tradicionalno sprovođenje monetarne politike (Hunter, 1999; str. 20-23). Prije svega, reduciraju transakcionu, opreznosnu i špekulativnu tražnju novca omogućavajući efikasno upravljanje rizikom i inovativne investicione strategije koje su povezane sa tržišnim događanjima. Dalje, smanjuju transakcione troškove na finansijskim tržištima omogućavajući ekonomskim agentima da operišu sa manjim transakcionim sredstvima. Konacno, omogućavaju da se informacije trgovaca derivativima reflektuju na postojećem tržištu transakcionog novca, budući da arbitraža između derivativnih tržišta i tržišta gotovinskih sredstava omogućava povezanost cijena na ovim tržištima<sup>34</sup>.

*Drugo*, generalna upotrebljivost širih monetarnih agregata bila je pod nepovoljnim uticajem rasta tržišta derivativa. Naime, nizak trošak hedžinga cijene ili rizika kamatne stope državnih hartija (npr.) smanjio je rizike koji se odnose na ove hartije, čime su one transformisane u snažne konkurente tradicionalno kamatonosnim komponentama širih monetarnih agregata. Ovakva kretanja su ključni faktor erodiranja ranije stabilne veze monetarnih agregata i nominalnog GDP. Primjer su SAD (M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> i ukupni kredit) i Njemačka (M<sub>3</sub> i relevantni makroekonomski targeti).

Pojava derivativa ucinila je složenijom implementaciju monetarne politike, mada razvoj tržišta derivativa ne bi trebalo da utice na sposobnost centralnih banaka da

---

<sup>33</sup> Direktni uticaj finansijskih tržišta na transmisioni mehanizam monetarne politike analiziran je u radu: "The Influence of Structural Changes on Market Functioning and its Implications for Monetary Policy: A Focus on the Euro Area", L. Clerc, F. Drumetz, and F. Haas, 2002; BIS Papers No.12. Analiza uticaja na politike centralnih banaka uključuje pitanje da li bi monetarna politika trebala da reaguje na finansijske cijene (cijene aktive), potrebu za novim indikatorima monetarne politike, neka nova pitanja koja se odnose na transmisioni mehanizam, pitanja operativne implementacije monetarne politike i novu ulogu za komunikaciju centralne banke.

<sup>34</sup> Kao rezultat pomenute veće informacione efikasnosti, spred na postojećem tržištu transakcionog novca je sužen, čime se smanjuju transakcioni troškovi i reducira tražnja za "užim" (*narrow*) novcem.

uspostave zamišljeni nivo kratkorocnih kamatnih stopa. Zbog njihovog prodornog uticaja na finansijske transakcije, derivativi mogu uticati i na promjenu tražnje banaka za sredstvima (rezervama) centralne banke, cime se iziskuje preuspitivanje akcija monetarne politike. Medutim, sve dok postoji pozitivna tražnja za sredstvima centralne banke, centralne banke bi trebalo da imaju nacine da kontrolišu kratkorodne kamatne stope, kao efikasan instrument monetarne politike.

Postoji poprilično neslaganje o efikasnosti monetarne politike u svijetu sofisticiranih finansijskih derivativa, koji mogu reducirati uticaj monetarne politike na realnu ekonomsku aktivnost. To znaci da dati iznos monetarnih stimulansa može imati slabiji efekat<sup>35</sup>. Takode, povecavajući likvidnost, dubinu, fleksibilnost i transakcionu efikasnost finansijskih tržišta, derivativi povecavaju brzinu kojom se akcije monetarne politike transmituju kroz finansijski sistem. Niži transakcioni troškovi i ublažavanje poteškoca, kao rezultat derivativnih aktivnosti, povecavaju stopu kojom se nove informacije, ukljucujuci i akcije monetarne politike, uracunavaju u tržišne cijene u smislu njihovih korekcija.

Dalje, tržišta derivativa omogucavaju efikasniji mehanizam za pojacanje (ubrzanje) informacione transmisije, reduciranje informacionih asimetrija, uz dalji uticaj na realne efekte akcija monetarne politike. Djeluju i kao mehanizam za širenje šokova u ekonomiji kao cjelini. Jasno je da se radi o prednostima ili nedostacima kada se to tice sistemskog rizika. Do stepena kada derivativi smanjuju snagu monetarne politike, monetarna politika može da postane slabije orude za kontra-ciklicnu stabilizacionu politiku. Medutim, ako derivativi doprinesu da je ekonomija efikasnija, samoregulirajuca, da se odupire šokovima, bice manje potrebe za kontra-ciklicnom monetarnom politikom (Hunter, 1999; str. 23).

## **2. Uticaj derivativa na kanale transmisije monetarnih impulsa**

Derivativi uticu na efikasnost finansijskog tržišta, nudeci ne samo nova sredstva za posredovanje investicijama i štednjom vec i moguće promjene uticaja šokova monetarne politike na realnu ekonomiju. Upotreba derivativa veceg obima rezultira vecom tržišnom efikasnošcu, a koristi proisticu iz tri finansijske karakterisitke derivativnih instrumenata: hedžing, visoki leveridž i supstituabilnost aktiva. Najpozitivniji aspekt derivativa, njihovim razmatranjem u tzv. igri nulte sume (*zero-sum game*), je njihova sposobnost da precizno targetiraju rizik koji ce biti redistribuiran. Ipak, ovaj rizik redistribucije preko derivativa može prouzrokovati nepovoljne efekte na tržištima kapitala: proširena cjenovna kretanja, sistemski rizik i nepovoljna globalna kretanja kapitala.

---

<sup>35</sup> Na primjer, postojanje deviznih derivativa, prema Hanteru, može umanjiti sposobnost centralnih banaka da uticu na devizne kurseve.



Uključivanje derivativa u analizu obuhvatilo bi kombinaciju tekućeg obima derivativnih tržišta i rizika i mogućnosti za hedžing cijena (koje nude derivativi), sa mogućim promjenama u transmisiji i efektima monetarne politike. Uticaj derivativnog trgovanja na transmisiju monetarne politike može se analizirati odvojeno za finansijska tržišta i realnu ekonomiju. Kada su u pitanju finansijska tržišta, teorija sugerise da trgovanje derivativima velikog obima ima marginalne efekte na transmisiju monetarne politike, sa neznatnim ubrzanjem transmisije duž višestrukih tipova aktive, što potvrđuju i empirijski rezultati<sup>36</sup>. Teorijski zaključak za realnu ekonomiju je nejasniji (neodređeniji) što se tice neto efekta. Analiza tri glavna kanala monetarne politike – kanala kamatne stope, kreditnog kanala i deviznog kanala, sugerise da uticaj na realnu ekonomiju može sveukupno biti slabiji, da počinje ranije, traje nešto duži vremenski period, u odnosu na ekonomije bez tržišta derivativa. Empirijski rezultati ovo ne potvrđuju, što se može vidjeti i iz analize *Vrolijk-a* (1997).

S jedne strane, derivativi nude nove kanale za transmisiju prema ekonomiji, a s druge, dramatično mijenjaju uobicajeni transmisioni mehanizam. Kao i ostala finansijska tržišta, i tržišta derivativa su pod pracenjem monetarne politike. To rezultira novim transmisionim kanalima, mada se postavlja pitanje znacaja uticaja novih kanala na realnu ekonomiju. Kako derivativi mijenjaju cjelokupnu finansijsku strukturu, moguće su znacajne promjene tradicionalnih transmisionih mehanizama. Prema analizama (Izvještaju) *Bank for International Settlements* (1994), promjene monetarne politike transmituju se mnogo brže preko finansijskog tržišta. Takode, bolja tržišna efikasnost i supstituabilnost aktiva zbog derivativa doprinosi bržem transmitovanju akcija monetarne politike na sve cijene aktive<sup>37</sup>. Ukoliko se, pak, analiza nastavi ka realnoj ekonomiji javlja se problem dublje ekonomske analize uz empiriju. Izvještaj BIS ukazuje da efikasnost monetarne politike da kontroliše stope inflacije ostaje nepromijenjena, ali se tajming reakcije ekonomije može promijeniti.

## 2.1 Kanal kamatne stope i efekti cijena ostalih aktiva

Implicitna pretpostavka je da cijene (i zarade) prikazuju barem kratkorocne rigidnosti, tako da promjena nominalne kamatne stope prouzrokuje povremenu

---

<sup>36</sup> Vidjeti detaljnije: Vrolijk, 1997; i Edwards/Mishkin, 1995.

<sup>37</sup> Derivativi mogu uticati na transmisiju monetarne politike na finansijskim tržištima na nekoliko nacina: a) derivativna tržišta i postojeća tržišta se bitno povezuju; b) tržišta derivativa povecavaju velicinu tržišta izraženo u vrstama hartija, pružajući nove cjenovne informacije; c) derivativi mogu znacajno izmijeniti medunarodnu transmisiju cineci arbitražu manje skupom i jednostavnijom (otvorenijom). Jednostavno receno, derivativi povecavaju potpunost ("savršenost") finansijskih tržišta.

promjenu realne kamatne stope<sup>38</sup>. Da bi se najjasnije razumio uticaj derivativa na realnu aktivnost, posebno na potrošnju i investicionu tražnju, najjednostavnije je podijeliti kanal kamatne stope na supstitucioni, dohodni i imovinski efekat.

*Supstitucioni efekti.* Usljed povecanja kamatne stope, agenti supstituišu štednju zaduživanjem, uz privremeno smirivanje potrošnje. Investicione odluke se ponovo procjenjuju uz vece cijene kapitala. Uzimajući u obzir buducu investicionu potrošnju, efekat rasta kamatnih stopa na investiranje uvijek je negativan i nije podesan za hedžing. Stepem uticaja zavise od preferenci agenata, posebno njihove sposobnosti za privremenom supstitucijom zaduživanja i štednje. Uz upotrebu strukturisanih derivativa poput opcija i fjučersa, hedžer može “zaključati” tekucu kamatnu stopu za potencijalne buduće potrebe za finansiranjem, mada postoji i dalje nekoliko neizvjesnosti bez hedžinga: ucestalost investicija, nepoznanica sa tacnim tajmingom investicija, nedostatak istinitih podataka. Osnovni razlog za upotrebu derivativa (za rizik supstitucije) je u tome da je trgovanje opcijama sa spot kamatnim instrumentima likvidnije nego na spot tržištu, a i manji su zahtjevi za kapitalom. Ipak, kako *Vrolijk* (1997) zaključuje, derivativi mogu imati samo marginalan uticaj na smanjenje efekta supstitucije. Vecina firmi i domacinstava suocice se sa povecanom cijenom kapitala za buduće investicione izdatke, i to istovjetno sa ili bez derivativa. Takode, pošto su promjene cijena aktive brže uz derivative, kada su u pitanju nelikvidnije aktive agenti su ranije suoceni sa uticajem.

*Dohodni efekti.* U pitanju je promjena dohotka (ili tokova transakcionog novca) povezana sa promjenama kamatne stope, što znaci da je primarni efekat na likvidnost agenta. Smjer dohodnog efekta zavisi od neto holdinga aktiva i pasiva. Neto štediše prihvataju pozitivan imovinski efekat slijedeci povecanje kamatne stope, dok neto dužnici imaju negativan dohodni efekat. Najveca pojedinačna promjena u transmisionom mehanizmu prouzrokovana derivativima je sposobnost agenata da izvrše hedžing dohodnog efekta povezanog sa fluktuacijama kamatne stope<sup>39</sup>. Sposobnost da se izvrši hedžing dohodnog efekta podrazumijeva da derivativi mogu rezultirati neadekvatnim uticajem monetarne politike. Medutim, usljed brže transmisije impulsa monetarne politike na cijene aktive, rizik držanja i nezašticeni (bez hedžinga) agenti pod bržim su uticajem negativnog dohodnog efekta. Derivativna tržišta, stoga, prouzrokuju dvostruku promjenu dohodnog efekta, pri cemu je njihov zbir nejasan (empirijski nedokazan). Prvo, dohodni efekat pocinje ranije i drugo, efekat je slabiji. Dodajmo i da se kod agenata sa neuparenim dospijecem dohodni efekat pojavljuje sa odgodenim rokom. Trebalo bi ocekivati da

---

<sup>38</sup> Naglasak je ovdje na promjeni realne kamatne stope i posebno na dugorocnim kamatnim stopama sa rokovima koji se poklapaju sa investicionim odlucivanjem, s obzirom da bi povecanje nominalne kamatne stope bez sumnje imalo manji efekat na investicije.

<sup>39</sup> Uticaj kamatnim stopama zašticenih agenata je znacajan. Vidjeti detaljnije: BIS Survey of Central Banks.

je reagovanje agregatne tražnje promijenjeno i umanjeno, a moguće i prošireno sa većim zakašnjenjem.

*Imovinski efekti.* Dohodni i imovinski efekti su međusobno povezani (slični) budući da je imovina jednaka (predstavlja sumu) diskontovanom budućem neto dohotku. Prisutna su dva načina kojima se imovina može mijenjati: promjenama u tokovima dohotka i promjenama diskontnog faktora. *Vrolijk* (1997) se u svojoj analizi fokusirao na promjene neto vrijednosti izazvane promjenom cijena, ali ne i na promjene tokova dohotka. Usljed sniženja cijena opada vrijednost imovine, čime se redukuje potrošnja. Tipovi cijena koji su razmatrani uključuju obveznice, akcije i nekretnine. Dohodni efekti se odnose na promjene tokova uzrokovanih posjedovanjem aktiva, a imovinski efekat je determinisan promjenom vrijednosti aktive. Ukoliko se uzme u razmatranje model životnog ciklusa potrošnje *Modigliani-a* (1971), pad vrijednosti imovine dovodi do direktnog pada prosječne potrošnje, čime se smanjuju troškovi investiranja a time i agregatna tražnja. Hedžing tehnike usmjerene protiv štetnih imovinskih efekata identične su onim za hedžing nepovoljnih dohodnih efekata, posebno za finansijske aktive. Opcije, na primjer, daju holderima mogućnost da izvrše hedžing prema padu cijena akcija, mada je hedžing promjena cijene nelikvidnih aktiva kao što su nekretnine izuzetno rijedak. Analize BIS ukazuju da je mnogo slabiji imovinski nego dohodni hedžing. Kako uglavnom imovinski efekti potiču od promjena cijena nelikvidnih aktiva koje ne mogu biti pod hedžingom, prisustvo derivativnih tržišta neće značajno izmijeniti transmisioni mehanizam preko imovinskog efekta.

## 2.2 Kreditni kanal

Ovaj kanal proizilazi usljed asimetričnih informacija i skupog sprovođenja ugovora na kreditnim tržištima. Iako se može dalje podijeliti na kanal bankarskog kreditiranja i kanal bilansa stanja, teško je prema pojedinim autorima (*Bernanke* npr.) empirijski razlikovati ova dva aspekta.

*Efekat bankarskog kreditiranja.* Kanal bankarskog kreditiranja zavisi od banaka koje imaju posebnu ulogu kao isključivi izvor finansiranja manjih firmi<sup>40</sup>. Veće firme sa direktnim pristupom tržištima kapitala nisu pod uticajem ovog kanala, a u stvari postoji dovoljno dokaza koji pokazuju da su i male firme sve više van tog uticaja. *Edwards* i *Mishkin* (1995) su pružili dokaz o padu tradicionalnog bankarskog kreditiranja prouzrokovanog finansijskim inovacijama. Derivativi su doprinijeli finansijskim inovacijama pružajući dodatne pristupe sredstvima, ali su smanjili važnost kanala bankarskog kreditiranja. Ovaj rezultat se alternativno može pripisati hedžing mogućnostima dostupnim zajmodavcima kao što su S&L (*savings and loan*)

---

<sup>40</sup> Dakle, kontrakciona monetarna politika smanjuje lancano bankarske rezerve, depozite, iznos raspoloživog zajma, čime se utiče direktno na male zajmo tražioce i reducira investiranje.

institucije. Upotreba derivativa omogućava ovim institucijama da pouzdano izvrše hedžing dugorocnog kreditiranja, kao i da “kreativno” zaobidu kontrakcionu politiku sekjuritizacijom aktiva, što rezultira manjom ranjivošću na šokove politike<sup>41</sup>.

*Efekat bilansa stanja.* Kanal bilansa stanja funkcioniše preko promjena imovine agenata, a sličan je u mnogim aspektima imovinskom efektu koji funkcioniše preko kanala kamatne stope. *Bernanke* i *Gertler* (1995) smatraju da za razliku od kanala bankarskog kreditiranja, finansijske inovacije imaju mali uticaj na kanal bilansa stanja. Na kratak rok, do dospijeca derivativnih ugovora, agenti mogu izvršiti hedžing prema padu neto vrijednosti usljed promjena cijene aktive. Neto rezultat znaci da se agenti i dalje suocavaju sa povecanom cijenom kapitala, cak i ukoliko su nivoi kolaterala van uticaja. Tako derivativi nude mogucnost otklanjanja efekta bilansa stanja, što je suprotno stavovima *Bernanke*-a i *Gertler*-a. Kao i u slucaju dohodnog efekta, i ovo može poslužiti da se oslabi uticaj monetarne politike.

### 2.3 Kanal deviznog kursa

Kada je u pitanju krajnji transmisioni kanal monetarne politike (ne-domaci) javljaju se dva efekta koja su povezana sa ovim kanalom: klasicni efekat neto izvoza i efekat pariteta kamatne stope.

*Efekat neto izvoza.* Kontrakcija u formi povecanja kamatne stope privlaci inostrani kapital, apresirajuci devizni kurs. Veci devizni kurs cini domace robe relativno skupljim u odnosu na robe iz inostranstva, cime se smanjuje neto izvoz i snizava output. Efekat neto izvoza dovodi do promjene nominalnog i realnog deviznog kursa. Kada je u pitanju nominalni devizni kurs, i izvoznici i uvoznici na veliko mogu izvršiti hedžing fluktuacija nominalnog deviznog kursa na kratak rok. Uz visok stepen hedžinga nominalnog deviznog kursa utemeljenog na proizvodacima, smanjuje se uticaj ovog transmisionog kanala. Fluktuacije realnog deviznog kursa su znatno teže za hedžing, pogotovo ukoliko iza njih stoje promjene nivoa relativnih cijena. U tom slucaju postoji supstitucionni efekat, koji nije sasvim podložan hedžingu upotrebom trenutno raspoloživih derivativa. Cak i kada se promijeni realni devizni kurs usljed promjena nominalnog deviznog kursa, a agenti izvrše hedžing tokova gotovinskog novca koji potice iz inostranstva, ne mogu izvršiti hedžing supstitucionog efekta koji je povezan sa promjenom realnog deviznog kursa (Vroljik, 1997, str. 22).

---

<sup>41</sup> Trebalo bi napomenuti da postoje razlike u rezultatima pojedinih analiza. Na primjer, prema studijama Bundesbanke (1994) bankarsko kreditiranje je bilo glavni izvor finansiranja u Njemackoj i male i velike firme ne mogu izvršiti hedžing prema fluktuacijama kamatnih stopa usljed promjena u raspoloživosti zajmova. S druge strane, Izvještaj BIS (1994) sugerise da cak i u univerzalnom bankarskom sistemu Njemacke firme mogu izvršiti hedžing promjena kamatne stope u dužem periodu.

*Efekat pariteta kamatne stope.* Paritet kamatnih stopa transmituje domacu politiku vani, a stranu u zemlji. Pokriveni paritet kamatne stope, upotrebom valutnih forwardsa, izgleda da dobro funkcioniše. Pojavljivanje OTC valutnih tržišta u velikom obimu pojacava snagu pokrivenog pariteta kamatne stope i, preko veze derivativnih tržišta ka spot tržištima, u krajnjem ce osnažiti nepokriveni paritet kamatne stope. Sposobnost da se izvrši zaštita (hedžing) od valutnog rizika i poveca mogucnost finansiranja upotrebom derivativa samo ce poslužiti da se poveca nivo medunarodnih tokova kapitala slijedeci promjene politike koje mijenjaju kamatne stope. Brže promjene deviznih kurseva time povecavaju brzinu kojom se mijenjaju realne uvozne i izvozne cijene, cime se ranije utice na realnu ekonomiju.

### **3. Analiza uticaja upotrebe derivativa na transmisiju monetarne politike – SVAR model**

Da bi se izvršila analiza uticaja upotrebe derivativa na transmisiju monetarne politike, korišćen je *strukturni vektorski model autoregresije (SVAR)* i to na primjeru Velike Britanije<sup>42</sup>. Velika Britanija je izabrana za empirijsko istraživanje buduci da se ovdje, kao i u SAD, derivativi upotrebljavaju vec duže (decenijama, za razliku od ostalih industrijskih zemalja), cime se obezbjeđuju zadovoljavajuci podaci vremenskih serija.

*Metodologija.* Za period od sredine sedamdesetih do sredine osamdesetih, dio podataka se odnosi na period sa upotrebom derivativa, a druga polovina za vremenski period bez trgovanja derivativima velikog obima. Ipak, korišćenjem ove tehnike javljaju se dva ključna problema da bi se izmjerio (uskладio) odgovor na šokove. *Prvi* problem SVAR metodologije odnosi se na reakciju monetarne politike. Naime, model po definiciji ukljucuje “normalan” odgovor kreatora politike na promjene datih varijabli, pa šokovi koji se razmatraju predstavljaju “iznenadjuce” devijacije od uobicajenog reagovanja kreatora politike. Tako, u situaciji kad je sistem pod šokom, rezultati ne mogu pokazati reakciju ekonomije na tipicnu akciju monetarne politike. *Drugi* problem odnosi se na osjetljivost rezultata na vrstu restrikcija koje se koriste da bi se identifikovao efekat svakog šoka.

Model se sastoji od cetiri varijable, mjerene kvartalno: realni bruto domaci proizvod, nivo cijena, prekonocne nominalne kamatne stope i proksi za velicinu tržišta derivativa<sup>43</sup>. Dva su posebna strukturna rasporeda (pristupa) koji se koriste za

---

<sup>42</sup> O metodologiji SVAR i rezultatima vidjeti detaljnije: Vrolijk, 1997; str. 26-38 i 51-56.

<sup>43</sup> Proksi za velicnu tržišta derivativa predstavlja obim transakcija sterlinških fjučers ugovora na Londonskoj medunarodnoj berzi finansijskih fjučersa (LIFFE, *London International Financial Futures Exchange*) od njenog otvaranja 1982. godine. Proksi derivativnog tržišta je normalizovan u

ocjenjivanje uticaja velicine tržišta derivativa na transmisiju monetarne politike. *Prvi* metod, pored outputa, cijena i kamatnih stopa, koristi varijablu (*manufactured variable*) koja je jednaka proizvodu kamatnih stopa i velicine derivativnog tržišta. Ovaj metod se naziva i “indirektnim pristupom”, pošto se pretpostavlja da derivativi funkcionišu preko koeficijenta (stilizovanog) na kamatne stope. *Drugi* metod jednostavno uključuje varijablu velicine derivativnog tržišta kao četvrtu varijablu. Kako upotreba derivativa može uticati na sve varijable strukturno, ovaj metod se označava i kao “direktni pristup”. Oba pristupa takode koriste kvartalne zavisne varijable (*dummies*) kako bi otklonili bilo kakve dodatne sezonske efekte.

Da bi se identifikovala funkcija impulsivnosti reakcije outputa, inflacije i kamatnih stopa na privremeni šok nominalne kamatne stope, u upotrebi su tri razlicita metoda: *prvi*, koji koristi procijenjenu vektorsku autoregresiju (VAR); *drugi*, koji se zasniva takode na VAR, ali sofisticiranijem; *treći*, koji upotrebljava noviju SVAR metodologiju<sup>44</sup>. SVAR metodologija koristi dvije kategorije ekonomskih ogranicenja sa ciljem identifikovanja datih šokova: *prva*, istodobna ogranicenja koja znace da postojeći šok na jednu varijablu nema trenutni uticaj na ostale varijable; *druga*, dugorocna ogranicenja koja ukazuju da postojeći šok na jednu varijablu nema dugorocan efekat na ostale varijable. Problem sa SVAR metodologijom sastoji se u tome što je znacajno složenija za procjenu nego dva ostala metoda<sup>45</sup>.

Model koji je korišćen u ovom slucaju direktno uključuje velicinu derivativnog tržišta. Ovaj metod procjene uticaja derivativnih tržišta na monetarnu politiku preferira snažne uzorke. Razlike u rezultatima medu uzorcima pripisuju se svim strukturnim promjenama koje se pojavljuju izmedu uzoraka. Ipak, u ovom modelu razlike u transmisiji monetarne politike sa i bez derivativa dovode se u vezu (pripisuju se) uglavnom sa sumom rasta tržišta derivativa i strukturnim promjenama koje su kointegrisane sa rastom derivativnih tržišta. Ovo u Velikoj Britaniji može obuhvatiti finansijsku globalizaciju, konzervativno upravljanje zemljom i druge slicne varijable, mada vjerovatno ne uključuje “veliki prasak” (*big bang*), šokove egzogenih cijena, slobodan pristup evropskom tržištu i ostale ne-kointegrisane šokove.

---

rangu od 0 do 1, gdje 0 predstavlja tržište bez derivativa, a 1 najveću velicinu, što se pojavilo u četvrtom kvartalu 1994. i prvom kvartalu 1996.

<sup>44</sup> Detaljnije o VAR metodologiji (“ateoretski” metod) u konkretnom slucaju vidjeti: Vrolijk, 1997; str. 27.

<sup>45</sup> Šest ekonomskih ogranicenja koja su nametnuta modelu su: a) monetarna politika, predstavljena promjenama kamatnih stopa, nema istovremen uticaj na nivo outputa; b) šokovi agregatne tražnje, predstavljani promjenama inflacije, nemaju istovremen uticaj na nivo outputa; c) šokovi rasta derivativa nemaju istovremen uticaj na kamatne stope; d) tehnicki, jedna dugorocna restrikcija i kratkorocne restrikcije na output dozvoljavaju da šokovi ponude budu odvojeni od ostalih šokova; e) šokovi tražnje su odvojeni od šokova politike ogranicenjem da politika nema dugorocan uticaj na output; f) derivativni šokovi su odvojeni od šokova politike posljednjim ogranicenjem.

*Rezultati.* Rezultati su, dakle, fokusirani na promjenu transmisije monetarne politike na inflaciju usljed upotrebe derivativa. Razlika između Velike Britanije sa ili bez tržišta derivativa, kada se derivativi uključuju strukturno kao posebna objašnjavajuća varijabla koja je je statisticka, nepostojeca je. Ni SVAR kao ni VAR model ne daje doprinos razlici impulsivne reakcije na derivativna tržišta. Kada se uzmu u obzir kamatne stope, istraživanje je pokazalo da svi metodi pokazuju brži prinos (efektivno ukamacenje) na ravnotežno stanje u ekonomiji sa derivativima nego u situaciji bez njih. Ovo je u skladu sa tvrdnjom da finansijska tržišta reaguju mnogo brže kada se koriste derivativi. SVAR rezultati u indirektnom metodu ukazuju na pozitivnu reakciju kada je u pitanju rast GDP, u odnosu na standardna ekonomska opažanja (intuiciju). Rezultati koji proisticu iz indirektnog VAR modela bez restrikcija ukazuju da derivativi mogu prouzrokovati slabiju i kracu reakciju rasta GDP.

Uopšteno, empirijski rezultati ne potvrđuju hipotezu da prisustvo tržišta derivativa može izmijeniti transmisiju monetarne politike na realnu ekonomiju u Velikoj Britaniji, definisano varijablama inflacije i rasta. Postoji dokaz da derivativi uticu na transmisiju preko finansijskih tržišta (kamatne stope odgovaraju brže), a još uvijek se uglavnom pojavljuje marginalan uticaj na varijable realne ekonomije. Medutim, iz nekoliko razloga bi trebalo ovakav zakljucak uzeti sa rezervom. Prije svega, podaci sa LIFFE ukazuju da se znacajan obim derivativnog tržišta pojavio samo krajem 1989. Znacajni rezultati bice moguci uz šire vremenske serije. Takode, model koji je korišćen odnosio se na zatvorenu ekonomiju i nije uzeo u obzir devizne kurseve i promet deviznim derivatima. Moguce je i da *Bank of England* vec uzima u obzir reakcije derivativnih tržišta, kao i da je VAR model jednostavno izgradio novu reakciju u njegovoj funkciji “normalne” reakcije.

Jednostavno receno, još uvijek je otvoreno pitanje uticaja derivativa na transmisiju monetarne politike. Empirijska metodologija koja je korišćena u ovom slucaju može se primijeniti za analizu drugih zemalja, posebno uz upotrebu SVAR ogracenja kao što je uvođenje dugorocne neutralnosti monetarne politike i na output i na inflaciju. Moguce je da su rezultati analize u Velikoj Britaniji o tome da derivativna tržišta ne vrše znacajne promjene transmisije monetarne politike neodgovarajuci u poređenju sa drugim zemljama, iz razloga što su ovdje finansijska tržišta relativno likvidna, liberalna i dobro razvijena i što su omogucila raniji razvoj derivativnih tržišta. Derivativi bi imali manji znacaj za kompletiranje tržišta u zemljama gdje su tržišta vec prilicno kompletirana, kao i u zemljama koje sprjecavaju regulacije (poput devizne), odnosno gdje su regulacije vec znacajno liberalizovane.

#### 4. Devizna intervencija centralne banke na tržištima derivativa

Intervencije se ne moraju sprovoditi na spot tržištu (isporuka u roku od dva dana ili manje) vec i na terminskim tržištima na kojima se valute prodaju uz isporuku više od dva dana. Buduci da je terminska cijena povezana sa spot cijenom preko pokrivenog kamatnog pariteta, intervencija na terminskom tržištu može uticati na spot devizni kurs. Razmotrimo u kontekstu pokrivenog kamatnog pariteta opcije otvorene Americkoj banci koja ima kapital za investiranje od jedne godine. Banka bi mogla pozajmiti taj novac po kamatnoj stopi na SAD dolarske aktive, zaradujuci bruto dobit od  $(1 + i_t^{\$})$  na svaki dolar. Mogla bi i da zamijeni svoja sredstva za stranu valutu (euro), da pozajmi tu sumu na prekonocnom euro tržištu novca po euro kamatnoj stopi, i zatim da konvertuje prihode nazad u dolare na kraju godine. Ako, na pocetku ugovora banka ugovori konvertovanje euro prihoda u dolare, dobice  $1/F_{t, t+365}$  dolara za svaki euro, gdje je  $F_{t, t+365}$  euro-dolar terminski devizni kurs. Bruto dobit za svaki dolar preko ove druge strategije je

$$(S_t / F_{t, t+365}) (1 + i_t^e)$$

gdje je  $S_t$  euro-dolar spot devizni kurs na dan  $t$ . Ako je dobit na jednu strategiju veca nego druga, ucesnici na tržištu investirace u tu strategiju, spuštajuci tu dobit i povecavajuci drugu dobit sve dok strategije približno izjednace dobit. Pokriveni kamatni paritet je uslov da strategije imaju jednaku dobit:

$$(1 + i_t^{\$}) = (S_t / F_{t, t+365}) (1 + i_t^e)$$

Kako jednacina mora približno da važi svo vrijeme, intervencija koja mijenja terminski devizni kurs mora takode da mijenja spot devizni kurs. Na primjer, terminska kupovina eura koja povecava  $F_{t, t+365}$  mora da poveca i  $S_t$ . Trebalo bi napomenuti da bi jednacina mogla i dalje da važi s promjenom  $i_t^{\$}$  ili  $i_t^e$  umjesto  $F_{t, t+365}$ , ali su kamatne stope fiksne u skladu sa uslovima na SAD i euro tržištima novca, respektivno.

Intervencije na terminskom tržištu, kojima se kupuju i prodaju devize sa isporukom na buduci datum, imaju upravo prednost što ne zahtijevaju trenutni izdatak gotovinskih sredstava. Ukoliko centralna banka ocekuje da ce potreba za intervencijom biti kratkotrajna i reverzna, intervencija na terminskom tržištu može se sprovesti diskretno, bez efekta na podatke o deviznim rezervama<sup>46</sup>.

<sup>46</sup> Na primjer, publikovani izvještaji ukazuju da je Banka Tajlanda koristila terminske kupovine da navise podupre bat u proljece 1997.



Spot i terminska tržišta mogu se koristiti istovremeno. Transakcija kojom je valuta kupljena na spot tržištu i istovremeno prodana na terminskom tržištu poznata je kao valutni svop. Sam svop imace mali efekat na intervenciju, ali se može koristiti kao dio intervencije. Na primjer, Banka Australije je koristila svop tržišta da bi sterilizovala spot intervencije. U ovim transakcijama, spot dio svopa sprovodi se u suprotnom pravcu u odnosu na intervencije na spot tržištu, ostavljajući sekvencu ekvivalentnu intervenciji na terminskom tržištu. RBA koristi spot/svop kombinaciju prije nego terminsku (*outright forward*) buduci da dozvoljava više fleksibilnosti u implementaciji intervencije (Neely, 2001; str. 3).

Tržišta opcija takode se mogu koristiti za intervenciju centralne banke. Evropski stil *call (put)* opcije daje pravo, ali ne i obavezu, da se kupi (proda) data količina postojeće aktive određenog dana. Opcioni ugovor obično specificira cijenu po kojoj aktiva može biti kupljena ili prodana - cijena izvršenja opcije (*strike, exercise price*).

#### 4.1 Učešće centralne banke na tržištima valutnih opcija

Nastojeci da spriječe depresijaciju ili devalvaciju svoje valute, monetarne vlasti mogu prodati *put* opcije na domaću valutu ili *call* opcije na stranu valutu. Cijena opcije nema direktan efekat na spot devizne kurseve, i špekulativni obično kupuju *put* opcije umjesto zauzimanja kratke pozicije na slabu valutu. Kupci (*writers, sellers*) ovih opcija nastoje da zaštite svoje pozicije zauzimanjem duge pozicije na slabu valutu, pridonoseći silaznom pritisku na njenu cijenu. Prodajući *put* opciju na slabu valutu – dopunjujući likvidnost tržištu opcija – centralna banka opskrbljuje dilere sintetičkom zaštitom (*synthetic hedge*). Dileri ne moraju da idu na spot tržište da zauzimaju kratke pozicije na slabu valutu. Ovaj aranžman stvara centralnoj banci isti tip finansijskog rizika (ako je valuta devalvirana), kao što bi i direktna kupovina slabe valute na spot i terminskim tržištima. U odnosu na terminsku intervenciju, ovdje se ne zahtijeva da monetarne vlasti odmah potroše devizne rezerve. U stvari, strategija stvara prinose na osnovu prodaje opcija.

Banka Španije navodno je koristila ovu strategiju prodavanja *put* opcije na pezetu da bi suzbila devalvacione pritiske tokom 1993. Banka Meksika koristila je prodaju *put* opcija na US dolar da bi prikupila devizne rezerve od avgusta 1996. *Put* opcije dale su pravo donosiocu da proda dolare Banci Meksika po cijeni izvršenja determinisanoj deviznim kursom prethodnog dana, nazvanoj fiksni devizni kurs. Opcija može biti izvršena samo ako je pezosa apesirao tokom posljednjeg mjeseca, ukoliko fiksna cijena pezosa u dolarima nije veća nego 20-dnevni pokretni prosjek prethodnih cijena izvršenja. Ovo ograničenje je izvršeno da bi se spriječilo da Banka Meksika kupuje dolare (prodaje pezose) tokom perioda depresijacije. Prodaja ovih *put* opcija može se smatrati deviznom intervencijom, jer su ove dizajnirane da

sprijece neophodnost intervencije za kupovinu rezervi dolara koja bi mogla uticati na devizni kurs na nepoželjne nacine. Buduci da je mehanizam potpuno pasivan – publika odlucuje kada da izvrši opciju – upotreba ovih opcija efektivno slabi signalizirajuci uticaj kupovine deviznih rezervi Banke Meksika (Neely, 2001; str. 3).

Kada su u pitanju intervencione strategije, koje monetarne vlasti mogu primijeniti na tržištu valutnih opcija, pažnja mora biti usmjerena na aktivnosti dinamičkog hedžinga<sup>47</sup> market mejkera koji uzimaju suprotnu stranu od centralne banke na tržištu opcija<sup>48</sup>. Centralno-bankarska kupovina opcija trebalo bi da rezultira izlaganjem kratke opcije u domenu market mejkera. Zahtjev da se market mejkere ne mogu izložiti cjenovnom riziku proizilazi iz postojeće aktive koja ih navodi da automatski i trenutno štite otvorene pozicije. Uspostavljanje hedžing pozicije za kratku put opciju na domacu valutu ukljucuje zauzimanje kratke pozicije u trenutku vezanja za opcioni ugovor<sup>49</sup>. To doprinosi silaznom pritisku na domacu valutu. Dinamicko prilagodavanje hedžing pozicije bilo kog izlaganja kratke opcije (formula odredivanja cijene opcije) ukljucuje kupovinu i prodaju domace valute na nacin koji povecava egzogene promjene cijene i time povecava volatilnost deviznog kursa.

Prodajne opcije ukljucuju market mejkere uz pretpostavku izlaganja duge opcije. Prudencionu regulativa ili mjere interne kontrole rizika zahtijevaju da se izbjegnu otvorene pozicije, pa je potrebno da deskovi market mejkera dinamički štite dugu opciju od izlaganja. Taj dinamički hedžing ukljucuje kupovinu i prodaju domace valute na nacin kojim se može smanjiti uticaj egzogenih promjena cijena i time redukovati volatilnost deviznog kursa. Ovo automatsko smanjenje volatilnosti postiže se bez intervencije centralne banke na spot tržištu, što može povecati volatilnost zbog “bucnih trgovaca” (*noise traders*). To ipak zahtijeva sposobnost centralne banke da ucini da market mejkere budu na dugim (*put* ili *call*) opcijama na neto osnovi.

Uticaj hedžing transakcija na volatilnost spot tržišta zavisi od stepena hedžing aktivnosti u odnosu na likvidnost spot tržišta. Intervencija na tržištima opcija mogla bi da bude manje skupa nego intervencija na spot tržištu, buduci da su dobici povecani a gubici smanjeni iznosom koji centralna banka prikuplja kao premiju

---

<sup>47</sup> O dinamičkom hedžingu vidjeti detaljnije: Breuer, 1999; str. 10-14 i 25-26.

<sup>48</sup> Ucesnici na tržištu opcija su špekulanti, hedžeri i market mejkere. Špekulanti (hedž fondovi) koriste opcije da profitiraju od očekivanih kretanja deviznog kursa. Špekulant ima manju averziju prema riziku nego hedžer i drži otvorene pozicije, nadajući se da će se trenutkom dospijeca ugovora događaji kretati u poželjnom pravcu. Hedžer drži zatvorenu poziciju prilagodavanjem budućih pasiva i budućih aktiva. Market mejkere, velike banke i dileri, štite se od rizika što proistice iz predmeta posla - da “prave tržište”.

<sup>49</sup> O zauzimanju pozicije od strane velikih ucesnika i volatilnosti deviznog kursa (testovi Grendžerovog kauzaliteta), odnosno njihovoj sposobnosti da predvide nivo (prvi trenutak) deviznog kursa, vidjeti: Wei /Kim, 1997; str. 5- 14.

opcije. Prodajne opcije pružaju podsticajnu strukturu centralnoj banci kojom se može kredibilno obavezati da drži devizni kurs unutar unaprijed postavljene targetne zone. Da bi se izbjegli sistemski gubici, potrebno je da centralna banka napusti strategiju opcije kada je volatilitet premije rizika nula. Mogućnost neograničenog gubitka mogla bi da prouzrokuje krizu likvidnosti čak i prije postizanja ovog kriterijuma (Breuer, 1999; str. 24).

Taylor (1995) je predložio da bi centralne banke mogle razmotriti kupovinu *put* opcija na svoju valutu kako bi odbranile domaću valutu. Centralna banka bi kupila ove opcije tokom regularnog vremena kao oblik osiguranja od špekulativnog napada. Pojavi li se špekulativni atak i kao rezultat depresira domaća valuta, opcije će biti u novcu (*in-the money*) i centralna banka ih može izvršiti. Ovo omogućava centralnoj banci da kupi stranu valutu za domaću valutu ispod tekućeg tržišnog deviznog kursa (izraženo u stranoj valuti u odnosu na domaću valutu). Jeftino pribavljene strane rezerve mogle bi biti prodane na spot tržištu radi odbrane domaće valute. Stoga, ova šema se ne može koristiti za sprječavanje špekulativnog ataka, ali može da se zaustavi duboka depresijacija koja tipično slijedi napuštanje vezivanja (*peg*). Međutim, nedostaci predloga Tejlora su: a) potcijenjenost cijene opcije; b) efekat na tržište opcija i rezultirajuća depresijacija pezosa; c) destabilizujući efekat delta hedžinga; d) moguća pogoršanja domaćih bankarskih kriza; e) signalizirajući efekat.

Tržišta derivativa nude centralnim bankama dodatno oruđe za sprovođenje deviznih politika. Ako centralne banke odluče da učestvuju na tržištu valutnih opcija, ne bi trebalo da kupuju već prodaju opcije, budući da se kupovinom propušta ostvarivanje krajnjeg cilja centralne banke – smanjenje nestabilnosti na deviznom tržištu. Prodajne opcije obezbjeđuju kanal za smanjenje nestabilnosti na deviznim tržištima bez slanja nepovoljnog signala tržištu. Prodajne opcije oslobođene su problema moralnog hazarda. Eliminiraju se i problem izlaganja centralne banke kreditnom riziku. Ipak, za sprovođenje takve strategije centralne banke se suočavaju s rizikom neograničenih potencijalnih gubitaka povezanih s nezaštićenim kratkim pozicijama opcija, a kompenziranje potencijalnog gubitka vrši se putem premije opcije.

#### 4.2 Svopovi u funkciji intervencionog mehanizma

Centralne banke su nekoliko decenija koristile devizne svopove sa glavnim ciljem da utiču na domaću likvidnost (finim prilagodavanjem), upravljaju svojim deviznim rezervama i stimulišu domaća finansijska tržišta. Valutne svopove su koristili razni učesnici: banke, korporacije, štedionice, osiguravajuće kompanije, međunarodne agencije, strane države. Četiri šira razloga za primjenu svopova su: a) korišćenje razlika u kreditnom racionisanju i različitom pristupu tržištima, čime se obezbjeđuje finansiranje s niskim troškovima ili sredstva s visokim prinomom; b) zaštita od

izlaganja valutnom ili riziku kamatne stope; c) upravljanje kratkorocnim aktivama i pasivama; d) špekulisanje. Centralne banke su koristile valutne svopove za hedžing i upravljanje aktivom i pasivom, mada vrlo rijetko. Centralne banke koriste devizne svopove iz nekoliko razloga:

1. Vole da imaju širok rang intervencionih tehnika po svojoj diskreciji (možda da bi promijenile predvidljivost akcija politike);
2. Domaca kratkorocna sekundarna tržišta u mnogim zemljama nisu dovoljno duboka da omoguce tržišnu intervenciju (ili je nekonzistentna), dok je tržište deviza generalno aktivno, što pruža mogućnost trgovanja velikim obimima u bilo kom poslu;
3. Za razliku od terminskih deviznih operacija, svopovi nemaju direktan efekat na spot (ili terminski) devizni kurs;
4. Svopovi su fleksibilan instrument: tehnicke procedure su neformalne, neupadljivi su i jednostavno reverzibilni.

Kada centralna banka sprovodi devizni svop ekonomski efekat je znacajan. Pretpostavimo da Sistem Federalnih Rezervi kupuje devize za domacu valutu i istovremeno ih prodaje nazad terminski, tj. slaže se da proda isti iznos valute određenog dana više od dva dana u buducnosti po terminskom deviznom kursu. Kako se strane aktive Fed-a povecavaju, neke stavke na strani pasive moraju se povecati, što zavisi od klijenata. Ukoliko je u pitanju druga centralna banka, kreditiran je racun ove institucije kod Fed-a, što znaci da Fed emituje dolare i da druga centralna banka emituje svoju valutu. Sve dok obje centralne banke ne potroše svoju stranu valutu, nema efekta na valutu u cirkulaciji ili na bankarske rezerve, i obje ponude novca ostaju konstantne. Ako je klijent bankarski sistem, bankarske rezerve se kreditiraju s domacim valutnim ekvivalentom devizne kupovine, a bankarske strane aktive se smanjuju. Tako raste rezervni novac, koji redovno prouzrokuje ekspanziju ponude novca. Da je Fed izvršio reverzni svop, tj. prodao devize spot domacim bankama i otkupio ih nazad terminski, rezervni novac bi se smanjio, uz cvršce tržište novca.

Svop operacije je moguće tretirati i kao kolateralizovane zajmove. Analiticki izraženo, ekspanzivni devizni svopovi sa depozitnim novcanim bankama slicni su oblikom direktnim zajmovima centralnih banaka (poput diskontnih, rediskontnih i repo aranžmana). Finansijski instrumenti po naredbi (*negotiable*) mogu i dalje biti registrovani kao aktive u bilansu stanja depozitnih novcanih banaka. Njihova pozicija rezervi bi se povecala i bila izbalansirana na strani pasive sa “primljenim diskontima centralne banke”. U ovom slucaju, bilans stanja centralne banke ne pokazuje porast stranih aktiva vec domacih aktiva. Kada je svop “razmotan”, i domace aktive i bankarske rezerve vracaju se na njihov raniji nivo, a kamatna placanja se ukljucuju u profit centralne banke i racun gubitka. Ovo je isti iznos koji

je i kamata donijela na stranu aktivu, prilagodan za razliku između spot i terminskih deviznih kurseva (Hooyman, 1993; str. 4).

Još jedna od posljedica ekspanzije svopa (ukoliko ne služi kao kolateral) je kreiranje terminske strane pasive za centralnu banku, upareno sa terminskom domacom aktivom. Ovaj upareni par uslovnih (*contingent*) racuna može se knjižiti kao bilansni ili van-bilansni. Svop u primjeru ne može biti predviden kao oruđe tržišta novca, mada ipak ima (privremeni) ekspanzivni efekat na rezervni novac. Dakle, kada bi svop bio preduzet da se pribave devize ili da se obezbijede banke terminskim pokricem, monetarna ekspanzija koju je prouzrokovao svop morala bi biti sterilizovana. Pretpostavka je da nije istovremeno slucajno potrebna monetarna ekspanzija. Konkretno, to znaci da bi Fed morao da proda dio hartija, recimo obveznica, iz stabilizacionog fonda. Trebalo bi pomenuti i da je logično uključen mali rizik kada se devizni svop posmatra kao kolateralizovani zajam, ali centralna banka nije zabrinuta za rizik neizvršenja buduci da ima kolateral. Nije izložena ni deviznom riziku sve dok ima strane aktive da pokrije terminsku stranu pasivu, a rizik se javlja cim se iscrpe aktiva ili pasiva, ili ako centralna banka istroši devizne rezerve. Obracunski rizik (Herštat) postoji, ali je vrlo mali.

Brojni moguci nedostaci deviznih svopova su:

1. Mogu da uticu na devizni kurs nakon svega, zbog jakog efekta objavljivanja;
2. Potrebna su dva dana da bi devizne transakcije postale efektivne, što devizne svopove cini manje odgovarajucim u situacijama gdje se traži brza akcija;
3. U deviznim transakcijama ne postoji istovremena razmjena jedne valute za drugu, koja povecava obracunski (ili *Herstatt*) rizik;
4. Obicno postoji samo ograniceni broj velikih banaka koje mogu djelovati kao klijenti; banke moraju da dobiju neophodne dolare na medunarodnom tržištu, i ako je suma relativno velika u odnosu na kapital, obracunace se premija rizika. Manje banke stoga imaju troškovne nedostatke;
5. Ukoliko postoje kratkorocna tržišta hartija, centralne banke obicno preferiraju da sprovedu svoje operacije sa papirom. Ovo je vjerovatno zbog toga što je ovo tržište otvorenije ostatku ekonomije nego medubankarsko tržište (institucionalni investitori i velike korporacije takode ucestvuju), što prouzrokuje da tržište bude efikasnije uz jacu konkurenciju i bolje utvrđivanje cijena;
6. Ako se monetarna poltiika usmjerava na kamatne stope umjesto na monetarne agregate, alociranje kredita centralne banke moglo bi da bude pogodniji instrument, buduci da je trenutni efekat svopova na ponudu baznog novca.

S obzirom da su svop transakcije privremene, pogodne su za kratkorocna tehnicka prilagodavanja – ili da se utice na opštu likvidnost tržišta tako da se neutrališe efekat nepredvidenih ili sezonskih faktora, ili da se izvedu ili održe privremene tržišne

neravnoteže koje mogu pomjeriti kamatne stope u željenom smjeru. Ipak, svopovi se mogu lako prenijeti (*roll-over*) tako da se može postići dugorocni uticaj, a ročnost svop operacija može biti produžena i rangira od 24 casa do 24 mjeseca (Balino, Zamalloa, 1997; str.156-157).

## 5. Znacaj derivativa u intervencionom mehanizmu u ekonomijama u tranziciji

### 5.1 Valutne opcije u kontekstu informativne efikasnosti

Znacajno vrijeme i naponi poklanjani su prognozi buduće nestabilnosti (volatilnosti) na finansijskim tržištima, kako je volatilnost glavni faktor koji se uzima u obzir za odnos rizik-prinos u cijenama aktiva. Dio literature okrenut je modeliranju statistickog ponašanja nestabilnosti korišćenjem metoda vremenskih serija, a drugi se zasniva na tržišnim informacijama koje sadrže cijene opcija. Polazeci od *Black-Scholes-Merton* formule za utvrđivanje vrijednosti opcije, uobicajena je praksa među trgovcima opcija da kotiraju cijene opcija kao funkciju njihove nestabilnosti prognoze za period dospelosti opcije, ili da kotiraju direktno nestabilnost koja se podrazumijeva upotrebom modela utvrđivanja vrijednosti nivelacijom. Na efikasnom tržištu, ovo posljednje bi trebalo da predstavlja precizna tržišna ocekivanja o budućoj nestabilnosti, pod uslovom da je poznat model utvrđivanja vrijednosti koji koristi tržište i da postojeći postupak s podacima zadovoljava pretpostavke modela.

Pod ovim uslovima, obuhvacena nestabilnost trebalo bi da bude efikasan pretkazivac buduće nestabilnosti, tako da sadrži informacije izvan već raspoloživih poput istorijskih, koji znacajno ne doprinose prognozi buduće nestabilnosti. Informativna efikasnost ukljucene volatilnosti cijena opcija za finansijske aktive u zemljama sa mladim tržištima još nije testirana, uglavnom zato što “netržišni” faktori mogu direktnije da uticu na model deviznog kursa. Tu bi trebalo ukljuciti i intervencije centralne banke ili promjene stava monetarne politike, a u ovim zemljama je limitiranija fleksibilnost deviznog kursa u poredenju sa razvijenim ekonomijama. Zato ce transakcioni troškovi i nedostatak faktora likvidnosti vjerovatno sprijeciti da cijene opcija erfikasno i bez pristrasnosti odražavaju ocekivanja deviznog kursa.

*Chan-Lau* i *Morales* (2003) istraživali su da li su cijene valutnih opcija mladih tržišta efikasne i nepristrasne uprkos nesavršenostima postojećih valutnih tržišta i ostalih ometajucih faktora. Došli su do zakljucka da su se tržišta valutnih opcija za češku krunu i poljski zlot slicno ponašala u odnosu na njihove razvijene tržišne kontraparte. Ukljucena nestabilnost, iako informativno efikasna, ostaje pristrasan pretkazivac realizovane nestabilnosti deviznog kursa u odnosu na dolar i euro. Takode, OTC derivativna tržišta valuta mladih ekonomija ne mogu se znacajnije

razlikovati od onih u razvijenim tržištima kada je u pitanju informativna efikasnost, bez obzira na prihvaceni stav da postoji više nesavršenosti na valutnim tržištima. Testirali su da li su uključene volatilnosti tačno usmjerene, tj. da li mogu tačno predvidjeti promjene buduće realizovane nestabilnosti. Tačna usmjerenost koristi tržišnim učesnicima za svrhe hedžinga. Uključena nestabilnost kruna/euro korisna je za predviđanje i povećanja i smanjenja volatilnosti, pogotovo u u periodu 2-3 mjeseca, dok u slučaju zlot/dolar tačno se predviđa samo povećanje volatilnosti. Ovo se objašnjava dijelom institucionalnim karakteristikama koje utiču na finansijska tržišta u obje zemlje i može biti odraz njihovih obrazaca nestabilnosti deviznog kursa.

*Morales* (2000) je analizirao devizna tržišta u Češkoj i Poljskoj radi determinisanja nestabilnosti deviznog kursa u periodu 1997-99, periodu koji obuhvata probleme u Rusiji i uvođenje eura. Uporedio je korespondirajuće režime deviznog kursa na osnovu njihovih implikacija na tekucu i očekivanu volatilnost deviznog kursa. Prema Moralesu, uključena volatilnost valutne opcije predviđa efikasnije nestabilnost deviznog kursa za zlot u odnosu na krunu, održavajući razlike u učestalosti intervencije centralne banke na deviznom tržištu. GARCH model pokazuje pozitivan uticaj uvođenja eura na volatilnost deviznog kursa za zlot (negativan za krunu), blisko većem izlaganju eksternim šokovima. Za zemlje u tranziciji ka euro integraciji, podrazumijevajući *trade-off* između izolovanja od šokova i efikasnog signaliziranja mora se adresirati na osnovu rizika neusklađenosti deviznog kursa u vremenu monetarne konverzije.

## 5.2 Devizni svopovi u funkciji sterilizacije priliva kapitala

Bez instrumenata koji su potrebni za sprovođenje operacija na otvorenom tržištu, ili kada su iscrpljene mogućnosti za korišćenje prodaja na otvorenom tržištu, centralne banke su prinuđene da se okrenu drugim mjerama za kontrolu ponude novca. Takva dodatna sredstva uključuju čvršći pristup bankama na diskontnom šalteru, prilagodavanje obaveznih rezervi ili plasiranje depozita vlade, odnosno korišćenje deviznog svopa. Trgovanje na deviznom tržištu centralna banka može koristiti na sličan način operacijama na otvorenom tržištu na domaćem tržištu. Deviznim svopom centralna banka prodaje devize za domaću valutu i istovremeno se obavezuje da je otkupi na određeni datum u budućnosti, korišćenjem terminskog deviznog kursa. Banke koje kupuju stranu valutu mogu je pozajmiti domaćim rezidentima ili investirati vani, ali je efekat isti – smanjenje baze domaće valute. Svop se može dizajnirati da da podstičaj bankama da “izvoze” sredstva, generišući kompenzirajući odliv kapitala. Ovo se može postići utvrđivanjem vrijednosti svopa tako da je razlika između spot i terminskog kursa veća nego diferencijal kamatne stope između stranih i domaćih tržišta.

Visoka fleksibilnost jedna je od prednosti deviznih svopova. Ako je tržište svopova likvidno, njima se može trgovati kadgod je to potrebno po preovladavajućem tržišnom kursu, na sličan način operacijama na otvorenom tržištu na domaćem tržištu. Svop ugovori mogu da variraju u dužini trajanja da bi reflektovali očekivanja o trajanju priliva kapitala i potrebi da se kompenzira. Obično su s kratkom dospelošću, mada mogu biti i *roll over*, omogućavajući centralnoj banci da se fleksibilno prilagodi promijenjenim uslovima. Za razliku od operacija na otvorenom tržištu, mogu da se sprovedu bez potrebe za velikim stokom kratkorocnih državnih hartija kod centralne banke. Da bi se spriječilo da strani kapital teče ponovo dospijecem, centralna banka može takođe da da podsticaj da glavnica i kamata iz inostranih portfolio investicija budu reinvestirane na stranim tržištima (Lee, 1997; str. 8-9).

Jedan od najociglednijih nedostataka je da mogu prouzrokovati gubitke centralnim bankama, posebno kada se propuštaju pogodne margine na diferencijale kamatne stope. Postoji rizik da bi devize koje je prodala centralna banka mogle da budu prikriveno prodane nazad za lokalnu valutu, čime se poništava namjeravani efekat. Ovaj tip “suprotne transakcije” postao je popularna igra komercijalnih banaka, posebno kada su im ponudene povoljne margine. Iako svopove koriste mnoge zemlje (Indija, Izrael, Tajland itd.), redovno ih koristi svega nekoliko zemalja – povremeno i pod specijalnim okolnostima. Pojedine centralne banke koriste specijalne valutne svopove za: redukovanje valutnih rizika s kojima se suočavaju izvoznici i za obezbjeđenje kratkorocne dolarske likvidnosti tržištu (Indonezija); za pružanje hitne likvidnosti tokom regionalnih kriza (Saudijska Arabija); s vremena na vrijeme s bankama (Južna Afrika).

### **Literatura:**

1. Balino, Tomas J. T., and Lorena M. Zamalloa. 1997. *Instruments of Monetary Management*. Washington, D.C: International Monetary Fund.
2. Breuer, Peter. 1999. “Central Bank Participation in Currency Options Markets”. Washington, D.C: International Monetary Fund. *Working Paper* (October).
3. Canales-Kriljenko, Jorge Ivan, Roberto Guimares, and Cem Karacadag. 2003. “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice”. Washington, D.C: International Monetary Fund. *Working Paper* (July).
4. Chan-Lau, Jorge A., and R. Armando Morales. 2003. “Testing the Informational Efficiency of OTC Options on Emerging Market Currencies”. Washington, D.C: International Monetary Fund. *Working Paper* (January).



5. Edwards, Sebastian, and Frederic S. Mishkin, 1995. "The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy". New York: Federal Reserve Bank of New York. *Economic Policy Review* (July).
6. Hooyman, Catharina J. 1993. "The Use of Foreign Exchange Swaps by Central Bank". Washington, D.C: International Monetary Fund. *Working Paper* (August).
7. Hunter, William C. 1999. "Thoughts on Financial Derivatives, Systemic Risk, and Central Banking: A Review of Some Recent Developments". Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago. *Working Paper* (December).
8. Lee, Jang-Yung. 1997. "Sterilizing Capital Inflows". Washington, D.C: International Monetary Fund. *Economic Issues* No 7 (March).
9. Mendeng, Ousmene. 2003. "Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Colombia". Washington D.C: International Monetary Fund. *Working Paper* (June).
10. Morales, R. Armando. 2000. "Czech Koruna and Polish Zloty Currency Options: Information Content and EU-accession Implications". Washington D.C: International Monetary Fund. *Working Paper* (May).
11. Neely, Christopher J. 2001. "The Practice of Central Bank Intervention: Looking Under the Hood". St. Louis: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (May/June): 1-10.
12. Van't dack, Josef. 2000. "Implementing Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview of Issues". Basle: Bank for International Settlements. *Economic Papers* No 22 (June).
13. Vrolijk, Coenraad. 1997. "Derivatives Effect on Monetary Policy Transmission". Washington, D.C: International Monetary Fund. *Working Paper* (September).
14. Wei, Shang-Jin, and Jungshik Kim. 1997. "The Big Players in the Foreign Exchange Market: Do They Trade on Information or Noise?". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (November).

**Predrag Mitrovic**

## **Pranje novca, dominantni pojavnici oblici i metode sprjecavanja sa osvrtnom na carinsku ulogu**

### **Abstract**

This paper is about notion of money laundering as a phenomenon and usual phenomenal form which is most recently appeared. Also, this paper stresses strong correlation and necessary relationship between national agency for anti-money laundering and custom body. This is the way to affirm role of customs in this problems and it's importance. Beside this, international obligations were analyzed, and they are not result only of legal regulative, but also of essential reasons. In the focus of international activities are activities with Council of Europe, Egmont group, as well as other important international organizations. It is stressed that money laundering is important subsystem of integral security and stability of democratic institutions and society as a hole.

*Key words: money laundering, corruption, financing of terrorism, custom service and it's role, organized criminal, reforms, integral security, banks and their role*

### **1. Uvod**

Poslednja decenija prošlog vijeka je obilježena kao period rasta organizovanog kriminala uopšte na prostoru jugoistočne Evrope. Pojavni oblici, način izvršavanja mogu se direktno dovesti u vezu sa periodom tranzicije, ratnim područjem kao i ukupnom društveno političkom i socioekonomskom situacijom. Nagli rast specifičnih oblika organizovanog kriminala uslovio je balast u rješavanju različitih i veoma specifičnih krivičnih djela koji su sadržali vrlo specifične manifestacije pojavljivanja i atipičnost u rješavanju takvih djela. Generalno, to je imalo za posledicu reviziju u pristupu obradivanja i metodologije obrade takvih djela. Takođe, ovdje treba istaci da je najznacajnija inicijativa u borbi prema organizovanom kriminalu bila u septembru 1992. Na zahtjev Italije i Francuske, u okviru evropske zajednice formirana je radna grupa za međunarodni organizovani kriminal, koja je formirana na mnogo jačim osnovama nego što je bila praksa do tada.<sup>50</sup>

Pocetkom 2000-tih dolazi do promjene u unutrašnjoj politici zemalja upravo na temu definisanja organizovanog kriminala i adekvatnog načina sprjecavanja pojedinih

---

<sup>50</sup> G. Saltmarsh...NSY

oblika. Npr. na sjednici odbora za unutrašnju politiku, predsjednik Republike Hrvatske ukazuje da su pojavni oblici djelovanja organizovanog kriminala, krijumčarenje i trgovina narkoticima, ilegalna imigracija ljudima, krijumčarenje oružja a posebno lakog streljackog, pranje novca, ilegalni prodor u informaticke sisteme. Svi navedeni oblici mogu predstavljati potporu teroristickim aktivnostima.<sup>51</sup>

Sa aspekta posmatranja ovog rada, svi navedeni oblici organizovanog kriminala imaju za cilj najčešće stvaranje materjalne koristi van regularnih tokova koji se kao tako zaraden pokušava vratiti u sistem putem pranja novca. Pod pranjem novca se podrazumijeva proces u kome pojedina lica ili peraci novca u bankarskom, novcanom ili drugom privrednom poslovanju razlicitim metodama prikivaju pravi izvor novca ili predmeta odnosno prava stecenih ovim novcem odnosno novcem iz krivicnog djela. Novac koji je proistekao iz prodaje droga, trgovine ljudima, organizovanom prostitucijom, otmice kao i ostala grupa aktivnosti koja ima kriminalni karakter, pokušava unositi u legalne finansijske tokove. Pranje novca kroz postojece ili u tu svrhu novostvorenih robnih tokova smatra se protivzakonitom aktivnošću a manifestuje se kroz transakcije izvoza i uvoza roba i usluga koje se po svojoj vrijednosti i cijenama bitno razlikuju od stalnih transakcija tog tipa.<sup>52</sup> Na ovaj nacin stice se mogucnost zarade kao i kretanje novca u sistemu koji je regularan. Na osnovu nalaza FATF-a (Financial Action Task Force on Money Laundering) iz 2000. godine najčešće pranje novca u spoljnotrgovinskim odnosima se odslikava kao lažno prikazivanje vrijednosti roba (precjenjivanjem ili potcjenjivanjem), na deklaracijama gdje je vrijednost robe nesrazmjerna tržišnoj vrijednosti. Prilikom precjenjivanja, uvoznik placa velike iznose vrlo cesto za obicno manju vrijednost robe. Ovaj postupak stvara osnov pravni za transfer novca po osnovu uvoznog posla. Spoljnotrgovinski poslovi nekih specificnih roba su obicno pokrice za pranje novca. Spoljnotrgovinske poslove koji su predmet transakcija pranja novca je vrlo teško otkriti. Jedan od razloga je zasigurno što ucesnici u ovim poslovima uredno placaju carinske i poreske dažbine tako da prilikom rutinskih provjera uvida se proporcija, što više robe to više fiskalnih prihoda. Sa aspekta posmatranja uvoznika, uvijek se moze opravdati visokom nabavnom cijenom na trzistu.

## 2. Uloga carinskog organa

Prethodno ukazuje na neophodnost pozornosti carinske službe u kontroli spoljnotrgovinskih poslova kao jednog od vidova moguceg pranja novca. Jedan od najboljih nacina da se prevaziđe ovaj problem je u konstantnoj razmjeni informacija između Carine i Uprave za SPN kao i drugih državnih organa koji prate aktivnost i vrše nadzor kod subjekata u spoljnoj trgovini. Drugi je u stalnoj edukaciji carinskih

---

<sup>51</sup> Brioni 2003.

<sup>52</sup> D. Galinec. HNB

službenika u oblasti koje je znacajno sa aspekta pranja novca. Sve prethodno ukazuje da osim standardnih indikatora za otkrivanje sumnjivih transakcija kod Carine, vrlo bitan je indikator koji se analizira na osnovu baze podataka prosjecnih cijena kod roba u spoljnotrgovinskom prometu<sup>53</sup>. Ovakvu bazu Carina bi morala imati, jer bi se olakšao put ka identifikaciji sumnjivih transakcija. U krajnjem, na taj nacin ce se morati postovati najnovija 49 preporuka FATF-a koja je proklamovana oktobra 2004. godine. Ova preporuka je proizašla nakon duže prakse implementacije Zakona o sprjecavanju pranja novca kod mnogih zemalja koji se smatraju zacetnici ove problematike u svijetu uopšte. Naime uvidjelo se da adekvatan monitoring ove problematike je nemoguc bez izvještaja carinskog organa o prenošenju gotovine, dragocjenosti, hov itd. Sa tim izvještajima se kompletira baza podataka kod organa koji prate pojavu pranja novca u nacionalnim zajednicama.

Dakle neophodno, cak nužno je uspostaviti direktnu saradnju izmedu državnih organa koji inace vrše inspeksijski i upravni nadzor kod subjekata cijom aktivnošcu može doći do pranja novca.

### **3. Motivi za netacno iskazivanje vrijednosti robe u spoljnoj trgovini**

Netacno iskazivanje vrijednosti roba u spoljnoj trgovini na prvi pogled izgleda legalan i fiskalno je motivisan. Novac koji je stecen legalnom aktivnošcu, najčešće se želi zadržati na onoj lokaciji gdje su nameti ubjedljivo najmanji. Proces vrednovanja roba u spoljnotrovinskim poslovima je posebno znacajan upravo iz prethodnih razloga. Ukoliko je vrijednost robe veca ili manja, u odnosu na uobicajenu tržišnu vrijednost, akter u ovom poslu može izbjeći placanje dažbina u vecem iznosu. Razlozi za netacno ili lažno prikazivanje su najčešće:

a) Takozvani odliv kapitala: Ovaj slucaj standardno ima dva oblika. Prvi kada izvoznik podcijeni vrijednost robe. Obicno izvoznik izvozi svom preduzecu robu po sniženoj odnosno umanjenoj cijeni. Posle određenih transakcija novac ostaje na racunu stranog preduzeca kao i ekstraprofit u konkretnom slucaju. Drugi oblik je kada uvoznik precijeni vrijednost robe. Uvoznik koji ima preduzece u inostranstvu uvozi po mnogostruko vecim cijenama nego sto su tržišne. U ovom slucaju ekstraprofit ostaje na racunu strane firme.

b) Izbjegavanje placanja fiskalnih obaveza, nastaje kada uvoznik podcijeni vrijednost robe i na taj nacin izbjegne placanje dažbina.

### **4. Najčešći pojavnici**

Pojam pranja novca je pojam novijeg datuma a vezuje se za pojam prohibicije u SAD tridesetih godina prošlog vijeka.<sup>54</sup> Tada se uocilo da organizovane grupe

---

<sup>53</sup> D. Galinec HNB

<sup>54</sup> B. Banovic "Obezb. dokaza u krim. obr. k. d. privr. krim. "

gotovinu zaradenu od krijumcarenja, ilegalnom proizvodnjom i prodajom alkoholnih pica, prostitucijom kao i drugim kriminalnim aktivnostima prikazivali kao novac stecen od lanca perionica rublja. Prvi peraci skupljali su gotovinu od ulicnih dilera droge, pritom otvarajuci depozite u bankama i vršili svakodnevne uplate velikih iznosa ali najčešće u sitnim apoenima. Primijetilo se kasnije da su banke odradivale ove transakcije svjesno, ali znajuci da je pozadina novca sporna. Ispostavilo se da je velicina transakcije i finansijski interes bio snažan argument protiv ispitivanja porijekla novca.

Na osnovu sprovedenih istraživanja prakse u svijetu, najčešći generator ilegalnih tokova je gotovina.<sup>55</sup> Dakle, najčešći pojavnici oblici pranja novca su :

- a) **Uloga gotovine u sistemu pranja novca,**
- b) **Elektronski transferi drugi oblici bezgotovinskog placanja,**
- c) **Uloga off-shore finansijskih centara**
- d) **Trustovi,**
- e) **Uloga advokata, notara, racunovoda, revizora,**
- f) **Mrežno bankarstvo odnosno Internet bankarstvo**
- g) **Pranje novca vezano za terorizam<sup>56</sup>**

Ova prethodna podjela na pojavne oblike je najčešće prisutna u literaturi iz ove oblasti. Medutim, postoje i drugi, takode tacni oblici ali se smatra da su oni izvedeni oblici i to: (gradevinarstvo, promet automobila, camaca i sl. ). Dakle nije greška uzeti i ove oblike kao pojavne, ali literatura najčešće poznaje gore pobrojane kao suštinsku podjelu pojava. Poznavanje pojava oblika je od velike važnosti, jer se na taj nacin locira najčešći nacin moguceg pranja, zatim tehnika pranja novca, moguće profesije koje su na udaru i nacin kreiranja prevencije i monitoringa od strane države, da bi se spriječila ova pojava.

Gotovinski transferi su najčešći nacin pranja novca. Ulazak gotovine je skoro standardni oblik pranja novca jer se upravo gotovi novac može javiti kao novac iz najčešćih kriminalnih aktivnosti (prodaja droge, krijumcarenje, trafikovanje i slicno). Zato finansijske obavještajne službe najčešće akcenat stavljaju na pracenju gotovinskih transakcija koje su definisane Zakonom o sprjecavanju pranja novca.

Bezgotovinsko placanje je zavrijedilo interesovanje službi koje prate problematiku pranja novca, a narocito posljednjih nekoliko godina. Pametne kartice ili elektronski novcanici pokazali su se kao prakticna alternativa gotovom novcu. Kartica posjeduje cip koji sadrži monetarnu vrijednost u elektronskoj formi.<sup>57</sup> S obzirom da je iznos na kartici vec prenešen od strane najčešće banke, gubitak kartice nije problem za banku.

---

<sup>55</sup> Board of Governors of the FRS, USA Department of the Treasuru, 1996.

<sup>56</sup> Dr B. Banovic

<sup>57</sup> B. Banovic.

Stoga limit na kartici nema jako uporište kod menadžmenta finansijskih institucija. Novac koji se deponuje na racune ovih kartica može biti sumnjivog porijekla. Jedan od primjera dobro organizovanog sistema je i Smartcard, koji je novijeg datuma. Postoje sistemi koji imaju anonimnost transakcija cime se i stvara problem anonimnih transfera.

Uloga off-shore centara se vrlo cesto pominje u literaturi iz ove oblasti, mada i kod strucne ali i kod nestrucne javnosti. Osnovni cilj formiranja ovih centara je u fiskalnim prednostima za one koji koriste usluge takvih centara. Traženje za fiskalnim prednostima je vrlo cesto paravan za prikrivanje porijekla novca preko off-shore centara. Novac koji se pere preko ovih centara kreće se velikom brzinom sa racuna na racun a sve sa ciljem prikrivanja tragova i porijekla novca. Ovaj oblik karakteriše veliki broj brzo odradenih transakcija, korišćenje posrednika za transakcije, uključivanje "off-the-shell" varijacija koje se gase odmah po završetku transakcija. Razlozi držanja novca u ovim centrima je dvojak. Prvi je već istaknut a tice se malog poreza. Drugi je što ponekad nije potrebna ni identifikacija stranke što je za one koji se bave pronevjerom jako bitno. Ne znajući identitet vlasnika novac se može koristiti bez kontrole. U svijetu po nekim nezvanicnim procjenama postoji oko 100 poreskih rajeva. Godišnje milijarde dolara, prljavog i legalno stecenog, prolazi kroz fiktivne kompanije, niskoporeznih fondova i anonimnih bankovnih racuna. MMF je procijenio da se svake godine opere između 500 milijardi i 1,5 biliona dolara.<sup>58</sup> Po procjeni Martina Bridžisa, sudskog vještaka iz Diloit i Tuša i autoru izvještaja koji je odobrila Evropska unija, Velika Britanija godišnje gubi oko 85 milijardi funti kroz utaje poreza a posebno na ostrvu Džerzi u Lamanšu.

Strucnjaci FATF-a, smatraju da trustovi i drugi slicni subjekti, koji ne moraju imati status pravnog lica, cesto mogu biti objekti pranja novca. Lako administrativno registrovanje trustova i teško dobijanje informacija o njima su cesto osobina država koje ne žele kooperaciju u ovoj problematici, kao i kod predmeta i kod konkretnih slucajeva. Sa aspekta posmatranja službi za sprjecavanje pranja novca, trust može biti sredstvo da se prikrije vlasnik i imovine i novca. Ono što karakteriše trust je da opunomocenik postaje vlasnik imovine trusta, kao i da je razlika između trusta i korporacije u nacinu registracije.

Uloga advokata, notara, racunovoda, revizora i ostalih zanimanja koje su definisane Zakonom o sprjecavanju pranja novca, narocito mogu doći do izražaja u ovoj vrlo opasnoj pojavi. Zakonom o sprjecavanju pranja novca u Crnoj Gori, jasno je precizirana uloga ovih lica u potpunom sistemu zaštite od pranja novca. Sve gore navedene struke koje na tržištu rade finansijske savjete, su nezaobilazna karika u pranju novca. Obaveza unošenja ovih zanimanja u Zakon, gdje se oni definišu kao obveznici sa indirektnim obavezama, proistekla je iz preporuka FATF-a ali i drugom

---

<sup>58</sup> ekonomist

direktivom EU o pranju novca 2001-97 EC. Preporuke imaju obavezujuće dejstvo, jer nacionalna zakonodavstva ih trebaju svrstati u Zakonske tekstove. Na taj način se sveobuhvatno kod svih zemalja koje su u međunarodnim integracijama kao i one koje imaju čvrsto opredjeljenje da budu u njima, stvara obaveza uključivanja ovih preporuka. I ova kao i ostale preporuke nastale su na osnovu sublimiranja najbolje međunarodne prakse. Pravni savjeti, imovinske transakcije, zastupanje, formiranje kompanija, aktivnosti sa bankama, obracuni, poreski savjeti i sl, su profesionalne usluge koje gore navedena zanimanja rade na tržištu. Naravno, sve navedene radnje nemaju isti tretman pri pranju novca.

Internet ili mrežno bankarstvo je vrlo specifičan i atipičan pojavni oblik pranja novca. Institucije koje vrše ove usluge svuda imaju trend rasta. U finansijske usluge preko interneta ubrajaju se isplate, el. transferi, izdavanje čekova, kupovina hartija od vrijednosti i otvaranje računa. Ovaj oblik po nekim istraživanjima predstavlja ozbiljan problem. Savremeni infromaticki razvoj je izuzetno velikog progressa, tako da se stalno mijenjaju načini korisnosti koje učesnici na mreži imaju. Primjer u Finskoj je da polovina populacije ima pristup internetu a 85% naloga za isplatu je elektronskim putem<sup>59</sup>. Generalno, pristup internetu za obavljanje finansijskih transakcija ne predstavlja direktan rizik od pranja novca. Ali, osim toga, neke karakteristike interneta su pogodne za pranje novca: lakoca pristupa, indirektan kontakt između korisnika i institucije kao i velika brzina transakcije. Istraživanje čuvene revizorske kuće "Prajsvoterhaus Kupers", pokazuje da će se u buduce smanjivati korupcija i pranje novca, kao oblici zloupotreba ali će rasti takozvani sajber-kriminal i privredna špijunaža<sup>60</sup>. Dakle, po ovom istraživanju kompjuterski kriminal je oblik koji će biti dominantan u buducem periodu. Istraživanje je sprovedeno u 370 kompanija u srednjoj i istočnoj Evropi.<sup>61</sup> Takode se pokazalo da su zloupotrebe u preduzecima najveće gdje je potencijalna korist od takvog ponašanja mnogo veća od zapriječene kazne. Kompanije i to 37% su bili na udaru privrednog kriminala. Tu se ubraja pronevjera imovine, finansijske prevare pa tek mito i korupcija. Po ovom istraživanju, skoro trećina zloupotreba otkriva se slučajno a polovina pomocu revizija.

Finansiranje terorizma u posljednje vrijeme je najznacajni pojavni oblik a ujedno i najopasniji, jer njegove posledice su obično katastrofalne. Terorizam kao najveća pošast današnjice ima svoju fazu iz koje se finansira takva aktivnost. Identifikovati kanale kojim dolazi i odlazi novac za finansiranje ove aktivnosti je vrlo značajan i specifičan posao. Međunarodno iskustvo ukazuje da novac kojim se finansira terorizam potice iz trgovine drogom, iznuda i kidnapovanja, pljacki, prevara, krijumčarenja i falsifikovanja. Medutim, ima primjera da novac za ove namjene

---

<sup>59</sup> Obezb. dokaza u krim. obradi kr. djela priv. krim.

<sup>60</sup> Radio Slobodna Evropa

<sup>61</sup> www. danas. org

može biti i iz regularnih izvora.<sup>62</sup> Obzirom da izvori novca za ove namjene su najčešće iz kriminalnih aktivnosti, jasan je zaključak da po ovom izvoru neme velike razlike između terorističkih i kriminalnih grupa.

## 5. Znacaj sprječavanja pranja novca

Znacaj borbe protiv pranja novca, gdje se ucesnici bave svim mogućim kombinacijama i prevarama sa ciljem ponovnog stavljanja u finansijski sistem, logično je da se nameće organizovan pristup protiv ove pojave. Tokom kreiranja konzistentne, adaptivne, moderne i jake strategije nacionalne bezbjednosti, jedan od ključnih elemenata je i sprječavanje pranja novca. Uspjeh na ovom polju determiniše u jednom dijelu i uspjeh nacionalne pa i regionalne bezbjednosti.<sup>63</sup>

Sprječavanje pranja novca predstavlja skup mjera, radnji i aktivnosti kao i postupaka koje preduzimaju nadležni organi u funkciji ostvarivanja državne uloge u suzbijanju mehanizama pranja novca, odnosno zaštite njenih vitalnih vrijednosti i nacionalne bezbjednosti kod pranja novca i terorizma. Sprječavanje pranja novca operativno sprovodi nacionalni organ državne uprave zadužen za sprječavanje pranja novca. Međutim, integralnom aktivnošću nadležnih državnih organa ostvaruje se uloga zaštite finansijskog sistema od negativnih efekata pranja novca i finansiranja terorizma.

Sistem sprječavanja pranja novca predstavlja jedan od najnovijih podsistema u okviru integralnog sistema bezbjednosti. Savremena literatura iz ove oblasti ukazuje da postoje četiri zajednička faktora za sve operacije. Prvi je da nema potrebe za pranjem ako se zna porijeklo i vlasništvo novca. Drugi je da novac mijenja oblik, sitnije u krupnije apoene i konverzija za druge vidove korisnosti. Treći je da trag mora biti nejasan a četvrti da se nad operacijama pranja mora vršiti diskretna kontrola.<sup>64</sup>

Donošenje Zakona o sprječavanju pranja novca je bitan korak ali sam po sebi nedovoljan. On povlači za sobom niz drugih vrlo preciznih obaveza prema obveznicima u Zakonu i prema nadležnim državnim organima koji vrše inspekcijski nadzor kod pojedinih subjekata koji imaju status obveznika u Zakonu. Ono što je posebna obaveza je i međunarodna saradnja, a naročito sa Savjetom Evrope i njegovim komitetom za pranje novca Moneyval, Egmont grupom, EU i ostalim međunarodnim subjektima čija aktivnost i misija je od posebnog značaja za državu.

---

<sup>62</sup> B. Banovic

<sup>63</sup> "Poslovna politika"

<sup>64</sup> mr D. Đurđević



Osim prethodnog neophodno je i sprovesti kompletnu reviziju i harmonizaciju zakonodavstva, uspostaviti nove i ojacati postojece institucije i vršiti konstantnu edukaciju zaposlenih u sistemu koji je povezan sa ovom problematikom.

Naredne godine koje su pred nama, pokazace koliko su aktuelne zakonske i druge mjere bile valjane i koliko su se u dovoljnoj mjeri implementirale.

### **Literatura:**

- 1) dr Bozidar Banovic-Obezbjedenje dokaza u kriminalistickoj obradi krivicnih djela privrednog kriminaliteta.
- 2) Gilmore C. W. 1995. Dirty money, the evolution of money laundering countermeasures, Council of Europe, Strasbourg.
- 3) Tanzi V 1996. "Macroeconomic implication of money laundering"IMF
- 4) mr D. Galinec. "Neslužbeno gospodarstvo u vanjskoj trgovini"
- 5) "Zakon o spr. pranja novca" Sl. list 55-03
- 6) dr Dragan Jovašević "Pranje novca novim Zakonom protiv stare prakse" 2002.

**Zoran Mihailovic**

## **Funkcionalni aspekti regulacije i supervizije penzijskih fondova**

### **Abstract**

Regulation and supervision of pension funds differs in connection with the legal formation of the pension fund and eventually the pension company that could be governing the pension fund. The need for regulation and supervision is due to the variety of risks that could jeopardize the pension fund as well as the rights and property of the pension fund members. The risks in private pension industry could be defined in many ways, but for this case the broadest division is made on: 1. portfolio or investment risk, 2. systemic and 3. agency risk.

Portfolio or investment risk is constructed from the unsystematic part and a systematic part of the risk. While the unsystematic part of the risk can be mitigated with the portfolio structure regulation, it leaves the systematic part of the risk embodied in the market fluctuations. Systemic risk arises from the links of pension funds with the other components of a financial system, in a manner that, if something happens i.e. in a banking sector it has to be somehow spilled over to a pension industry. Finally, agency risk is generated within the pension industry and arises due to the asymmetric interests of pension fund managers and stockholders, on the one hand and pension fund members on the other hand.

Having in mind the risks presented, while taking care of the legal forms of pension fund, we can still derive several regulation components: 1. licensing, 2. management rules, 3. segregation of assets, 4. independent custodians, 5. external auditors and actuaries, 6. informational prospect publication (disclosure), 7. investment rules, 8. minimum capital and reserves, 9. costs, fees and commissions.

While the regulation component has the obligation to prepare the field for the game, the supervision component has the role of the referee and the role of the delegate. On the basis of legislation (direct and indirect) enforced by the regulator, supervision has the role to make sure that everybody plays by the rules and that everybody is sure that the pension system is a safe and secure place to play.

Mainly depending on the pension industry structure and the basic legal system structure (Common law vs. European law), we can extrude the basic models of pension supervision: 1. proactive and retroactive supervision. Proactive supervision stands that's better to heal than cure, while the other states that, since we have a long tradition in capital and financial markets, we should trust them till they do wrong, but still control them not to do it. Both models are based on a three level procedure: 1. ex-ante (licensing), 2. on-going (monitoring and inspections) and 3. ex-post supervision. Licensing means that if pension fund do not reach the basic requirements, they will not be allowed to do business. By the means of monitoring and inspection, the supervisor makes sure to put enough pressure on pension funds, in a way that they follow the rules. Ex-post supervision is the least desirable, because it is easier said than done. It is supposed to correct the "bad" cases and to punish those that have provoked the case. It is clearer, that the proactive supervision stresses more the first two phases, while the reactive supervision gives priority to the third phase.

As the supervising process in pension industry is far from easily done, it is essential to involve the other supervisors from closely related fields to bring the job done together. The supervision synergy composed of pension supervisors, Bureau of Revenues, The Central Bank, SEC ... and juridical instances is needed to close the circle. Another important issue in connection with the previous is the institutional form of pension supervision which will give raise to quick problem solution and coordination of activities with other forms of regulations and supervision.

The process of the Montenegrin private pension industry implementation is in the very beginning. The draft Laws have not been offered which may be our advantage in respect to other country's experiences and possible "lectures" that we could base our solutions on. By analyzing the current framework, backed with the knowledge of foreign field experts, we should determine administrative and functional concepts that would take in concern Montenegrin specifics. Experience from the banking and investment funds sector should be of a significant help as well.

*Keywords: Pension Fund, Regulation, Supervision*

## **1. Regulacija penzijskih fondova**

Potreba za regulacijom privatnih penzija postoji zbog istih razloga zbog kojih postoji i potreba za regulacijom u citavom finansijskom sektoru, dakle, promocija mobilizacije i alokacije sredstava kroz sistem koji omogucava transparentnost,

sigurnost i stabilnost, snižavanje troškova i koji promoviše kvalitetno investiciono odlucivanje<sup>65</sup>.

Pored ovih zajednickih odrednica, penzijski fondovi imaju odredene specificnosti koje se ogledaju prije svega u obezbjedenju penzijskih benefita, kao segmenta socijalne politike (u širem smislu) jedne zemlje. Sa druge strane, privatno penzijsko osiguranje može biti stimulirano od strane države kroz poreske olakšice i stimulanse, cime se proširuje potreba za aktivnijom ulogom države.

### 1.1. Potreba za regulacijom

Kada bi se moglo pretpostaviti da ce sistem penzijskog osiguranja funkcionisati perfektno, u skladu sa postavljenim sistemskim parametrima, potreba za regulacijom i supervizijom ne bi ni postojala. Daleko od toga svaki sistem, ukljucujuci i sistem privatnih penzija, podrazumijeva veliki broj rizika koji ga mogu destabilizovati.

Kako se jedan od bazicnih mehanizama zaštite interesa osiguranika, stabilnosti tržišta i ocuvanja adekvatnog nivoa penzija odnosi na smanjivanje osnovnih rizika penzijskih fondova na razuman nivo, kategorizacijom rizika penzijskih fondova i pronalaženjem njihovih indikatora stvaraju se pretpostavke za kontrolu rizika, a samim tim i kvalitetnu regulaciju i superviziju.

Razliciti autori razlicito klasifikuju rizike koji su vezani za poslovanje penzijskih fondova. *Tibor Parniczky* u «*Private Pension Series No. 4*» klasifikuje rizike na: 1. organizacione rizike, 2. operativne rizike, 3. rizike kontrole trošova, 4. aktuarske, odnosno rizike kapitalisanja, 5. rizike likvidnosti, 6. rizike vezane za strukturu clanova penzijskog fonda, 7. investicione rizike, 8. rizike tržišta penzijskih fondova i 9. eksterne rizike. Interesantno je pogledati i klasifikaciju rizika koju nude *Stanislawa Golinovska* i *Piotr Kurowski* u «*Rational Pension Supervision*», koja poseban fokus stavlja na rizike koju su imanentni privredama u tranziciji. Sa druge strane *Srinivas, Whitehouse* i *Yerno* u „*Regulating Private Pensions Fund's Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence*“ grupišu veliki broj rizika u tri kategorije: 1. portfolio ili investicioni rizik, 2. sistemski rizik i 3. rizik provajdera, koji u kontekstu ovog rada omogucavaju fokusiranje regulacije i supervizije, a ne detaljnu analizu rizika i njihovu kategorizaciju. Dakle, prema mišljenju autora, uz uvažavanje prethodnih, u ovom radu ce se dati prednost poslednjoj klasifikaciji.

**Portfolio rizik** se sastoji od sistematskog i nesistematskog dijela. Sistematski rizik se odnosi na rizik tržišta, a nesistematski rizik se odnosi na rizik portfolija, odnosno

---

<sup>65</sup> Roberto Rocha, Richard Hinz, and Joaquin Gutierrez: “Improving the Regulation and Supervision of Pension Funds”, 1999. str. 15

instrumenata koji ga sacinjavaju. Adekvatnom diverzifikacijom portfolija utice se na smanjivanje nesistematskog rizika. U tom smislu uloga država podrazumijeva regulaciju diverzifikacije portfolija, uz ogranicenja investiranja u pojedine oblike aktive sa visokim rizikom. Sa druge strane, rizik samog tržišta koji može biti uzrokovan razlicitim fluktuacijama (neocekivana inflacija, promjene kamatnih stopa, deviznih kurseva i sl.) je uvijek prisutan i može se samo djelimicno ograniciti.

**Sistemske rizici** deriviraju iz odnosa penzijskog sistema sa ostalim segmentima finansijskog sistema, odnosno ekonomije jedne zemlje u cjelini. Iako penzijski fondovi nemaju «prevelike brige» u pogledu izvora sredstava, na drugoj strani podložni su uticajima smanjenja vrijednosti aktive. Penzijska industrija je dio finansijske industrije i podložna je efektu spojenih sudova, pa se krize u sferi osiguranja, bankarstva i ekonomije moraju odraziti i na penzijski sistem.

**Rizik provajdera** proizilazi iz moguceg konflikta interesa između upravljacke strukture i investicionih menadžera na jednoj strani i članova penzijskog plana na drugoj strani. Konflikta interesa mogu nastati zbog kompleksnosti formiranja dugorocnih portfolija, nestrucnosti i nekompetencije provajdera, te asimetrije informacija između provajdera i članova plana koji mogu uzrokovati loše rezultate i eventualne zloupotrebe položaja. Mogucnosti ovakvih ishoda determinisani su pravnom formom i nacinom upravljanja penzijskim fondom.

## 1.2. Komponente regulacije penzijskih fondova

U zavisnosti od konkretnih rizika i njihovog intenziteta, te specificnosti u pogledu pravne forme penzijskih fondova i ekonomije u cjelini, pojedine zemlje regulišu penzijske fondove na razlicite nacine. Ipak, u najvećem broju zemalja prisutne su sledeće komponente regulacije<sup>66</sup> : 1. licenciranje, 2. pravila upravljanja, 3. pravila segregacije aktive, 4. nezavisni cuvari, 5. eksterni revizori i aktuari, 5. obaveza objavljivanja informativnog prospekta, 6. pravila investiranja, 7. garancije, 8. minimalni kapital i rezerve i 9. regulacija troškova i provizija.

**Licenciranje** je koncept koji je prihvacen u velikom broju zemalja, pri cemu razlike u samom procesu postoje u zavisnosti od institucionalnog oblika fonda. Kada se radi o otvorenim fondovima kojima upravljaju menadžment kompanije, fokus regulacije je na kapitalu i upravljackoj strukturi menadžment kompanije. Regulatori i supervizori uticu na smanjivanje rizika provajdera i sistemskog rizika kroz detaljnu proceduru licenciranja.

---

<sup>66</sup> Srinivas, Whitehouse i Yerno u „Regulating Private Pensions Fund’s Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence“, 2000. The World Bank discussion paper no. 0113. str. 8

U slučaju fondova na principu fondacija i trustova postavljaju se blaži kriteriji u pogledu menadžera fonda, ali se zato više pažnje poklanja takozvanim „*prudential standards*“, odnosno **standardima obazrivosti**. Kod ovih fondova regulatori mogu predvidjeti i kreiranje biznis plana kao instrumenta za dokazivanje mogućnosti realizacije. U slučaju trustova i fondacija regulacija se služi indirektnim metodama, kao recimo onemogućavanje licima sa kriminalnim dosijeima da budu članovi upravljačkih struktura ili recimo nametanje obaveze investicionim menadžerima da polažu specijalističke ispite radi sticanja adekvatne dozvole.

Osim u situacijama kada se radi o penzijskom fondu sa legitimitetom pravnog lica (recimo slučaj Madarske), pravila o upravljačkoj strukturi se odnose na menadžment kompaniju koja upravlja penzijskim fondom. Penzijska kompanija mora biti isključivo posvećena upravljanju penzijskim fondom. Kompanija nema pravo da delegira upravljačke funkcije na treća lica i po pravilu može upravljati samo jednim fondom. Naravno, ukoliko se radi o trustovima ili fondacijama, po prirodi stvari angažuju se treća lica, ali i tada mora postojati minimum obaveza koje se ne mogu delegirati na treća lica.

U cilju **regulacije organizacione strukture**, regulator obično nameće obavezu penzijskom fondu da mora postaviti unutrašnja pravila na bazi kojih će se kontrolisati delegiranje odgovornosti i zadataka na pojedine nosioce. Stoga kvalitet upravljanja i rezultati regulacije zavise uglavnom od interne regulacije koja se odnosi na članove upravljačke strukture i samu upravljačku strukturu.

**Pravila segregacije aktive** podrazumijevaju odvajanje sredstava penzijskog fonda od sredstava administratora u cilju zaštite interesa članova plana, te ograničavanja sistemskog i rizika provajdera.

**Nezavisni cuvar (custodian)** onemogućava menadžerskoj kompaniji da direktno raspoláže sredstvima čime se smanjuje rizik provajdera koji bi mogao uzrokovati prevaru ili krađu sredstava članova plana. Cuvari (po pravilu ovlašćene banke) pomažu regulaciji penzijskog sistema, primjera radi, kontrolom transakcija i zabranom onih koje nisu u skladu sa investicionom politikom. Sa druge strane cuvari vode brigu i o uplatama doprinosa članova plana u penzijski fond čime pokrivaju sve finansijske tokove u penzijskom sistemu.

**Obaveza objavljivanja informacionog prospekta** povećava transparentnost penzijskog sistema kroz objavljivanje informacija relevantnih za članove plana, regulatorne i kontrolne organe. Informacioni prospekt sadrži podatke o nivou kapitala i rezervi, bilansnim pokazateljima, troškovima plana, ostvarenoj stopi prinosa, visini neto vrijednosti aktive i sl.

**Eksterni revizori** vrše ocjenu o stanju na racunima penzijskog fonda. Stepenn kvaliteta ocjene i odgovornosti revizora zavisi od razvijenosti institucionalnog okruženja jedne zemlje. Nedovoljan stepenn strucnog znanja i neadekvatna regulacija odgovornosti revizora mogu uticati na ocjene slabijeg kvaliteta. Eksterni revizori po pravilu obavještavaju supervizore o sprovedenim analizama, za šta snose pravnu odgovornost.

**Pravila investiranja** imaju za cilj da obezbijede diverzifikaciju i smanjenje sistemskog, portfolio i rizika provajdera. Regulacija investiranja podrazumijeva ogranicenja u vlasništvu fonda u odnosu na izdavaoca, vrstu instrumenta, visinu rizika, koncentraciju vlasništva i u odnosu na klasu instrumenta. Prva cetiri ogranicenja su karakteristicna manje više za sve zemlje, dok je ogranicenje u smislu pojedinih vrsta hartija od vrijednosti karakteristika samo nekih zemalja.

U jednom broju zemalja OECD-a ogranicenja u pogledu pojedinih hartija od vrijednosti koje mogu biti ili ne mogu biti u portfelju fonda, ne postoje. Primjenjuju se pravila „obazrivog covjeka“ (*prudent man, person*) koja podrazumijevaju da ce investicioni menadžer na bazi odluka upravljacke strukture obavljati svoj posao savjesno, u interesu clanova plana. Na drugoj strani najveći broj Latino-americkih zemalja i jedna broj zemalja OECD-a primjenjuje kvantitativne restrikcije (karakterisane i kao drakonske<sup>67</sup>) koje podrazumijevaju maksimalan iznos sredstava u pojedine hartije od vrijednosti. Jedan broj naučnika smatra da kvantitativne restrikcije predstavljaju neminovnost u onim zemljama koje nemaju razvijene institucionalne i regulatorne strukture, te nerazvijena i nelikvidna finansijska tržišta. Ipak, opšti je zaključak da bi posle perioda uspostavljanja stabilnosti sistema trebalo amortizovati ili ukinuti kvantitativne restrikcije i usvojiti principe obazrivosti.

Vrlo bitan momenat kod regulacije investicija se odnosi na broj portfolija penzijskog fonda. Sami portfoliji penzijskih fondova mogu biti i u principu jesu diverzifikovani do mjere koja smanjuje ukupan rizik pojedinačnih hartija od vrijednosti. Ipak, zbog vrlo slicnih investicionih regula portfoliji pojedinih penzijskih fondova imaju znacajnu tendenciju slicnosti. Penzijski fondovi sa jednim portfolijom funkcionice na principu „jedne mjere za sve clanove,“. Kada su u pitanju mladi ljudi koji ce štedjeti duže i poceti sa isplatom kasnije više im odgovara rizicniji portfolijo dok recimo starijim osiguranicima odgovara manje rizican. Dakle, uvođenjem više od jednog portfolija omogucilo bi se optimalnije zadovoljavanje potreba razlicitih starosnih grupa. Sa druge strane više portfolija definitivno povećava administrativne troškove, a samim tim i provizije clanovima plana.

---

<sup>67</sup> Drakonske mjere su dobile naziv po represivnim mjerama grckog zakonodavstva u VII vijeku prije nove ere.

Sa stanovišta regulacije i supervizije zadatak se prilično usložava i zahtijeva okvir koji će raspodijeliti odgovornost za investicione odluke između samih članova plana (koji *de facto* biraju portofolio prema sopstvenim preferencijama) i provajdera plana. Regulacija i supervizija u ovom slučaju ima zadatak da izvrši neophodnu edukaciju postojećih i budućih članova plana o njihovim pravima i obavezama, te donošenju adekvatnih investicionih odluka.

**Garancije** podrazumijevaju odgovornost penzijskog fonda za plasmana sredstava sa penzijskih računa. Naime, provajderi penzijskog osiguranja u hipotetičkom primjeru ne moraju (ako nisu obavezani zakonom) uopšte plasirati prikupljena sredstva ili ih mogu plasirati po stopi prinosa 0. U toj situacijim, interes članova plana bi bio ugrožen, a sam sistem penzijskog osiguranja doveden u pitanje. Zato su neke zemlje u svojim regulativama predvidjele minimalnu stopu prinosa, koja služi kao garancija za minimiziranje rizika provajdera. Minimalna stopa prinosa se može definisati u relativnom iznosu, u odnosu na prosječnu stopu prinosa penzijske industrije, eskontnu stopu ili kombinaciju ovih i drugih repera ili u nominalnom iznosu.

**Minimalni kapital i rezerve** se uglavnom primjenjuju kod fondova koji imaju pravni legitimitet. Ovaj oblik regulacije se odnosi posebno na fondove koji imaju obavezu garancije minimalne stope prinosa, jer formiranjem rezervi garantuju isplatu obecanog prinosa. Sa druge strane, fondovi koji ne garantuju prinos takode mogu stvarati rezerve kako bi, zbog specifičnosti cash-flow-a, omogućili izjednačavanje prihoda i troškova u dugom roku.

Sušтина ovog oblika regulacije derivira iz rizika likvidnosti, odnosno neželjene situacije u kojoj provajder osiguranja ne može izaci u susret obavezama prema članovima. U kratkom roku rizik likvidnosti može nastati kao posledica mladog i nestabilnog portfelja, te visokih početnih troškova (posebno marketing troškova). U dugom roku likvidnost fonda može biti ugrožena prestankom plaćanja doprinosa pojedinih članova, povlačenjem paušalnih iznosa (ako je predviđeno planom).

**Regulacija provizija** je od esencijalne važnosti za članove penzijskog fonda, jer u zavisnosti od njihove visine i oblika zavisi ukupan iznos sredstava koje će primati u penzionoj dobi. Regulacija provizija je karakterističan instrument za zemlje Latinske Amerike i Istocnu Evropu. Primjera radi Čile dozvoljava samo određene oblike provizija, isključujući izlaznu proviziju, proviziju na sredstva fonda i na prinose fonda. Fondovi na principu trasta u principu ne regulišu provizije, već se provizije regulišu indirektno pravilima obazrivosti. Prema ovim pravilima provizije moraju imati „razuman“ nivo. Interesantno je takode da Velika Britanija, koja takode primjenjuje principe opreznosti, u «vlasničkom penzijskom planu» uvodi ograničenje da provizije na sredstva fonda ne mogu precizirati 1%. Penzijski fondovi u



nacelu treba da vrše planiranje troškova cime ce smanjiti mogucnost stvaranja gubitaka na teret sopstvenog kapitala ili na teret imovine clanova.

## **2. Supervizija penzijskih fondova**

### **2.1. Pojam i funkcije supervizije**

Privatni penzijski sistem se bave prikupljanjem penzijskih sredstava od stanovništva, njihovim investiranjem i konacno isplatom akumuliranog iznosa sredstava u vidu penzijskih benefita. Državni organi jedne zemlje se nalaze na istom zadatku kao i provajderi penzijskog osiguranja, ali u ulozi regulatora i kontrolora, odnosno supervizora ovih procesa. U zavisnosti od pravnog sistema, razvijenosti finansijskog i ekonomskog sistema i iskustva u pogledu privatnih penzijskih sistema, supervizija se može znacajno razlikovati u fukcionalnom i institucionalnom smislu.

Osnovne fukcije supervizije penzijskih sistema deriviraju iz logicke strukture penzijskog sistema. Naime, penzijski sistem podrazumijeva dimenziju vremena jer se radi o prihodu koji ce se ostvariti u dugom roku u odnosu na period posmatranja i, na bazi nje, dimenziju sigurnosti i kontinuiteta ostvarivanja penzije u dugom roku. Na bazi prethodne teze, moglo bi se reci da se osnovni zadatak supervizije privatnih penzijskih sistema odnosi se na ocuvanje sigurnosti i povjerenja u sam sistem.

Supervizija privatih penzijskih sistema ima za cilj formiranje i ocuvanje ekvilibrijuma interesa ucesnika u penzijskom sistemu – osiguranika, penzijskih fondova, depozitara, brokera, agencija i sl. Kako osiguranici povjeravaju sredstva penzijskim fondovima, osnovna fukcija se odnosi na zaštitu interesa osiguranika. Sa druge strane, kako je sloboda pojedinca ogranicena pravom drugog pojedinca, penzijski fondovi moraju biti zašticeni od samih osiguranika u pogledu upucivanja neosnovanih žalbi, neispunjenja preuzetih obaveza i sl. Ne treba zaboraviti da je jedna od važnih funkcija supervizije i da zaštiti penzijske fondove od drugih penzijskih fondova.

Supervizija nalazi uporište u zakonskim rješenjima kojima se regulišu pitanja od znacaja za efikasnost supervizije i ostvarenja ciljeva supervizije. Na bazi zakonske regulative, supervizija „primorava“ provajdere penzijskog osiguranja da poštuju propise.

Na bazi dobijenih ovlašćenja supervizor može za potrebe supervizije interpretirati zakon putem mišljenja, odluka, uputstava i sl. i time uticati na ucesnike u sistemu. Supervizor takode može pratiti poslovanje penzijskih fondova, shodno obavezi

ucesnika da dostavljaju regularne izvještaje o stanju i poslovanju fondova. Monitoring ucesnika na tržištu se može obavljati na bazi informacija koje nadležni organi (recimo nadzorni odbori) dostavljaju supervizoru, kao i informacija koje mogu dostaviti ostali ucesnici i druge institucije.

Posmatajući superviziju u dužem roku logično je da donijeti propisi ne mogu jednom zauvijek riješiti sva pitanja. Sa te strane supervizor mora pratiti kretanje na tržištu kao cjelini i na bazi tih kretanja prilagodavati propise realnim situacijama. U dugom roku za uspjeh i povjerenje u superviziju, transparentnost je jedan od presudnih faktora. Transparentnost se ostvaruje redovnom komunikacijom sa ucesnicima na tržištu i adekvatnim obavještanjem javnog mnjenja.

Supervizor predstavlja osnovni izvor informacija o penzijskim fondovima i penzijskom tržištu. Informacije koje se odnose na penzijske planove, investicije i tržište, te mjere preduzete od strane supervizora se stavljaju na uvid javnosti. Supervizor za potrebe strucne javnosti i zakonodavca može vršiti posebne analize, pri čemu je za kvalitetno prikupljanje i obradu informacija od esencijalne važnosti formiranje i unapređenje informacionih tehnologija.

Da bi predviđene poslove obavili kvalitetno i u skladu sa definisanim zadacima, supervizija mora posjedovati dovoljno znanja. Ukoliko nema sopstvenih kadrova, supervizor nerijetko angažuje strucnjake iz oblasti racunodstva, investiranja, aktuarstva, statistike i sl.

## **2.2. Osnovi modeli i faze supervizije**

Superviziju penzijskih fondova, u širem smislu, možemo podijeliti na tri faze: 1. ex-ante superviziju, 2. tekucu superviziju i 3. ex-post superviziju. Od ove bazicne podjele postoje odstupanja koja zavise od sistema do sistema, jer supervizija u suštini odražava regulatorni koncept sistema. U tom smislu razlikuje se **dva osnovna modela supervizije penzijskih fondova: 1. proaktivni i 2. reaktivni.**

**Prvi model** je imanentan sistemima sa vecim brojem manjih otvorenih fondova kao što je slucaj u Latinskoj Americi. Ovaj model supervizije stavlja akcenat na prve dvije faze, čime limitira pristup onim fondovima koji ne zadovoljavaju stroga pravila, i vrši direktan monitoring njihovog statusa i aktivnosti na bazi obaveze fondova da dostavljaju redovne i obuhvatne izvještaje supervizoru. Proaktivni pristup podrazumijeva snažnu ulogu supervizora posebno u domenu analize i odobravanja licenci za osnivanje penzijskih fondova. Licence se uglavnom odobravaju na fiksni rok, pa penzijski fondovi moraju zatražiti njihovo produženje istekom tog roka. Ovaj se mehanizam ocjenjuje kao izuzetno pozitivan jer nameće penzijskim fondovima kontinuitet poštovanja regula, odnosno fondovi moraju voditi racuna da ukoliko ne

ispunjavaju odnosne uslove, mogu izgubiti licencu za rad. Za kvalitetno sprovođenje proaktivne supervizije potrebne su kvalitetne i opširne informacije do kojih supervizor dolazi na bazi regularnih inspekcija i analizi utvrđenih rezultata na bazi redovnih izvještaja koje su fondovi obavezni da dostavljaju supervizoru. Na bazi prikuljenih informacija supervizor vrši interno rangiranje penzijskih fondova, koje sa druge strane obezbjeđuje supervizoru informacije o daljim kontrolama penzijskog fonda, čime se stvaraju osnovni uslovi za kvalitetnu i kontinuelnu proaktivnu superviziju.

Alternativa proaktivnom modelu supervizije postoji uglavnom u sistemima koji baziraju penzijsko osiguranje na trustovima i fondacijama i koje karakterišu veliki fondovi. **Reaktivna supervizija** je karakteristična za sisteme poslovnih penzija koji mobilisu značajna finansijska sredstva. Investicioni menadžment je po pravilu delegiran na eksterne investicione menadžere. Reaktivna supervizija nosi takav naziv, zato što supervizor interveniše samo u situacijama kada se problem identifikuje, ili od strane povjerenika, članova fonda, revizora, aktuaru i sl. Dakle, reaktivna supervizija je usmjerena ka trećoj fazi, odnosno fazi korekcije i kažnjavanja penzijskih fondova. S obzirom na suštinu ovog modela, od neprocjenjive važnosti je aktivna uloga ucesnika u sistemu. Reaktivni model je karakterističan za razvijene zemlje sa tradicijom stabilnih finansijskih i regulatornih institucija.

### 2.2.1. Licenciranje fondova

Prvi u nizu poslova supervizije odnosi se na licenciranje (davanje odobrenja za rad) penzijskim fondovima. Nacini licenciranja penzijskih fondova takođe se razlikuju od zemlje do zemlje, a vezani su naravno za usvojene koncepte regulacije i supervizije. U zemljama proaktivne supervizije licenciranje zauzima posebno mjesto. Nerijetko supervizor organizuje posebnu organizacionu jedinicu koja se bavi samo licenciranjem. Prije samog izdavanja licence (ili odbijanja) fondovi dostavljaju opsežnu dokumentaciju kojom se dokazuje uskladenost sa finansijskim, tehničkim i pravnim kriterijima kao što su: pravni oblik penzijskog fonda, poslovni i marketing plan, investiciona politika, kvalifikacije zaposlenih, interna regulacija i sl. Ukoliko je penzijskim sistemom omogućen povoljniji poreski tretman, proširuje se polje uskladjivanja sa pravilima.

### 2.2.2. Tekuća supervizija (monitoring i inspekcija)

Nakon izdavanja dozvole od strane nadležnih organa, penzijski fondovi počinju sa redovnim poslovanjem, a supervizija sa praćenjem, analizom i ocjenom rada penzijskih fondova. Rezultati monitoringa i inspekcije predstavljaju osnovni

mehanizam za donošenje odluka od strane nadležnih organa i u suštini govore o tome da li fondovi rade u skladu sa propisanim standardima ili ne.

Tekuca supervizija podrazumijeva analizu dostavljenih finansijskih izvještaja od strane fondova (monitoring) koja se obavlja u prostorijama supervizora i kontrole na licu mjesta (inspekcije), odnosno u prostorijama penzijskih fondova (tj. kompanije koja upravlja fondom). Monitoring penzijskih fondova služi ocjeni uskladenosti poslovanja fondova sa propisima i djeluje kao preventiva neželjenim situacijama (prevara, krada i sl.). Proaktivni supervizori koriste finansijske izvještaje za pracenje strukture portfolija i uskladenosti sa postavljenim pravilima. Moglo bi se reci da monitoring daje osnovne informacije za drugi segment tekuće supervizije, tj. inspekciju. Reaktivni supervizori dobijaju izvještaje o poslovanju za duže vremenske intervale (godišnje po pravilu) i na bazi tih podataka evidentiraju fondove sa mogućim problemima i za koje je eventualno potrebno spovesti inspekciju na licu mjesta.

Tekuca supervizija se takode ogleda u redovnoj komunikaciji supervizora sa rukovodstvom fonda, internim i eksternim revizorima koji mogu biti važan cinilac i prije svega precizan izvor informacija o poslovanju fonda.

Inspekcije su po logici stvari najvidljiviji način supervizije penzijskih fondova. Supervizori ovom obliku kontrole poslovanja penzijskih fondova poklanjaju posebnu pažnju. Inspekcije se u zavisnosti od sistema i svrhe mogu razlikovati u intenzitetu, trajanju i ciljevima.

Proaktivne supervizije pristupaju inspekcijama sistematski sa ciljem otkrivanja svih relevantnih aspekata poslovanja fondova. Proaktivna inspekcija obično podrazumijeva pracenje toka uplata od pojedinca do racuna u penzijskom fondu; provjeru tačnosti i obuhvatnosti finansijskih izvještaja; provjeru uskladosti investiranja sa investicionom politikom i pravilima investiranja. Proaktivne inspekcije se obavljaju nad svim fondovima najmanje jednom godišnje sa ciljem detaljne analize uskladenosti poslovanja sa regulativom.

Reaktivne supervizije obavljaju poslove inspekcije na bazi žalbe klijenata ili informacija koje su dobili od aktivnih ucesnika u procesu. Inspekcije se alternativno sprovode na *ad hoc* principu. Inspekcije se sastoje od kontrole nacina obavljanja transakcija, pracenja uplata doprinosa, troškovne strukture, ali bez početne namjere da se stekne detaljan uvid. Ipak, kako je supervizor već informisan da potoje određeni problemi, supervizija se obično produbljuje.

### 2.2.3. Ex-post supervizija

Ex-post supervizija podrazumijeva primjenu sankcija sa ciljem popravljanja nastale situacije ili kažnjavanja penzijskih fondova. Primjena sankcija predstavlja najteži zadatak sa stanovišta supervizora. Proaktivne supervizije akcentiraju stavljaju na poštovanju propisa prije samog nastanka kršenja propisa. Proaktivne supervizije obično imaju ovlaštenje da kanališu finansijske tokove penzijskih fondova kako bi se izvršila korekcija nastale situacije. Reaktivni sistemi se u korektivnim akcijama više oslanjaju na građansko i komercijalno pravo. Korektivne akcije reaktivne supervizije su obično rezultat formalnih žalbi subjekata uključenih u penzijski sistem. Interesantno je da se recimo u Holandiji supervizija snažno oslanja na izvrgavanje penzijskih fondova-prestupnika javnom sudu (lošem publicitetu) i da takav mehanizam daje dobre rezultate<sup>68</sup>. Naravno, ukoliko se korektivnim akcijama ne postignu željeni rezultati, ili postoji neslaganje fondova sa ocjenama supervizora, rješavanje problema pred sudskim instancama je alternativno rješenje.

Supervizor mora imati na raspolaganju određeni set sankcionih instrumenata, jer u suprotnom ne može obezbijediti uskladenost poslovanja fondova sa regulativom. Sankcije obično podrazumijevaju pravo na razrješenje dužnosti članova upravljačkih tijela, kao i zabranu obavljanja djelatnosti fonda, korekcije transakcija koje nisu u skladu sa propisima. Sa druge strane mjere poput povraćaja gubitaka, kazne i kriminalne sankcije, mogu biti na raspolaganju supervizoru, ali mogu biti i ingerencija drugih organa.

### 2.3. Institucionalna struktura supervizije

Posljednji ali ne i najmanje bitan element supervizije odnosi se na utvrđivanje institucionalne forme supervizora, odnosno utvrđivanje prostora djelovanja. Jedna od osnovnih pretpostavki za kvalitetno funkcionisanje supervizije podrazumijeva nezavisnost supervizora od političkih uticaja. Zemlje Latinske Amerike su uglavnom osnivale nezavisne institucije u skladu sa konceptom penzijskog sistema. Sa druge strane jedan broj zemalja je formirao posebne organizacione jedinice u postojećim institucijama kao što su Ministarstvo finansija ili Ministarstvo rada i socijalnog staranja.

Nezavisno od oblika organizacije supervizije od neprocjenjive važnosti su brzina rješavanja problema i koordinacija aktivnosti supervizora sa ostalim regulatornim i supervizorskim tijelima jedne zemlje. Ukoliko nastaju problematične situacije u odnosima fond-država ili osiguranik-fond i ukoliko se ti problemi ne rješavaju u

---

<sup>68</sup> Roberto Rocha, Richard Hinz, and Joaquin Gutierrez: "Improving the Regulation and Supervision of Pension Funds", 1999. str. 25

kratkom roku, postoji mogućnost da dođe do urušavanja penzijskog sistema i što je najvažnije urušavanja primarnog cilja privatnog penzijskog osiguranja – sigurnost i povjerenje u sistem. Kako po pravilu, koliko god supervizor penzijskih fondova bio nezavisan, ne može imati dovoljnu koncentraciju instrumenata za samostalno rješavanje problema, koordinacija sa drugim regulatornim i supervizorskim tijelima je esencijalna. U najmanju ruku potrebno je obezbijediti kvalitetan tok informacija između supervizora, kao i redovne susrete koji bi rezultirali razmjenom iskustava i unapređenjem supervizije u cjelini.

**BOX: Regulacija i supervizija u Hrvatskoj - osnovni aspekti**

Interesantno je osvrnuti se na primjer regulacije i supervizije u Hrvatskoj, kao našem prvom susjedu, koja je ostvarila zavidne rezultate na polju penzijske reforme i implementacije kapitalizovanog penzijskog sistema u cjelini. Donošenjem seta zakona (»Zakona o mirovinskom osiguranju 1998., zatim »Zakona o obaveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima« 1999. i »Zakona o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovine na temelju individualne kapitalizovane štednje«) te njihovim prilagodavanjem kroz niz zakona o izmjenama Zakona, Hrvatska je stvorila normativne pretpostavke za reformu penzijskog sistema u cjelini.

Posebna pažnja je posvećena regulaciji i superviziji kapitalisanih fondova, s obzirom da je formirana posebna Agencija za nadzor mirovinskih fondova (HAGENA) koja u svojoj ingerenciji pokriva regulatornu i supervizorsku komponentu (što nije suviše čest slučaj za manje zemlje). Agencija realizuje nametnute joj zadatke, donošenjem podzakonskih propisa kao što su pravilnici o autorizaciji i licenciranju penzijskih društava, marketingu, visini osnovnog kapitala, vrednovanju imovine i sl. HAGENA je u značajnom obimu nezavisna od državnih struktura i za svoje postupke odgovara direktno Saboru Hrvatske.

Regulacija i supervizija u Hrvatskoj su kontruizane na bazi polaznog modela kapitalizovanih penzijskih fondova koji predstavljaju samo »skup sredstava« i mogli bi se donekle porediti sa klasičnim bankarskim depozitima. Težište je dakle stavljeno na »mirovinska društva«, koja mogu upravljati samo penzijskim fondovima. U tom smislu, polazna tačka regulacije se odnosi na propisivanje kvalifikacionih standarda za članove Borda direktora i Nadzornog odbora. Isti moraju posjedovati odgovarajuću školsku spremu kao i neposredno iskustvo u poslovima bankarstva, finansija, osiguranja u trajanju od najmanje 5 godina.

Najdalje do 31. marta tekuće godine, penzijski fondovi su obavezni da za prethodnu godinu objave informacioni prospekt koji mora biti na raspolaganju svim postojećim i potencijalnim članovima penzijskog fonda (dakle svima). Penzijske kompanije sa druge strane moraju najmanje šestomjesečno dostavljati podatke o trenutnom iznosu sredstava na račun člana penzijskog fonda. Penzijske kompanije moraju takođe dostavljati HAGENI različite izvještaje, godišnje ili u kraćim intervalima. Prilikom animiranja novih članova penzijskog fonda, izricito je zabranjeno davanje poklona ili obećanja, posebno onih na teret pretpostavljenih budućih rezultata penzijskog fonda.

Da se Hrvatska opredijelila (prema mišljenju autora) za proaktivne koncepte (podzakonske) regulacije i supervizije, pokazuje i dvo(tro)fazni model licenciranja. Penzijska kompanija mora prvo dobiti »autorizaciju za osnivanje penzijske kompanije«, da bi tek nakon određenog perioda mogla dobiti »upotrebnu« licencu za upravljanje penzijskim fondom. U istom trenutku kada se predaje

molba za dobijanje opretivne licence, podnosi se i molba za registraciju penzijskog fonda. Tek sa dobijanjem sve tri licence, penzijska kompanija može poceti sa upravljanjem, a fond sa prijemom doprinosa.

U pogledu investiranja akumuliranih sredstava u penzijskom fondu, usvojena su vrlo precizna pravila. Tako recimo penzijska kompanija ne može odobravati ni primati kredite, niti davati garancije bilo koje vrste. Plasman sredstava se vrši na bazi ranije pripremljenog i objavljenog investicionog prospekta, koji uvažava principe sigurnosti, likvidnosti i diverzifikacije. Plasman sredstava je »programiran« od strane regulatora u tacno definisane oblike aktive. Sa druge strane, utvrđeni su oblici aktive u koje je izricito zabranjeno ulaganje. Komisija za hartije od vrijednosti može uvesti maksimalna ogranicenja ulaganja u pojedinine oblike aktive.

Vrednovanje aktive i pasive penzijskog fonda je takode regulisano od strane nadležnih organa. Knjigovodstvo i racunovodstvo penzijskog fonda sprovodi se na bazi medunarodnih racunovodstvenih standarda.

Regulacija u Hrvatskoj tretira i moguće konflikte interesa. Tako recimo niti jedno pravno ili fizicko lice ne može biti vlasnik više od tri penzijske kompanije (preduzeca). Clan Borda direktora ili Nadzornog odbora penzijskog preduzeca ne može biti clan pomenutih organa u drugom penzijskom preduzecu, eksternom investicionom savjetniku, custodian-u i drugim povezanim pravnim licima.

Svako penzijsko preduzeće mora imati svog custodian-a (»banka skrbnik«) koji se brine o sredstvima penzijskog fonda. Penzijski fond nema pravo na proglašenje bankrotstva. Takode, pri eventualnoj likvidaciji custodian-a, sredstva fonda se ne mogu ukljuciti u likvidacionu masu.

### **3. Nekoliko predloga u vezi regulacije i supervizije privatnih penzija u Crnoj Gori**

Crna Gora je u smislu privatnog penzijskog osiguranja na samom pocetku. Zakonom o penzijskom i invalidskom osiguranju, clanom 1. i clanom 3. je samo definisan koncept privatnog penzijskog osiguranja, odnosno namjera o donošenju posebnog zakona, medutim do sada nisu preduzete bilo kakve aktivnosti na kreiranju predloga ili nacрта Zakona kojim bi se sistem i normirao. S obzirom na takvu situaciju, pitanja regulacije i supervizije privatnog penzijskog osiguranja se ne mogu podrobnije elaborirati.

Sa druge strane, možda je ovo i pravi trenutak da se utvrdi stanje u regulatornim i supervizorskim tijelima koji indirektno mogu uticati na razvoj penzijske industrije, kao i da se analiziraju iskustva drugih zemalja koje su implementirale koncept privatnog penzijskog osiguranja. Takode, korisno bi bilo izvršiti analizu efikasnosti rješenja koja se ticu poslovanja, regulacije i supervizije investicionih fondova, s obzirom da penzijski fondovi imaju znacajne slicnosti sa prethodnim. Regulacija poslovanja u bankarskom sektoru takode može poslužiti kao polazna osnova za kreiranje regulatornih i supervizorskih procedura.

Imajući u vidu prethodne stavove posebno bi trebalo analizirati potencijalne uloge Centralne Banke Crne Gore, Ministarstva finansija, Ministarstva rada i socijalnog staranja, Komisije za hartije od vrijednosti, Direkcije javnih prihoda (uz eventualno formiranje Penzijskog Ombudsmana) i njihovu koordinaciju u regulisanju i superviziji privatne penzijske industrije. Organizovanje okruglih stolova na ovu temu, uz prisustvo ino-eksperata doprinijelo bi otvaranju konkretnih pitanja, te formiranju modela koji bi uvažio specifičnosti Crne Gore. Jedna od važnijih odluka bi takode bila u pogledu institucionalne forme supervizora. Drugim riječima, da li će se formirati posebno tijelo ili u početku koristiti resurse direktnih i indirektnih regulatora i supervizora.

Na bazi stavova iznesenih u ovom radu, prvi korak bi se odnosio na identifikaciju opštih i specifičnih rizika koji mogu ugroziti elementarne procese u implementaciji privatnog penzijskog osiguranja. Posebno je značajno određivanje potencijalnog značaja (težine) rizika, te donošenje adekvatnih rješenja za smanjivanje ili eliminaciju njihovog uticaja. Nakon toga bi trebalo preispitati postojeće regulatorne i supervizorske kapacitete, te analizirati komponente regulacije i utvrditi insitucionalne i fukncionalne okvire koji bi omogućili implementaciju regulacije i supervizije. Jedan od važnijih momenata će se takode odnositi na donošenje odluke o tome da li su sistemu potrebne banke cuvari, koje bi klijentima pružale usluge otvaranja i vodenja racuna hatija od vrijednosti, te pružanja ostalih usluga koje inace pružaju banke «custodian»-i u svijetu, ili se zadržati na rješenjima koja podrazumijevaju značajno učešće Centralne depozitarne agencije.

U kontekstu mehanizma supervizije, Crna Gora, barem u prvoj deceniji privatnih penzija, treba težiti ka proaktivnoj superviziji. Ovo iz razloga jer se radi o potpuno novom projektu koji će nas sigurno zateći nespremne za mnoge probleme koji se uocavaju teka tada, kada sistem zaista pocne sa operativnim poslovanjem. Pored faze licenciranja koja ima izuzetan značaj, crnogorski supervizor bi morao posvetiti značajnu pažnju monitoringu i inspekcijama, kako bi se preduprijedile ex-post aktivnosti. Korekcije nastalih problema i rješavanje sporova, posebno se mogu odužiti, s obzirom na nepostojanje domace sudske prakse i nizak stepen svijesti i znanja o predmetnoj problematici.



**Literatura:**

1. OECD. 2002. Private Pensions Series No.3 “*Regulating Private Pension Schemes - TRENDS AND CHALLENGES*”, Paris
2. Simpson Anne, Alyssa Machold. 2002. “*Supervisory and Regulatory Issues in Life Insurance and Private Pensions*” (draft version), Contractual Savings Conference, Global Corporate Governance Forum
3. OECD. 2000. Private Pensions Series No.1 “*Private Pension Systems and Policy Issues*”, Paris
4. Golinovska, Stanislaw, Piotr Kurowski. 2000. “*Rational Pension Supervision*”, Center for Social and Economic Research, Warsaw
5. Srinivas, Whitehouse i Yerno. 2000. “*Regulating Private Pensions Fund’s Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence*“, The World Bank discussion paper no. 0113.
6. Rocha Roberto, Richard Hinz and Joaquin Gutierrez. 1999. “*Improving the Regulation and Supervision of Pension Funds*”, 1999. The World Bank

Zdenka Dragašević,

## Modeli višekriterijumske analize za rangiranje i upoređivanje banaka

### Abstract

The article shows the multicriterial methods for ranking and comparing banks. The main model is based on AHP method; it's used to compare Montenegrin banks, according to several criteria. Those criteria are quantitative and qualitative. Quantitative criteria are financial ratios, which are related to the performance of bank's businesses. Qualitative criteria are characteristics used in the existing system for evaluation and supervision of banks. Criteria model determines their weights for each bank. As the end result, according to the date, the model gave rang list.

*Key words: evaluating the bank's performance, financial ratios, AHP method, comparison of pairs.*

### 1. Uvod

U Crnoj Gori se dešavaju neke pozitivne promjene, kada je finansijski sektor u pitanju, što se potvrđuje parametrima koji ukazuju na povećanje efikasnosti bankarskog sistema, rast kredita i depozita kod banaka, rast prometa na tržištu kapitala, podsticanje štednje stanovništva, itd. Da bi se postigli još bolji rezultati, potrebno je naći najbolji način za mjerenje performansi banaka, jer jedan od uslova funkcionisanja finansijskog sistema je da su banke stabilne i zdrave, odnosno da imaju dobre performanse. Da bi se to postiglo, neophodna je stalna kontrola od strane Centralne Banke, kao i interne kontrole samih banaka. Kontrola se vrši u cilju sagledavanja situacije u bankama, da bi se na vrijeme moglo reagovati, ako se utvrdi postojanje problema.

Kontrola banaka je samo jedan od motiva za pronalaženje modela za mjerenje odlika banaka. To je motiv Centralne Banke, kao institucije koja vodi računa o monetarnoj politici, da bi se pravovremeno reagovalo na moguće probleme, kako bi se zaštitili interesi građana i cijelog ekonomskog sistema. Drugi motiv je sa gledišta vlasnika kapitala u bankama, radi efikasnijeg poslovanja, važno je znati uporediti se sa konkurentskim bankama i indentifikovati uzroke svoje neefikasnosti. Sledeći motiv, je motiv pojedinca, koji hoće da se zaštiti od rizika poslovanja sa rizicnom bankom.

Mjerenje performansi banaka se tradicionalno temelji na analizi finansijskih pokazatelja, ali nije razvijen model koji bi u potpunosti zadovoljio potrebe za

analizom i vrednovanjem efikasnosti poslovanja banaka. Našim zakonom<sup>69</sup> je propisano korištenje CAMELS metoda u svrhu mjerenja performansi banaka. Međutim, iako se tim metodom mjere i kvantitativni i kvalitativni pokazatelji, kvantitativni pokazatelji se svode na kvalitativne na osnovu subjektivne procjene ocjenjivaca ili menadžera o visini identifikovanih problema.

U ovom radu se prikazuje model zasnovan na AHP metodi, koji je razvijen da se uporede crnogorske banke. U literaturi se mogu naći neki modeli koji rangiraju banke po veličini njihove aktive, ali se veoma slabo koriste neki složeniji modeli, koji omogućavaju višekriterijumsko sagledavanje. Rad se sastoji od 5 dijelova. U drugom dijelu daje se pregled najčešće korištenih metoda za rangiranje banaka, sa posebnim osvrtom na AHP metod. U trećem dijelu predstavlja se model za rangiranje i upoređivanje banaka, a u četvrtom dijelu se prikazuje mogućnost primjene ovog modela na skupu crnogorskih banaka, koje čine 85% ukupne bankarske aktive. Na kraju rada dat je zaključak.

## **2. Modeli višekriterijumske analize**

Višekriterijumsko odlučivanje je jedno od brzorastućih problemskih oblasti u toku posljednje dvije decenije. Međutim, ne dešavaju se promjene samo u teoriji, i u praksi se promijenio način donošenja odluka u posljednjoj deceniji. Od jedne osobe (direktora) i jednog kriterijuma (profit), odlučivanje je prenešeno na više-osoba i više-kriterijumske situacije. Od šezdesetih godina pa na ovamo, mnogo metoda je predloženo za rješavanje problema odlučivanja. U ovom radu će biti predstavljena tri metoda višekriterijumske analize.

Za potrebe upoređivanja i rangiranja banaka razvijeno je nekoliko modela, među kojima su: CAMELS, DEA i AHP metod. U našem zakonodavstvu, predviđeno je korištenje CAMELS metoda u svrhu upoređivanja banaka. Međutim, taj izvještaj se može koristiti samo u interne svrhe, odnosno, samo rukovodstvo banke i ocjenjivac mogu koristiti izvještaj, radi sagledavanja pozicije na tržištu. U ovom dijelu rada ukratko će biti predstavljena prva dva modela, dok će se modelu AHP posvetiti veća pažnja.

### **2.1. CAMELS metod**

CAMELS metod je jedan od prvih metoda razvijenih od strane Federalne Depozitne Osiguravajuće Korporacije (FDIC) u svrhu što ranijeg otkrivanja i rješavanja problema u poslovanju banaka. Sam naziv metoda je sastavljen od početnih slova šest komponenti na osnovu kojih se vrednuju performanse banaka. Te komponente su: adekvatnost kapitala (Capital Adequacy), kvalitet aktive (Asset Quality), kvalitet

---

<sup>69</sup> "Službeni list RCG", broj 53/01

menadžmenta (Management), kvalitet i nivo prihoda (Earnings), adekvatnost likvidnosti (Liquidity management) i osjetljivost na tržišni rizik (Sensitivity). U literaturi se različito tretira četvrta komponenta, pa neki autori<sup>70</sup> koriste vlasnici kapital (equity), umjesto prihoda.

U novije vrijeme, razvijen je ACCION CAMELS metod, koji je zasnovan na istim pretpostavkama kao i prvobitni CAMELS metod, samo što su uključeni novi instrumenti savremenog poslovanja. Svaka od komponenti ima svoje indikatore koji se mjere, ali pošto to nije tema ovoga rada, samo ćemo naglasiti da ih ima ukupno 21, od toga 8 kvantitativnih indikatora koji čine ukupno 47% ukupne procjene, dok 13 kvalitativnih indikatora čine preostalih 53%. U prvobitnom modelu, skoro 70% ukupne ocjene su činili kvalitativni indikatori.

Sušтина ovog metoda je da se na osnovu pomenutih pet komponenti vrednuju performanse banaka. Svaka od komponenti, izuzev menadžmenta, ima razvijene kvantitativne metode za njihovo mjerenje, međutim, za potrebe ovog metoda te vrijednosti se prevode u kvalitativne, na osnovu subjektivne procjene ocjenjivaca ili menadžera o visini identifikovanih problema. Sve vrijednosti se rangiraju na skali od 1 do 5, sa jedinicom kao mjerom najboljeg rejtinga. Umjesto numeričke skale, može se koristiti alfabetska skala, kao na pr. AAA, AA, A; BBB, BB, B; C; D, itd. Zatim se pojedinačni rangovi sintetiziraju u jedinstven rang, tako da na kraju procjene svaka posmatrana banka dobije svoju CAMELS rang poziciju, od 1-5. Međutim, zbirni rejting ne predstavlja njihov aritmetički prosjek. U postupku utvrđivanja zbirnog rejtinga banke polazi se od visine komponentnih rejtinga, njihove međusobne povezanosti, kao i visine uticaja pojedinih komponenti na situaciju u konkretnoj banci. Nedostatak ovog metoda je što ne postoji gotov model na osnovu kojeg bi se izveo jedinstveni rang, već se to prepušta subjektivnoj procjeni odgovornih osoba.

Kao što je ranije napomenuto, izvještaj na osnovu CAMELS metoda nije za javnu upotrebu, odnosno, rejting banke je povjerljiva informacija koja ostaje između procjenjivaca i menadžera i koristi se samo u svrhu nadzora nad poslovanjem banke. Na osnovu postignutog rejtinga određuje se frekvencija revizije poslovanja banaka. Banke sa CAMELS rejtingom 3, 4 i 5 moraju se nadzirati godišnje, dok se banke sa rejtingom 1 i 2 mogu nadzirati jednom u dvije godine.

---

<sup>70</sup> Hunjak, T., Jakočević, D.: "Višekriterijski modeli za rangiranje i upoređivanje banaka", Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 1, broj 1, 2003; Brockett, P.L., Charnes, A., Cooper, W.W. ...:"Data transformations in DEA cone ratio envelopment approaches for monitoring bank performances", European Journal of Operational Research, Volumen 98, 1997, pp. 250-268.

## 2.2. Analiza omeđivanjem podataka ( Data Envelopment Analysis – DEA)

DEA metod je tehnika za mjerenje relativne efikasnosti jedinica za odlucivanje (decision making units), koje se upoređuju. Te jedinice ili entiteti, koriste određene inpute da bi proizvele različite oblike outputa, pa je pogodna za upoređivanje svih djelatnosti kojima je to osnovna karakteristika, kao što su banke, škole, bolnice, itd. Ova metoda se brzo razvijala poslednjih petnaestak godina, našla je primjenu u mnogim sferama. Sa njom su riješavani različiti ekonomski i menadžerski problemi kako u privatnom tako i u javnom sektoru.

Matematička osnova ovog metoda data je u vidu razlomljenog linearnog programiranja, koji je ustanovljen od grupe naučnika:<sup>71</sup>

$$\text{Max} h_0 = \sum_{j=1}^n w_j y_{jk0}$$

kao i:

$$\sum_{j=1}^m v_i x_{ik0} = 1$$

$$k = 1, \dots, K \quad w, v \geq e$$

$$\sum_{j=1}^n w_j y_{jk0} \leq \sum_{j=1}^m v_i x_{ik0},$$

gdje je K broj jedinica odlucivanja, m je broj inputa, n broj outputa. Ovaj model se zove primarni DEA model. On omogućava da se za određenu jedinicu odredi skup optimalnih težina  $w_j$  outputa oznacenih sa  $y_j$  i težina  $v_i$  za inpute oznacene sa  $x_i$ , tako da se maksimizira njena efikasnost  $h_0$ . Po ovom modelu posmatrana jedinica je efikasna ako i samo ako je  $h_0 = 1$ . U praksi postoji mnogo razlicitih DEA modela. Osnovni uslov ovog metoda je da se može koristiti samo ako ima veliki broj jedinica za odlucivanje, odnosno, broj entiteta koji se upoređuju mora biti makar tri puta veci od ukupnog broja inputa i outputa. Posto je svrha upoređivanja da se grupišu slične karakteristike, problem se javlja kada je malo entiteta koji se mogu upoređivati.

Iako u razvijenim zemljama, pogotovo u SAD-u, ova metoda ima veliku primjenu, nije adekvatna za crnogorske prilike poslovanja, jer imamo malo banaka koje bi se upoređivale. Pored toga, da bi se primijenila u nasim bankama morala bi se uložiti velika sredstva za edukaciju menadžera, buduci da se radi o relativno nepoznatoj metodi.

<sup>71</sup> Charnes, A., Cooper, W.W., Rhodes, E.: "Measuring The Efficiency of Decision Making Units", European Journal of Operational Research, Volumen 2, 1978, str. 429-444.

Najbolja primjena ove metode je u upoređivanju poslovnica banaka, škola, bolnica... Kod mjerenja efikasnosti poslovnica banaka kao inputi se mogu koristiti na pr. knjigovodstvena vrijednost opreme, materijalni troškovi, itd, a kao outputi se mogu koristiti ukupni depoziti, ukupni zajmovi, itd. Rezultat primjene ove metode je da se dobije odgovor na pitanje koja je poslovnica efikasna, a koja nije. Pored toga, rezultat daje i informacije koje je moguće koristiti da se nade odgovor na pitanje šta treba preduzeti da se poveća efikasnost neefikasnih jedinica, kao i uz koju cijenu je to moguće postići.

### **2.3. Analitički hijerarhijski proces (AHP – Analytic Hierarchy Process)<sup>72</sup>**

AHP je jedan od najpoznatijih i najčešće korištenih metoda za odlučivanje, kada se odluka temelji na više atributa koji se koriste kao kriterijumi. U našem slučaju odluka se odnosi na izbor neke od raspoloživih alternativa (banaka) ili njihovo rangiranje. U rješavanju problema mogu se prepoznati tri komponente. To su: 1) dekompozicija sistema, 2) komparativna procjena i 3) sinteza prioriteta.

Dekompozicija sistema znači napraviti hijerarhijsku strukturu, sa osnovnim elementima sistema, a to su: cilj, kriterijumi (podkriterijumi) i alternative. Druga komponenta predstavlja matematički model, pomoću koga se računaju prioriteta (težine) elemenata koji se nalaze na istom nivou hijerarhijske strukture. Matematički model predstavlja osnovu za generisanje skale za rangiranje. Treća komponenta modela znači da se dobijeni lokalni prioriteta kriterijuma, podkriterijuma i alternativa sintetiziraju u ukupne prioriteta alternativa.

Na početku primjene ove metode, potrebno je definisati hijerarhijski model i njegove elemente, sa ciljem na vrhu, kriterijumima i podkriterijumima kao sledeći nivoi, i na kraju, poslednji nivo su alternative. Zatim, se pravi matematički model. Ovaj model je zasnovan na međusobnom upoređivanju parova, odn. na svakom nivou hijerarhijske strukture u parovima se međusobno upoređuju elementi te strukture. Preferencije donosioca odluke se izražavaju pomoću skale. Ova skala je definisana kao racio skala, i pretpostavlja se da se intezitet preferencija između dvije alternative može izraziti korištenjem skale. Saaty koristi skalu (ljestvicu) koja ima 5 stepeni i 4 međustepena, verbalno opisanih inteziteta i odgovarajuće numeričke vrijednosti za njih u rasponu od 1-9. Saatyeva skala<sup>73</sup> je data u tabeli 1.

---

<sup>72</sup> Saaty, T.: "The Analytic Hierarchy Process", McGraw-Hill, New York, 1980

<sup>73</sup> Saaty, T., navedeni izvor, str. 54.

Tabela 1. Saaty-jeva skala

Intezitet važnosti	Definicija	Objašnjenje
1	Jednako važno	Dvije alternative jednako doprinose cilju
2	Slaba važnost	
3	Umjereno važno	Na temelju iskustva i procjena daje se umjerena prednost jednoj alternativu u odnosu na drugu
4	Umjereno važno +	
5	Strogo važnije	Na temelju iskustva i procjena strogo se favorizuje jedna alternativa u odnosu na drugu
6	Strogo +	
7	Vrlo stroga, dokazana važnost	Jedna alternativa se izrazito favorizuje u odnosu na drugu; njena dominacija dokazuje se u praksi
8	Veoma stogo	
9	Ekstremna važnost	Dokazi na temelju kojih se favorizuje jedna alternativa u odnosu na drugu potvrđeni su sa najvećom uvjerenjivošću
2,4,6,8	Meduvrijednosti	

Na osnovu matematičkog modela, a iz procjena relativnih važnosti elemenata odgovarajućeg nivoa hijerarhijske strukture, računaju se lokalni prioriteti odn. težine, kriterijuma, podkriterijuma i alternativ,a koji se sintetiziraju u ukupne prioritete alternativa. Na kraju se dobije rang lista alternativa, pa se može sprovesti analiza osjetljivosti.

Da bi smo objasnili matematički model, moramo početi od nekih pretpostavki. Neka je  $n$  broj kriterijuma odnosno alternativa. Neka je  $C_1, C_2, \dots, C_n$  skup alternativa. Kvantitativna procjena parova aktivnosti  $C_i, C_j$  je predstavljena  $n \times n$  matricom

$$A = (a_{ij}), \quad (i, j = 1, 2, \dots, n)$$

Gdje su elementi  $a_{ij}$  definisani sledećim pravilima:<sup>74</sup>

*Pravilo 1.* Ako je  $a_{ij} = \mathbf{a}$ , onda je  $a_{ji} = \frac{1}{\mathbf{a}}, \mathbf{a} \neq 0$ . Ovo pravilo znači da su svi

redovi matrice proporcionalni prvom redu, i svi su pozitivni.

*Pravilo 2.* Ako je procijenjeno da je  $C_i$  od jednake važnosti kao i  $C_j$ , tada je  $a_{ij} = 1, a_{ji} = 1$ , kao i  $a_{ii} = 1$  za svako  $i$ .

Prema tome matrica  $A$  ima oblik

<sup>74</sup> Saaty, T., navedeni izvor, str. 22.

$$A = \begin{bmatrix} 1 & a_{12} & \dots & a_{1n} \\ \frac{1}{a_{12}} & 1 & \dots & a_{2n} \\ a_{12} & \vdots & \dots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \frac{1}{a_{1n}} & \frac{1}{a_{2n}} & \dots & 1 \\ a_{1n} & a_{2n} & \dots & 1 \end{bmatrix}$$

Posto smo definisali skup alternativa i elemente matrice A, potrebno je odrediti numericke težine (priorite)  $w_1, w_2, \dots, w_n$  koje ce uticati na donešene procjene. Težine  $w_i$  se određuju na osnovu procjena vrijednosti njihovih odnosa koji se oznacavaju

$$a_{ij} = \frac{w_i}{w_j}.$$

Matrica A se može napisati i u ovom obliku

$$A = \begin{bmatrix} w_1/w_1 & w_1/w_2 & \dots & w_1/w_n \\ w_2/w_1 & w_2/w_2 & \dots & w_2/w_n \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ w_n/w_1 & w_n/w_2 & \dots & w_n/w_n \end{bmatrix}$$

Matrica A, za slucaj konzistentnih procjena, za koje važi  $a_{ij} = a_{ik}a_{kj}$ , zadovoljava jednacinu

$$Aw = nw$$

Matrica A ima posebna svojstva, koja su data pravilima 1 i 2, zbog kojih je samo jedna njena svojstvena vrijednost razlicita od 0 i jednaka je n. U praksi se, medutim, desava da matrica A sadrži nekonzistente procjene, tako da prethodna jednacina ne može da važi. U tom slucaju, vektor težina  $w$  se može dobiti rješavanjem jednacine

$$Aw = \lambda_{\max} w$$

uz uslov da je  $\sum w_i = 1$ . Ovdje  $\lambda_{\max}$  predstavlja najveću svojstvenu vrijednost matrice A. Zbog osobina matrice, vrijedi da je  $\lambda_{\max} = n$ . Male promjene vrijednosti u



$a_{ij}$ , iniciraju male promjene u  $\lambda_{max}$ , devijacija u odnosu na  $n$  je mjera konzistencije. Ona nam omogućava da mjerimo preciznost naše skale u odnosu na neku neogranicenu skalu, koju želimo da ocijenimo. Prema tome, uzimamo

$$CI = \frac{\lambda_{max} - n}{n - 1}$$

indeks konzistencije, kao naš indikator "približne, precizne konzistencije". Pomocu indeksa konzistencije racuna se odnos konzistencije

$$CR = CI/RI$$

pri cemu je RI slucajni indeks (indeks konzistencije za matrice reda  $n$  slucajno generisanih uporedivanja u parovima, koristi se tablica sa izracunatim vrijednostima).

n	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
RI	0	0	0,52	0,89	1,11	1,25	1,35	1,40	1,45	1,49	1,51	1,54	1,56	1,57	1,58

Ukoliko je CR za matricu A manji od 0,10, onda se procjene relativnih važnosti kriterijuma smatraju prihvatljivim. Ako to nije slucaj, onda treba pronaci razloge tako visoke inkonzistencije.

U ovom radu ce biti prikazan model za rangiranje banaka cija osnova je AHP metod. Ovaj metod je izabran zbog toga što model sadrži veci broj kriterijuma, koji nemaju istu važnost, a pored toga postoji kvalitetan softver Super Decision, koji podržava razvoj modela i omogućava detaljnu analizu osjetljivosti konacne rang liste na promjene velicina koje se subjektivno procjenjuju.

### 3. AHP model za rangiranje i uporedivanje banaka

Da bi se napravio AHP model potrebno je definisati cilj, kriterijume, podkriterijume i alternative. Cilj ovog modela je rangirati banke u Crnoj Gori, od najbolje do najgore; kriterijumi su podijeljeni u dvije grupe i to u kvantitativne i kvalitativne kriterijume. Kvantitativni kriterijumi su finansijski pokazatelji, koji daju odlike pojedinih performansi banaka. Kod izbora finansijskih pokazatelja u modelu korištena su iskustva više autora.<sup>75</sup> Finansijski pokazatelji su podijeljeni u cetiri grupe: likvidnost, efikasnost, profitabilnost i adekvatnost kapitala. U okviru svake grupe, definisani su podkriterijumi. Podkriterijumi za likvidnost su:

- 1) L1 = novac + novceni ekvivalenti + plasmani / ukupni depoziti;
- 2) L2 = ukupno odobreni krediti / ukupni depoziti;
- 3) L3 = likvidna aktiva / ukupna aktiva.

<sup>75</sup> Pogledati: Yeh, Q.J.: *The Application of Data Envelopment Analysis in Conjunction with Financial Ratios for Bank Performance Evaluation*, Journal of the Operational Research Society, Volumen 47, 1996, pp. 980-988.; Hunjak, T., Jakovcevic, D., navedeno djelo.

Podkriterijumi za efikasnost su:

- 1)  $E1 = \text{operativni troškovi} / \text{operativni prihodi}$ ;
- 2)  $E2 = \text{troškovi rezervisanja} / \text{neto prihod od kamate}$ ;
- 3)  $E3 = \text{operativni prihod} / \text{ukupan broj zaposlenih}$ .

Podkriterijumi za profitabilnost su:

- 1)  $P1 = \text{dobit prije oporezivanja} / \text{vlastiti kapital}$ ;
- 2)  $P2 = \text{dobit prije oporezivanja} / \text{ukupna aktiva}$ ;
- 3)  $P3 = \text{dobit prije oporezivanja} / \text{operativni prihod}$ .

I za poslednju grupu, tj. adekvatnost kapitala, podkriterijumi su:

- 1)  $C1 = \text{ukupne obaveze} / \text{vlastiti kapital}$ ;
- 2)  $C2 = \text{vlastiti kapital} / \text{ukupni zajmovi}$ ;
- 3)  $C3 = \text{ukupni depoziti} / \text{vlastiti kapital}$ .

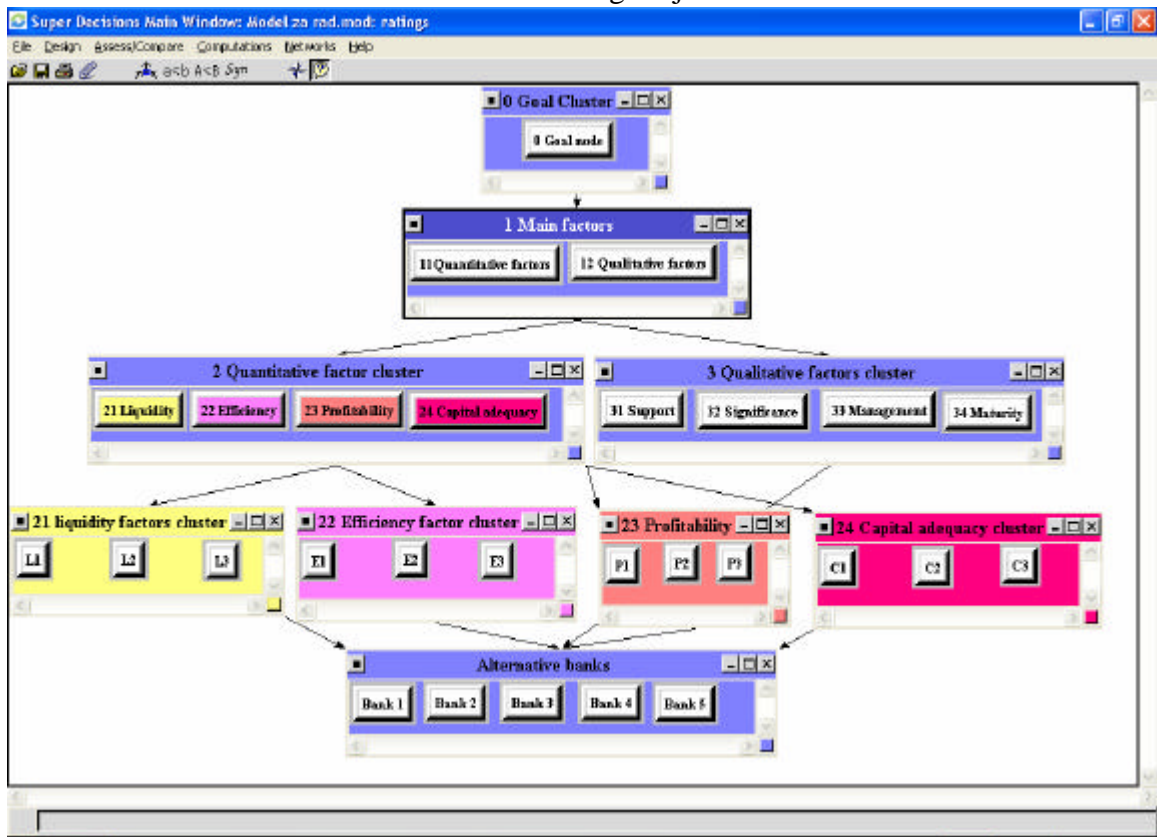
Kvalitativne faktore cine vlasniška podrška, znacaj banke u finansijskom sistemu Crne Gore, menadžment i zrelost banke. Ovi kriterijumi se nisu mogli opisati nekom kvantitativnom metodom, tako da se za njih daju verbalni opisi. Alternative su 5 najboljih crnogorskih banaka, koje zajedno posjeduju 85% bankarske aktive.

Da bi se ovaj model mogao iskoristiti u svrhu rangiranja banaka, potrebno je odrediti težine glavnih kriterijuma i podkriterijuma, a zatim za svaki od kriterijuma poslednjeg nivoa u hijerarhijskoj strukturi, odrediti intezitete za ocjenjivanje odgovarajucih performansi banaka. Tezine glavnih kriterijuma i podkriterijuma su izracunate uz pomoc softvera Super Decision, na osnovu procjena u parovima relativnih važnosti kriterijuma i podkriterijuma. Za kvantitativne kriterijume, inteziteti su određeni na bazi skale od pet nivoa inteziteta (odlicno, vrlo dobro, dobro, zadovoljavajuće, loše), koji su izvedeni na osnovu raspona u kojima su se kretale njihove vrijednosti. U tabeli 2. su date vrijednosti pokazatelja za sve banke, a u tabeli 3. su dati rasponi za pojedine nivoe inteziteta.

Za kvalitativne kriterijume, koristilo se ocjenjivanje kao u CAMELS metodu, pa se za svaku kategoriju formirala skala inteziteta. Tako za vlasnicku potporu imamo skalu: sigurna, ocekivana, nestabilna; za znacaj banke imamo: veliki, srednji, mali; za menadžment imamo: jak, srednji, slab i za zrelost banke imamo: više od 10 god, od 5-10 god, manje od 5 godina. Ranije je napomenuto da CAMELS metod ima 5 nova za svaki kriterijum, medutim, zbog nedostatka preciznijih i kvalitetnijih informacija, nije bilo moguće prepoznati neke finije nivoe, kao sto to rade procjenjivaci za radzor banaka, kojima su banke u obavezi da pruže sve tražene informacije.

Struktura AHP modela za rangiranje banaka data je na slici 1.

Slika 1. Model za rangiranje banaka



#### 4. Empirijska verifikacija modela

Empirijska verifikacija modela provjerena je na skupu najznacajnijih crnogorskih banaka, koje zajedno posjeduju oko 85% bankarske aktive. Podaci o njihovom poslovanju se odnose na prethodnu godinu (2003.), a prikupljeni su iz godišnjih izvještaja. Vrijednosti finansijskih pokazatelja se nalaze u tabeli 2., a u tabeli 3. su prikazani inteziteti, odnosno, granicne vrijednosti kvantitativnih kriterijuma, koji razdvajaju razlicite ocjene. Sa tim ocjenama (intezitetima) se puni rejting model, koji je razvijen pomocu specijalistickog softvera za podršku u odlucivanju, Super Decision. U tabeli 4. su date vrijednosti za kvalitativne kriterijume, kao i konacan rejting banaka, a u tabeli 5. dat je graficki prikaz rejtinga.

Tabela 2. Vrijednosti finansijskih pokazatelja

	Kriterijumi					
	L1	L2	L3	E1	E2	E3
BANKA 1	0,562	1,022	0,328	0,816	0,213	30,328
BANKA 2	0,449	0,731	0,33	0,692	0,274	38,127
BANKA 3	0,824	3,475	0,179	0,75	0,113	45,369
BANKA 4	0.76	0.379	0.48	0.379	0.588	145.238
BANKA 5	0.64	0.82	0.42	0.23	0.115	90.328
Kriterijum	max	max	max	min	min	max
najbolja vrijednost	0.824	3.475	0.48	0.23	0.113	145.238
najgora vrijednost	0.449	0.379	0.179	0.816	0.588	30.328
	Kriterijumi					
	P1	P2	P3	C1	C2	C3
BANKA 1	0,188	0,026	0,184	5,202	1,531	4,266
BANKA 2	0,192	0,02	0,229	8,145	1,068	6,915
BANKA 3	0,073	0,026	0,149	1,779	0,935	0,619
BANKA 4	0.114	0.024	0.242	4.094	1.429	3.044
BANKA 5	0.195	0.027	0.307	3.865	1.625	2.239
Kriterijum	max	max	max	min	max	min
najbolja vrijednost	0.195	0.027	0.307	1.779	1.625	0.619
najgora vrijednost	0.073	0.02	0.149	8.145	0.935	6.915

Tabela 3. Vrijednosti inteziteta za pojedine kategorije

Kriterijumi	L1	L2	L3	E1	E2	E3
Tip	max	max	max	min	min	max
Odlicno	(0.8 - 1.0)	(2 - 3.5)	(0.4-0.5)	(0.0-<0.3)	(0.0 -<0.2)	(120-150)
Vrlo dobro	(0.7-<0.8)	(1 - <2)	(0.35-<0.4)	(0.3-<0.4)	(0.2-<0.25)	(90-<120)
Dobro	(0.45-<0.7)	(0.8 - <1)	(0.3-<0.35)	(0.4-<0.7)	(0.25-<0.40)	(45-<90)
Zadovolja	(0.3-<0.45)	(0.4-<0.8)	(0.2-<0.3)	(0.7-<0.8)	(0.40-<0.50)	(35-<45)
Loše	(0.0-<0.3)	(0.0-<0.4)	(0.0-<0.2)	(0.8 - 1)	(0.5-0.60)	(0-<35)
Kriterijumi	P1	P2	P3	C1	C2	C3
Tip	max	max	max	min	max	min
Odlicno	(0.19-0.2)	(0.25-0.3)	(0.3-0.5)	(0 -<2)	(1.6-1.7)	(0 - <2)
Vrlo dobro	(0.17-<0.19)	(0.21-<0.25)	(0.24-<0.3)	(2 - <4)	(1.5-<1.6)	(2 -<3)
Dobro	(0.15-<0.17)	(0.10-<0.21)	(0.15-<0.24)	(4 - <6)	(1-<1.5)	(3 -<5)
Zadovolja	(0.1-<0.15)	(0.05-<0.10)	(0.1-<0.15)	(6 - <7)	(0.5-<1)	(5 - <6)
Loše	(0.0-<0.1)	(0.0-<0.05)	(0.0-<0.1)	(7 - 9)	(0.0-<0.5)	(6 -8)

Tabela 4. Rang lista banaka

weight	0.044	0.018	0.012	0.012	0.003	0.005	0.009	0.004	0.038	0.004
	L1	L2	L3	E1	E2	E3	P1	P2	P3	C1
Bank 5	0.345	0.345	1	1	1	0.668	1	1	1	0.668
Bank 2	0.147	0.148	0.345	0.345	0.345	0.148	1	0.345	0.345	0.079
Bank 1	0.345	0.668	0.345	0.079	0.668	0.079	0.668	1	0.345	0.345
Bank 3	1	1	0.079	0.148	1	0.345	0.079	1	0.148	1
Bank 4	0.668	0.079	1	0.668	0.079	1	0.148	0.668	0.668	0.345

weight	0.012	0.004	0.014	0.006	0.077	0.014	
	C2	C3	31 Support	32 Signific~	33 Manageme~	34 Maturity	<b>TOTALS</b>
Bank 5	1	0.668	1	0.164	1	0.132	<b>0.776</b>
Bank 2	0.345	0.079	1	1	1	0.315	<b>0.540</b>
Bank 1	0.668	0.345	1	0.405	0.405	1	<b>0.472</b>
Bank 3	0.148	1	0.405	0.164	0.405	0.132	<b>0.469</b>
Bank 4	0.345	0.345	0.405	0.405	0.164	0.315	<b>0.423</b>

Tabela 5. Graficki prikaz rang liste banaka






Graphic	Ratings Alternatives	Total	Ideal	Normal	Ranking
	Bank 1	0.4725	0.6089	0.1762	3
	Bank 2	0.5404	0.6965	0.2015	2
	Bank 3	0.4693	0.6048	0.1750	4
	Bank 4	0.4233	0.5456	0.1579	5
	Bank 5	0.7759	1.0000	0.2894	1

Tabela 6. Rang lista banaka po kriterijumu likvidnosti

weight	0.044	0.018	0.012	
	L1	L2	L3	Totals by liquidity
Bank 3	1	1	0.079	0.0629
Bank 4	0.668	0.079	1	0.0428
Bank 5	0.345	0.345	1	0.0339
Bank 1	0.345	0.668	0.345	0.0313
Bank 2	0.147	0.148	0.345	0.0132

Model daje brojne mogućnosti, tako da se, na primjer, može vidjeti rejting banaka po nekom od kriterijuma. Na primjer, u tabeli 6. prikazan je rejting banaka po kriterijumu likvidnosti. Slicne procjene se mogu dati i za sve ostale kriterijume, u zavisnosti od toga što je najinteresantnije ili najznacajnije sa aspekta onog ko radi procjenu. Model daje mogućnost da se radi i analiza osjetljivosti. Mogu se promijeniti prioriteti određenih kriterijuma, i posmatrati šta se dešava sa bankama u tom slučaju. Na taj način se mogu sagledati moguće situacije, kao i utvrditi mjere kojima bi se spriječili mogući problemi.

## 5. Zaključak

Brojni su razlozi za upoređivanje banaka. Pri tom se koriste kvantitativni i kvalitativni kriterijumi. S obzirom na kompleksnost problema, potrebno je naći model koji će moći odgovoriti na različita pitanja, i prilagoditi se specifičnim uvjetima posmatranja onih koji upoređuju banke. Takav model je prikazan u radu, a zasnovan je na AHP metodi. Njegova glavna prednost, u odnosu na druge metode, je što je pogodan za upoređivanje malog broja jedinica (u ovom slučaju banaka) po višekriterijumskoj osnovi. Pošto je neophodno mišljenje eksperata o procjenama u postupku evaluacije banaka, ovaj model daje mogućnost mjerenja konzistentnosti subjektivnih procjena. Na taj način se izbjegava preveliki uticaj subjektivnog mišljenja.

U radu je pokazano da najbolje performanse ima banka 5, u ukupnom zbiru. Međutim, kada se sagledaju pojedinačni kriterijumi, ne mora da bude pravilo da će najbolja banka biti ista. To se pokazalo u slučaju mjerenja kriterijuma likvidnosti, gdje je najbolja banka 3, a banka 5 je na trećem mjestu.

## Litertura:

1. BROCKETT, P.L., CHARNES, A., COOPER, W.W. ....”*Data transformations in DEA cone ratio envelopment approaches for monitoring bank performances*”, European Journal of Operational Research, Volume 98, 1997, pp. 250-268.
2. CHARNES, A., COOPER, W.W., RHODES, E.: “*Measuring The Efficiency of Decision Making Units*”, European Journal of Operational Research, Volume 2, 1978, str. 429-444.
3. COOPER, W.W., SEIFORD, L.M., TONE, K.: “*Data envelopment analysis: a comprehensive text with models, applications, references, and DEA-Solver software*”, Kluwer Academic Publishers, Norwell, 2000.

4. FANDEL, G., GAL, T.: "*Multiple criteria decision making: proceedings of the twelfth International Conference*", New York: Springer-Verlag, 1997.
5. HARKER, P., VARGAS, L.: "*The Theory of Ratio scale Estimation: Saaty's Analytic Hierarchy Process*", Management Science, Volume 33, No. 11, 1987.
6. HUNJAK, T., JAKOCEVIC, D.: "*Višekriterijski modeli za rangiranje i uporedivanje banaka?*", Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 1, broj 1, 2003.
7. SAATY, T.: "*The Analytic Hierarchy Process*", McGraw-Hill, New York, 1980.
8. SAATY, T.: "*Fundamentals of Decision Making and Priority Theory*", RWS Publications, Pittsburgh, USA, 2000.
9. SAATY, T.: "*The Analytic Network Process*", RWS Publications, Pittsburgh, USA, 2001.
10. YEH, Q.J.: "*The Application of Data Envelopment Analysis in Conjunction with Financial Ratios for Bank Performance Evaluation*", Journal of the Operational Research Society, Volume 47, 1996, pp. 980-988.
11. [www.superdecisions.com](http://www.superdecisions.com)
12. [www.cb-mn.org](http://www.cb-mn.org)

**Nikola Vulic**

## **Uticaj (ne)poštovanja autorskih prava na ekonomski rast i razvoj**

### **Abstract**

This paper discusses the importance of copyright and the enforcement of copyright laws. Both theory and practical experiences show that enforcement of copyright laws increases the accumulation of knowledge in the country, increases FDI (foreign direct investment) inflows, raises the national income and helps fuel economic growth and development. The second part of the paper discusses the situation in Montenegro concerning the laws on copyright and their enforcement. A set of practical examples are also given. A final recommendation of promptly introducing new laws on copyright and enforcing them is given at the end.

*Keywords: intellectual property, copyright, economic growth and development, entrepreneurship*

### **1. Intelektualna svojina i svojinska prava**

Svojinska prava predstavljaju jedan od stubova na kojima pociva tržišna ekonomija. Poštovanje i zaštita svojinskih prava su osnovni preduslovi za efikasno funkcionisanje ekonomije. Zbog svega ovog, paradoksalno zvuci cinjenica da se prava na intelektualnu svojinu, kao dio svojinskih prava, ni približno efikasno ne štite kao ostala svojinska prava. Pored toga, i danas se vode velike debate o tome koliko je stvarno potrebno štititi intelektualnu svojinu, imajući u vidu opšte dobro. Mišljenje je nekih ljudi da "niko nema pravo da ostatku svijeta uskracuje pravo na znanje, inovacije i tehnicko unapredenje". I dok ovakve tvrdnje zvuce prihvatljivo na prvi pogled, istina je u suštini sasvim drugacija.

Suština zaštite intelektualne svojine nije u tome da se nekome zabrani pristup informacijama, inovacijama ili umjetnickim djelima vec da se stvori mehanizam kako bi stvaraoci ovih djela mogli da dobiju adekvatnu kompenzaciju. Rezonovanje da takve stvari trebaju da budu besplatne jer su od "opšteg interesa" je pogrešno po više osnova. Kao prvo, slicno bi se moglo rezonovati i kada su u pitanju materijalna dobra i na kraju bi došli do ukidanja privatne svojine i oživljavanja socijalizma. Kao drugo, problem je u tome što bi ljudi koji pišu knjige, snimaju filmove ili programiraju, ukoliko ne bi imali adekvatnu kompenzaciju za svoj rad i trud, potražili neki drugi posao, jer ne bi imali motiva da nastave da se bave ovim



prethodnim. Međutim, i pored svega ovoga, u svijetu je i dalje vrlo aktivna debata o tome koliko intelektualna svojina treba da pripada autoru, a koliko da bude dostupna svima ostalima.

Ovo pitanje je ipak previše obimno i zahtijeva mnogo više prostora da bi se detaljno obradilo. Zato će fokus ovog rada biti na autorskim pravima, kao jednom od elemenata intelektualne svojine, i značaju njihove zaštite u jednoj zemlji za njen ekonomski rast i razvoj.

## 2. Autorska prava

Da bi se uopšte mogla povesti diskusija o autorskim pravima i njihovom uticaju na preduzetništvo i ekonomiju uopšte, neophodno je prije svega definisati šta su to autorska prava. Međunatodna legislativa razlikuje više vrsta intelektualne svojine. U principu se izdvajaju tri osnovne vrste, a to su:

1. Pravo na patent ili pronalazacko pravo koje omogućava autoru da zaštiti pronalazak bilo da je u pitanju objekat, novi tehnološki proces i slicno. Ovo pravo kod nas uređuje Zakon o patentima ("Službeni list SRJ", br. 15/95)
2. Pravo na žig i robnu marku koje omogućava zaštitu robne marke (trademark) i logotipa odnosno žiga (logo). Ovo pravo kod nas uređuje Zakon o žigovima ("Službeni list SRJ", br. 15/95)
3. Autorsko pravo koje se odnosi na autorska djela kao što su "pisana djela (knjige, brošure, clanci i slicno), govorna djela (predavanja, govori), dramsko-muzicka djela, koreografska djela, djela iz folklora, djela iz oblasti slikarstva, vajarstva, arhitekture i grafike kao i ostala djela iz kulturne umjetnosti". Ovo pravo kod nas uređuje Zakon o autorskom i srodnim pravima ("Službeni list SR Jugoslavije", br.24/98).

Pored ova tri osnovna, postoji još nekoliko prava na intelektualnu svojinu kao npr. pravo na oznaku porijekla proizvoda, pravo na uzorak i model itd.

Autorsko pravo (Copyright Law) predstavlja jedno od najstarijih prava kada je u pitanju intelektualna svojina. Prvi slučaj zaštite svojinskih prava desio se još u VI vijeku, kada je jednom svešteniku zabranjeno da prepíše crkveni psaltir i odnese ga u drugi manastir. Jedan od prvih pisanih dokumenata, koji se inace uzima i kao prekretnica u razvoju autorskog prava, bio je takozvani Statut Kraljice Ane iz 1710. godine. Bio je to prvi dokument u kom su priznata prava autora kao stvaraoca djela, kao i prepoznato njegovo pravo da uživa ekonomsku korist od svog djela. To je

takode prvi dokument koji je sadržao odredbu koja je do današnjeg dana dio autorskog prava - vremensko ograničenje. Dakle, autor (i kasnije njegovi potomci) može da koristi sva prava koja mu po zakonu pripadaju, ali do isteka određenog vremenskog roka (obično 75 godina, ili 50 godina poslije smrti autora kao što je npr. slučaj u Crnoj Gori). Poslije toga njegovo djelo postaje opšte dobro (public domain) i može ga koristiti bilo ko. Poslije ovog dokumenta uslijedio je brži razvoj autorskog prava i prvi međunarodni ugovori o zaštiti autorskih prava potpisani su još u XIX vijeku. Međutim, autorsko pravo je i danas veoma sporna tema posebno sa razvojem Interneta i svakodnevno dolazi do pojavljivanja presedana koji zahtijevaju nova tumačenja i nove propise. Pored toga mnoge zemlje, posebno zemlje u razvoju, ili nemaju ili ne sprovode odredbe zakona o zaštiti autorskih prava.

Poseban problem predstavljaju nove tehnologije koje se svakodnevno pojavljuju. Zahvaljujući CD-pisacima, Internetu, MP3 formatu (kompjuterski format za zapisivanje zvuka) i sličnim novitetima danas je vrlo lako nelegalno kopirati muziku ili knjige, objavljivati ih na Internetu ili prodavati kao piratizovani softver, muziku ili filmove. Da bi se to spriječilo donose se posebni zakoni koji se bave copyrightom na Internetu, a osnivaju se i specijalna tijela koja se bore protiv piratske trgovine. Tek od nedavno je ustanovljen model legalne prodaje muzike preko Interneta. Kompanije kao što su Apple, Real Networks, Coca-Cola, Microsoft i druge ponudile su potrošačima veliki broj najvećih svjetskih muzičkih hitova u MP3 formatu za legalnu kupovinu. Ove online prodavnice su se pokazale kao pun pogodak.

Što se Crne Gore tice, kao što je već navedeno, zaštitu autorskih prava uređuje savezni Zakon o autorskom i srodnim pravima donesen 1998. godine. Zakon omogućava autoru da:

- umnožava svoje djelo
- prodaje ili distribuira kopije svog djela
- priprema i objavljuje nova djela zasnovana na zaštićenom djelu
- u javnosti objavljuje odnosno prikazuje svoje djelo

U zakonu se navode prava paterniteta, naznacenja imena, objavljivanja, zaštite integriteta djela itd. Ostvarivanje autorskog prava se vrši na osnovu Savezne uredbe o evidenciji i deponovanju autorskih djela i predmeta srodnih prava ("Službeni list SRJ", br. 50/99).

Crna Gora je i potpisnica mnogih međunarodnih konvencija i ugovora za zaštitu autorskih prava, kao što su: Bernska konvencija o zaštiti literarnih i umjetničkih djela iz 1886. godine (pristupila 1930.), Univerzalna konvencija o autorskom pravu iz 1952. godine (1966.), Međunarodna konvencija o zaštiti umjetnika, izvodaca, proizvođača fonograma i ustanova za radio difuziju - Rimski konvencija (2002.),

WIPO - Ugovor o autorskom pravu (2002.), WIPO - Ugovor o interpretacijama i fonogramima (2002.) i Konvencija o zaštiti proizvođača fonograma od nedozvoljenog umnožavanja njihovih fonograma (2002.). WIPO (World Intellectual Property Organization) je Svjetska organizacija za intelektualnu svojinu.

Na osnovu svega ovoga bi se dalo zaključiti da je Crna Gora veoma aktivna u zaštiti autorskih prava i da problem njihovog nepoštovanja ne postoji. Na žalost, istina je sasvim drugačija. Kao prvo, ne postoji zakon na nivou Republike Crne Gore koji bi regulisao zaštitu autorskih prava. Autorska prava se u principu ne poštuju, posebno kada je u pitanju muzicka, filmska i softverska industrija, mada situacija nije mnogo bolja ni sa knjigama. Npr. prije par godina Srbija i Crna Gora su se našle na udaru Američke asocijacije za film (MPAA - Motion Picture Association of America) koja je zaprijetila da će prestati sa distribucijom filmova u SCG zbog piraterije. Slične prijetnje su stizale i zbog piraterije u muzickoj i softverskoj industriji, čak je prieceno i novim sankcijama i izolacijom države. Od tada se situacija u Srbiji djelimicno promijenila na bolje, dok je u Crnoj Gori, na žalost, ostala ista.

Slična situacija je i sa nekim zemljama u regionu među kojima se posebno izdvajaju Bugarska i Rumunija. Sve ovo ima direktne implikacije kako na same autore, tako i na ekonomiju na nivou zemlje.

### **3. Ekonomske implikacije (ne)poštovanja autorskih prava**

Jedna od rijetkih stvari oko koje se svi ekonomisti slažu jeste da je jako tržište i privatna inicijativa najbolji pokretac ekonomskog rasta i razvoja jedne zemlje. Privatna inicijativa i odluke koje donose pojedinci ili kompanije u privatnom vlasništvu su skoro uvijek brže, raznovrsnije i mnogo više odgovaraju zahtjevima tržišta nego kada se u neki posao umiješa država. Pored toga državno upravljanje je skuplje, povećava birokratiju i ne daje ni blizu toliko dobre rezultate.

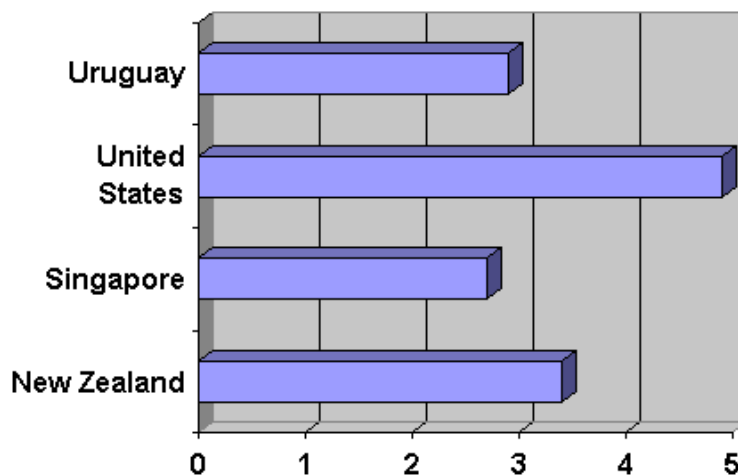
U današnje vrijeme informaticke ekonomije, kada je "more" informacija dostupno svakom putem elektronskih medija, problem autorskih prava i njihove zaštite dobija potpuno novu dimenziju. Izvor novih znanja i informacija je kreativnost, i ukoliko se ta kreativnost ne štiti ona će se polako ugasiti. Zato je još Albert Ajnštajn, dobitnik Nobelove nagrade za fiziku, izjavio: "Mašta je mnogo važnija od znanja!" ("Imagination is more important than knowledge!"), želeći da pojasni da je mašta (kreativnost) ta koja donosi nova znanja i napredak. Problem koji se javlja je kako podstaci tu kreativnost i iskoristiti je na pravi način!

Zašto su neke nacije mnogo inovativnije od drugih? Razlog nije u visini nekog kolektivnog IQ-a, ili cinjenica da su neki narodi predodređeni da budu inovatori.

WIPO je čak, da bi razbila neke debate na ovu temu, objavila istraživanje u kojem se tvrdi da je "Kreativnost karakteristična za sve ljude u svim vremenima i kulturama, i doprinosi razvoju civilizacija u svim djelovima svijeta!". Istraživanja su pokazala da je osnovni razlog zašto se u nekom sistemu javlja mnogo više inovacija postojanje mehanizma koji omogućava da se lična kreativnost prevede u ekonomski isplativu aktivnost, i to ekonomski isplativu i za pojedinca i za ekonomiju u cjelini. Ukoliko takav mehanizam ne postoji, pojedinac nema interesa da se bavi intelektualnim radom, jer od toga neće imati koristi.

Postavlja se pitanje koliko je stvarno značajno postojanje ovakvog mehanizma u nekoj ekonomiji, odnosno koliki je njegov uticaj. Poznati ekonomista Pol Roumer (Paul Romer) u svojoj teoriji ekonomskog rasta navodi da je jedan od osnovnih faktora koji utiču na privredni rast i razvoj akumulacija znanja. Početkom osamdesetih godina uvida se značaj zaštite intelektualne svojine u funkciji veće akumulacije znanja i donosi se citav niz zakona koji bi trebalo da doprinesu boljoj zaštiti intelektualne svojine. Takođe se pokazuje da je zaštita intelektualne svojine jedan od osnova za privlačenje stranih direktnih investicija (SDI). Dobar primjer za ovo su Indija i Brazil, u kojima je primijecen značajan rast SDI poslije donošenja zakona koji štite intelektualnu svojinu. U Brazilu je zabilježen rast SDI od 4,4 milijarde dolara u 1995. godini na oko 33 milijarde dolara u 2000. godini.

U početku se najveći značaj pridavao zaštiti patenata, da bi vremenom i zaštita autorskih prava i njihov uticaj na ekonomski rast i razvoj dobili na značaju. Prvo veće istraživanje na ovu temu je obavljeno 1990. godine, kada se pokazalo da tzv. copyright industrije (muzička, filmska, softverska, televizijska industrija, kao i izdavaštvo - knjige, časopisi, novine...) zaista značajno doprinose ekonomskom rastu jedne zemlje. Na grafiku se može vidjeti procentualni udio copyright industrija u GDP-u nekih zemalja 1999. godine.



**Grafik 1 Udio copyright industrija u GDP-u nekih zemalja 1999. godine**

Medunarodna asocijacija za zaštitu intelektualne svojine (IIPA - International Intellectual Property Alliance) koja predstavlja koaliciju šest velikih biznis udruženja koja okupljaju veliki broj preduzeca (više od 1.300 kompanija samo u Americi) svake godine sprovodi istraživanja o uticaju copyright industrija na ekonomiju zemalja. Prema posljednjim podacima koji se odnose na 2002. godinu, sektor copyright industrija je imao udio od oko 6% u americkom GDP-u, što cini oko 630 milijardi dolara. Ovaj sektor zapošljava oko 5,5 miliona radnika (oko 4% od ukupnog broja zaposlenih u SAD-u), a raste 50% brže od americkog GDP-a i predstavlja jedan od najbrže rastucih sektora u SAD-u. IIPA konstantno radi sa americkom administracijom na poboljšanju zaštite autorskih prava, jer je to osnov za stvaranje profita citavog ovog sektora.

Kao što je vec pomenuto, nedozvoljeno objavljivanje copyrightovanih materijala na Internetu kao i piraterija predstavljaju veliki problem za ekonomije zemalja širom svijeta. Procjena je da oko 5% do 7% ukupne svjetske trgovine cini piratska trgovina. U vecini zemalja postoje posebna tijela koja se bave borbom protiv piraterije.

Pored cisto ekonomskog benefita, postoje i druge pogodnosti koje stvara sektor copyright industrija. Objavljene knjige, muzika i filmovi pomažu da se podigne opšti nivo obrazovanja i informisanosti populacije. Knjige i strucni casopisi služe za edukovanje strucnog dijela populacije, pomažuci im da se dalje usavršavaju. Novi softverski alati omogućavaju da se razni procesi odvijaju brže i otvaraju mogucnosti za nova istraživanja. Ovaj pozitivni eksterni efekat je podjednako znacajan koliko i profit i radna mjesta koje stvaraju copyright industrije.

Upravo je ovo i jedna od glavnih tema za debatu kada je u pitanju zaštita autorskih prava u zemljama u razvoju. Neki stručnjaci smatraju da je, zahvaljujući neadekvatnoj zaštiti autorskih prava u zemljama u razvoju, populaciji tih zemalja omogućen pristup mnogim stvarima koje inače, zbog previsoke cijene, ne bi mogli da imaju. Njihovi argumenti su da bi, ukoliko bi se zakoni o zaštiti autorskih prava dosljedno primjenjivali, knjige i programi bili previše skupi za prosječnog stanovnika i da bi to značajno smanjilo mogućnost obrazovanja. Ovi argumenti imaju svoju težinu, ali ipak nisu ni približno dovoljno jaki da bi opravdali nepoštovanje autorskih prava. Kao prvo, prema međunarodnim ugovorima i konvencijama, kao što je npr. Bernska konvencija, dozvoljeno je ograničeno kopiranje zaštićenog materijala u obrazovne ili istraživačke svrhe. Vecina kompanija se trudi da zemljama u razvoju nudi proizvode po mnogo nižim cijenama, nego što su u razvijenim zemljama. Takođe, postoje brojni negativni efekti do kojih dolazi ukoliko zemlja ne štiti autorska prava, od kojih su najvažniji sljedeći:

- Strani investitori iz copyright industrija nijesu spremni da ulažu u zemlju, niti da daju licence lokalnim distributerima. Zemlja na taj način gubi veliki dio potencijalnih SDI.
- Smanjuju se poreski prihodi usljed piraterije koju je kasnije veoma teško suzbiti.
- Na tržištu se pojavljuju proizvodi slabijeg kvaliteta ili proizvodi koji su nelegalnim kanalima dospjeli u zemlju, tako da ne postoji tehnička podrška za korisnike tih proizvoda. Vrlo teško je doći do kvalitetnih proizvoda i usluga (npr. softvera), jer njihovi proizvođači ne žele "uci" u zemlju.
- Lokalni "autori" teško mogu da žive od svog posla i zato se ili okreću drugim poslovima, ili napuštaju zemlju i dolazi do "odliva mozgova". Lokalni investitori imaju manje mogućnosti za plasiranje svog kapitala.
- Zemljama koje ne štite autorska prava prijete sankcije od strane međunarodne zajednice.

Svi ovi razlozi pokazuju da je teza o pozitivnim efektima kršenja autorskih prava u zemljama u razvoju neodrživa. Jasno je da postoje određeni benefiti koji se postižu nepoštovanjem autorskih prava u zemljama u razvoju, ali je takođe nesporno da su oni višestruko manji od štete koju takva odluka prouzrokuje.

#### **4. (Ne)Poštovanje autorskih prava u Crnoj Gori**

Kao što je već navedeno, Crna Gora nema svoj zakon o zaštiti autorskih prava, već je na snazi savezni zakon iz 1998. godine. Na žalost, ovaj zakon se ne poštuje ni u jednoj od zemalja članica zajednice. Iz tog razloga je IIPA na svom sajtu nedavno objavio sljedeću ocjenu: "Strane investicije u oblasti autorskih prava ozbiljno su usporene u zemlji koja se guši u piratskim kopijama svega što se može zamisliti, i SAD, kao i domaći vlasnici autorskih prava, gube milione dolara. Međunarodni pritisak i nadzor vlade SAD su neophodni, da Srbija i Crna Gora ne bi postale nova Bugarska, ili Ukrajina!" Procjenjuje se da je piraterija u Srbiji i Crnoj Gori trenutno na nivou od 80% do 95% u zavisnosti od industrije (film, muzika, knjige...). Nije neophodno posebno isticati kakav uticaj ovakva ocjena ima na potencijalne strane investitore u našoj zemlji.

Da se ne radi o izolovanom slučaju potvrđuje i nedavno objavljeni intervju podgorickog dnevnika "Vijesti" sa gospodinom Goranom Radmanom, predsjednikom Microsoft korporacije za Jugoistocnu Evropu. U intervjuu se kaže da strateški ugovor sa Microsoftom od zemalja u regionu nemaju jedino Albanija, dijelom Bosna i Hercegovina i Crna Gora (u Srbiji je takav ugovor potpisan 2001. godine). Takođe se navodi da je Microsoft poslao svoju ponudu za potpisivanje strateškog ugovora Vladi Crne Gore još prije godinu dana, ali da Vlada još uvijek nije poslala odgovor. Da bi se sklopio ugovor sa Microsoftom (koji obuhvata i donacije licenci za razvoj elektronske vlade - eGovernment, kao i licence za akademske institucije, besplatan licenciran softver za obrazovne institucije, kurseve itd.) neophodno je da Vlada da garanciju da će država donijeti zakone i štiti autorska prava proizvođača. Interesantno je da je gospodin Radman na kraju naveo da će Microsoft, ukoliko to bude neophodno, "iskoristiti svoj uticaj u Svjetskoj trgovinskoj organizaciji (WTO - World Trade Organization)" kako bi izvršio pritisak na Crnu Goru da počne da štiti autorska prava. Ostaje da se vidi kakav će biti odgovor crnogorske Vlade.

Kao što se može vidjeti i iz ova dva primjera, donošenje zakona o autorskim pravima i njihova primjena je neminovnost za svaku zemlju koja želi da se uključi u međunarodne tokove. Svako odlaganje donosi veliku štetu za Crnu Goru i njenu ekonomiju. Pretpostavka je da se zbog neriješenih problema sa piraterijom gubi oko 25 miliona evra godišnje na nivou državne zajednice Srbije i Crne Gore. Ovdje se radi samo o nenaplaćenim poreskim prihodima. Ukoliko bi se uzele u obzir SDI koje izostaju usljed neprimjenjivanja zakona, preduzetnici koji se ne odlučuju na zapocinjavanje biznisa iz istih razloga, kao i izostanak transfera znanja, došli bi do višestruko veće cifre. Zato je neophodno da Vlada pokaže volju i spremnost da se uhvati u koštac sa piraterijom i da počne da štiti autorska prava, jer u suprotnom posljedice mogu biti mnogo veće.

## 5. Crnogorska svakodnevica - primjeri iz prakse

### Izdavaštvo

Izdavaštvo je sektor u Crnoj Gori u kom se povreda autorskih prava svodi uglavnom na jednu stvar - neautorizovano umnožavanje i prodaja kopija. Knjige se bez dozvole autora umnožavaju i prodaju što direktno šteti autoru, izdavacu, ali i državi zbog nenaplaćenih poreza. Jedna od posljedica ovakve prakse je i demotivisanost autora da pišu knjige, kao i izdavaca da izdaju prevode knjiga na stranim jezicima, jer nisu sigurni da će tako nešto biti ekonomski isplativo. Takođe, svi oni preduzetnici koji bi možda uložili svoj kapital u otvaranje izdavačke kuće ili štamparije imaju još jedan razlog više da potraže neku drugu opciju. Rezultat je manje knjiga nego što bi ih bilo inače i na taj način manja akumulacija znanja, kao i manje izdavačkih kuća i teži put do objavljivanja knjige. Već je ranije objašnjeno zašto argumenti o smanjenju cijena i dostupnosti knjiga široj populaciji ne stoje, tako da nije potrebno ponovo ih navoditi.

### Muzicka industrija

Povreda autorskih prava kada je u pitanju muzicka industrija u Crnoj Gori se svodi na uglavnom na dva oblika - neovlašćeno umnožavanje i prodaja nosaca zvuka, kao i neovlašćeno korišćenje muzike u masovnim medijima. Prvi oblik predstavlja neovlašćeno umnožavanje nosaca zvuka u vidu CD-ova, kasete i DVD-ova i njihova prodaja po višestruko nižim cijenama od cijena originala. Primjera radi, piratski muzicki CD košta oko 2-3€, dok je cijena originalnog CD-a oko 12€. Pored toga, izvodaci i njihove izdavačke kuće nemaju nikakve koristi od prodaje piratskih nosaca zvuka. Na taj način se uništava muzicka industrija, smanjuje broj izvodaca, kao i izdavačkih kuća. Bavljenje muzikom postaje sve teže i citava industrija polako propada. Na kraju, štetu od svega ima i država zbog nenaplaćenih poreza.

Drugi oblik nepoštovanja autorskih prava sastoji se u tome što TV i radio stanice neovlašćeno koriste kompozicije različitih autora u svojim spotovima, reklamama i sl. Kompozicije se takođe neovlašćeno koriste i na javnim skupovima, sportskim događajima itd. U Crnoj Gori je poznat slučaj pjevacu Gorana Pejovica - Gule koji je jedan od prvih koji je pokrenuo tužbu kod suda kako bi naplatio neovlašćeno korišćenje svoje pjesme.

S druge strane na zapadu je ovakva praksa nedopustiva. Jedan od najilustrativnijih primjera za ovako nešto je čuvena pjesma "Srecan rodendan" (Happy Birthday) koja je praktično postala dio američke svakodnevnice. Međutim, na ovu pjesmu autorska



prava polaže kompanija Clayton F. Summy Company iz Čkaga, tako da se svako komercijalno izvođenje ove pjesme uredno naplacuje. To je razlog zašto na cestim rodendanskim proslvama koje organizuje lanac restorana McDonald's, osoblje restorana nikada ne pjeva ovu pjesmu.

### **Filmska industrija**

Piratske video-kasete, CD-ovi i DVD-ovi sa najnovijim filmskim hitovima predstavljaju praksu već duži niz godina u Crnoj Gori. Zbog toga je Crna Gora prije par godina došla na udar najvećih svjetskih distributera. Prvi njihov pokušaj u rješavanju ovog problema je bio distribucija najnovijih svjetskih filmskih hitova u SCG prije nego što bi se oni pojavili u drugim evropskim zemljama, ili čak u SAD-u. Tako je veliki hit "Spider-Man" svoju svjetsku premijeru imao u Srbiji i Crnoj Gori. Kada ova praksa nije dala rezultate, uslijedile su tužbe, i samo zahvaljujući vezama crnogorskog filmskog distributera "Bandur film", Crna Gora nije stavljena na crnu listu. Nepotrebno je naglašavati koliko velika suma novca se gubi zbog ovakve prakse. Ono što je paradoksalno je da video i DVD-klubovi, koji rade sa piratskim filmovima i sami gube novac zbog ove prakse. Ukoliko bi se poštovala autorska prava i sve kopije filmova bile originalne, cijena koju bi video i DVD-klubovi mogli da naplacuju bi bila višestruko veća, što bi naravno povećalo i njihov profit.

S druge strane, i neke TV stanice prikazuju najnovije filmove bez ovlaštenja, što takode nanosi veliku štetu distributerima i proizvođačima filmova. Vrlo često ovih dana u Crnoj Gori možemo čuti pritužbe na račun stanja u crnogorskoj kinematografiji. Jedan od osnovnih razloga za to je i piraterija, zbog koje filmska industrija gubi veliki novac. Naravno, na gubitku je i država zbog smanjenja poreskih prihoda.

### **Softverska industrija**

U Crnoj Gori je danas moguće naći praktično isključivo piratski softver. Zbog korišćenja ovakvog softvera izostaje tehnička podrška, a i veliki broj domaćih programera ostaje bez posla. Osnovni motiv za angažovanje programera jeste traženje jeftinijeg rješenja od već postojećih. Međutim, ukoliko program stranog proizvođača, čija je tržišna cijena nekoliko stotina dolara, u Crnoj Gori košta nekoliko evra, potreba za angažovanjem programera ne postoji. Iz tog razloga, veliki broj ljudi iz softverske industrije je bez posla.

Interesantan slučaj su i kompjuterske "igraonice", kojih u posljednje vrijeme ima sve više u Crnoj Gori. Vrlo često se od njihovih vlasnika može čuti ocjena da će ih eventualna legalizacija softvera izbaciti iz posla. Razlog koji navode je rast cijena

igara. Istina je u stvari sasvim suprotna. Zbog rasta cijena igara one ce postati nedostupne za najveći dio igracke populacije u Crnoj Gori, tako da ce jedina mjesta na kojima ce oni moci da isprobaju vecinu igara biti upravo "igraonice", što znaci da ce se njihov profit povecati. Ovo je samo jedan u nizu jednostavnih primjera koji ilustruje ljudski strah od primjene zakona o autorskim pravima, koja bi im u stvari donijela veliku korist.

Sa primjenom zakona o autorskim pravima softverska industrija u Crnoj Gori bi znacajno napredovala. Ponovo bi se pojavila povecana potreba za domacim softverskim rješenjima, a samim tim i za vecim brojem strucnjaka. Sve ovo bi itekako doprinijelo bržem razvoju Crne Gore.

## 6. Zaključak

Poštovanje autorskih prava ne predstavlja poželjnu, vec obaveznu stavku, ukoliko neka zemlja želi da se ukljuci u medunarodne tokove. Pored toga, teorija i praksa jasno pokazuju da donošenje i sprovođenje kvalitetnih zakona o zaštiti autorskih prava cini zemlju konkurentnijom, povecava akumulaciju znanja, nivo stranih investicija, nacionalni dohodak i dovodi do ekonomskog rasta i razvoja. Stanje u Crnoj Gori po ovom pitanju je veoma loše i radikalni rezovi moraju da se izvrše kako bi se situacija popravila. Sa trenutnim stanjem stvari svi su na gubitku - i država, i preduzetnici i pojedinci. Treba da shvatimo da donošenje i sprovođenje zakona o autorskim pravima nije izbor - to je obaveza!

## Literatura

1. Andjelic, Žarko. "Moralna prava autora - Pravo sledenja" *BRANIC 1/99* 1999
2. Bergman, Marilyn. "The Importance of Copyright to Music Creators" *ASCAP.com*, 2000
3. Bojovic, Rade, Miodrag Vlahovic "Srpsko-Crnogorski Odnosi - Osvrt Na Pitanja Vlasništva" *European Stability Initiative* Podgorica, October 1, 2001
4. Hayek, Freidrich. "The Use of Knowledge in Society" *American Economic Review XXXV, No. 4*; 1945, 519-30.
5. Jorda, Karl F. "Teaching Intellectual Property in Developing and Transitional Countries" *TRIPS World Bank International Trade Seminar*, Washington, D.C. October 25, 2000
6. Kaufman, Ian Jay. "Copyright Fundamentals" *New Delhi and Hyderabad International Conference*
7. Malhotra, Dina N. "Copyright in India", *The Journal of Economic Perspectives* 1998

8. Pate, Hewitt R. "Promoting Economic Growth through Competition and Innovation", *Chinese Academy of Social Sciences, Institute of Law, Beijing*, 2004
9. Siwek, Stephen E. "Copyright industries in the U.S. Economy - the 2004 report", *Economics Incorporated, International Intellectual Property Alliance*, 2004
10. Various Authors. "Copyright and Fair Use in the Classroom, on the Internet, and the World Wide Web" *University of Maryland University College* 2002

**Milica Dakovic**

## **Evolutivni proces razvoja investicionih fondova u Crnoj Gori**

### **Abstract**

Privatization process is one of the most important parts of economic reform in Montenegro. Capital market is passing through developing process inherent to transition countries. Privatization funds, as its part, were engaged in order to develop capital market. Now, they are passing through the evolution process of their transformation into investment funds. Investment funds will be the new challenge and, at the same time, opportunity for all of people who want to invest and make a profit on capital market, in future.

Investment funds establishing is based on institutional and legal framework that needs to define clear 'rules of game' for all the subjects on capital market. According to that, institutional and legal framework, knowledge, macroeconomic and political stability are the crucial conditions for the future development of investment funds in Montenegro.

*Key words: Privatization funds; Transformation process; Law on investment funds; Investment funds; Risks.*

### **1. Uvod**

Investicioni fondovi predstavljaju akcionarska društva koja se osnivaju u cilju javnog prikupljanja novcanih sredstava i njihovog ulaganja u hartije od vrijednosti, novcane depozite i nekretnine.<sup>76</sup> Osnovna svrha njihovog postojanja ogleda se u prikupljanju sredstava od strane investitora i ulaganja istih u razlicite domace ili strane hartije od vrijednosti, finansijske instrumente i nekretnine.<sup>77</sup> Stoga, investicioni fondovi imaju mogucnost kupovine i prodaje hartija od vrijednosti, dok su s druge strane pravno odvojeni od datih sredstava i njihovog ulaganja u razlicite svrhe. Preciznije, ukoliko ulagac ulaže svoja sredstva u investicioni fond on ne ulaže u svaku hartiju od vrijednosti pojedinačno, vec u postojeci portfolio fonda.

---

<sup>76</sup> Clan 4 Zakona o investicionim fondovima

<sup>77</sup> 'Burzovno trgovanje'- Marijan Cvjeticanin, str.126

Postavlja se pitanje, šta je to što cini investicione fondove atraktivnim? Postoji nekoliko odgovora na to, ali bitno je pomenuti najznacajni razlog, a to je diverzifikacija rizika. Diverzifikacija ulaganja najveca je garancija sigurnosti imovine fonda. I u slucaju, kada, na primjer, fond bude otpisao jednu investiciju, njegova imovina (u drugim investicijama) ostace nepromjenjena. To znaci da ulaganjem u veliki broj razlicitih hartija od vrijednosti jednog investicionog fonda ulagac na neki nacin 'osigurava' sebe, uz to smanjujuci rizik svog ulaganja. Što je diverzifikacija veca, kretanje imovine fonda sve više ce predstavljati kretanje dijela finansijskog tržišta u koje fond investira.

## 2. Nastanak privatizacionih fondova

Proces privatizacije, iako po mnoge privredne subjekte ni malo jednostavan, predstavlja neminovnost i jedan od bitnih faktora sveukupne reforme koja se sprovodi u Crnoj Gori. Reforma ulazi u sve segmente ekonomije, polazeci od preduzeca, javnih sistema, bankarskog sektora, finansijskog tržišta, odnosno tržišta hartija od vrijednosti. U cilju što boljeg sprovođenja reformi neophodno je kreirati drugaciji institucionalno-pravni okvir unutar kojeg ce ucesnici na tržištu nesmetano poslovati. U tom smislu, novoosnovane institucije ne smiju postati ogranicavajući vec podsticuci faktori sveukupne ekonomske reforme! Takav institucionalno-pravni okvir ukazace na to da su pravila jednaka, unaprijed poznata za sve ucesnike na tržištu, dok sami ucesnici, u okviru datih pravila, ostaju slobodni pri pronalaženju nacina u ostvarenju zacrtanih ciljeva. Proces Masovne vaucerske privatizacije u Crnoj Gori sproveden je uz direktnu participaciju gradana, koji su distribucijom vaucera uzeli učešća u vlasništvu razlicitih preduzeca u Crnoj Gori, ali i u nekom od šest privatizacionih fondova.

Privatizacioni fondovi cine samo jednu kariku u nizu institucija koje moraju postojati u cilju razvoja i djelovanja tržišta kapitala. Njihova osnovna funkcija sastoji se u tome da, prikupljanjem vaucera od strane velikog broja individualnih investitora i koncentracijom vlasništva, pokušaju podspješiti upravljanje. Osnivanje privatizacionih fondova u sklopu procesa Masovne vaucerske privatizacije istice ih u prvi plan kao osnovne pokretace do tada 'uspavanog' tržišta kapitala u Crnoj Gori. Njihov doprinos ogleda se i u tome da su znacajno uticali na oživljavanje tržišta hartija od vrijednosti. Tokom procesa Masovne vaucerske privatizacije prikupili su oko 60% ukupnog broja vaucera.<sup>78</sup>

Privatizacione fondove u Crnoj Gori danas, posmatrano sa aspekta portfelja, karakteriše najvećim dijelom ulaganje u mala i srednja preduzeca, ali donekle i u velike sisteme.

---

<sup>78</sup> U najmanji fond 19.000 gradana uložilo je svoje vaucere, dok je u najveći uložilo oko 78.000 gradana.

Njihova poslovna politika usmjerena je prevashodno na:

- Fokusiranju na pojedine djelatnosti, kao što su turizam i trgovina;
- Težnji za posjedovanjem većinskog paketa akcija nekog preduzeća-koncentracija kapitala;
- Poboljšanju korporativnog upravljanja u privatizovanim preduzećima;
- Smanjenju rizika kroz disperziju kapitala na veći broj preduzeća.

Privatizacioni fondovi u Crnoj Gori posluju u jednom specifičnom sistemu karakterističnom za zemlje u tranziciji. Takav sistem karakterišu različite vrste rizika sa kojima je svaki fond direktno suočen. Ti rizici javljaju se kao rezultat praktično tek nastalog tržišta kapitala i mogu se javiti kroz:

- Nedovoljno definisane procedure;
- Nedovoljnu informisanost javnosti i investitora o transakcijama;
- Probleme prilikom upravljanja preduzećem (zaposleni, nedefinisana imovina i sl.);
- Rizike unutar samog preduzeća;
- Dominaciju ponude nad tražnjom za finansijskim instrumentima.

Trenutno postoji šest privatizacionih fondova u Crnoj Gori koji, zaključno sa 1. januarom 2005. godine, trebaju biti transformisani u investicione fondove. Njihova uspješna transformacija nezamisliva je bez jasno definisanih 'pravila igre', odnosno jasne regulative u poslovanju fondova.

Između ostalih institucija prisutnih na tržištu kapitala bitno je pomenuti: Komisiju za hartije od vrijednosti<sup>79</sup>, Centralnu depozitarnu agenciju, brokerske, dilerske i revizorske kuće, Centralnu Banku Crne Gore, Ministarstvo finansija, državne fondove, kao neizostavne faktore njegovog efikasnog funkcionisanja.

### **3. Pitanja značajna za poslovanje privatizacionih i investicionih fondova**

Razmotrimo neka od bitnih pitanja i specifičnosti vezanih za funkcionisanje privatizacionih i investicionih fondova.

1. Upoređujući privatizacione fondove zemalja u tranziciji i investicione fondove u slučaju razvijenih zemalja, postoje bitne razlike, bez obzira na zajedničko ime i organizacionu strukturu. U čemu se ogleda specifičnost

---

<sup>79</sup> Od januara 2002. godine ima ovlašćenja nadzora nad radom privatizacionih fondova.

privatizacionog fonda? Kao prvo, u cinjenici da taj fond u svom portfelju sadrži akcije ne samo uspješnih preduzeca, vec i onih koja nikad nece biti predmet aktivne trgovine na tržištu. Procesom Masovne vaucerske privatizacije fondovi su dobili udio u vlasništvu i onih preduzeca koja su trenutno manje uspješna.

2. U tom kontekstu bitno je pomenuti ulogu fondova upravo u podspješivanju korporativnog upravljanja. Posmatrano prema ulozi u korporativnom upravljanju, fondovi mogu biti razlicitno organizovani, i to kao: pasivni (sa ogranicenom funkcijom upravljanja u preduzecu); aktivni (angažujući svoje predstavnike u odborima direktora) i fondovi za restrukturiranje (angažovani u dnevnim aktivnostima preduzeca iz portfelja).
3. Da li investirati samo u hartije od vrijednosti koje se nalaze na listingu berze? Iskustva zemalja u tranziciji ukazuju na cinjenicu da ce likvidnost privatizacionog fonda biti umnogome bolja ukoliko se investira u nekretnine, prije nego u akcije. Zakon o investicionim fondovima<sup>80</sup> upravo omogucava fondovima da investiraju ne samo u hartije od vrijednosti, vec i novcane depozite i nekretnine, što stvara daleko fleksibilniji okvir za njihovo funkcionisanje.
4. Naknada menadžerskom preduzecu, zasnovana na prihodu od kapitalnih dobitaka i naplate dividende od preduzeca iz portfelja, predstavlja bolji podsticaj za aktivno upravljanje od naknade zasnovane na neto vrijednosti portfelja. Naknada vezana za neto vrijednost fonda uticace na pojavu pasivnog upravljanja i aktivnog trgovanja. Neto vrijednost, sama po sebi, ne predstavlja dobar pokazatelj pošto se na taj nacin akcijama veceg broja preduzeca ne trguje aktivno, a njihova prava vrijednost može biti uvecana jedino aktivnim upravljanjem i restrukturiranjem.
5. Na koji nacin kontrolisati rad fondova? U cilju efikasne kontrole rada fonda od strane njegovih vlasnika, poseban akcenat treba staviti na razvijanju dodatnih mehanizama zaštite malih investitora moguće je primjeniti neka od sledecih rešenja:
  - Organizovati fondove zatvorenog tipa kao akcionarska društva, pri cemu investitori imaju pravo glasa i fond ima nezavistan Nadzorni odbor;
  - Istaci licnu odgovornost clanova Nadzornog odbora;
  - Omoguciti sprovođenje raskida ugovora ili redefinisavanje uslova iz ugovora, ukoliko to zahtijevaju vlasnici fonda;

---

<sup>80</sup> Stupio na snagu 01. avgusta 2004. godine.

- Zaključivati ugovore o upravljanju na kratko vrijeme i omogućiti konkurenciju među njima;
  - Trgovati akcijama fondova zatvorenog tipa na sekundarnom tržištu;
  - Podsticati spajanje manjih fondova;
  - Dio naknade u akcijama fonda namijeniti menadžerskim preduzecima radi usklađivanja interesa sa vlasnikom fonda. Takve akcije ne treba da imaju pravo glasa.
6. Privatizacioni fondovi ne predstavljaju 'konacno rješenje'. To su privremene institucije, stvorene radi podsticaja i ubrzavanja procesa privatizacije. Proces transformacije može biti razlicit, pa privatizacioni fondovi mogu biti transformisani u:
- Fondove zatvorenog tipa sa portfeljom prilagodenim medunarodnim standardima;
  - Fondove otvorenog tipa sa ogranicenim pravom glasa i mogucnošću da investitora da proda svoje jedinice fondu;
  - Holding preduzeca;
  - Venture capital fondove;
  - Fondove za ulaganje u nekretnine, investicionu banku ili odeljenje neke univerzalne banke.

#### **4. Transformacija privatizacionih fondova u investicione fondove u Crnoj Gori**

Zakon o investicionim fondovima Crne Gore propisuje da investicioni fond može biti osnovan samo od strane društva za upravljanje .

Fond prikuplja novcana sredstva na bazi javne ponude svojih akcija, dok se ta ponuda obavlja na osnovu odobrenog prospekta investicionog fonda. Osnivacki kapital fonda ne smije biti manji od 500.000 €

Postoji osnovna podjela investicionih fondova na otvorene i zatvorene. Zatvoreni investicioni fondovi predstavljaju opredjeljujuci model u Crnoj Gori. Medutim, iskustva i opredjeljenja susjednih zemalja nešto su drugacija i ukazuju na sve veci znacaj postojanja upravo otvorenih investicionih fondova.

##### ***Box 1: Primjer zemalja iz regiona***

Posmatrajuci primjer Slovenije i Hrvatske, investicioni fondovi otvorenog tipa postaju sve atraktivniji. U Hrvatskoj trenutno postoji cetdeset otvorenih investicionih fondova cija je imovina, tokom prvih devet mjeseci 2004. godine, uvecana za 35%.



Organi investicionog fonda su Skupština (koju cine akcionari fonda) i Nadzorni odbor fonda (kojeg bira Skupština fonda). Nadzorni odbor fonda, u interesu akcionara fonda, ima funkciju nadzora nad upravljanjem investicionog fonda.

U zakonu su detaljno precizirani poslovi Nadzornog odbora, kao i clanstvo u njemu.<sup>81</sup> Društvo za upravljanje ima zadatak da, najmanje jednom mjesečno, izvještava Nadzorni odbor investicionog fonda o ulaganjima u hartije od vrijednosti, novcane depozite i nekretnine, kao i o prihodima na osnovu imovine investicionog fonda.

Investicioni fond može ulagati u domace i strane hartije od vrijednosti. Strane hartije može kupovati na na tržištima zemalja OECD, ali i na drugim tržištima koja funkcionišu shodno medunarodno prihvacenim standardima, ukoliko to prethodno bude odobreno od strane Nadzornog odbora. U vezi sa tim, investicioni fond ima obavezu da 20% svojih sredstava uloži u Crnu Goru. Procenat uloženih sredstava može biti i manji, ali uz prethodnu saglasnost Nadzornog odbora.

Investicionim fondovima zabranjeno je ulaganje u:

- Druge investicione fondove;
- Društva za upravljanje;
- Depozitarnu banku.

Zabrana se takode odnosi i na:

- Ucesnike na tržištu koji obavljaju brokerske poslove hartijama od vrijednosti iz portfelja investicionog fonda za društvo za upravljanje;
- Pravna lica koja su vlasnici više od 10% akcija društva koje upravlja fondom.

Investicioni fond se ne može zaduživati kod društva za upravljanje, ali ni davati pozajmice iz sredstava fonda. Komisija obavlja nadzor nad zakonitošću rada fonda, ali ne nadzire sprovođenje investicione politike fonda. To je funkcija Nadzornog odbora.

*Tabela 1: Uporedni prikaz ponudjenih rešenja datih Uredbom i Zakonom o investicionim fondovima*

---

<sup>81</sup> Clan 39 Zakona o investicionim fondovima

Trenutna situacija kod nas ukazuje na apatiju i nezainteresovanost 'uspavanih' vlasnika udjela fondova. Bitno je ponovo istaci aktivnost Nadzornog odbora, kao glavnog predstavnika i zaštitnika interesa malih akcionara u fondu, u cilju njihovog 'budenja' i angažovanja u radu Skupštine fonda. S tim u vezi može se desiti situacija kupovine procentualno znacajnog dijela investicionih jedinica fonda, u kojoj ce biti

Naziv pojedinih kategorija	Prethodni propisi dati Uredbom	Novi propisi dati Zakonom o investicionim fondovima
<i>Društvo za upravljanje investicionim fondom</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Organizovano kao AD</li> <li>- Minimalni novcani kapital od 250.000 DEM</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Organizovano kao AD i d.o.o</li> <li>- Minimalni novcani kapital od 125.000 €</li> <li>- Najmanje dva angažovana investiciona menadžera</li> <li>- Poslovanje prema nacelu likvidnosti, sigurnosti i raspodjele rizika</li> </ul>
<b>Depozitarna banka</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nije bilo definisano pitanje Depozitarne banke</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Obuhvata poslove vezane za novcano poslovanje investicionog fonda</li> </ul>
<b>Investicioni fond</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cenzus za osnivanje- 50 miliona vaučer poena</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Osnovni kapital u minimalnom iznosu od 500.000 €</li> <li>- Godišnji iznos naknade ne može biti veci od 3% godišnje vrijednosti fonda</li> </ul>
<i>Ulaganje sredstava investicionih fondova</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ulaganje u akcije preduzeca sa liste MVP</li> <li>- Nemogućnost zaduživanja niti zalaganja imovine</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ulaganje u: hartije od vrijednosti, novcane depozite, nekretnine</li> <li>- Minimalno 20% sredstava uložiti u Crnu Goru</li> <li>- Zabrane ulaganja</li> </ul>
<b>Fond zajednickog ulaganja</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nije bilo definisano</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definiše pravni status privatizacionih fondova</li> <li>- Struktura ulaganja fonda</li> <li>- Zaduživanje se bez ogranicenja</li> </ul>
<b>Prelazne i završne odredbe</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Transformacija ostavljena za definisanje posebnim propisom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definiše nacin osnivanja privatizacionih fondova</li> <li>- Nacin transformacije privatizacionih u investicione fondove</li> <li>- Propisi za izvršenje Zakona</li> </ul>

aktivirani apsolutno svi ucesnici, od vlasnika do menadžmenta fonda, stekholdera, depozitara, usled pojave teorijske, ali i empirijske mogućnosti kupovine relativno

malog procenta investicionih jedinica fonda, gdje ce na taj nacin pravno ili fizicko lice postati vlasnik znacajnog portfelja. Šta to znaci? Definitivno, aktiviranje i veci stepen interesovanja bivših i sadašnjih vlasnika investicionih jedinica u smislu propuštenog ili potencijalnog prinosa na besplatno dobijeno pravo (vaučer). Tržište kapitala ovim ukazuje da i relativno mala koncentracija kapitala može donijeti bogatstvo samo onima koji imaju viziju i znaju da 'vrijeme je novac'!

U sklopu već poznate zakonske regulative i u cilju stvaranja što boljeg ambijenta za stvaranje kao prvo, privatizacionih, a kasnije i investicionih fondova, Komisija za hartije od vrijednosti donijela je set pravila pomocu kojih se koordinira rad fondova.

### **5. Investicioni fondovi vs banke - kamate i prinosi**

Pitanje koje se postavlja, upoređujući poslovanje investicionih fondova na jednoj i banaka na drugoj strani, odnosi se na to da li će, uz pretpostavku jednake sigurnosti ulaganja, prinos fonda biti veći od kamate na štednju po videnju koje nudi banka? S obzirom da je u slučaju štednje moguće ostvariti veću kamatu jedino povećanjem roka oročenja, tj. odricanjem od mogućnosti raspolaganja novcem na dugi rok, kod investicionih fondova nailazimo na drugaciju situaciju. Njihov očekivani prinos može se jedino uvećati promjenom strukture-vrste imovine u koju dati investicioni fond investira. Šta to predstavlja za potencijalnog investitora? Kao prvo, ukoliko želi veći prinos, izabere investicioni fond čija se vrijednost imovine ne nalazi u 'stanju mirovanja' već se konstantno mijenja i čiji prinos nije unaprijed poznat. Dakle, između rasta i promjene vrijednosti postoji direktna proporcija, tj. što su veća očekivanja rasta veća će biti mogućnost promjene vrijednosti imovine. Ukoliko to uporedimo sa štednjom u banci, koju karakteriše fiksna kamata, investicioni fondovi ukazuju na još jednu osobinu- unaprijed nepoznat prinos. Ipak, u slučaju investicionih fondova moguće je utvrditi i približno tačno ocijeniti visinu prinosa koji bi se mogao ostvariti. Prinos ulaganja u investicione fondove iako nije zagarantovan, dugoročno posmatrano, može ostvariti veći dobitak u odnosu na ulog u klasičnu štednju.

#### ***Box 2: Procenat ulaganja na razlicitim tržištima***

Na anglosaksonskim tržištima, postotak ulaganja građana u investicione fondove iznosi gotovo 60%, dok oko 40% ulažu u standardne bankarske proizvode. U Evropi je situacija još uvijek obrnuta. Banakrski proizvod-oročena štednja još uvijek je najdominantniji proizvod ulaganja građana.<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> 'Banka' –Financijsko-poslovni mjesečnik, TO ONE, 2004, str.15

## 6. Investicioni fondovi vs tržišni ciklusi

Finansijska tržišta karakterišu neprestana ciklicna kretanja koja su najčešće nepredvidiva i kojima se ne može sa preciznošću utvrditi dužina trajanja. Posmatrano kroz prizmu ulaganja u investicione fondove, investitor ima mogućnost ulaganja u različite vrste finansijskih instrumenata. Međutim, uticaj i promjene kretanja na finansijskom tržištu različito će se odraziti na pojedine hartije od vrijednosti. Tržišni ciklusi su najuočljiviji u slučaju ulaganja u akcije koje karakterišu ciklicna kretanja, porasta i pada vrijednosti. Stoga, investicioni fond koji svoja sredstva uglavnom investira u akcije preduzeca može ostvariti neočekivan skok vrijednosti imovine, ali takode i neočekivan pad. S druge strane, investicioni fond koji u najvećoj mjeri investira u državne obveznice i depozite, ostvarivace kontinuiran, ali i neznatan rast vrijednosti imovine. Stoga, što je veći broj tržišnih ciklusa obuhvaćen vremenom trajanja investicije postojeće veća vjerovatnoća da će rezultat investiranja u dati fond biti uporediv sa prosječnim prinosom datog fonda.

## 7. Investicioni fondovi vs rizik ulaganja

Imovina investicionih fondova nije staticna. Bez obzira što investicioni fondovi, u suštini, prate dugoročna kretanja na finansijskom tržištu, vrijednost imovine fonda će svakodnevno oscilirati, tj. bilježiti rast ili pad. Imovina fonda direktno utiče na intenzitet datih oscilacija, a samim tim i na rizike ulaganja. Stoga, rizici ulaganja u investicione fondove upravo se mogu procijeniti veličinom i učestalošću oscilacija vrijednosti imovine fonda. Što su dnevne promjene vrijednosti imovine veće, rizik će rasti. To, istovremeno, ne predstavlja i negativnu pojavu. Bez većih promjena vrijednosti imovine fonda, a samim tim i rizika, nemoguće je ostvariti i veće prinose!

## 8. Umjesto zaključka

Zbog čega su investicioni fondovi vrijedni tolike pažnje? Razlog leži u tome da ne samo što možemo sacuvati vrijednost, već i stvoriti priliku za njeno povećanje. Još jedna bitna karakteristika investicionih fondova jeste unaprijed nepoznat prinos. Stoga, ulaganje u investicione fondove prvo treba započeti analizom sopstvenih finansijskih potreba i ciljeva! Bitno je naglasiti da kod investicionih fondova razlike između malog i velikog investitora skoro i ne postoje.<sup>83</sup> Stoga, potencijalni investitor koji makar donekle poznaje tržište kapitala u Crnoj Gori i spreman je da u nekoj

---

<sup>83</sup> 'Banka' –Financijsko-poslovni mjesečnik, TO ONE, 2004, str.10

mjeri rizikuje kako bi ostvario veci prinos, ali i da ceka (jer je ulaganje investicionog fonda na dug rok neminovnost), opredijelice se za ulaganje u neki investicioni fond.

Ipak, da bi investicioni fondovi zaživjeli potrebno je obezbjediti sve potrebne uslove za njihovo nesmetano poslovanje. Jedan od njih je i makroekonomska sigurnost. S tim u vezi bitno je izbjeći jedan od paradoksa tranzicije koji se ogleda u nedostatku, ne finansijskih insitucija, vec nove filozofije poslovanja. One, kao nosioci nove politike koja se prevashodno odnosi na podsticanje razvoja preduzetništva i privatnog sektora, moraju unijeti novine i biti pokretacka snaga buduceg razvoja i ne smiju podleći uticajima ostataka prethodnog sistema ili, eventualno, trenutno loše vodene politike. Dakle, akcenat je na profesionalizmu!

Investicioni fondovi, sa svim svojim specificnostima, treba da donesu koristi prosjecnom gradaninu i omoguce ostvarenje vecih prinosa od onih koji bi nastali klasicnom orocenom štednjom.

Znanja iz oblasti ulaganja u investicione fondove imaju veliki znacaj, upravo zbog cinjenice da gradani, kao buduci akcionari, nisu još dovoljno upoznati sa tim. Stoga, potrebno je srušiti iluziju da ce ulaganje u investicione fondove u buducnosti biti samo 'privilegija odabranih'!

Stvaranje regulatornog okvira, ali i politicke stabilnosti, uticace na stvaranje povoljnih uslova za poslovanje investicionih fondova, ali i tržišta kapitala. Investicioni fondovi, iako u velikoj mjeri zastupljeni u zemljama regiona, kod nas se nalaze tek u zacetku i donose sa sobom velika ocekivanja. Ipak, ono što se u najvecoj mjeri preporucuje jeste strpljenje, jer izazovi poslovanja investicionih fondova u Crnoj Gori tek dolaze.

#### **Literatura:**

1. 'Burzovno trgovanje'- Marijan Cveticanin, Masmedia- Zagreb, 2004.
2. 'Ekonomske slobode i poslovno okruženje'- Milocerski ekonomski forum 2004, Narodna biblioteka Srbije- Beograd
3. 'Posletranzicioni procesi'- Milocerski ekonomski forum 2003, 'Kuca štampe'- Zemun
4. 'Issues in Relating Post-Privatization Securities Markets in Transitional Economies'- Marko Simonetti, 1997.
5. 'Konceptijska pitanja regulative'- ISSP, 2002.
6. Zakon o investicionim fondovima Republike Crne Gore
7. 'Mogucnost razvoja investicionih fondova u Crnoj Gori'- dr Dragan Lajovic, doktorska teza
8. 'Banka',financijsko-poslovni mjeseчник, TO ONE, 2004- Zagreb
9. [www.scmn.cg.yu](http://www.scmn.cg.yu)

**Boban Melovic**

## **Neki aspekti merdžera i akvizicija**

### **Abstact**

Companies restructuring includes many things. Companies restructuring can be explained as any change in structure of capital, in organization or ownership. We can analyse different aspects of companies restructuring but now we will analyse only two : Mergers and Acquisitions (M&A).

Mergers and acquisitions take place in corporate finance, which nowadays takes attention of many economists. Corporate finance is relatively new way of doing business, which includes process of giving advice and financial services o the company, this is more difficult than classical bank loaning. It is necessary to say that M&A are result of some economic interest. This business in certain companies has become very important, day after day. Economists say that M&A is the best way for "waking up the sleeping management", meaning that this will make management to act in the way that is dictated by market strengths.

This work is about a theme which is very popular nowadays. This is the reason why in this work will be explained positive and negative side of this business. Also, it will be explained motives of the persons who are included in this business. What is interesting is that in Montenegro is very little written on this subject. This is real paradox because Montenegro is a country on transition, so this kind of business is very interesting in other East European countries.

*Key words: Merger, acquisition, acquirer, target...*

### **1. Uvod**

Prestrukturiranje preduzeca je širok pojam, obuhvata više stvari. Sam naziv, **prestrukturiranje preduzeca**, može se tumačiti kao gotovo bilo kakva promjena u strukturi kapitala, u obliku organizacije ili u vlasništvu. Razliciti aspekti prestrukturiranja preduzeca mogu biti predmet analize ali cemo se mi, ovom prilikom, ograniciti na dva: **Merdžere i Akvizicije (M&A)**.

Merdžeri i akvizicije spadaju u oblast korporativnih finansija koja danas, po mnogim ekonomistima, privlaci najveću pažnju javnosti. Finansiranje preduzeca- Corporate

Finance predstavlja relativno nov oblik poslovanja koji se zasniva na procesu pružanja savjeta i finansijskih usluga preduzecu, pri cemu ovi poslovi po složenosti prevazilaze klasicno bankarsko kreditiranje. Prije svega potrebno je reci da M&A poslovi nastaju kao rezultat određenih ekonomskih interesa. Ovi poslovi u određenim kompanijama dobijaju sve više na znacaju i imaju sve veci broj pristalica. Pristalice preuzimanja preduzeca tvrde da je to najbolje sredstvo za “budenje uspavanog menadžmenta”, tj. sredstvo koje ce natjerati menadžment da se ponaša onako kako diktiraju tržišne snage.

Ovaj rad se bavi temom o kojoj se danas u svijetu mnogo govori. U radu ce biti objašnjene, prije svega, prednosti i nedostaci ovih poslova. Takođe, bice objašnjeni motivi ucesnika u poslovima M&A. interesantno je da u Crnoj Gori ima vrlo malo istraživackih radova na temu merdžera i akvizicija. Ovo predstavlja i svojevrsan paradoks, s obzirom da je Crna Gora zemlja u tranziciji, a da su ovi poslovi posebno aktuelni u zemljama istocnoevropskih zemalja.

## 2. Pojam i vrste merdžera i akvizicija

U uslovima sve vece konkurentnosti i promjenljivosti svjetske ekonomije, u procesu globalizacije i ukрупnjavanja svjetskog biznisa, da bi opstala na globalnom tržištu preduzeca moraju ulaziti u razne forme integracija i partnerstava. Preduzeca kombinuju resurse i kompetencije u specificnim oblastima kako bi ostvarila konkurentsku prednost, dostigla ili zadržala lidersku poziciju i povecala tržišno učešće. Preduzeca to mogu da postignu na bazi eksternog rasta kroz:

**Merger (spajanje):** Subjekti su dva preduzeca približne velicine, koji su obicno ravnopravni partneri, cesto iz iste ili slicne industrije. Oni se dobrovoljno odricu svoje poslovne samostalnosti, spajaju i formiraju novo preduzece (novi poslovni entitet).

Preduzece “A” + Preduzece “B” = Novo preduzece

**Acquisition or takeover (preuzimanje):** Subjekti su dva preduzeca razlicite velicine, pri cemu vece preduzece preuzima kontrolu nad manjim koje gubi svoju samostalnost i poslovni identitet i postaje sastavni dio veceg preduzeca.

Preduzece “A” + Preduzece “B” = Preduzece “A”

Prije bilo kakve detaljnije studije o ovim strategijama rasta, potrebno je iznjeti stanovište po kojem se pojmovi merdžer i akvizicija cesto koriste kao sinonimi. Po

mnogim osnovama nije moguće jasno razgraniciti ova dva pojma. Neki autori smatraju da je glavna razlika u stepenu kontrole koji se gubi ili dobija ukoliko se preduzeće odluči da uđe u poslove M&A.

Preuzimanje predstavlja vid eksternog rasta preduzeća pri kome preduzeće “**preuzimalac**” (**acquirer**) ostvaruje rast koristeći potencijal rasta preduzeća “**mete**” (**target**). Preduzeće može da preuzme kontrolu nad cijelim preduzećem metom ili samo nad njenim dijelom. Tako se razlikuju akvizicije sa **manjinskim vlasništvom** (10-50%), **vecinskim vlasništvom** (više od 50%) i **potpunim vlasništvom** (100%). Smatra se da ispod 10% vlasništva nije riječ o akviziciji već o portfolio investiciji u određeno preduzeće.

Sa aspekta načina na koji se daje ponuda, preuzimanje može biti **dobrovoljno** i **neprijateljsko**. Dobrovoljno ili dogovoreno (agreed, friendly) preuzimanje podrazumijeva da upravni odbor preduzeća mete preporuči akcionarima da prihvate ponudu za preuzimanje. Plaćanje se obično vrši u akcijama preduzeća preuzimoca. Neprijateljsko (hostile takeover) preuzimanje podrazumijeva da preduzeće preuzimalac uputi ponudu za preuzimanje direktno akcionarima preduzeća mete i mimo preporuka upravnog odbora preduzeća mete.

Sa aspekta načina na koji se vrši integracija, preuzimanje (ili spajanje) može biti **horizontalno**, **vertikalno** i **konglomeratsko**:

① **Horizontalno** – podrazumijeva preuzimanje sličnih preduzeća iz iste grane u cilju objedinjavanja materijalnih i nematerijalnih resursa, smanjenja troškova, postizanja efekata ekonomije obima i eliminisanja konkurencije.

② **Vertikalno** – odnosi se na preuzimanje preduzeća kupaca i/ili dobavljača da bi se uspostavila kontrola nad cijelim lancem snadbijevanja, smanjili troškovi i neizvjesnost.

③ **Konglomeratsko** – predstavlja preuzimanje preduzeća iz nepovezanih oblasti poslovanja. Cilj ovakve strategije je diversifikacija rizika, ostvarivanje ekonomije obima i prodor u nove perspektivne grane privrede.

Poseban vid merger-a i akvizicija predstavlja **privatizacija**. Ona podrazumijeva da domaća ili strana kompanija kupuje (preuzima) preduzeće u državnom vlasništvu ili njegov dio. Osnovni cilj privatizacije je restrukturiranje dijela ili cijele kompanije i shodno tome mogu se koristiti tehnike orijentisane ka sredstvima, odnosno, strukturi aktive, i tehnike orijentisane ka izvorima sredstava, odnosno, pasivi preduzeća. U procesu privatizacije, u razvijenim zemljama, na strani kupca (buy side) su najčešće



domace kompanije ili kompanije iz drugih razvijenih zemalja, dok je u zemljama u razvoju vece ucešce stranih kompanija nego domacih.

### 3. Prednosti i nedostaci M&A

Preuzimanje i spajanje predstavlja veoma atraktivnu strategiju rasta preduzeca koja sa sobom nosi veliki publicitet, narocito ako je rijec o tzv. “**mega poslovima**” (preko \$1 milijarde). Merdžeri i akvizicije su veoma interesantni za poslovnu javnost i medije, razne grupe profesionalaca, istraživace i analiticare i dr. Za menadžment preduzeca ništa ne donosi vece uzbuđenje od pronalaženja, selekcije i konacno preuzimanja drugog biznisa. Za njih to predstavlja promjenu rutine i svakodnevnog upravljanja uobicajnim aktivnostima.

U periodu između 1980-2000. godine ostvareno je preko 24 hiljade merger-a i akvizicija.<sup>1</sup> U tom periodu mnoge kompanije su koristile preuzimanje kao strategiju prestukturiranja. Takode 90-tih godina se povecao broj merger-a i akvizicija u zemljama u razvoju, kada je u mnogima od njih poceo proces tranzicije i privatizacije. Mnoge kompanije posmatraju M&A kao **kartu za ulazak u nova poslovna podrucja**”, za mnoge od njih su akvizicija i razvoj preduzeca postali sinonimi.

Merdžeri i akvizicije imaju nekoliko znacajnih prednosti u odnosu na druge strategije rasta preduzeca:

- ✓ **Brzina ulaska na nova tržišta i u nove industrije.** Kupovina preduzeca koje vec posluje na određenom tržištu ili u određenoj grani je mnogo brže nego izgradnja sopstvenih kapaciteta jer preduzece meta vec ima svoje proizvodne kapacitete, dobavljače, kupce, itd.
- ✓ **Rizik.** Preuzimanje preduzeca na određenom tržištu, a narocito stranom, je manje rizicna varijanta nego zapocinjati sopstveni biznis zbog toga što lokalno preduzece bolje poznaje lokalno tržište, propise, poslovne obicaje, mentalitet,...,itd.
- ✓ **Prevazilaženje tehnoloških barijera.** Kada preduzece želi da zapocne poslovanje u određenoj oblasti u kojoj ranije nije poslovalo, mora da uloži znacajna sredstva u istraživanje i razvoj, a da pri tome rezultati nisu zagarantovani. Preuzimanjem preduzeca koje posjeduje know how u toj oblasti, ovi troškovi se izbjegavaju, a preduzece unaprijed zna šta kupuje.

---

<sup>1</sup> vidi: **Rock, M.L.:***The Mergers and Acquisition Handbook*, McGraw, Inc, Philadelphia, 1997

✓ **Izvozne barijere.** Vecina država vode protekcionististicku politiku u određenim oblastima ekonomije. To onemogućava stranim preduzecima da učestvuju u tržišnoj utakmici sa domaćim preduzecima na tom tržištu. Ako je tržište dovoljno atraktivno strano preduzeće može preuzeti neku domaću kompaniju i obezbjediti ulaz na to tržište.

✓ **Koristi po osnovu sinergije.** M&A mogu omogućiti stvaranje dodatne vrijednosti kompanije u odnosu na zbir vrijednosti koju preduzeca mogu ostvariti pojedinačno, nezavisno jedno od drugog.

Osim prednosti merdžeri i akvizicije imaju i određene nedostatke:

✗ **Neprihvatanje poslovne filozofije.** Postoji opasnost da menadžment i zaposleni u preduzecu “meti” ne prihvate način poslovanja preduzeca “preuzimaoca”, odnosno da ne mogu da se uklope u viziju novog preduzeca. To može dovesti do štrajkova, pada produktivnosti i profita, kao i narušavanja reputacije preduzeca “preuzimaoca”.

✗ **Troškovi preuzimanja.** Preuzimanje je skup način rasta, naročito ako je riječ o preuzimanju preduzeca koja godinama uspješno posluju ili perspektivnim preduzecima čiji se visok rast očekuje u budućnosti.

✗ **Nemogućnost povlacenja.** Ako se posle preuzimanja pokaže da preduzeće “meta” ili tržište na kome ono posluje nije tako atraktivno kao što se činilo prije preuzimanja, preduzeće “preuzimalac” ne može da se lako povuče iz tog posla, odnosno neće moći da izbjegne visoke troškove povlacenja.

#### 4. Motivi učesnika u poslovima M&A

**Osnovni motiv preduzimanja M&A jeste da tržišna vrijednost nove firme bude veća od tržišne vrijednosti firmi koje posluju kao nezavisni entiteti.** Ovaj koncept može se predstaviti na slijedeći način:

$$V(A+B) > V(A) + V(B)$$

gdje je tržišna vrijednost nove firme  $V(A+B)$  veća od sume tržišnih vrijednosti firmi A i B prije stvaranja nove firme. Stvaranje dodatne vrijednosti putem preuzimanja predstavlja rezultat sinergije.

Imajući u vidu ucesnike u ovim poslovima moguće je identifikovati slijedeca pitanja:

1. *Koji su interesi opredjeljujuci za jednog kupca da bi se odlucio za kupovinu nekog preduzeca?*
2. *Koje ciljeve slijede vlasnici preduzeca kada se opredjeljuju za njegovu prodaju, ili prodaju pojedinih djelova?*
3. *Zašto banke postaju sve aktivnije na tržištu M&A?*

#### **4.1.Motivi kupca**

Istraživanja obavljena u ovoj oblasti ukazala su na cinjenicu da je primarni cilj kupca nekog preduzeca da osigura maksimizaciju svoje dobiti u buducnosti.<sup>1</sup>

Proces kupovine preduzeca za kupca ima višestruke koristi:

- ✓ Povećanjem velicine preduzeca ostvaruje se sinergija i minimizacija troškova u oblasti nabavke, istraživanja i razvoja, produktivnosti, upravljanja, marketinga i kotacije hartija od vrijednosti (kotacija HOV – emitovanje hartija i posrednicka provizija).
- ✓ Proširivanjem palete proizvoda i usluga dolazi do smanjenja preduzetnickog i rizika ulaganja u doticno preduzeće, usled smanjenja varijabilnosti tokova gotovine i tokova dobitaka.

#### **4.2. Motivi prodavca**

Pri analizi motiva koji su determinišuci za prodajnu stranu pravi se linija razgranicenja između **poslovno-privatnih i isključivo-poslovnih motiva**.

**Razlozi** od odlucujućeg znacaja za prodaju preduzeca, koji poticu iz **poslovno-privatne** sfere, posebno dolaze do izražaja kod preduzeca srednje finansijske moci i velicine koja su u vlasništvu jednog lica ili porodice. Najčešće su ova preduzeca organizovana na taj način da je isto lice i vlasnik i rukovodilac preduzeca. Kombinacija rizika vlasništva i rizika rukovođenja cesto dovodi do konflikta između ove dvije funkcije, zbog kojeg trpe poslovne performanse preduzeca. Na primjer smrt, starost ili bolest jednog od vlasnika mogu da ugroze poziciju cijelog preduzeca na tržištu. Posebno je problematyczna situacija kada u familiji inicijalnog vlasnika ne postoji ili nema odgovarajućeg naslednika. U ovakvim situacijama prodaja preduzeca najčešće predstavlja razumno rješenje.

---

<sup>1</sup> vidi: **K. Dencic**: *Analiza merdzera i akvizicija sa stanovista ukljucenih interesnih grupa*, Zbornik radova, broj 5-6 Ekonomski fakultet Niš, Beograd 1998

**Poslovno uslovljeni motivi** predstavljaju motive koji su od presudnog znacaja za prodaju nekog preduzeca. U mnoštvu mogucih razloga posebno se izdvajaju prodaje zbog:

- ◆ savladavanje finansijskih problema rasta
- ◆ realizacije dobitaka od prodaje
- ◆ boljeg korišćenja prodajnih mogucnosti preduzeca
- ◆ slucaja sanacije
- ◆ odbijanja neke druge, neželjene prodajne ponude

Prva dva aspekta su od znacaja u slucaju kada se jedno preduzece pojavljuje po prvi put na finansijskom tržištu radi primarne emisije akcija (Going Public). Pored klasicne prodaje, u poslednje vrijeme je aktuelna i prodaja sporednih djelatnosti preduzeca, koje su najcešće posledica neuspješne diverzifikacije. Ukoliko ovi poslovi izolovano od osnovnih ne predstavljaju profitabilnu oblast i ako se ne uklapaju u ukupnu koncentraciju preduzeca, prouzrokovace više troškova nego koristi. Stoga se može zapaziti da čak i konglomerati pocinju da izbjegavaju ovakva problematicna poslovna podrucja i da se usredsreduju na svoju osnovnu poslovnu orijentaciju.

#### **4.3.Motivi finansijskih organizacija**

Motive finansijskih organizacija je najlakše objasniti kroz ulogu banaka u ovim procesima. Banke koje se profesionalno bave poslovima M&A sintetizovale su razlicite postupke u kojima su obuhvatile sve osobenosti ovog posla. Pri tom, pravi se diferencijacija između:

- **neposrednih ciljeva i**
- **posrednih ciljeva**

pri čemu se najbolji efekti postižu poštovanjem oba istovremeno.

◆ **Neposredni ciljevi** ogledaju se u tome da poslovi merdžer-a i akvizicija nude bankama mogucnost njegovanja i intenziviranja poslovnih odnosa sa kupcima, u vidu dopune klasicne bankarske ponude proizvoda (usluga). Povjerenje koje se rada i razvija u toku procesa M&A predstavlja bazu za buduci zajednicki odnos između komitenata (bilo kupaca ili prodavaca) i banke - nazvan Relationship Banking. Mogucnost obavljanja dopunskih poslova, a time i ostvarivanje ekstra zarade za banke, leži u poslovima M&A. Na taj način banka povećava svoju kvotu cross-sellinga (proizvod po kupcima) objedinjujuci savjetodavne usluge, platni promet, portfolio menadžment, devizne poslove i učešća u finansiranju itd.

◆ **Posredni ciljevi** ticu se bankarskih provizija po ugovorima iz poslova M&A. Visina provizije zavisice od dužine trajanja konkretnog posla, kao i njegove složenosti vezane za savjetovanje i posredovanje. Iz ovog proizilazi da se visina provizije određuje od slucaja do slucaja. Opseg se kreće od 1-3% od postignute kupoprodajne cijene. Honorari koji se odnose na cisto savjetodavne usluge određuju se individualno, dok su kod ostalih poslova uslovljeni postignutim uspjehom.

U prošlosti je najčešće korišćena tzv. "**Lehman skala**"<sup>1</sup> kao osnov za određivanje provizije za transakcije koje su **male** po iznosu. Prema ovoj formuli provizija iznosi:

5% za prvih \$1 milion (vrijednosti transakcije)  
4% za slijedecih \$1 milion  
3% za slijedecih \$1 milion  
2% za slijedecih \$1 milion  
1% na preostali dio

Na primjer: Za transakciju od \$10 miliona provizija u slucaju uspjeha iznosi \$200 hiljada:  $1 \text{ mil.} \times 0.05 + 1 \text{ mil.} \times 0.04 + 1 \text{ mil.} \times 0.03 + 1 \text{ mil.} \times 0.02 + 6 \text{ mil.} \times 0.01 = 50.000 + 40.000 + 30.000 + 20.000 + 60.000 = 200.000$

Poslednjih godina provizije za male transakcije su se povecale, pa se Lehman skala primjenjuje rijetko kao osnova za određivanje provizije i to korigovana ili vecim procentima za iste iznose ili istim procentima za veće iznose transakcije.

Za transakcije **srednje** i **veće** vrijednosti, provizija se najčešće obračunava kao fiksni procenat na vrijednost transakcije:

0.5% za velike transakcije (\$250 miliona i više)  
1.5% za transakcije srednje velicine (\$50 miliona)

Naravno, postoje mnoge varijacije. Postoje alternativni nacini određivanja provizije koji stimulišu posrednika da zakljuci što bolji posao za svog klijenta. Procenat provizije se povećava srazmjerno smanjenju ili povećanju cijene koju preduzece kupac (preuzimalac) treba da plati u zavisnosti da li posrednik radi za kupca ili prodavca.

Iako je u teoriji utemeljen prethodno objašnjen način obračuna provizije bitno je istaci da se u praksi i provizija i eventualni honorari utvrđuju individualno od slucaja do slucaja.

---

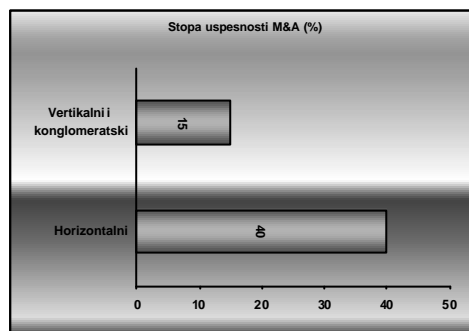
<sup>1</sup> vidi: **B.Lienty, P. Rea**: *International Project Management*, Academic Press,2003

Osim prethodno navedenog poslovi M&A mogu da budu upotrijebljeni i za ostvarivanje novih poslovnih kontakata. Stoga se od M&A savjetnika traži da budu sami po sebi aktivni i da preuzimaju kontakte i sa onim firmama sa kojima banka nije do tada saradivala.

## 5. Razlozi uspjeha (neuspjeha) M&A

U najvećem broju slučajeva merdžeri i akvizicije nisu uspješni. Prema **McKinsey studiji**<sup>1</sup> stopa uspjehnosti horizontalnih M&A je oko 40%, dok vertikalni i konglomeratski M&A uspevaju u samo 15% slučajeva.

Slično ovoj studiji, **Drucker** istice da je rezultat 40% M&A u SAD-u “potpuni neuspjeh”, 50% M&A posluje sa polovničnim uspjehom, dok samo 10% M&A ima uspješne strateške poteze.<sup>2</sup>



Najčešći razlozi neuspjeha preuzimanja (spajanja) su precjenjivanje potencijala preduzeća mete, precjenjivanje sinergetskog efekta, pogrešna strategija preuzimanja, visoka cijena transakcije, zanemarivanje tzv. ljudske dimenzije i loša integracija. Uspjeh preuzimanja je povezan sa kredibilitetom uprave, stopom makro-ekonomskog rasta, trendovima na finansijskom i komercijalnom tržištu. Da bi preuzimanje bilo uspješno potrebno je pronaci metu čija je vrijednost potcijenjena, jer je veoma čest slučaj da visoka cijena transakcije nije nadoknadena posle preuzimanja. Takođe, potrebno je da preduzeće meta bude kompatibilno sa strategijom preduzeća koje ga preuzima, tj. ne treba kupovati preduzeće samo zato što je dostupno. Za uspjeh je potrebno da sinergetski efekti preuzimanja budu veći od troškova. Praksa pokazuje da se stopa uspjehnosti M&A povećava ukoliko su osnovne djelatnosti (core business) preduzeća mete i preuzimaoca podudarne. Osim toga, uspjehnosti preuzimanja doprinosi i manja geografska udaljenost partnera. Posmatrano u kontekstu alternativnih pravaca rasta preduzeća, preuzimanje (spajanje) kao strategijska opcija je najdjelotvornije u situaciji:

1. Kada je vremenska dimenzija od ključnog značaja i treba brzo nadoknaditi nedostatak ključnih resursa.

<sup>1</sup> Publikacija koju je objavio UNCTAD 1999 godine

<sup>2</sup> vidi: P. Drucker, Menadžment za budućnost, Grmec, Beograd, 1995

2. Kada je cilj geografska diversifikacija.
3. Kada struktura biznisa preduzeca mete korespondira sa biznisom preduzeca koje preuzima.
4. Kada poslovna strategija zahtjeva vertikalnu i horizontalnu integraciju.
5. Kada se kombinacijom resursa ostvaruje sinergetski efekat.

Preuzimanje i spajanje ce biti uspješno kada su zadovoljene cetiri pretpostavke:

- ✓ **Pravi razlozi**
- ✓ **Prave informacije**
- ✓ **Prava cijena**
- ✓ **Pravi ljudi**

Merdžeri i akvizicije imaju smisla samo ukoliko postoje **pravi razlozi** za njih. Razlozi su definisani ciljevima i strategijom preduzeca koja mora biti jasno i precizno koncipirana i uspješno implementirana. U tom smislu treba izabrati preduzece metu koje je kompatibilno sa strategijom preuzimaoca. Uspjeh M&A pociva na **pravim informacijama**, jer ako menadžment preduzeca preuzimaoca raspolaže netacnim i nepreciznim informacijama, šanse za uspješnu transakciju su minimalne. Prave informacije podrazumjevaju smisljeno istraživanje, sagledavanje suštine biznisa i kvantifikovanje sinergetskog efekta. Kada je rijec o **pravoj cijeni** transakcije treba voditi racuna o tome da ne samo da nije dobro preskupo platiti loše preduzece, vec i preplatiti dobro preduzece a ne ostvariti dodatnu vrijednost za vlasnike. Zbog toga cijenu mete treba odrediti na osnovu njene vrijednosti i vezati je za rezultat koji meta može ostvariti u buducnosti. Pri tome treba voditi racuna o tome da cijela transakcija bude adekvatno finansijski strukturirane. Konacno, za uspeh M&A potebni su **pravi ljudi**. Primjena mora biti efikasna, brza i podrazumjeva intenzivno komuniciranje izmedu clanova tima.

## 6. Procijena efekata M&A

Merdžeri i akvizicije su opravdani samo ako su sinergetski efekti veci od ukupnih troškova. Pri tome ukupni troškovi obuhvataju same troškove transakcije, premiju za kontrolu i postakvizicijske troškove. Racunajuci na sinergetske efekte, preduzece kupac je spremno da plati više nego što je procijenjena vrijednost mete. Kupac placa premiju iznad procijenjene vrijednosti preduzeca mete da bi na taj nacin olakšao sticanje kontrole nad preduzecem metom. Takode, kupac cesto podcjenjuje troškove koji nastaju posle akvizicije a koji ukljucuju promjenu i obucavanje menadžmenta, nove sisteme, tehnologiju i dr.

Procijenjena vrijednost mete prije preuzimanja obično predstavlja minimalno prihvatljivu cijenu za prodavca tj. prodavac očekuje da cijena koju kupac plaća bude veća od procijenjene vrijednosti. Sa druge strane, maksimalna cijena koju je kupac pod normalnim okolnostima spreman da plati je procijenjena vrijednost mete uvećana za procijenjene efekte sinergije. Pri tome minimalna cijena zavisi od percepcija i kupca i prodavca. Ukoliko je procjena prodavca o perspektivi poslovanja optimistička (što je najčešće slučaj) cijena koju oni očekuju će biti viša, i obratno, ako je procjena pesimistička cijena će biti niža. Ako se u ponudu za preuzimanje uključi više kupaca prodavac će vjerovatno dobiti bolju ponudu, odnosno njegova minimalna cijena će se povećati. Kako se premija za preuzimanje povećava kupcu je sve teže da dostigne očekivanu minimalnu stopu prinosa pa je veća vjerovatnoća da će odustati od preuzimanja.

## 7. Zaključak

Procesi merdzera i akvizicija danas su aktuelni u citavom svijetu. M&A postaju posebno aktuelni na tržištima istocnoevropskih zemalja, nakon stvaranja njihovih finansijskih institucija. Za preuzete firme glavni pozitivan efekat nastaje isključenjem neefikasnih menadžerskih struktura, tj. da menadžerske strukture iz efikasnijih preduzeca dobiju proširene mogućnosti upravljanja.

U svijetu se godišnje obavi veliki broj kupoprodajnih transakcija preduzeca, što se prije svega tumaci procesima deregulacije i inovacija na finansijskom tržištu. U SAD je 80-ih godina nastao pravi bum M&A aktivnosti, da bi ovaj trend poslednjih godina počeo da opada. Glavni razlog leži u tome što je uvedeno antimonopolsko zakonodavstvo, koje zabranjuje da jedno preduzeće preuzme drugo radi ostvarivanja kratkoročne dobiti, kao i stvaranja suviše velike tržišne koncentracije.<sup>1</sup>

Medutim, kod nas je situacija drugačija. Privatizacija privrede, otvaranje crnogorskog tržišta i uticaj međunarodne konkurencije suocavaju naša preduzeca sa brojnim i kompleksnim problemima. Poslovno okruženje i trendovi u svijetu biznisa nameću nove načine razmišljanja i pristupa svakodnevnom poslovanju. Preduzeca moraju biti spremna da odgovore na te izazove iz okruženja.

Formiranjem tržišta kapitala i donošenjem citavog skupa zakonskih propisa (Zakon o privrednim društvima, Zakon o bankama, Zakon o hartijama od vrijednosti) stvorene su i u našoj zemlji institucionalne mogućnosti za dalji razvoj finansijskog tržišta. Na ovaj način trebalo bi da se podstakne restrukturiranje preduzeca, tj. da dode do angažovanja kapaciteta u efikasnijim alternativama. Samim tim, naše

---

<sup>1</sup> vidi: **K. Dencic**: *Analiza merdzera i akvizicija sa stanovista uključenih interesnih grupa*, Zbornik radova, broj 5-6 Ekonomski fakultet Niš, Beograd 1998



finansijsko tržište dobice novu dimenziju, a procesi poput merdžera i akvizicija postace sve više aktuelni.

Jer...

*“Sve je u prirodi u stalnom grcevitom kretanju, bilo da se rada i nestaje bilo da opada i umire. Mira nema nikad i nigdje, i ako ga ima on je prividan i opet u službi kretanja. U tom kretanju je sve što živi osudeno, zbog svog opstanka i održanja, na borbu i samopreživljavanje”!* (I.Andric, “Znakovi pored puta”)

#### Literatura:

1. Benett, J., **International Construction Project Management: General Theory and Practice**, Butterworth-Heinemann, London, 1991
2. B.Lienty,P.Rea,K.P **International Project Management**,Academic Press,2003
3. Holder Christopher, **Competitive Consideration in bank Mergers and Acquisitions**, Economic Rewiew, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1993
4. Rock, M.L., **The Mergers & Acquisitions Handbook**, McGraw, Inc, Philadelphia,1997
5. Haley,C.W;L.D. Schall-**The Theory of Financial Decisions**,McGraw-Hill,1989
6. Cirovic dr Milutin, **Bankarski menadžment**,Ekonomski institut, Beograd,1995
7. Ivanišević dr Milorad, **Holding kompanija i pripajanje preduzeca**, casopsis Knjigovodstvo 12/91, Beograd
8. Djuricin dr Dragan, **Upravljanje pomocu projekata**, Delloite &Touch, Beograd,2003
9. Dencic mr Ksenija, **Analiza merdžera i akvizicija sa stanovišta uključenih interesnih grupa**, Zbornik radova br.5-6,Ekonomski fakultet Niš. Beograd 1998
10. Lakicevic mr Milan, **Finansijsko prestrukturiranje preduzeca u sferi globalnih integracija**, PMB2000-Zbornik radova,Ekonomski fakultet Podgorica, 2000
11. Van Horne, **Finansijski menadžment**, MATE,1993
12. P. Drucker, **Menadžment za buducnost**, Grmec, Beograd,1995
13. I. Adižes, **Životni ciklus preduzeca**, Privredni pregled, Beograd,1993
14. Todorovic dr Jovan, **Restrukturiranje u funkciji ozdravljenja preduzeca**, SEJ,jun 1998
15. [www.ipma.ch](http://www.ipma.ch)
16. [www.ipma.org](http://www.ipma.org)
17. [www.pmforum.org](http://www.pmforum.org)

**Novovic Milijana**

## **Osiguravajuće kompanije kao institucionalni investitori**

### **Abstract**

Charging for premium, insurance companies collect funds which are placed on financial markets with the aims of regulation insurance obligations and realization of the profit. Issuing of the insurance policies as the specific financial instruments, mediating between sufficient and deficit subjects, insurance companies contribute to more efficient allocation of capital, or more exactly, they contribute to the development of financial market and economy in general.

Insurance companies deal at the markets investing their free reserves. The most significant reserve is formed from the life insurance and it is known as mathematical reserve. Regarding to the nature of the life insurance, those funds are invested on long-term run in financial markets, what justified the role of insurance companies as the institutional investors. The investment portfolio of nonlife insurance companies consists of short-term and safe securities. Actually, the nonlife insurance companies have the liquid financial assets what explains the more difficult forecasting of obligations from insurance and size of losses. Knowing that security is the base of insurance, insurance companies have to take care of all risks they are faced in financial markets, in order to be able to regulate their obligations on time. Furthermore, it means that the process of investments of free reserves has to be done according to the structure and maturity of insurance obligations.

*Key words: insurance companies, institutional investors, financial markets, insurance market, reserves, investments.*

### **1. Uvod**

Globalizacija, deregulacija, konkurencija i mnogi drugi faktori, uticali su na sve vecu zastupljenost i znacaj institucionalnih investitora na finansijskim tržištima. Institucionalni investitori su finansijske organizacije koje su orijentisane na dugorocno poslovanje, a cije poslovanje ukljucuje obilježja svih ostalih finansijskih posrednika. Njihovo poslovanje odlucuje utice na kreiranje i trgovinu finansijskim instrumentima. U institucionalne investitore spadaju: osiguravajuće organizacije, penzijski fondovi, finansijske kompanije, a u širem smislu i investicioni fondovi, investicione banke i dr.

Zbog mogućnosti plasmana velikih novčanih sredstava na finansijska tržišta, osiguravajuće kompanije spadaju u značajnije institucionalne investitore. Na finansijskim tržištima pojavljuju se uglavnom u ulozi investitora, odnosno rede u ulozi korisnika. Plasirajući svoja slobodna sredstva, ove kompanije daju važan doprinos privredi. Koliki je značaj osiguranja u svijetu, najbolje pokazuju podaci o ukupno ostvarenoj premiji osiguranja. Analizom obradenih podataka o realizovanoj premiji osiguranja u 144 zemlje, konstatovalo se da je u poslednjih nekoliko godina 88 zemalja svijeta ostvarilo godišnju premiju u iznosu preko 150 miliona \$.<sup>84</sup>

## 2. Uloga i značaj osiguravajućih kompanija

Višestruka je uloga i značaj osiguravajućih kompanija za ekonomiju jedne zemlje.

Iako se osiguranjem ne može u potpunosti spriječiti nastanak neke katastrofe ili ekonomski štetnog događaja, prenosom rizika sa pojedinca na osiguravajuću kompaniju smanjuje se iznos ukupno potrebnih sredstava za pokrice nastalih šteta u društvu. Nacelo uzajamnosti i solidarnosti smanjuje buduća izdvajanja pojedinca, jer se osiguranjem ta izdvajanja svode na iznos placene premije. Ukoliko bi pojedinci ili preduzeca samostalno izdvajali rezerve za pokrice budućih šteta, ostali bi bez značajnog dijela slobodnih novčanih sredstava. Takođe, bez statističke evidencije i metoda koje koriste osiguravajuće kompanije, mnogo je teže predvideti nastanak određene štete. Sve bi to dovelo do troškova, pa čak i bankrotstva velikih firmi. Zahvaljujući obeštećenju onih koji su pretrpili gubitak, osiguravajuće kompanije spriječavaju masovna bankrotstva na finansijskim tržištima, te na taj način smanjuju finansijsku neizvjesnost i obezbjeđuju osjećaj finansijske sigurnosti. Sredstvima iz osiguranja nadoknadije se uništena i oštećena imovina koju svojim kapitalom manja preduzeca, za razliku od svojih većih konkurenata, ne bi mogla nadoknaditi. Kroz smanjenje nesolventnosti manjih preduzeca, odnosno poboljšanje njihovog položaja na tržištu, ukupno se povećava zdrava konkurencija tržišta.

Putem mjera prevencija i fonda preventive, osiguravajuće kompanije sprecavaju i redukuju gubitke ne samo osiguranika, već i cjelokupne privrede. Preduzimanjem preventivnih mjera, kao i stimulisanjem osiguranika da kroz bonuse, odnosno popuste u premijama, sprovode akcije u cilju sprecavanja nastanka štetnog događaja, osiguravajuće institucije uticu na smanjenje djelovanja onih faktora koji bi mogli izazvati štetu. Pored preventivnih mjera, osiguravajuće kompanije preduzimaju i mjere represije, te na taj način smanjuju i veličinu ukupne štete u situacijama kada je osigurani slučaj (rizik) realizovan. Pomenutim mjerama cuvanja i zaštite imovine, osiguravajuće kompanije uticu na smanjenje ukupnog gubitka.

---

<sup>84</sup> Dr Zdravko Petrovic, "Osiguranje života", Glosarijum 2003

Preduzeca koja su potpisala ugovor o osiguranju smanjuju neizvjesnost u svom poslovanju, pa su time i spremnija da preuzmu nove i rizicnije poduhvate, odnosno inovacije. Inovacijama u privredi stvara se korist za društvo u obliku veceg izbora raznovrsnijih roba i usluga, što dalje utice na poboljšanje životnog standarda stanovništva.

Znacajna uloga osiguravajucih kompanija jeste uloga institucionalnih investitora koja se ogleda u njihovom posredovanju u akumulaciji i transferisanju novcanih sredstava. Ulogu finansijskih posrednika osiguravajuca društva ostvaruju indirektnim finansiranjem, u okviru kojeg se emituju polise osiguranja kao indirektni finansijski instrumenti. Prodajom polisa, prikupljaju se novcana sredstva koja se kasnije usmjeravaju u kupovinu finansijskih instrumenata deficitarnih subjekata. Razmjenom novcanih sredstava za finansijske instrumente u velikom obimu, osiguravajuće kompanije smanjuju transakcione troškove<sup>85</sup> transferisanja novcanih sredstava.

Prodajom svojih proizvoda (polisa životnog i neživotnog osiguranja), osiguravajuće kompanije prikupljaju brojne, ali pojedinačno male iznose novcanih sredstava. Međutim, ova sredstva se koncentrišu i na taj način ukupno gledano predstavljaju velike fondove sa kojima iste raspolažu. Veliki iznosi novcanih sredstava omogućavaju diversifikaciju ulaganja, tj. kupovinu raznovrsne finansijske imovine što rezultira smanjenjem rizika ulaganja. To dalje utice na transformaciju ukupne velicine rizika, koja je inace svojstvena pojedinačnim primarnim finansijskim instrumentima (npr. rizik dospjeca emitovane hartije od vrijednosti).

Prednost finansijskih instrumenata osiguravajucih kompanija u odnosu na druge institucije, ogleda se u njihovoj prirodi. To je pravo nadoknade štete, odnosno isplata osigurane sume u slucaju nastupanja osiguranog slucaja. Sa druge strane, specifičnost emitovanih instrumenata iz osiguranja (polisa osiguranja), ograničava osiguravajuće kompanije u transformaciji rizika likvidnosti. Likvidnost instrumenata osiguravajucih kompanija zavisi od nastupanja osiguranog slucaja, pa se zato i kaže da polise osiguranja karakteriše ograničena, odnosno potpuna nelikvidnost. Ostvarenje likvidnosti nezavisno od nastanka osiguranog slucaja, moguće je samo za proizvode životnog osiguranja sa štednom komponentom i to kroz njihov otkup ( na šta ugovarac osiguranja ima pravo ako je uplatio premiju za bar 3 godišnje premije), kao i predujam na polisu osiguranja ( kada osiguravac kreditira osiguranika isplatom određenog dijela osigurane sume unaprijed uz određenu kamatu)<sup>86</sup>.

---

<sup>85</sup> Smanjuju se troškovi procjene kreditne sposobnosti, troškovi prenosa finansijskih potraživanja, administrativni troškovi, kao i drugi troškovi transfera novcanih sredstava.

<sup>86</sup> Casopis "Svijet osiguranja", br.4/2004, strana 48

Transformacijom manjih iznosa novcanih sredstava, prikupljenih od osiguranika na bazi uplacenih premija u krupna novcana sredstva, omogucava se finansiranje krupnih investicionih projekata. Transformacijom štednje (sredstava životnog i penzijskog osiguranja) u investicije, osiguranje unapreduje finansijsko tržište. Sredstva prikupljena prodajom dugorocnih polisa kod životnog osiguranja, pogodna su za dugorocne plasmane i investicione projekte.

Osiguravajuće kompanije uticu na efikasniju alokaciju kapitala zahvaljujuci brojnim prikupljenim informacijama u cilju donošenja odluke o prihvatanju osiguranja, kao i plasmanu svojih slobodnih sredstava. Analizom preduzeca prije prihvatanja ugovora o osiguranju, ove kompanije raspolažu znacajnim informacijama za tržište. Te informacije odnose se na finansijsku snagu, bonitet i druge važne karakteristike subjekata i preduzeca koja posluju na tržištu. Na taj nacin pravi se dobra selekcija subjekata sa kojima ce poslovati. Uvijek se izabiraju osiguranja uspješnih firmi, ili plasiranje sredstava u atraktivne projekte. Plasiranjem svojih sredstava u atraktivne projekte, osiguravajuće kompanije konkurišu investicionim bankama, te potpomažu sprovođenje privrednih rekonstrukcija.

Uloga osiguranja prisutna je i u medunarodnim okvirima. Da bi partneri koji se dobro ne poznaju, a posluju u razlicitim zemljama, realizovali odredenu transakciju, cesto postoji uslov za određenim osiguranjem. Primjer je neophodnost osiguranja kredita za realizaciju medunarodne trgovine. Pored osiguranja kredita u pomenute svrhe, neophodno je pomenuti da medunarodne transakcije u domenu osiguranja (prodaja proizvoda osiguranja u inostranstvu) direktno uticu na platni bilans svake zemlje.

Znacaj industrije osiguranja ogleda se i u vodenju dijaloga sa mnogim znacajnim subjektima u društvu: politickim liderima, znacajnim predstavnicima Vlade, sudskim i medicinskim profesionalcima, akademcima, vlasnicima kompanija i dr. Zahvaljujuci organizovanju godišnjih foruma i prezentovanjem specijalizovanih publikacija, osiguravajuće kompanije okupljaju navedene subjekte sa ciljem razmjene mišljenja i vodenja diskusija o problemima sa kojima se suocava privreda jedne zemlje.

### **3. Osiguravajuće kompanije i njihovo poslovanje na finansijskom tržištu**

Procesom deregulacije i globalizacije finansijskog tržišta u Evropi, omoguceno je slobodno kretanje kapitala i usluga, kao i integracija finansijskih institucija i njihovo djelovanje van maticne zemlje, odnosno njihova internacionalizacija. Kao rezultat ovih pojava, sve je više aktuelan proces "bankassurance"-a, odnosno proces povezivanja banaka i osiguravajućih kompanija. Rezultati povezivanja jesu procesi

njihovog pripajanja, kreiranja zajednickih proizvoda i investicionih fondova, kao i zajednicko ucešce u kapitalu. Ipak, neophodno je naglasiti razliku izmedu banaka i osiguravajucih kompanija.

Osiguravajuce kompanije imaju za primarni cilj pružanje sigurnosti i zaštite, a ne formiranje kapitala kao što je to slucaj sa bankama. Osiguranje koje se prodaje (sigurnost), zavisi od stepena ispunjenih obaveza osiguravajuce kompanije prema osiguranicima. Glavni faktor prodaje osiguranja zapravo i jeste samo povjerenje u osiguravajucu kompaniju. Pri tom, osiguravajuce kompanije su u povoljnijem položaju od banaka, jer svoje obaveze mogu pokrivati iz premija novih ugovora iz osiguranja. Razlika izmedu banaka i osiguravajucih kompanija ogleda se i u nacelu profitabilnosti koji je kod banaka jace izražen. Osiguravajuce kompanije ne obracunavaju kamate osiguranicima za uplacenu premiju i ne pokrivaju svoje troškove iz kamata i naknada za poslovne transakcije. Troškovi poslovanja ukljuceni su u premiju, odnosno cijenu osiguranja. Kao izuzetak jedino se može pomenuti životno osiguranje, kao dugorocno osiguranje u kojem ukamacena štedna premija mora dati osiguranu sumu u dospjecu obaveza. Jedino u životnom osiguranju koje je kombinacija štednje i pokriva rizika, dio troškova se može pokriti ostvarenim kamatama na ulaganja. Za poslovanje osiguravajucih kompanija, za razliku od banaka, osnivački kapital ima znacaja samo na pocetku poslovanja. Razlog je taj jer se sve obaveze iz osiguranja u suštini pokrivaju iz unaprijed uplacene premije.

Procesom globalizacije dolazi i do sve vece medunarodne integracije poslovanja osiguravajucih i reosiguravajucih kompanija. Velike osiguravajuce kompanije preuzimaju slabije konkurente, odnosno dolazi do njihovog spajanja ili pripajanja. U Zapadnoj Evropi zabilježeno je 15 pripajanja i spajanja ovih kompanija, gdje je vrijednost svake pojedine integracije iznosila više od 2 milijarde americkih dolara, a sve sa ciljem što dubljeg i šireg prodora na finansijsko tržište<sup>87</sup>. Razlozi integracija osiguravajucih kompanija jesu pojacana konkurencija, ulazak stranih kompanija, kapitala i znanja, kao i promjene kamatnih stopa na finansijskim tržištima.

Najznacajniji uticaj na razvoj privrede osiguravajuce kompanije ostvaruju kroz svoju finansijsko-posrednicku funkciju, odnosno kroz ulogu institucionalnih investitora. Rastom životnog osiguranja, odnosno transferom rizika života na osiguravajuce kompanije putem premija životnog osiguranja, a zahvaljujuci tablicama smrtnosti i aktuarskim metodama, te relativnoj predvidljivosti obaveza, povecavaju se i ukupna raspoloživa sredstva koja osiguravajuca kompanija može plasirati na finansijsko tržište. Osiguravajuca kompanija na taj nacin prikuplja dugorocna i obimna premijska sredstva, koja se u cilju solventnosti i profitabilnosti poslovanja mogu dugorocno plasirati (sredstva matematicke rezerve). S obzirom da su obaveze kod imovinskog osiguranja manje predvidljive, jer se nikada ne zna momenat nastanka i

---

<sup>87</sup> Swiss RE, Economic Research & Consulting, June 2000.

visina nastale štete, sredstva prikupljena premijama imovinskog osiguranja mogu se plasirati isključivo u sigurne i uglavnom kratkoročne plasmane. Osiguravajuće kompanije koje se bave imovinskim, ili šire neživotnim osiguranjem, moraju što preciznije definisati svoje obaveze (iz već pomenutog razloga manje predvidljivosti obaveza) da bi pravilno strukturirale svoj investicioni portfolio. Međutim, rastom udjela i visine ukupne premije životnog osiguranja, povećavaju se ukupno raspoloživa sredstva sektora osiguranja koja se mogu plasirati na finansijska tržišta. To dalje dovodi do povećanja ukupnog opsega poslovanja osiguravajućih kompanija, odnosno poboljšanja njihove konkurentnosti na tržištu.

Da bi osiguravajuće kompanije plasirale svoja sredstva na finansijska tržišta, neophodno je da u svakom momentu raspoložuju sa dovoljnim sredstvima za ispunjenje dospjelih obaveza prema osiguranicima. Obaveze osiguravajućih kompanija karakteriše sledeće: a) cine suštinu osiguranja (realizaciju sigurnosti prilikom nastanka osiguranog slučaja); b) ne nastaju zaduživanjem na finansijskom tržištu c) i uglavnom se odnose na rezerve kao buduće obaveze za isplatu po osnovu nastanka osiguranog slučaja. U cilju pravilnog vodenja poslovne politike, osiguravajuće kompanije iz sredstava premije formiraju rezerve. Pravilna procjena rezervi je od izuzetnog značaja. Sredstva rezervi moraju biti dovoljna za pokrivanje budućih obaveza, i moraju se plasirati na odgovarajući način, odnosno na one rokove usladene obavezama iz pojedinih vrsta osiguranja. Drugim riječima, sredstva se mogu ulagati samo prema i u skladu sa statističkim očekivanjima nastupanja šteta i dospelosti obaveza osiguravaca. Da bi uspostavili ravnotežu između dospjelih obaveza iz osiguranja i plasmana na finansijskom tržištu, menadžeri osiguravajućih kompanija moraju voditi računa da se uspostavi strukturalni i ročni sklad između ulaganja i dospjelih obaveza, odnosno ročnost obaveza mora biti glavna smjernica za određivanje plasmana.

Plasiranjem sredstava na finansijsko tržište, osiguravajuće kompanije teže da maksimiziraju prihod od plasmana sa što manjim stepenom rizika. To dalje dovodi do zaključka da je poslovanje osiguravajućih kompanija na finansijskom tržištu po svojoj prirodi dvostrukog karaktera<sup>88</sup>.

S obzirom da uvijek mogu nastati odstupanja u očekivanim i stvarno nastalim obavezama, osiguravajuće kompanije moraju raspolagati određenim viškom sredstava, kao i optimalnim portfoliom plasmana, kako bi pravovremeno regulisale svoje obaveze. Zbog pomenutog odstupanja, primjećuje se i sve veća tendencija ulaganja u kratkoročnije plasmane, kao i plasmane sa nižim prinosima. Osnovni razlog jeste izbjegavanje situacije u kojoj bi osiguravajuće kompanije zbog

---

<sup>88</sup> Prvenstveno zbog zaštite osiguranika od rizika, jer se plasmanima uvećava kapital odnosno sredstva koja služe za regulisanje dospjelih obaveza, pa tek onda zbog ostvarivanja dobiti, odnosno prinosa na plasirana sredstva.

neplanirane štete, odnosno nastale obaveze, prodavale svoje HOV po nižim cijenama u odnosu na njihovu stvarnu vrijednost.

Poslujuci na finansijskom tržištu, osiguravajuće kompanije se susrecu i sa rizikom promjena kamatnih stopa, koji u loše strukturiranom porfoliju može dovesti do pada vrijednosti plasmana. Iz pomenutog razloga, osiguravajuće kompanije pored rizicnih plasmana (opcija, fjučersa i sl.) posjeduju sigurne, odnosno manje rizicne plasmane u svojoj imovini. Posmatrajuci portfolio hartija od vrijednosti osiguravajućih kompanija razvijenih zemalja, može se zaključiti da se sredstva uglavnom plasiraju u obveznice (iz razloga manjeg prinosa, ali i manjeg rizika kojeg iste nose). U cilju maksimalnog smanjenja rizika, osiguravajuće kompanije najviše ulažu u državne obveznice. Ulaganjem u državne obveznice, kompanije sticu određene poreske olakšice u vecini razvijenih zemalja, dok država svojim autoritetom i poreskim sistemom garantuje i sigurnost uloženi novčanih sredstava<sup>89</sup>.

Plasmani osiguravajućih kompanija koje se bave osiguranjem imovine razlikuju se po svojoj strukturi od plasmana osiguravajućih kompanija koje se bave osiguranjem života. Razlog je u tome što ove kompanije ne vode racuna samo o kreditnom i kamatnom riziku, vec prije svega na likvidnost, budući da su isplate češće i veće nego isplate kod osiguranja života. Iz pomenutih razloga, ove kompanije znacajan dio sredstava moraju da drže u visokolikvidnoj aktivni (gotovina, blagajnicki i komercijalni zapisi...). S obzirom na prirodu poslovanja osiguravajućih kompanija, upravljanje imovinom, odnosno portfoliom HOV i kredita, treba da bude osnova za uspostavljanje bilansne ravnoteže osiguravajućih kompanija.

Pored regulisanja obaveza prema osiguranicima, drugi motiv poslovanja osiguravajućih kompanija na finansijskom tržištu jeste ostvarivanje prinosa na plasmane, odnosno dobiti. Kod osiguranja života, dio dobiti se raspodjeljuje na osiguranike ( kroz isplatu osiguranih suma), a to svakako utice na konkurentnost kompanije. Sve to dovodi do bolje prodaje osiguranja. Zbog prirode poslovanja neživotnog osiguranja, ovaj cilj se ne može dugorocno posmatrati kao maksimizacija profita, vec kao kratkorocno ostvarenje profita koje zavisi od poslovne politike menadžmenta i stanja na tržištu osiguranja.

#### **4. Tržišta osiguranja u razvijenim zemljama**

Ukupna premija osiguranja u svijetu u 2003. godini iznosila je 2.941 milijardu dolara, dok su ukupne štete (isključujući isplate iz životnog osiguranja) iznosile 18,5 milijardi dolara<sup>90</sup>. Ako je npr. ukupna premija osiguranja u svijetu u 2000. godini

---

<sup>89</sup> Dr Jelena Kocovic ,Dr Predrag Šulejic, “ Osiguranje”, CID, Beograd 2002.god

<sup>90</sup> Swiss Re, “Natural catastrophes in 2003“, Sigma 1/ 2004.



iznosila 2.444 milijardi \$<sup>91</sup>, onda je jasan pozitivan trend rasta i znacaj osiguranja u svijetskim razmjerama.

Koliki je znacaj osiguranja u svijetu, najbolje govore podaci vezani za tržište osiguranja u Americi, gdje postoji više od 6.200 osiguravajućih kompanija. Premije koje naplacuju privatna osiguravajuća društva cine oko 11,4 % bruto nacionalnog dohotka SAD-a. Takode bitno je naglasiti da učešće ukupne premije realizovane na tržištu osiguranja Sjeverne Amerike u svjetskom portfelju osiguranja iznosi 37,9 %, odnosno 96 % ukupne premije americkog tržišta osiguranja. Evropa cini 34,7 % ukupne svjetske premije osiguranja. Najveće učešće u ukupnoj svjetskoj premiji u 2003. godini imala je Amerika (39,3 %), zatim Japan ( 16,3 %), Velika Britanija (8,3 %), Njemacka (5,8 %), i Francuska (5,5%). Sjeverna Amerika, Zapadna Evropa i Japan realizuju skoro 90 % ukupne svjetske premije. Velicina tržišta osiguranja pojedinih zemalja u 2003. i 2002.godini prikazana je sledecom tabelom<sup>92</sup>:

**Tabela br.1: Deset najvećih tržišta osiguranja u 2003.i 2002.godini**

Zemlje	Prihodi od premija izraženi u milijardama \$								% promjene ukupne premije	Učešće na svjetskom tržištu %	
	Životno			Neživotno			Ukupno			2003/2002	2003
	2003	2002	% pr. 03/02	2003	2002	%pr. 03/02	2003	2002			
S.Amerika	481	480	0.1	575	526	9.3	1056	1006	4.9	37.9	37.5
Japan	381	354	7,7	98	92	6	479	446	7.4	16.3	17.5
V.Britanija	155	160	-3.1	92	77	19.2	247	237	4.2	8.3	8.9
Njemacka	77	61	26.1	94	75	25.6	171	136	25.8	5.8	5.1
Francuska	105	80	31.3	58	45	29.9	163	125	30.8	5.5	4.7
Italija	72	52	36.7	40	32	26.7	112	84	33	3.8	3.1
J.Koreja	42	40	4.5	18	16	7.4	60	56	5.4	2	2.1
Kanada	23	21	10.4	36	28	30.8	59	49	22.1	2	1.8
Holandija	25	21	21.7	25	19	30.8	50	40	26.4	1.7	1.5
Španija	20	25	-19.6	27	20	31.8	47	45	3.5	1.6	1.5
Ostale z.	292	240	21.6	205	168	22	497	408	21.8	15.1	16.3
Total	1673	1534	9	1268	1098	15.5	2941	2632	11.7	100	100

Tabela jasno ukazuje na nominalni rast<sup>93</sup> ukupne svjetske premije u 2003. godini po stopi od 11,7 %, pri cemu se ukupna premija životnog osiguranja povećala za 9 %, a ukupna premija neživotnog osiguranja za 15,5 % u odnosu na 2002. godinu. Takode, evidentirane su promjene u ukupnoj premiji kao i promjene u ukupnim premijama životnog i neživotnog osiguranja za svaku pojedinačnu zemlju. Najveći rast u

<sup>91</sup> Swiss RE, www.swissre.com

<sup>92</sup> "French insurance 2002", Federation francaise des societes d assurances

<sup>93</sup> U pitanju je nominalna stopa rasta, a ne realna, sto znaci da inflacija u pojedinim zemljama nije ukljucena u obracun

ukupnoj premiji ostvarila je Italija i to po stopi od 33 %. U Španiji došlo je do evidentnog povećanja premije neživotnog osiguranja (približno 7 milijardi \$) i pada premije životnog osiguranja za 5 milijardi \$ u odnosu na 2002. godinu. Negativna stopa rasta premije životnog osiguranja evidentirana je i u Velikoj Britaniji (-3,1 %). Premija životnog osiguranja znatno je povećana u Italiji (36,7 %), kao i u Francuskoj (31,3 %).

S obzirom na značaj životnog osiguranja na poslovanje osiguravajućih kompanija kao institucionalnih investitora, treba naglasiti da se u periodu od 2002. do 2003. godine ukupna premija životnog osiguranja Sjeverne Amerike nalazila se na nezavidnom nivou u odnosu na prosječnu stopu rasta životnog osiguranja u tom području. Glavni razlozi slabe prodaje polisa životnog osiguranja bile su neatraktivne kamatne stope, prosječna zaposlenost, kao i slab porast licnih primanja u većem dijelu ovog kontinenta. Jacanjem tržišta kapitala Sjeverne Amerike i smanjenjem kreditnog rizika korporativnih obveznica, doći će do značajnijeg povraćaja investirane imovine. To će usloviti realizaciju nižih kapitalnih gubitaka i ukupno, dovešće do značajnog porasta premije životnog osiguranja. Životno osiguranje u Italiji se povećalo za 27 % u 2002. godini, odnosno za 36,7 % u 2003. godini. Rast je nastupio pod uticajem nekoliko faktora: starenja stanovništva, porasta medicinskih i zdravstvenih troškova, porasta tražnje za starateljstvom nad starijom populacijom, kao i ponudom polisa uz garanciju isplate osigurane sume. U Japanu, u toku 2003. godine evidentiran je značajan porast premija životnog osiguranja, kako zbog sve većeg učešća osiguranja doživotne godišnje rente u ukupnom portfelju životnog osiguranja, tako i zbog jacaanja finansijskog tržišta Japana.

Depresijacija tržišta HOV u 2002. godini bila je prisutna u cijelom svijetu. U SAD-u, berzanski indeks S&P 500 imao je tendenciju pada od 1999. godine. Nestabilnost akcija izmjerena procetnim prosječnim dnevnim promjenama, dostigla je stopu od 1,22 %, koja je nezapamćena još od 1935. godine. U Francuskoj, CAC 40 opao je za 34 %, a berzanski indeks u Njemačkoj zabilježio je pad za 43 % u 2002. godini. Negativan uticaj ovakvog nepovoljnog okruženja na osiguravace i reosiguravace u mnogim svijetskim industrijskim zemljama, bio je dvostruk. Smanjena je vrijednost prodatih sopstvenih akcija, ali i vrijednost investirane imovine osiguravajućih kompanija. Takode, vrijednost američkih korporativnih obveznica bila je ugrožena nizom skandala pojedinih korporacija koji su doveli do znatnog smanjenja povjerenja investitora. U 2002. godini, vrijednost ukupne imovine koju su posjedovale SAD osiguravajuće kompanije opala je za ukupno 5 %, odnosno smanjila se za 10 mil. \$<sup>94</sup>. Pozitivne indicije u 2003. godini za stabilnije investiranje osiguravajućih kompanija su: a) rast cijena HOV na berzi kao garancija za ostvarenje profita, b) smanjenje kreditnog rizika korporativnih obveznica, c)

---

<sup>94</sup> "French insurance", Annual report 2003.

restrukturiranje investicionog portfolija radi što veće sigurnosti investicija, d) prodaja i rekonstrukcija poslovnih linija kao i smanjenje ukupnih troškova poslovanja.

Procenat investiranja u dugoročne HOV kod osiguravajućih kompanija kreće se manje od 10 % u Španiji i SAD-u, a više od 50 % u Velikoj Britaniji. Relativno učešće investicija osiguravajućih kompanija u Zapadnoj Evropi od 2002. godine imalo je tendenciju njihovog usmjeravanja od akcija ka obveznicama. Struktura investicija osiguravajućih kompanija u pojedinim zemljama u Evropskoj Uniji u 2003. i 2002. godini, prikazana je u sledećoj tabeli:

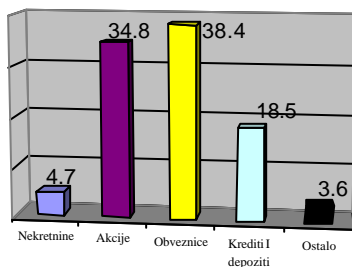
Tabela br.2 : Procentualno učešće pojedinih zemalja u strukturi investicija u 2003.i 2002.godini

	Nekretnine		Akcije		Obveznice		Kredit i depoziti		Ostalo	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
<b>Francuska</b>	4.9	4.8	22.7	27.2	69.6	64.9	1.7	2	1.1	1.1
<b>Njemacka</b>	2.6	2.9	38.6	37.8	8.4	8.5	49.9	50.6	0.5	0.3
<b>Velika Britanija</b>	6.7	6	43.2	50.7	37.4	29.1	3.8	2.4	8.9	11.8

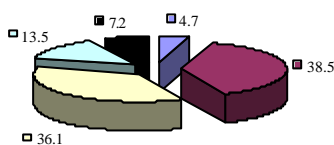
Na osnovu tabele br. 2 evidentiran je porast ulaganja u obveznice u Francuskoj i Velikoj Britaniji za 2,8 % . Takode, vidi se da Francuska skoro 70 % ukupnih investicija drži u obveznicama, pri čemu je evidentan negativan trend ulaganja u akcije. U Njemackoj najveće učešće imaju krediti i depoziti, dok 43,2 % investicionog portfolija Velike Britanije čine akcije ( sa opadajućim trendom ulaganja u odnosu na 2002. godinu).

Ako se na osnovu ove tri reprezentativne zemlje (zbog razvijenosti njihovog tržišta osiguranja) izračuna prosečno investiranje, dobija se jasna slika investiranja osiguravajućih kompanija u Evropskoj Uniji kako u 2002., tako i u 2003. godini.

Grafikon br.1. : Struktura procentualnog prosečnog investiranja osig. kompanija EU u 2003.godini



Grafikon br.2.: Struktura procentualnog prosečnog investiranja osig. kompanija EU u 2002.godini



■ Nekretnine ■ Akcije □ Obveznice □ Krediti i depoziti ■ Ostalo

Iz grafikona br. 1. i 2. jasno se može zaključiti da je učešće plasmana u akcije smanjeno za oko 10 %, dok je učešće obveznica povećano za 6.4 % u odnosu na 2002. godinu. To nas dovodi do zaključka da osiguravajuće kompanije u Evropskoj Uniji sve više investiraju u obveznice, i to naravno zbog sigurnosti koje one nose u odnosu na rizik kojem su izložene akcije na finansijskom tržištu.

## 5. Tržište osiguranja u SiCG i regionu

Učešće centralne i istočne Evrope u ukupnom svjetskom tržištu osiguranja u 2003. godini iznosilo je blizu 1,2 %, sa ukupno ostvarenom premijom osiguranja u iznosu od 35 milijarde \$. Ostvarena premija životnog osiguranja iznosila je 11 milijarde \$, što je za oko 35 % više u odnosu na 2002. godinu. Premija neživotnog osiguranja iznosila je 24 milijarde \$ i ostvarena je pozitivna stopa rasta u iznosu od 36 %, u odnosu na 2002. godinu<sup>95</sup>.

Tržište osiguranja zemalja jugoistočne Evrope karakterišu značajne promjene prouzrokovane različitim tempom privrednog razvoja. Zemlje koje se pripremaju za ulazak u EU sprovode brže reforme, a znatan je i prodor stranog kapitala uslijed smanjenja finansijskih i političkih rizika. Strani kapital bi svakako trebao da ojača konkurenciju, da poveća premiju osiguranja u ovim zemljama, a da time i utiče na razvoj tržišta osiguranja.

U sledećoj tabeli dat je uporedni pregled nekih podataka država regije za 2003. godinu:

<sup>95</sup> “Swiss Re Sigma”, Sigma br.3/2004

Tabela br.3: Pregled podataka nekih država iz regije za 2003.godinu

Zemlje	BDP. po glavi stan. u hiljad. \$	Populacija u milionima	Ukupna premija milioni\$	Premija než. osig. milioni \$	Premija život. osig. milioni \$	Učešće premije životnog osiguranja
<b>Slovenija</b>	2,8	2	1440	1095	345	24
<b>Hrvatska</b>	2,8	4,4	905	704	201	22
<b>SiCG</b>	1,9	10,7	436	420	15	3.5
<b>Bugarska</b>	2,0	7,9	387	343	44	11.5
<b>Rumunija</b>	5,5	22,2	795	608	187	23.5

S obzirom na stanje niskih dohodaka i nerazvijenosti finansijskog tržišta u privredi zemalja u regionu, jasno je da životno osiguranje ne dostiže evropski nivo razvijenosti. Iz tabele br.3. se može uociti da se u Sloveniji, Rumuniji i Hrvatskoj, učešće životnog osiguranja u ukupnom portfelju osiguranja kreće u prosjeku oko 23 % i znatno je veće u odnosu na ostale zemlje regiona.

U 2003. godini, na teritoriji SiCG poslovalo je 36 Društva za osiguranje, 1 Društvo za osiguranje i reosiguranje i 3 Društva za reosiguranje<sup>96</sup>, od čega su 3 kompanije za osiguranje i 1 za reosiguranje poslovale na teritoriji Crne Gore. U istoj godini evidentiran je trostruko veći rast životnog osiguranja od prosjeka, pa je i njegov udio u portfelju ukupnog osiguranja povećan sa 1,2 % u 2002. godini na 3,5 % ukupnog portfelja u 2003. godini. Relativna stabilnost valute, vezivanje uplata i isplata iz osiguranja za euro, mogućnost plaćanja u inostranoj valuti neki su od faktora koji su uticali na porast životnog osiguranja u našoj zemlji. Takođe, obracunata premija na tržištu osiguranja nominalno je uvećana za 10,7 %. Budući da je godišnja stopa rasta cijena na malo iznosila 7,8 %, jasno je da je premija osiguranja SiCG otvorila realni rast u odnosu na prethodnu godinu.<sup>97</sup>

Srbiju i Crnu Goru karakterišu razni problemi koji utiču na generalno loš položaj tržišta osiguranja. Pored loše privredne situacije u zemlji, javljaju se i drugi problemi kao što su: nedovoljnost reformi, velika nadzorna uloga države, konkurentnost stranih i finansijski jaci osiguravajućih kompanija koje ulaze na naše tržište, i dr. Na nizak stepen razvoja osiguranja pokazuje i pokazatelj učešća ukupne premije osiguranja u bruto društvenom proizvodu, koji iznosi manje od 3 %. Zbog nepovoljnog ekonomskog stanja u našoj zemlji, najveće učešće u ukupnom portfelju osiguranja ima osiguranje od auto-odgovornosti (32.4 %). Jedan od razloga jeste činjenica da se radi o obaveznom osiguranju<sup>98</sup>.

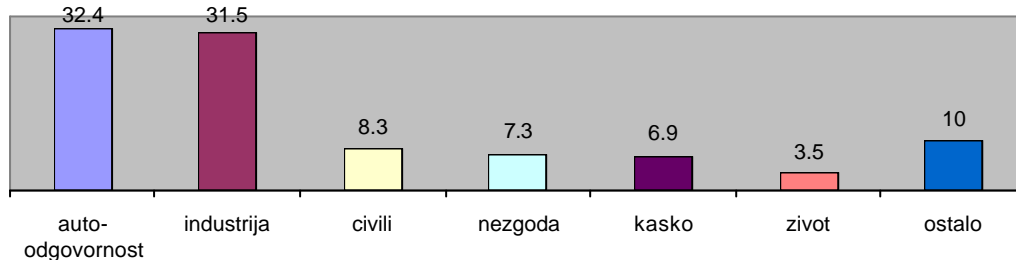
<sup>96</sup> Casopis "Svijet osiguranja", br.3/2004

<sup>97</sup> Isto,

<sup>98</sup> "Održavanje privrede i ubrzanje tranzicije", Kopaonik biznis forum, 2004

Učešće premije po vrstama osiguranja u SiCG u 2003. godini prikazano je u sledecem grafikonu:

Grafikon br.3.: Procentualna struktura portfelja osiguranja SiCG u 2003.godini



S obzirom na situaciju prethodnih godina, može se reci da je tržište životnog osiguranja ostvarilo pomak, odnosno da postoji tendencija njegovog daljeg rasta uporedo sa rastom ostalih makroekonomskih pokazatelja privrede. U cilju poredjenja nivoa razvijenosti životnog osiguranja u SiCG, treba naglasiti da učešće premija životnog osiguranja u ukupnom portfelju osiguranja u svijetu iznosi približno 60 %.

Zbog još uvijek važećeg sistema obaveznog zdravstvenog i penzijskog osiguranja, tržište dobrovoljnog zdravstvenog i penzijskog osiguranja u našoj zemlji je veoma malo. To pokazuju podaci iz 2002. i 2003. godine, koji ukazuju da je njegovo učešće u ukupnoj premiji iznosilo 0,1 % odnosno 0,5 % u 2003.godini. Nakon reforme obaveznog zdravstvenog i penzijskog osiguranja, očekuje se dalji rast ove perspektivne grane osiguranja.

Kapital, rezerve sigurnosti i matematicka rezerva osiguranja u 2003.godini evidentirani su u iznosu od 24, 7 milijarde dinara, što je približno jednako visini ukupne bruto premije osiguranja (25 milijardi dinara)<sup>99</sup>. Posmatrano u americkim dolarima, ukupni izvori finansiranja osiguranja u SiCG u 2003.godini, iznosili su približno 850 miliona \$. Ako se uvaži cinjenica da isplacene štete cine 48,1 % tehnicke premije, to nam dalje govori o znacaju izvora osiguranja, kao i o skromnom i važnom učešću osiguravajućih kompanija na domacem finansijskom tržištu.

## 6. Zakljucak

Visina kapitala, velicina finansijske aktive, uticaj na kreiranje i prodaju finansijskih instrumenata, te obavljanje široke lepeze poslova finansijskog posredovanja, jesu neki od faktora koji ukazuju na znacajnost i mjesto osiguravajućih kompanija u razvijenim zemljama. Na ulogu osiguravajućih kompanija kao finansijskih institucija ukazuju razliciti podaci. Jedan od tih je podatak da se po velicini aktive

<sup>99</sup> Casopis "Svijet osiguranja", br.3/2004

osiguravajuće kompanije na razvijenim tržištima nalaze na drugom mjestu (npr. SAD), odnosno da su jedino komercijalne banke ispred njih. Imajući u vidu sveobuhvatnu finansijsku i privrednu situaciju zemalja u razvoju, jasno je da je i uticaj osiguravajućih kompanija kao institucionalnih investitora daleko od očekivanog.

Nizak dohodak i loš životni standard bili su značajni uzroci dosadašnje slabe zastupljenosti osiguranja u zemljama u razvoju. Značaj i uloga osiguranja u određenoj zemlji, a time i osiguravajućih kompanija na finansijskom tržištu, može se posmatrati upoređivanjem ukupne premije osiguranja sa bruto domaćim proizvodom i brojem stanovnika posmatrane zemlje. Rastom nacionalnog dohotka, odnosno reformama privrednog i finansijskog sistema, te naročito reformama sektora osiguranja, očekuje se da će i ove kompanije naći svoje mjesto u finansijskom sistemu, odnosno da će imati sve značajniju posredničku ulogu na finansijskim tržištima. Demonopolizacija osiguranja, sprovođenje neophodnih reformi u sektoru osiguranja, privredni rast, stabilnost finansijskog tržišta i sl., jesu makroekonomske pretpostavke jačanja pozicije osiguravajućih kompanija u zemljama u razvoju. Sa druge strane, niži troškovi poslovanja, jeftinije usluge, dobra informisanost, kao i angažovanje što kvalitetnijeg kadra u poslovima osiguranja, doprinijeće osiguravajućim kompanijama bolju poziciju i veći značaj na finansijskom tržištu.

Učešće domaćih osiguravajućih kompanija na finansijskom tržištu je zanemarljivo. Zbog nerazvijenosti životnog osiguranja, osiguravajuće kompanije uglavnom ulažu u nekretnine i posjeduju kratkorodne finansijske plasmane, kao što su plasmani u povezana pravna lica, potraživanja za kratkorodne kredite, HOV i drugi kratkorocni plasmani. Ipak, u budućnosti se očekuju krupne promjene na tržištu koje će dovesti do porasta ne samo životnog osiguranja, već i dobrovoljnog zdravstvenog i penzionog osiguranja, osiguranja domaćeg i međunarodnog prevoza, osiguranja domaćinstava, što bi svakako trebalo da poboljša njihov položaj na finansijskom tržištu i omogući dalji razvoj osiguranja u našoj zemlji.

### **Literatura:**

1. Dr Boris Marovic, Dr V. Avdalovic: "Osiguranje i upravljanje rizikom", Birografika AD, Subotica, 2004.
2. Dr Boris Marovic, Nebojša Žarkovic: "Leksikon osiguranja", DDOR Novi Sad, Novi Sad, 2002.god.
3. Dr Branko Vasiljevic: "Osnovi finansijskog tržišta", Beograd 1007.god
4. Emmet J.Vaughan: "Osnove osiguranja i upravljanje rizicima", Mate, 2000.god
5. Dr Jelena Kocovic, Dr Šulejic Predrag: "Osiguranje", CID, Beograd, 2002
6. Dr Petrovic Zdravko: "Osiguranje života", Glosarijum, 2003.

7. Dr Života Ristic: "Tržište kapitala", Beograd, 200
8. Holyoake J., Wipers W.: "Insurance", IFS, 5<sup>th</sup> edition
9. Casopis "Svijet osiguranja", Zagreb
10. Casopis "Sigma", Swiss-RE



**Jelena Janjušević**

## **Insajder trgovanje – «zlocin bez žrtve»**

### **Abstract**

"Insider trading" is a term subject to many definitions and connotations and it encompasses both legal and prohibited activity. Insider trading takes place legally every day, when corporate insiders – officers, directors or employees – buy or sell stock in their own companies within the confines of company policy and the regulations governing this trading.

The type of insider trading we discuss here is the "illegal variety" that most of people think of when they hear the term. It is the trading that takes place when those privileged with confidential information about important events use the special advantage of that knowledge to reap profits or avoid losses on the stock market, to the detriment of the source of the information and to the typical investors who buy or sell their stock without the advantage of "inside" information. We presented opinions for and against the legalization or abolishment of the insider trade.

*Key words: insider, insider trade, information, resource scarcity, costs.*

### **1. Uvod**

"Insider trading" je pojam koji je u posljednje vrijeme izazvao brojne debate i razlicite stavove. Ovo je posebno naglašeno u Americi, gdje je investiranje u tržište kapitala sve izraženije. Naime, prema nekim istraživanjima Amerikanci gotovo dva puta više investiraju u hartije od vrijednosti na tržištu kapitala nego li u komercijalne banke.

Americka Komisija za hartije od vrijednosti (SEC) definiše insajder trgovanje i kao legalnu i kao ilegalnu radnju. Prema njihovom shvatanju, «legalno» *insajder trgovanje* je ono trgovanje koje se svakodnevno odvija kada insajderi kompanije – menadžeri, direktori ili zaposleni – kupuju ili prodaju akcije svojih kompanija u okvirima poslovne politike date kompanije i u skladu sa regulativom koja se odnosi na ovu trgovinu. Međutim, prema njihovom shvatanju *ilegalno insajder trgovanje* predstavlja tip insajder trgovanja koji nastaje kada insajderi posjeduju povjerljive, još uvijek ne objavljene informacije o važnim događajima vezanim za datu kompaniju i koriste te informacije kako bi ostvarili profit ili izbjegli gubitak na tržištu kapitala, na štetu onih koji prodaju ili kupuju te akcije, a ne posjeduju datu insajd informaciju.

Od 60-tih pa do današnjih dana insajder trgovanje postalo je jedna od najosjetljivijih tema na savremenom tržištu. Štaviše, kao što navodi profesor H. Manne: »Ukoliko želite da pokažete da je neko uradio nešto užasavajuće, necete reci da je on ucinio incest, ubistvo ili izdaju, vec da je ukljucen u insajdersko trgovanje<sup>100</sup>«. Upravo u tom periodu nastaje i njegova knjiga »*Insider Trading and Stock Market*« u kojoj on prikazuje insajder trgovaje kao potpuno legalnu aktivnost i daje argumente protiv zabrane ove trgovine.

Do 60-tih godina prošlog vijeka americka Komisija za hartije od vrijednosti nije insajdersko trgovanje smatrala nezakonitim. Postavlja se pitanje: Kako se može desiti da je do tada, na neki nacin, tržište akcija funkcionisalo na zadovoljavuci nacin, iako je insajdersko trgovanje bilo legalno? Pored toga, nerijetke su slike milionera koji su skakali sa zgrada u vrijeme pada cijena akcija na berzi. Ukoliko je insajdersko trgovnje štutilo ove «krupne ribe» od iznendenja, kako se desilo da toliko bogatih ljudi izgubi novac tokom kraha tržišta?

Insajder trgovanje je predmet mnogih debata i rasprava u naucnim i drugim krugovima. U tekstu koji slijedi dat je prikaz razlicitih stavova za i protiv insajder trgovine.

## 2. Insider trgovina – zlocin ili biznis?

Najfundamentalniji ekonomski stav zagovornika insajder trgovanja u vezi sa cijelom oblašcu insajderskog trgovanja je da nijedan akcionar ne trpi štetu usljed poštovanja prava koje omogucava iskorišćavanje neobjavljene informacije u vezi sa akcijama akcionarskih društava. Protivnici ovog stava brane se argumentom da kada bi akcionar posjedovao informaciju (dobre vijesti) koju posjeduje insajder, ne bi prodao svoje akcije.<sup>101</sup>

Stav upoređuje postupanje «spoljnog» akcionara koji posjeduje vrijednu informaciju i onog koji je ne posjeduje. Pravo pitanje je da li bi osoba, koja želi da proda akcije postupala drugacije prije nego što je informacija objavljena ukoliko investitorima (ni)je dozvoljeno da trguju na osnovu te informacije?

Treba imati u vidu da je informacija oskudan resurs. Prikupljanje i obrada informacija koje su potrebne za donošenje odluka stvara veće ili manje troškove. Odnosno, informacije se ne dobijaju besplatno! Stoga, da bi ovaj tošak imao smisla, tj. da bi bio opravdan potrebno je da data informacija nosi sa sobom veću ili manju

---

<sup>100</sup> A. Elder, *Legalize inside trade*, interview with professor Manne, June 2003

<sup>101</sup> William Painter, Prikaz knjige *InsiderTrading and the Stock Market*, od Henry C. Manne, *George Washington Law Review* 35 (October 1966)

korist. Očigledno, svaki akcionar bi želio da ima pristup vrijednijim informacijama, kao što bi volio da ima pristup većem bogastvu. Ali ne postoji uvjerenje da će pravila o insajderskom trgovanju imati bilo kakav efekat na vrijeme kada on obavlja transakciju.

Kada neko pristupa tržištu akcija, anonimnom tržištu, da proda akcije on ne vodi računa ko kupuje te akcije. Ukoliko i postoji neka insajd informacija, koju možda insajder posjeduje ne dolazi ni do kakvih razlika, jer jednom kada donesete odluku da prodate, vi ne gubite ništa ako postoji dodatni kupac na tržištu, jer se desilo da to lice posjeduje informaciju.

Sljedeći suštinski ekonomski argument je da insajdersko trgovanje uvijek vodi ka povećanju cijena akcija u «ispravnom» smjeru.<sup>102</sup> To pretpostavlja da će se efekat inajderskog trgovanja uvijek sastojati u tome da se cijene akcija pomjeraju ka nivou koji na odgovarajući način odražava sve realne činjenice u vezi sa kompanijom.

Cijena svake imovine odražava vlasnikovu subjektivnu procjenu njene korisnosti. Ali, vlasnikova subjektivna procjena vrijednosti bilo kog dobra je, očigledno, funkcija informacija koje posjeduje u vezi sa imovinom. Za grumen za koji se pretpostavljalo da je ferooksid može se ispostaviti da je zlato. To otkrivenje nam ukazuje da će «tržište» odrediti veću cijenu grumenu od cijene koja je prethodno smatrana objektivnom. I to je upravo proces po kome insajder trgovanje (i u vezi sa ovim pitanjem svako trgovanje na osnovu valjane informacije, bez obzira da li ga obavlja insajder ili ne) pomjera cijene akcija u ispravnom smjeru.<sup>103</sup> Smjer je «ispravan» jednostavno iz razloga što odražava validnije informacije. Očigledno, postupak kojim tržište procesuirá informacije u cijene je konceptualno i intuitivno veoma komplikovan<sup>104</sup> ali, na sreću, ovo pitanje, kada se odnosi na inajder trgovanje nije sporno.

Sljedeći stav na koji Manne upućuje jesu visoki troškovi poštovanja i izbjegavanja pravila o insajderskoj trgovini. Pravnici koji danas savjetuju kompanije, akcionare i druge kako da izbjegnú rizik podnošenja žalbi Komisijama za hartije od vrijednosti ne rade za male iznose. Štaviše, činjenica da je na raspolaganju velika količina novca mogla bi značiti da će ljudi upotrebljavati neefikasna, tj. nedozvoljena sredstva da

---

<sup>102</sup> Vidi: Hsiu-Kwang Wu, "An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934," *Columbia Law Review* 68 (February 1968): 260- 9.

<sup>103</sup> Henry Manne, *Insider Trading and Property Rights on New Information*, *Cato Journal*, Vol 4, No 3, 1985

<sup>104</sup> Vidi: Frank Easterbrook and Daniel Fischel, "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors," *Virginia Law Review* 70 (May 1984): 669—715; Ronald Gilson and Ilieinier Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency," *Virginia Law Review* 70 (May 1984): 549—644.

iskoriste informacije ukoliko se otkriju već otvoreni putevi.<sup>105</sup> Npr. oni će uputiti informaciju spolja i možda trgovati putem sumnjivih investicionih fondova ili švajcarske banke.<sup>106</sup>

Uocavanje insajder trgovanja će uvijek biti teško. Kada se dobit ostvarena usljed primjene insajder trgovine, umanjena za rizik da se može biti "uhvacen", uporedi sa potencijalnim troškovima, mnogi ljudi će biti stimulisani da trguju na osnovu insajd informacije. Ali postoji i fundamentalniji razlog zbog koga se ne može govoriti o značajnijoj primjeni pravila protiv profitabilne upotrebe informacija na berzi. Vecina nas smatra da insajder trgovanje postoji samo kada uprava kompanije ili drugi insajderi, daju nalog svojim brokerima da kupe akcije prije nego što značajna nova informacija u vezi sa kompanijom bude javno objavljena. Takva vrsta trgovanja može imati nekog efekta na cijenu, ali mi *a priori* ne možemo biti sigurni koliki će zaista biti uticaj te informacije, ili da li će ga uopšte imati.<sup>107</sup> Imajući u vidu modernu portfolio teoriju<sup>108</sup> pretpostavlja se da je kriva tražnje za akcijama bilo koje kompanije ekstremno elastična. Stoga, čak i velike kupovine akcija neće neizostavno imati neposredan i uočljiv efekat na njihove cijene, s obzirom da mnoge druge akcije mogu biti odlična zamjena ovih u portfeljima drugih investitora. Ova elastičnost, nikada nije savršena, i, uopšteno, velike kupovine ili prodaje će u krajnjem imati efekat na njihovu cijenu.

Sa druge strane, mnogi ljudi koji koriste nove informacije ne kupuju dodatno akcije; prije svega, oni ne prodaju postojeće.<sup>109</sup> Ukoliko je akcija već u njihovom portfelju, oni je mogu, u zavisnosti od uslova, prodati ili zadržati. Međutim, ukoliko posjeduje insajd informaciju, oni znaju *kada da ne prodaju* ništa od postojećeg. Uzdržavanje o prodaje akcija, koje bi inače prodao, ima potpuno isti ekonomski efekat na tržišne cijene kao i odluka da se kupi isti broj akcija. Ali postoji jedna suštinska pravna razlika: propuštanje da se pristupi nije prekršaj, jer nije izvršena transakcija hartijama od vrijednosti. Kao što kaže Manne: "SEC bi možda željela da kažnjava ljude zbog onoga što je u njihovoj glavi (onoga što oni namjeravaju), ali po postojećim pravilima ona to ne može."<sup>110</sup>

---

<sup>105</sup> Vidi: Harold Demsetz, "Perfect Competition, Regulation, and the Stock Market," in *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, ed. Henry C. Manne (Washington, D.C.: American Enterprise Institute, 1969).

<sup>106</sup> Vidi: Henry C. Manne, "Offshore and On—The SEC's Reach Threatens to Exceed Its Grasp," *Barron's*, 2 November 1969, str. 1.

<sup>107</sup> Vidi: Henry C. Manne, "Economic Aspects of Required Disclosure Under Federal Securities Laws," in *Wall Street In Transition: The Emerging System and Its Impact on the Economy*, ur. H. Manne and E. Solomon (New York: New York University Press, (1974), str. 21.

<sup>108</sup> Vidi Eugene Fama, *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices* (New York: Basic Books, 1976).

<sup>109</sup> Ovaj argument je prvi put elaboriran u Manne, "Economic Aspects."

<sup>110</sup> H. Manne, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, *Cato Journal* 4, 1985

Ovo se najbolje može objasniti kroz nekoliko hipotetickih slucajeva. Najprije, razmotricemo slucaj G-de B, visoko rangiranog izvršnog direktora kompanije ABD, Inc. G-da B ima znacajno vlasništvo akcija ABD-a, i prije podnevnog sastanka, planirala je da proda neke svoje akcije kako bi ostvarila profit od skorašnjeg rasta vrijednosti acije na 40\$. Na sastanku saznaje za postojanje ponude za prijateljsko preuzimanje od kompanije KNW, Inc na 60\$. Postupajuci na osnovu informacije koja još uvijek nije javno objavljena, zadržala je akcije nakon sastanka. Kasnije ih je prodala za 60\$, i ostvarila znacajan profit od svog ranijeg ne-trgovanja. Po postojećim pravilima, da je kupila još akcija ABD-a prije javnog objavljivanja informacije o postojanju ponude za preuzimanje, prekršila bi postojeće propise. Iako nije prekršila nijedan zakon, s obzirom da nije preduzela namjeravanu prodaju, jasno da je upotrijebila insajd informaciju za ostvarenje licne koristi. Da je prodala akcije po 40\$, kupac bi ostvario dobit od porasta cijene na 60\$.

Cinjenica je da netrgovanje zasnovano na posjedovanju insajd informacije predstavlja korišćenje ove informacije na isti način kao i trgovanje na osnovu nje. Ishod svega ovoga je da ljudi mogu ostvariti veliku dobit na tržištu akcija jednostavno na način što će znati kada da ne kupuju i kada da ne prodaju. Oni neće ostvariti onoliko dobit koliko bi ostvarili kada bi im bilo dozvoljeno da efikasnije trguju na osnovu takve informacije, ali, svakako će ostvariti znacajne prihode. Ovo je vrsta insajderskog trgovanja u vezi sa kojom niko ne može ništa uraditi. To može biti i dominantna vrsta upotrebe insajd informacije.<sup>111</sup>

Obzirom na navedeno, javlja se problem selektivne primjene ekonomskih pravila. Prirodno, ne možemo imati perfekto sprovođenje bilo koje ekonomske regulative, jer sprovođenje nije besplatno. Zaista, niko se ne zalaže za perfektno dosljedno otkrivanje i procesuiranje svakog ko se bavi insajder trgovinom. Ali, s obzirom da je selektivna primjena pravila cinjenica, možemo uvidjeti da su neki potencijalni prekršiocci pravila skloniji riziku od drugih. Ljudi kojima je veoma stalo do svoje licne reputacije, neće se izlagati riziku da ih SEC osumnjici ili pokrene postupak protiv njih, i oni će odustati od takmicenja za «nezakonite» informacije. Ukoliko to učine, smanjice se obim usluga koje pružaju, a oni koji ih i dalje obavljaju će ostvariti veći profit.<sup>112</sup>

Još u svojoj knjizi iz 1966. godine Manne je iznio još jedan ekonomski argument u korist insajder trgovanja. To je pitanje koje je prvi pokrenuo Jozef Šumpenter i ukazao na fundamentalni nedostatak velikih korporacija, a to je da one po svojoj

---

<sup>111</sup> Vidi: Ibid.,str..78; vidi i Gilson - Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency."

<sup>112</sup> Vidi: Herbert Packer, "The Crime Tariff," *American Scholar* 33 (Autumn 1964): 551—57. obratite pažnju da ovaj argument nije laoz primijetiti da većinu uobicajenih krivicnih djela, ali izgleda izuzetno prikladan u vezi sa «zlocinima bez žrtve»

prirodi ne pospješuju ili nagraduju preduzetništvo<sup>113</sup>, vjerovatno iz razloga što odgovarajuća sredstva za nagradivanje preduzetnika ne postoje u velikim korporativnim sistemima. Manne je istakao da, usljed postojanja svih psiholoških tendencija ka birokratizaciji velikih korporacija, insajder trgovanje pruža jednu od mogućnost za adekvatno nagradivanje preduzetnika.<sup>114 115</sup>

Kada govorimo o insajder trgovanju, pitanje je kakav je stav javnosti? Podrška javnosti u vezi sa trajnom zabranom insajderske trgovine vrlo je površna. Prema anketi *Business Week-a* 52% javnosti je izrazilo stav da insajder trgovanje i dalje treba da bude protivzakonito. Ipak, 53% od ovog broja ispitanika bi kupilo akcije na osnovu nagovještaja prijatelja koji ima insajd informaciju. Od onih koji ne bi kupili akcije, 37% je naglasilo da bi tako postupilo jer smatra da bi takav nagovještaj mogao biti pogrešan. Polovina od broja onih koji ne bi trgovali na osnovu insajd informacije, pozvalo se na nezakonitost ili nemoralnost takvog postupanja. Konacno, ispitivanje ukazuje da bi oko 70% javnosti u suštini trgovalo na osnovu insajd informacije, ukoliko to smatra profitabilnim.<sup>116</sup> Jasno, insajder trgovanje ne izaziva isti kriticism poput krađe ili prevare.

Slučaj insajder trgovine koji privlaci najveću pažnju uključuje varijantu tzv. "bombshell" informacija: namjeravana spajanja, neprijateljska preuzimanja i vršenje mineralnih istraživanja. Znacaj bombshell insajd informacije uvijek je zamagljivao činjenicu da je dobit od insajder trgovine najuočljivija dobit koja se može ostvariti od insajd informacije. Investitori koji posjeduju insajd informaciju ostvaruju nadprosječnu dobit i na druge načine. Jedan način ostvarenja dobiti od insajder trgovine je trgovanje na osnovu uobicajene insajd informacije. Uobicajena informacija može uključivati insajd znanje o sposobnosti menadžera. Npr. direktor može znati da je novi izvršni direktor natprosječno sposoban i kupovati akcije na osnovu takvog znanja, ostvarujući dobit na osnovu svoje procjene novog direktora.

---

<sup>113</sup> Vidi: Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism, and Democracy* (New York: Harper & Row, 1942), str. 134

<sup>114</sup> Vidi: Manne, *Insider Trading*, str. 138—41

<sup>115</sup> «Preduzetnik je vizionar u nama! Sanjar! Energija iza svake ljudske aktivnosti! Mašta koja rasplamsava vatru budućnosti! Katalizator promjena! Preduzetnik živi u budućnosti, nikada u prošlosti, a radi u sadašnjosti! »Sadašnjost je budućnost koja je počela«! – to je preduzetničko shvatanje sadašnjosti! Preduzetnik je inovator, veliki strateg, tvorac novih metoda prodora na tržište ili stvaranje novih tržišta, div koji potčinjava svijet! Preduzetnik je kreativna strana naše ličnosti!<sup>115</sup> Preduzetnici predstavljaju "pokretace ekonomskog razvoja". Ukoliko bi oni bili nagrađivani samo na bazi zarade u kompanijama, izostao bi njihov interes za preuzimanjem rizika i pokretanjem inicijative i u krajnjoj liniji birokratija bi nadvladala preduzetništvo«, V.Vukotić, predavanja za menadžere, Ekonomski fakultet Podgorica, mart 2002

<sup>116</sup> To znači da bi, zapravo, 53% javnosti kupilo akcije na osnovu insajd informacije. Od onih koji ne bi kupili na osnovu insajd informacije (47%) 37% zapravo bi kupilo ako bi smatralo da je informacija tačna. Stoga, 53% + (47x 37)%=70.4% bi kupilo na osnovu insajd informacije ukoliko bi smatrali da mogu izvući profit.

Tako npr. svada dva znacajna direktora može imati za posljedicu da dobit ostvare oni insajderi koji prodaju akcije na osnovu ocekivanja da ce sukob direktora negativno uticati na poslovanje kompanije. Postoji i bezbroj drugih informacija insajderi mogu iskorisiti u svoju korist, tj da ostvare dobit.

### 3. Zakljucak

Insajdersko trgovanje cini tržište efikasnijim i omogucava bržu razmjenu loših i dobrih informacija, i time omogucava svim investitorima – malim ili velikim – da brže reaguju.

Za insajder trgovinu profesor Manne kaže da je to "victimless crime", odnosno zlocin bez žrtve. Medutim, mnogo je onih koji se osjecaju kao »žrtve« insajder trgovine. To je vjerovatno nacin na koji opravdavaju svoju pasivnost, nepreduzimljivost i nesposobnost traženja i ispravne procjene informacije.

U cemu je razlika izmecu uspješnih i neuspješnih ljudi? Ja mislim da razlika izmedu onih koji su uspješni u biznisu i onih koji nisu, nije, kako se uobicajeno misli u nivou znanja, u razlici izmedu onoga što jedni znaju a drugi ne! Kljucna razlika je u tome **što uspješni imaju neutoljivu potrebu da saznaju više!**<sup>117</sup>

### Literatura

1. Adam Smith "Bogatstvo naroda", Global Book, 1998
2. F. Easterbrook i D. Fischel, "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors," *Virginia Law Review* 70, maj 1984
3. Laurence A. Elder, *Legalize Insider Trading*, part 1 and 2, jun 2003.
4. Hsiu-Kwang Wu, "An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934," *Columbia Law Review* 68 (February 1968)
5. Hayek F., *Put u ropstvo*, Global book, Novi Sad, 1997
6. H. Kripke, *Rewiew of Insider Trading and the Stock Market*, by H. Manne, *New York Universitz Review* 42, 1967
7. H. Manne, *A Free market Model of a Large Corporation System*, *Emory Law Journal*, 2003
8. H. Manne, "Economic Aspects of Required Disclosure Under Federal Securities Laws," *Wall Street In Transition: The Emerging System and Its Impact on the Economy*, 1974
9. H. Manne, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, *Cato Journal* 4, 1985
10. H. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966

---

<sup>117</sup> V.Vukotic, predavanja za menadžere, Ekonomski fakultet Podgorica, mart 2002

11. H. Manne, *Insider Trading, Corporate Governance and the Hayekian Connection*, Paper prepared for the Mont Pèlerin Society General Meeting in Salt Lake City, August 14 19, 2004
12. R. Cilson i I. Kraakman, "The Mochanisms of Market Efficiency," *Virginia Law Review* 70,maj 1984
13. V. Vukotic, *Psihofilozofija biznisa*, CID, Podgorica, 2003
14. V:Vukotic, Predavanja za menadžere, Ekonomski fakultet, Podgorica, mart 2002
15. Veselin Vukotic (2003) »Crna Gora – mikro država«, Medjunarodna konferencija »Economic Policies for Viable Micro State«, Podgorica
16. W. Painter, Prikaz knjige *InsiderTrading and the Stock Market*, od Henry C. Manne, *George Washington Law Review* 35 (October 1966)



**Marija Buric**

## **Ponderisana kamatna stopa na kredite i depozite**

### **Abstract**

The purpose of this paper is to signify a necessity to revise the Decision on bank reporting to Central bank of Montenegro, in part related to active, passive, nominal and effective interest rates.

This revision regards calculation and enunciation of weighted interest rate of the banking system of the Republic of Montenegro.

**A main purpose of this revision is to obtain a higher quality data on interest rates and its movements in Montenegro.**

This paper represents a model of calculation and enunciation a weighted interest rate and it is fully (completely) accommodated with the needs and requests of our banking system. A mentioned model discharge banks of obligation to report Central bank on maximum and minimum interest rates. Banks are only obligated to submit data on nominal and effective interest rate from the contract on each individual loan (deposit). Next step is to calculate a sum by multiplying total approved loans and interest rates, and to divide it with the sum of approved loans. A final result is a weighted interest rate, which could enable citizens of Montenegro to get much precise information on interest rates.

*Key words: Regulatory reform, banking sector, weighted interest rates*

### **1. Pojam kamatne stope**

Osnovni elementi funkcionisanja finansijskog tržišta vezani su za relaciju novac – cijene – kamatne stope. U okviru finansijskog sistema kreira se novac, koji cirkuliše i transferiše između različitih institucija tržišta, i konacno, u svim tim transakcijama formiraju se cijene, a svakako najpoznatija je *kamatna stopa*, pri čemu ne postoji samo jedna, već veći broj kamatnih stopa.

Promjene kamatnih stopa pogodaju vrijednost skoro svih finansijskih instrumenata, odnosno imaju uticaj na kretanje cijene žirnog novca, kratkorocnih hartija od vrijednosti, obveznica, dugorocnih kredita itd.

Na taj način kamatna stopa ima više važnih ekonomskih funkcija pošto reguliše i uskladuje odnose između ponude i tražnje za kreditima, pomaže u usmjeravanju štednje u investicije i omogućava adekvatne prinose mnogim učesnicima na finansijskim tržištima.<sup>118</sup>

Na kamatne stope utice veliki broj faktora, a kao najznacajniji navode se:

- Faktori iz realnog sektora, prije svega ekonomski rast,
- Monetarna politika,
- Stopa inflacije,
- Spoljnotrgovinska razmjena,
- Postojanja budžetskog deficita.

U Crnoj Gori tokom 2004. godine, kamatne stope banaka, kako aktivne, tako i pasivne, bilježile su blagi pad, kako kod banaka pojedinačno, tako i na agregatnom nivou, ali još uvijek su visoke u odnosu na inostrane referne kamatne stope.

Jedan od faktora koji utice na visoke kamatne stope u Crnoj Gori je rizik kamatne stope. Rizik kamatne stope je neizvjesnost u pogledu dejstva kamatnih stopa na dobit i ekonomsku vrijednost aktive, pasive i vanbilansnih instrumenata banke. Ovaj rizik se kalkuliše u kamatnu stopu i doprinosi njenom visokom nivou.

Kao osnovni uzroci visokog rizika na crnogorskom tržištu mogu se navesti:

- Neadekvatnost funkcionisanja institucija koje garantuju naplativost potraživanja;
- Loša zakonska rješenja u pogledu osiguranja naplate potraživanja (velike hipoteke, fiducije i dr.);
- Loš bonitet zajmoprimaoca.

Osim rizika, na visinu kamatnih stopa uticu i sljedeći faktori:

- Stopa inflacije, koja je u Crnoj Gori u 2003. godini iznosila 6,7%, i još nije na nivou zemalja EU,
- Visoki operativni troškovi banaka,
- Visoke akcionarske premije.

---

<sup>118</sup> Dejan D. Eric: "Finansijska tržišta i instrumenti"

## 2. Kamatne stope poslovnih banaka u Crnoj Gori

Mjere koje su sprovedene u oblasti bankarskog sektora od strane Centralne Banke Crne Gore u posljednjih nekoliko godina dale su pozitivne rezultate.

Zakonska regulativa u velikoj mjeri je uobicena, a njena uspješna primjena u praksi pokazuje da odgovara zahtjevima tržišta.

Kamatne stope na bankarskom tržištu su se počele mijenjati, ali je bilo teško pratiti razvoj tih promjena. Posebno je bilo teško međubankarsko poređenje kamatnih stopa, jer banke nijesu iskazivale kamatne stope na isti način. Naime, svaka banka ima potpuno pravo da samostalno odredi kamatnu stopu na nivou koji ona smatra adekvatnim, na osnovu onih elemenata koje ona procjenjuje da su važni. Do 1 januara 2004<sup>119</sup>. godine, banke su bile obavezne da dostavljaju izvještaje o nominalnoj kamatnoj stopi (minimalne i maksimalne) na kredite (depozite), koja nije uključivala sve troškove uzimanja (odobravanja) kredita. Ovo je smanjivalo transparentnost kamatnih stopa. U cilju prevazilaženja ovih problema, Centralna Banka Crne Gore je usvojila jedinstvena pravila za učesnike na bankarskom tržištu. Jedinstvena pravila uobicena su u Odluci o jedinstvenom načinu obracuna i iskazivanje efektivne kamatne stope na kredite i depozite. Od tada one su obavezne da u svojim izvještajima pored nominalnih iskazuju i efektivnu kamatnu stopu (minimalnu i maksimalnu) na kredite (depozite).

Efektivna kamatna stopa iskazuje ukupne prihode koje banka naplacuje od klijenata pri odobravanju i tokom otplate kredita, odnosno ukupne rashode banke koje ona realizuje putem isplata klijentu po osnovu primljenog depozita.

Način evidentiranja, prikazivanja i analize kamatnih stopa od strane Centralne banke Crne Gore, koji se koristi poslije uvođenja Odluke Centralne banke o efektivnim kamatnim stopama, u junu mjesecu 2004. godine izgleda ovako

---

<sup>119</sup> Stupila je na snagu Odluka o izvještajima koje banke dostavljaju Centralnoj banci Crne Gore.

Tabela br.1. Kretanje nominalnih kamatnih stopa krajem juna 2004 godine, u %, na godišnjem nivou

	I		II		III		IV		V		VI	
	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max
<b>I. Aktivne kamatne stope</b>												
I.1. Kratkoročni krediti	3	36	3	36	3	36	3	36	3	36	3	36
I.2. Dugoročni krediti	2	27	1.5	27	1.5	27.2	1.5	27.2	1.5	27.2	1.5	27.24
I.3.a. Hartije od vrijednosti koje se drže do dospeljeka do god dana	8	11	8	11	8	11	8	11	8	11	8	11
I.3.b. Hartije od vrijednosti koje se drže do dospeljeka preko god dana												
<b>II. Pasivne kamatne stope</b>												
II.1. Depoziti po videnju	0.5	4	0.5	4	0.5	4	0.5	4	0.5	4	0.5	4
II.2. Depoziti sa dogovorenim rokom u EUR	1	12	1	12	1	11	1	11	1	11	1	11
II.3. Depoziti sa dogovor. roku u dr. valutama	0.5	5.9	0.5	6.5	0.5	6.5	0.5	7	0.5	7	0.5	8

Nominalne aktivne kamatne stope na kratkoročne kredite su, na kraju juna ove godine, bile niže i kretale su se od 3% do 36% na godišnjem nivou (u decembru 2003. od 3,04% do 38, 39%). Kamatne stope na dugoročne kredite bilježe pad u odnosu na decembar 2003. godine i kretale su se od 1,5% do 27,24% na godišnjem nivou. Kamatne stope na hartije od vrijednosti sa rokom dospeljeka do godinu dana, na kraju juna 2004, kretale su se od 8% do 11%.

Nominalne pasivne kamatne stope na depozite po videnju, na kraju juna mjeseca 2004. godine, bile su na nivou onih ostvarenih na kraju prethodne godine, i kretale su se od 0,5% do 4% na godišnjem nivou. Kamatne stope na depozite sa dogovorenim rokom u eurima i u drugim valutama bile su nešto niže nego na kraju prethodne godine i kretale su se od 1% do 11%, odnosno od 0,5% do 8% na godišnjem nivou.

Efektivne kamatne stope na godišnjem nivou znatno su iznad odgovarajućih nominalnih kamatnih stopa, posebno kada su u pitanju maksimalne kamatne stope. Podaci o efektivnim kamatnim stopama banaka nam pokazuju da je procentualno učešće ostalih troškova kredita veliko. Kod kratkoročnih kredita učešće ovih troškova je doprinijelo povećanju kamatne stope, pa se efektivna kamatna stopa kretala od 3% do 58% na godišnjem nivou, na kraju juna 2004. godine. Kod dugoročnih kredita efektivne kamatne stope su veće u odnosu na iste nominalne kamatne stope i kretale su se od 1,5% do 48,4% na godišnjem nivou. Visina nominalnih i efektivnih kamatnih stopa na hartije od vrijednosti sa rokom dospeljeka do godinu dana bila je ista.

Tabela br. 2. Kretanje efektivnih kamatnih stopa u prvom polugodištu, 2004godine u % na godišnjem nivou

	I		II		III		IV		V		VI			
	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max		
<b>I. Aktivne kamatne stope</b>														
I.1. Kratkoročni krediti	3.5	48.4	2.5	48.4	3.5	48.4	2.7	9	48.4	2.7	7	48.4	2.7	58.13
I.2. Dugoročni krediti	2.5	48.4	1.5	48.4	1.5	48.4	1.5	48.4	1.5	48.4	1.5	48.4	1.5	48.4
I.3.a. Hartije od vrijednosti koje se do god drže do dospeljeca	8	11	8	11	8	11	8	11	8	11	8	11	8	11
I.3.b. Hartije od vrijednosti koje se preko god drže do dospeljeca														
<b>II. Pasivne kamatne stope</b>														
II.1. Depoziti po vidjenju	0.5	4	0.5	4	0.5	4	0.5	4	0.5	4	0.5	3	0.5	4
II.2. Depoziti sa dogovorenim rokom u EUR	1	12	1	12	1	12.9	1	12.9	1	12.9	1	12.9	1	12.9
II.3. Depoziti sa dogovor. roku u dr. valutama	0.5	6	0.5	6.5	0.5	6.5	0.5	7	0.5	7	0.5	7	0.5	8

Pošto Centralna banka Crne Gore nema emisionu i kreditnu funkciju ne može uticati na kreiranje kamatnih stopa. Kamatne stope u Crnoj Gori određuje se na tržištu. Centralna banka Crne Gore može pratiti kamatne stope (nominalne i efektivne), samo u rasponu minimalnih i maksimalnih po klijentima (vlada, privredna društva, preduzetnici, fizicka lica, itd), ali ne i po vrstama kredita pojedinačno. Takođe, raspon između maksimalnih i minimalnih kamatnih stopa je velik i ne pruža realnu sliku o cijeni kredita (depozita). Nasuprot aktivnim kamatnim stopama, u koje banka kalkuliše sve pomenute troškove i rizike, kod utvrđivanja pasivnih kamatnih stopa to ne čini, pa je raspon aktivnih i pasivnih stopa, odnosno kamatna marža, velika.

Iz tih razloga, potrebno je uvođenje novih regulatornih pravila, koja se ne odnose na rizike poslovanja, ali mogu imati veoma značajan uticaj na dešavanja i promjene u bankarskom sektoru i postizanje njene stabilnosti. Tako je, radi veće transparentnosti potrebno donijeti odluku o iskazivanju ponderisane kamatne stope.

### 3. Ponderisana kamatna stopa

Bankarska regulativa koja bi omogućila međunarodnu uporedljivost podataka i preciznije procjene trendova u kretanju kamatnih stopa, odnosi se na izracunavanje i iskazivanje ponderisane kamatne stope. Postojeći izvještajni obrasci nijesu adekvatna osnova za izracunavanje ponderisane kamatne stope, zbog čega Centralna Banka Crne Gore treba da uradi izmjene Odluke o izvještavanju banaka prema CBCG u dijelu koji se odnosi na kamatne stope, aktivne i pasivne, nominalne i efektivne.

Centralna banka je razmatrala za obracun i iskazivanje ponderisane kamatne stope model Hrvatske narodne banke, koji je ujedno i model predložen od strane eksperata USAID-a koji pružaju savjetodavne usluge CBCG.

Predloženi model za obracun ponderisane kamatne stope zasniva se na šifrniku kredita (depozita) koje banke odobravaju (primaju).

Šifrniki, koji je neophodan za izracunavanje prosjecne ponderisane kamatne stope, banke bi mjesечно dostavljale Centralnoj banci na odgovarajućem obrascu propisanom od strane CBCG. Prema ovom modelu, iznos kredita (depozita) prikazan u šifrniku banka množi sa kamatnom stopom iz ugovora po kojoj je kredit odobren (depozit primljen). Dalje se izracunava suma proizvoda odobrenih kredita i kamatnih stopa, a dobijeni iznos se dijeli sa sumom odobrenih kredita.

$$P = (k_1 p_1 + k_2 p_2 + \dots + k_i p_i) / (k_1 + k_2 + \dots + k_i)$$

Gdje je:

$k_i$  – iznos odobrenih kredita

$P_i$  - odgovarajuća kamatna stopa

Dobijeni rezultat je ponderisana kamatna stopa. Ovaj postupak se primjenjuje za svaku banku i dobija se ponderisana kamatna stopa za cijeli bankarski sistem.

Primjer obracuna ponderisane aktivne kamatne stope: posmatrani su krediti razlicite ročnosti (kratkoročni i dugoročni), odobreni po razlicitim kamatnim stopama.

**Tabela 3. Pregled odobrenih kredita po odgovarajucim kamatnim stopama**

Rocnost kredita	Broj kredita	Iznos glavnice	Nominalna godišnja kamatna stopa	Efektivna godišnja kamatna stopa
<i>Do godinu dana</i>	10001	35,000	12	13.5
	10002	50,000	13.5	15.53
	10003	500,000	18	19.64
	10004	45,000	12.5	14.66
<i>Preko godinu dana</i>	10005	200,000	10	11.55
	<b>UKUPNO</b>	<b>830,000</b>	-	-

Tabela 4. Ponderisana godišnja kamatna stopa (izracunavanje)

Broj kredita	Iznos glavnice	Nominalna godišnja kamatna stopa	Godišnji prihod od nominalne kamate	Efektivna godišnja kamatna stopa	Godišnji prihod od efektivne kamate
10001	35,000	12.00	4,200	13.50	4,725
10002	50,000	13.50	6,750	15.53	7,765
10003	500,000	18.00	90,000	19.64	98,200
10004	45,000	12.50	5,625	14.66	6,597
10005	200,000	10.00	20,000	11.55	23,100
<b>TOTAL</b>	<b>830,000</b>	<b>-</b>	<b>126,575</b>	<b>-</b>	<b>140,387</b>

### Godišnja ponderisana nominalna kamatna stopa

$$P = (k_1p_1 + k_2p_2 + \dots + k_5p_5) / (k_1 + k_2 + \dots + k_5)$$

$$P = 126,575 / 830,000 = 15.25\%$$

### Godišnja ponderisana efektivna kamatna stopa

$$P = (k_1p_1 + k_2p_2 + \dots + k_5p_5) / (k_1 + k_2 + \dots + k_5)$$

$$P = 140,387 / 830,000 = 16.91\%$$

Ukoliko se Centralna banka Crne Gore odluci za ovaj model izracunavanja ponderisane kamatne stope, potrebno je bankama propisati odgovarajuće obrasce koje bi mjesečno dostavljale CBCG u elektronskoj formi.

Informacije dobijene od svih banaka konsoliduju se da bi se izvela prosjecna ponderisana godišnja kamatna stopa za ukupni bankarski sistem.

Zahtjev za dostavljanje podataka o posebnim kategorijama depozita bi bio slican kao i dostavljanje informacija o kreditima.

Na osnovu ovog modela, u cilju iznalaženja što boljeg nacina prikazivanja nivoa i kretanja kamatnih stopa, Centralna banka je uradila pilot projekat

U obracun su ukljuceni svi krediti koji su odobreni ili produženi u junu ove godine. Dobijene rezultate pokazuje slijedeca tabela:

Tabela 5. Ponderisana kamatna stopa na kredite, jun 2004.

Ponderisana k.s.	Kratkorocni krediti		Dugorocni krediti	
	Nominalna k.s.	Efektivna k.s.	Nominalna k.s.	Efektivna k.s.
	14,25%	22,39%	17,28%	18,40%

Visoka razlika između nominalne i efektivne kamatne stope objašnjava se činjenicom da su pojedini krediti sa vrlo kratkim rokom dospijeca (manjim od mjesec dana) opterećeni sličnim provizijama, kao i oni sa dužim rokom dospijeca.

Ukoliko dobijene podatke za ponderisanu kamatnu stopu uporedimo sa minimalnim i maksimalnim nominalnim, odnosno efektivnim kamatnim stopama prikazanim u tabelama br. 1 i 2, uočice se značajne razlike. Tako se npr. Efektivna kamatna stopa na kratkorodne kredite kretala od 2,77% do 58,13%, dok je odgovarajuća ponderisana kamatna stopa iznosila 22,39%.

#### **4. Zaključak**

Jedna od osnovnih funkcija CBCG je regulatorna funkcija, odnosno propisivanje pravila za bankarski sistem.

U cilju da svi učesnici na bankarskom tržištu budu zadovoljni, Centralna banka želi da stvori pravila koja treba da doprinose međusobnom povjerenju svih aktera na koje se odnose, kao i povjerenju tih aktera u institucije koje pravila sprovode.

Opšti je stav da su postojeće zatezne kamatne stope nerealno visoke, a s obzirom da ponderisana kamatna stopa služi kao reper za utvrđivanje zatezne kamatne stope koja je osnov za rješavanje svih spornih finansijskih potraživanja koja se vode kod suda, potrebno je što prije donijeti odluku o načinu izračunavanja i iskazivanja ove kamatne stope.

Osnovna svrha iskazivanja ponderisane kamatne stope jeste dobijanje kvalitetnijih podataka o nivou kamatnih stopa u Crnoj Gori, kako bi crnogorski građani dobiju informacije koje su im potrebne u formi u kojoj su im potrebne.

#### **Literatura:**

1. Komazec, Živković: "Monetarna ekonomija", Ekonomski fakultet, Beograd, 2000
2. Adam Smit: "Bogastvo naroda", Global Book, 1998
3. Veselin Vukotić: "Makroekonomski račun i modeli", CID, 2002
4. Izvještaj Glavnog ekonomiste za jun 2004. godine
5. Mate Babić: "Makroekonomija", Zagreb 1996
6. Dejan D. Eric: "Finansijska tržišta i instrumenti", Beograd 2003



[www.psee.edu.cg.yu](http://www.psee.edu.cg.yu)