

Postdiplomske studije “Preduzetnička ekonomija”
Ekonomski fakultet
Univerzitet Crne Gore

Preduzetnička ekonomija

Volume XIV

Podgorica, Decembar 2006

**»Preduzetnička ekonomija«
Volume XIV, 12/2006**

Glavni i odgovorni urednik: Prof. dr Veselin Vukotić

Redakcioni odbor:

Prof. dr Mladen Šljivančanin, prof. dr Vujica Lazović, dr Vesna Karadžić,
dr Milorad Jovović, dr Maja Baćović, dr Igor Lukšić, mr Milica Vukotić

Uređivački odbor:

prof. dr Nevenka Glišević, prof. dr Božo Mihailović, prof. dr Sonja Bjeletić, prof. dr Anđelko Lojpur, prof. dr Gordana Đurović, prof. dr Saša Popović, prof. dr Vladimir Kaščelan, dr Ljiljana Kaščelan, prof. dr Žarko Božović, dr Ljubinko Dedović, dr Svetlana Rakočević, dr Petar Ivanović, dr Danijela Jaćimović, dr Milivoje Radović, dr Biljana Rondović, dr Dragan Lajović, dr Zoran Đikanović, dr Ana Lalević, mr Dragana Ostojić, dr Milan Lakićević, mr Milutin Đuranović, dr Maja Drakić

Izdavač: Postdiplomske studije »Preduzetnička ekonomija«, Ekonomski fakultet,
Univerzitet Crne Gore, Podgorica

Tehnički urednik edicije: dr Maja Baćović

Tehnički urednici izdanja: Jadranka Glomazić i Ivana Stešević

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

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

Podpredsjednici Savjeta Postdiplomskih studija:

1. **prof. dr Mladen Šljivančanin (Podgorica)**
2. **prof. dr Mojmir Mrak (Ljubljana)**

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

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

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

e-mail: msee@cg.yu

web: www.psee.edu.cg.yu

ISSN 1451-6659

Tiraž: 700

Štampa: Montcarton, Podgorica

Uvodne napomene

U 2006. godini izdata su 4 Volume-a časopisa „Preduzetnička ekonomija“!

U ova 4 Volume-a (11, 12, 13, 14) objavljeno je 86 radova od strane 96 autora iz Crne Gore i inostranstva.

Autori su uglavnom bivši i sadašnji studenti Postdiplomskih studija „Preduzetnička ekonomija“, kao i profesori i saradnici na ovim Studijama.

I ovogodišnji Volume-i pokazuju da se dalje razvijaju ideje Crnogorske ekonomske škole, te da se naučna i intelektualna baza ove škole širi!

Neosporno je da se radi o školi u velikom razvojnom uzletu! Sve veći broj naših svršenih postdiplomaca i doktoranata obavlja specijalizacije i boravi na poznatim inostranim Univerzitetima. Isto tako, poznati profesori iz SAD, Engleske, Italije, Austrije, Švajcarske, Japana, Njemačke, Slovenije, Srbije,... su profesori na ovim Studijama. Predstavnici ove škole objavljuju sve više radova u inostranstvu, imaju predavanja na poznatim školama Evrope i SAD, aktivno učestvuju na konferencijama *MPS-a*, *Fraser* Instituta, *Atlas* fondacije, *CATO* Instituta, *Heritage* fondacije, kolokvijumima *Liberty* fonda. Ni jedna zemlja iz jugoistočne Evrope ne može se pohvaliti sa tolikim intrnacionalnim učešćem njenih predstavnika u radu navedenih i vodećih liberalnih institucija svijeta!

Izazovi nezavisnosti Crne Gore i izazovi globalizacije – su dalji praktični i intelektualni podsrek razvoju Crnogorske ekonomske škole. Tome takođe doprinose i stalni, istina još uvijek pretežno politički i politikantski napadi na ideje koje zastupa ova škola! Ideje koje zagovaramo su toliko snažno utemeljene u našu misao i praksu da ti napadi imaju ulogu koju vjetar ima u oprašivanju biljaka.

Ideje na kojima se zasniva Crnogorska ekonomska škola i koje prilagođava specifičnim kulturnim okolnostima u Crnoj Gori postaju prihvatljive, posebno za mlade ljude. Broj mladih ljudi koji ih prihvata stalno raste, a sve više ih razvija i prihvata dio sektora države i sektor biznisa i sve veći dio stanovništva. No, i opasnosti udara na te ideje nijesu za zanemarivanje.

A koje su to ideje? To su klasične ideje modernog liberalizma

1. Individualizam
2. Individualna sloboda
3. Spontani poredak

4. Vladavina prava
5. Ograničena vlada
6. Slobodno tržište
7. Vrlina proizvodnje
8. Mir

Nadamo se da će liberalne ideje, koje u Crnoj Gori vuku korijene još od Njegoša i knjaza Danila, biti dovoljno snažne da dalji razvoj Crne Gore bude što više na megatrendovima razvoja u budućnosti. Zaista, liberalna ideja je već puno promijenila Crnu Goru i udarila temelje njenog budućeg brzog razvoja, a kroz promjenu načina razmišljanja, što istovremeno vodi ka povećanju kvaliteta života u Crnoj Gori.

Istina, liberalna ideja ima i jednu manu: nemilosrdna je prema onima koji žele da žive na račun drugoga i kojima je briga za druge jedini proizvod!

U ovoj 2006. godini desila su se dva važna događaja koji se tiču liberalne ideje u svijetu:

1. U novembru je umro Milton Friedman, jedan od najpoznatijih ekonomista 20. vijeka
2. Sa Univerziteta u Ankari izbačen je poznati profesor Atila Yayla, zbog širenja liberalnih ideja.

U dodatku Volume-u 11, objavljujemo tekst „*Život za slobodu i slobodno tržište*“, koji je zapravo predavanje posvećeno Miltonu Friedmanu, održano 21. novembra 2006. godine za studente i profesore Univerziteta Crne Gore i koje je bilo izuzetno posjećeno.

U istom dodatku objavljujemo rad prof. Atila Yayla-e, kao našu podršku čovjeku koji je žrtva propagatora antiliberalne ideologije na Univerzitetu u Ankari.

Glavni i odgovorni Urednik

Veselin Vukotić

Introductory remarks

Journal “Entrepreneurial Economy” published 4 Volumes in 2006.

These 4 Volumes (11, 12, 13, 14) contain 86 papers, written by 96 authors from Montenegro and abroad.

Authors of papers are mainly former and current students of Postgraduate Studies „Entrepreneurial Economy“, as well as professors and associates of these Studies.

Volumes published this year confirm once more that ideas of Montenegrin economic school are developing; it confirms that scientific and intellectual basis of the School is spreading!

Indisputably, this School is in its development rise. Increasing number of our graduates, MAs and PhDs who visit and specialize at famous international universities confirms it. We shouldn't forget that famous university professors from USA, Great Britain, Italy, Austria, Switzerland, Japan, Germany, Slovenia, Serbia, etc. teach at these Studies. Number of papers published in international journals by representatives of this School increases; many of them give lectures in well established schools around USA and Europe; they actively participate at conferences organized by *Mont Pelerin Society*, *Fraser Institute*, *Atlas Foundation*, *CATO Institute*, *Heritage Foundation*, colloquiums of *Liberty Fund*. No other country of South Eastern Europe have as many representatives involved in work of leading liberal institutions in the world!

Challenges of Montenegrin regained independence and globalization challenges – are additional practical and intellectual stimulus to the development of Montenegrin economic school. But, permanent, truly still political attacks on ideas promoted by this School, also contribute to the development of the School! Ideas we are promoting are so strongly founded in our thought and practice, so those attacks have as same role as wind in pollinating plants.

Founding ideas of Montenegrin economic school, adapted to specific cultural circumstances become acceptable, especially for young people! The number of young people who accept our ideas permanently increases. Our ideas are also developed and accepted by certain parts of public sector and businesses, but lately more and more ordinary citizens also accept them. On the other side, we must not neglect the danger of the attacks on these ideas.

What ideas are we talking about? Those are ideas of modern liberalism!

1. Individualism
2. Individual freedom
3. Spontaneous order
4. Rule of law
5. Limited government
6. Free market
7. Virtue of production
8. Peace

We hope that liberal ideas, which originate from Njegos and duke Danilo in Montenegro, will be strong enough to lean development of Montenegro on global mega-trends of development in the future. It is really truth that liberal idea has already changed Montenegro significantly and built foundation of its rapid development, through changes in the way of thinking which simultaneously improve quality of life in Montenegro.

But, it is also truth that liberal idea is not perfect. It has a defect: it is merciless toward people who want to live at somebody else's expense and whose only product is care for the others!

The year of 2006 will be remembered by two important events for the development of liberal idea in contemporary world:

3. Milton Friedman, one of the most famous economists of 20th century died in November 2006.
4. Professor Atilla Yayla was expelled from University of Ankara for spreading liberal ideas.

In addition to Volume 11, we are publishing an article „*Life for Freedom and Free Markets*“, indeed a lecture devoted to Milton Friedman, which was organized on November 21st 2006 for students and teaching stuff of the University of Montenegro and had large audience.

In the same addition we are publishing the paper of Professor Atilla Yayl, as our support to a man who is a victim of promoters of anti-liberal ideas at University of Ankara.

Editor in Chief

Veselin Vukotic

Autori / Authors

1. *Tamara Backović*, Ekonomski fakultet, Podgorica; student VII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
2. *Maja Barada*, MIPA; student VIII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
3. *Tanja Bošković*, kancelarija za pristupanje WTO; student VII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
4. *Slaviša Delić*, Montenegrobiznis alijansa; student VII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
5. *Dragiša Dragnić*, MIPA; student VIII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
6. *Vladimir Drobñjak*, Komisija za HOV Crne Gore; student VIII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
7. *dr Zoran Đikanović*, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore; predavač i student II generacije postdiplomskih studija „Preduzetnička ekonomija”
8. *Jadranka Glomazić*, Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica; student VII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
9. *mr Neda Ivović*, Pravni fakultet, Podgorica
10. *mr Jelena Janjušević*, Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica; student VI generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
11. *dr Vladimir Kaščelan*, Ekonomski fakultet, Podgorica
12. *Jelena Krstajić*, Zetogradnja; student VII generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
13. *dr Dragan Lajović*, Fond za razvoj Crne Gore; student II generacije postdiplomskih studija „Preduzetnička ekonomija”
14. *mr Danijela Laketić*, NEX berza; student IV generacije postdiplomskih studija “Preduzetnička ekonomija”
15. *Radmila Mihović*, MIPA
16. *mr Milijana Novović*, Ekonomski fakultet, Podgorica

17. *Sead Osmanović*, Komisija za HOV Crne Gore; student VIII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
18. *Sanja Popović*, Ekonomski fakultet, Podgorica
19. *Slaven Popović*, Monte Adria Broker; student VIII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
20. *Gordana Radović*, Hypo Alpe Adria banka, Podgorica; student VII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
21. *Sanja Radusinović*, Komisija za Hov Crne Gore; Komisija za HOV Crne Gore; student VIII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
22. *Jelena Radonjić*, T-com Montenegro
23. *mr Tijana Stanković*, student V generacije postdiplomskih studija „Preduzetnička ekonomija“
24. *Ivana Šaranović*, Agencija za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja; student VII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
25. *Ivan Šćepanović*, VIP broker; student VIII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
26. *Sandra Tinaj*, MIPA; student VIII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
27. *Ivana Vojinović*, Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica; student VII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
28. *Tanja Vukajlović*, Ekonomski fakultet, Podgorica

Sadržaj:

Zoran Đikanović: Prepreke povezivanju tržišta kapitala u regionu.....	10
Dragan Lajović: Upravljanje rizicima preduzeća	23
Vladimir Kaščelan, Milijana Novović: Komparativna analiza tržišta osiguranja u regionu.....	37
Tanja Vukajlović: Interna revizija u funkciji povećanja efikasnosti korporativnog upravljanja.....	51
Tamara Backović: Analiza vremenskih serija na primeru berzanskih indeksa u Crnoj Gori	63
Tijana Stanković: Privatni penzijski fondovi i razvoj tržišta kapitala.....	75
Neda Ivović: Konvergencija sistema korporativnog upravljanja – kuda dalje?	86
Jelena Janjušević: Model tržišta kapitala Crne Gore.....	100
Tanja Bošković: Liberalizacija usluga u procesu pristupanja STO	111
Ivana Vojinović: Fiskalna koordinacija u Evropskoj uniji – uticaji na Crnu Goru	122
Danijela Laketić: Trgovanje hartijama od vrijednosti na nex berzi u uslovima rastućeg interesovanja investitora	135
Jadranka Glomazić: Umanjenje vrijednosti imovine – Međunarodni računovodstveni standard MRS 36	149
Sanja Popović: Regulacija tržišta telekomunikacija u Crnoj Gori	163
Ivana Šaranović: Euro i ekonomska suverenost Crne Gore	175
Jelena Krstajić: Trendovi razvoja građevinskog sektora i tržišta nekretnina	184
Slaviša Delić: Proporcionalni sistem oporezivanja u Crnoj Gori	197
Sead Osmanović: Hipotekarne hartije od vrijednosti.....	203
Vladimir Drobnjak: Razvoj tržišta kapitala u periodu 2001-2006 godina.....	212
Ivan Šćepanović: Razvoj tržišta kapitala Crne Gore i konkurentnost između brokerskih kuća	224
Sanja Radusinović: Konkurencija u pružanju telekomunikacionih usluga	237
Slaven Popović: Penny stocks : Jeftina kupovina, loša investicija.....	251
Maja Barada, Sandra Tinaj: Ekonomske slobode, nužan i dovoljan uslov za rast stranih investicija	258
Radmila Mihović: Podsticajne mjere za privlačenje stranih direktnih investicija – unaprijedjuju ili smanjuju konkurentnost zemlje?	271
Dragiša Dragnić, Jelena Radonjić: Crna Gora u savremenim FDI trendovima: Case Study: Crnogorski Telekom AD.....	279
Jelena Krstajić, Gordana Radović: Hipotekarna tržišta u Evropskoj uniji.....	290

Zoran Đikanović*

Prepreke povezivanju tržišta kapitala u regionu

Abstract

In most cases capital markets of transitional countries in the region are designed as “national”. Regulatory paradigm prefers stability to competitiveness. Regulation that focuses on national aims makes barriers to integration of domestic market into regional. New regulatory paradigm has to recognize and accept that volatility is an inherent feature of capital markets and that failure of some financial institution and regulated entities is normal market development.

Key words: National regulation, predominant paradigm, development, competitiveness

Uvod

Tržišta kapitala u regionu razvijaju se kao nastavak procesa privatizacije. U većini slučajeva ekonomski sistemi zemalja u regionu, pa time i njihova tržišta kapitala koncipirana su kao „nacionalna“. Najveći doprinos tome daje preovlađujuća, mada prevaziđena, paradigma koncipiranja zakona i regulative koji se fokusiraju na ostvarivanje stabilnosti a ne na ostvarivanje konkurentnosti tržišta i ekonomija.

Iako se priroda tržišta u velikoj mjeri izmijenila usljed globalizacije, ona nije praćena odgovarajućim izmjenama načina na koji su pojedina tržišta regulisana. Nova regulatorna paradigma moraće da prihvati promjenljivost finansijskog tržišta i neuspjeh nekih finansijskih institucija na njemu kao životnu činjenicu. Tek prihvatanjem takve regulatorne paradigme može doći do većeg otvaranja i povezivanja tržišta kapitala u regionu.

Cilj ovog rada je da ukaže na potrebu promjene koncepta i cilja zakonodavstva i regulative, koji treba da pomognu slobodnom toku kapitala i širenju „domaćih“ tržišta na region.

Tranzicija i razvoj tržišta kapitala

Istražujući da li su razlike u rezultatima tranzicije u zemljama Centralne i Istočne Evrope slučajne ili ne, profesor Stiv Pejović je postavio “interakcijsku tezu” po kojoj

* Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore

su transakcioni troškovi tranzicije manji ukoliko su nova formalna pravila kompatibilna sa preovlađujućim neformalnim pravilima u jednom društvu.¹ Odnosno, osnovne institucije kapitalizma mogu se uspješno razvijati samo ukoliko su preovlađujuće moralne i običajne norme, tradicija i važeći kulturni obrasci u tranzicionom društvu u skladu sa njima.

"Uspjeh tranzicije zavisi od sledeća tri faktora: brzine otvaranja novih privatnih firmi, slobode ugovaranja i metoda privatizacije postojećih preduzeća. Ostaci socijalističkih navika iz prošlosti kao što su slaba zaštita privatne svojine, razne vrste samoupravljanja po preduzećima, ograničenje prometa kapitala između zemalja i sl. dorinose nedostatku ekonomskih sloboda u mnogim zemljama u tranziciji i zastoju u njihovom razvoju."²

Jedna od ključnih poluga tranzicije u zemljama centralne i istočne Evrope je proces privatizacije. Privatna svojina i jasno definisana svojinska prava treba da rezultiraju povećanjem efikasnosti privrede, a kroz mogućnost slobodne razmjene svojinskih prava rezultat privatizacije treba da bude i razvoj tržišta kapitala, odnosno finansijskih tržišta.

Tržišta kapitala u regionu razvijaju se u poslednjih desetak godina, nakon privatizacije čiji se koncept dosta razlikuje od zemlje do zemlje. Od koncepta privatizacije u najvećoj mjeri zavisi i koncept razvoja tržišta kapitala u pojedinim zemljama. Ne ulazeći u detalje koncepta privatizacije i razvoja tržišta kapitala, kojima bi se dodatno mogli osvijetliti ostvareni rezultati na tržištima kapitala, za upoređivanje i prikaz rezultata koristiće se uporedivi podaci: tržišna kapitalizacija, ostvareni promet i procijenjeni GDP.

Ostvareni razvoj tržišta u regionu može se iskazati tržišnom kapitalizacijom od preko 47 milijardi € i ostvarenim prometom tokom prvih šest mjeseci ove godine od 4,7 milijardi €. Ostvareni GDP zemalja u regionu u 2005. godini procjenjuje se na 77 milijardi €, što je predstavljeno u tabeli 1³:

¹ Pejovich, S., Understanding the Transaction Costs of Transition: It's the Culture Stupid, The Review of Austrian Economics, 14, 2003,

² Vukotić V, Pejović S: Tranzicija i institucije, Zbornik radova, IDN, Beograd, 2002

³ Izvori podataka o kapitalizaciji i prometu: Srbija www.belex.co.yu; Bosna www.blberza.com, www.sase.ba, www.sem-on.net; Hrvatska www.vse.hr, www.zse.hr, www.sem-on.net; Crna Gora www.scmn.cg.yu, www.sem-on.net; Makedonija www.mse.com.mk. Izvori podataka o GDP: www.wiiw.ac.at, www.odci.gov

Tabela 1

Zemlja	Tržišna kapitalizacija	Promet	GDP
Albanija	-	-	7.389.282.600 €
Bosna	5.700.851.950 €	152.640.000 €	8.119.315.074€
Crna Gora	1.963.000.000 €	127.171.515 €	1.759.000000 €
Hrvatska	31.169.492.000 €	3.792.567.000 €	33.23000.000 €
Makedonija	1.278.000.000 €	247.079.552 €	4.925.28.000 €
Srbija	7.302.320.000 €	437.254.704 €	21.518.000000 €

Apstrahujući Albaniju, u kojoj nema trgovanja a samim tim nije moguće izraziti ni kapitalizaciju, odnos tržišne kapitalizacije i ukupnog GDP je 67,15%. Odnos po pojedinim zemljama dat je u tabeli 2:

Tabela 2

	Zemlja	Kapitalizacija / GDP
1	Crna Gora	111,60 %
2	Hrvatska	93,78 %
3	Bosna	70,21 %
4	Srbija	33,94 %
5	Makedonija	25,95 %
6	Albanija	-

Odnos ostvarenog prometa na tržištima kapitala zemalja regiona i procijenjenog GDP u prosjeku je 6,71%. Odnos po pojedinim zemljama je dat u tabeli 3:

Tabela 3

	Zemlja	Promet / GDP
1	Hrvatska	11,41 %
2	Crna Gora	7,23 %
3	Makedonija	5,02 %
4	Srbija	2,03 %
5	Bosna	1,88 %
6	Albanija	-

U zemljama Zapadnog Balkana tržišta kapitala funkcionišu u osnovi kao nacionalna tržišta. Regulatorna tržišta je nacionalna. Na tim tržištima se trguje hartijama od vrijednosti lokalnih kompanija i emitenti nisu mobilni. Investitori su najvećim dijelom lokalni, mada je mobilnost kapitala omogućila aktivnim investitorima da, pored domaćeg, prate i ostala tržišta i investiraju svoj kapital tamo gdje najbolje zadovoljavaju svoj interes.

Najveća prepreka slobodnom toku kapitala i povezivanju institucija i investitora na tržišta kapitala je „domaća“ regulatorna. U gotovo svim zemljama regiona zakonodavni okvir i regulatorna su koncipirani na već prevaziđenoj paradigmi nacionalne, zatvorene ekonomije i sa fokusom na ostvarivanje stabilnosti a ne konkurentnosti.

Potreba za novom regulatornom paradigmom

Iako se priroda tržišta u velikoj mjeri izmijenila usljed globalizacije, ona nije praćena odgovarajućim izmjenama načina na koji su pojedina tržišta regulisana. Obim tih izmjena morao bi da ima uticaja i na regulatornu, odnosno, regulatorna bi trebalo da se isto tako mijenja ukoliko se želi da ona bude u stanju da odgovori novonastalim potrebama i ograničenjima.

U osnovi zahtjeva za uspostavljanje nove regulatorne paradigme su velike promjene koje su se desile u sferi finansijskih usluga. Sa deregulacijom i liberalizacijom pružanja finansijskih usluga prihvata se i promjenljivost koja je inherentna finansijskom tržištu. Insistiranje na ostvarivanju stabilnosti i garantovanju u odnosu na rizike poslovanja su odlike stare paradigme, koje su kontradiktorne sa promjenljivošću, tako da nije vjerovatno da se između ta dva zahtjeva može uspostaviti zadovoljavajući ekvilibrijum.

Mora se napustiti jedan od ta dva zahtjeva, a to znači traženje nove regulatorne paradigme koja će se manje oslanjati na spoljnu, državnu, regulatornu.

Tržišne snage možda neće u potpunosti zamijeniti potrebu za javnom regulatornom, ali se balans između cilja konkurentnosti i regulatorne sigurno pomjerio najnovijim dostignućima u razvoju finansijskog sistema.

Ovakvim shvatanjem se približavamo shvatanju da je dobra samo ona regulatorna koja je efikasna, to jest ona koja vodi razvoju tržišta i uvećavanju bogastva. Jasno je da je razvoj tržišta važan, ali šta zapravo znači razvoj tržišta?

Razvoj tržišta je proces u kojem se vrše promjene u veličini tržišta, strukturi tržišta ili u načinu na koji se obavljaju poslovi na tržištu, sa ciljem da se povećaju performanse tržišta i na taj način i koristi koje ono ima za društvo.

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.

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

Sa aspekta načina na koji se obavljaju finansijske usluge razvoj tržišta može rezultirati:

- Inovacijama koje poboljšavaju načine vršenja i distribucije usluga,
- Promjenama u politici utvrđivanja cijena,
- Promjenama 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 da učestvuju na tom tržištu.

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,
- 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, promovisanje 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.

Osnovni 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 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 pred koje ga stavlja tržište.

Dalje, 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 investitora da učestvuje na tom tržištu. To je u osnovi dugoročan posao čiji će se efekti na tržište pokazati nakon nekoliko godina.

Isto tako, regulator može da izvrši deregulaciju, odnosno umanji ograničenja koja sprečavaju razvoj tržišta a koja nisu neophodna radi zaštite investitora. Isto tako, regulator može podstaći druga lica na tržištu da eliminišu zaštitne barijere koje sprečavaju i ograničavaju konkurenciju.

Na posljetku, regulator može da unaprijedi proces donošenja odluka kako bi obezbijedio brzu i fleksibilnu uslugu za učesnike na tržištu, kao i da svojim iskustvom pomogne onima koji žele da inoviraju.

To se postiže prihvatanjem činjenice da država ne može garantovati da će nadoknaditi štetu za preuzeti rizik korisnicima finansijskih usluga. Tek tada se može uspostaviti zdraviji odnos između konkurentnosti i regulative.

Primjer koncipiranja i razvoja tržišta kapitala u Crnoj Gori

U osnovi ekonomske reforme u Crnoj Gori je ideja liberalne ekonomije. Tržište kapitala razvija se od 2001. godine kao nastavak obuhvatne privatizacije, naročito masovne vaučerske privatizacije. Masovna vaučerska privatizacija u centar ekonomskih zbivanja stavlja pojedinca. Na taj način ona je uticala na karakter tranzicije i razvoj tržišne ekonomije, u čijem srcu je tržište kapitala.

Stoga je cilj biznis regulative jačanje konkurentnosti Crne Gore kao mjesta za otpočinjanje i razvoj biznisa, koja se ogleda u efikasnosti pravne i institucionalne infrastrukture. 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.

Prihvaćeno je shvatanje da je tržište kapitala platforma koja omogućava zadovoljavanje interesa vlasnika kapitala, ostvarivanje profita, povećavanje ličnog bogatstva i životnog standarda. To je oblast gdje niko ne može imati kontrolu jer je to slobodno tržište. Od samog početka koncipiranja regulative tržišta kapitala prihvaćeno je shvatanje da je tržište kapitala po svojoj prirodi promjenljivo, te je nemoguće izbjegavanje svakog rizika od neuspjeha učesnika na tržištu. Iako se u dijelu javnosti često pogrešno interpretira, zadatak regulative nije da štiti investitore od odluka koje oni sami donose niti da im garantuje zaradu. Regulativom se ne garantuje za kvalitet hartija kojima se trguje, ne određuju se cijene po kojima se trguje i ne odobravaju se pojedinačne transakcije. To nije niti može biti cilj regulative.

Za razvoj transparentnog i fer tržišta kapitala u periodu nakon masovne vaučerske privatizacije, prioriteti regulative, koji su i ostvareni u Crnoj Gori, su bili:

- zaštita prava akcionara u kompanijama i malih investitora u privatizacionim fondovima (pravo raspolaganja akcijama, pravo glasa, prisustvovanje skupštinama, učešće u profitu, uživanje istih prava na jednakoj osnovi),
- podsticanje procesa konsolidacije vlasništva,
- obezbjeđivanje transparentnog trgovanja na javnom tržištu, dostupnost informacija o kompanijama i akcijama kojima se trguje, objavljivanje cijena i količina trgovanja.

Ostvareni prioriteti regulative uticali su u velikoj mjeri na dostignuti stepen razvoja tržišta kapitala. Na toj osnovi razvijaju se mnogi tihi procesi koji utiču na način razmišljanja ljudi; njihov odnos prema šansama koje novi izazovi nose; način upravljanja firmama, fondovima, bankama.

Regulatorni okvir za razvoj tržišta kapitala je takođe stimulativan. *Zakonom o kapitalnim i tekućim transakcijama*, kojim se uređuje poslovanje sa inostranstvom, nisu utvrđene nikakve restrikcije u obavljanju kapitalnih i tekućih transakcija sa inostranstvom. Rezidenti i nerezidenti mogu slobodno i bez ograničenja obavljati poslovanje, kupovati i prodavati hartije od vrijednosti, vršiti investiranje i repatrijaciju profita.

Sa aspekta *poreskog tretmana investicija i biznisa*, ideja vodilja je da se kapital, dok god je u biznisu, ne oporezuje. Najvažnija ostvarenja su:

- Porez na dobit iznosi 9%, i najniži je u regionu,
- Porez na kapitalnu dobit od prodaje hartija od vrijednosti se ne plaća ukoliko je ostvaren prodajom hartija koje je investitor držao najmanje dvije godine u vlasništvu ili ako se iznos kapitalne dobiti reinvestira u hartije u roku od 12 mjeseci od dana realizacije te dobiti,
- Dividenda se oporezuje samo jednom, prilikom isplate u novcu, i iznos dividende se ne uključuje u poresku osnovicu investitora. Stopa poreza je 15%,
- Ukoliko se dividenda isplaćuje u akcijama, ne plaća se porez po odbitku, što stimuliše reinvestiranje dobiti,
- Hartije od vrijednosti ne oporezuju se kao imovina, odnosno, ne smatraju se imovinom sa aspekta oporezivanja imovine.

Prilikom definisanja *regulative investicionih fondova* vodilo se računa o tome da je za različite vrste fondova potrebno utvrditi različit stepen zaštite investitora. U slučaju Investicionih i Privatizacionih investicionih fondova, zakonom su uspostavljena određena kvantitativna ograničenja (stepen zaduživanja fonda, raspolaganje imovinom fonda, donošenje odluka o pojedinim investicijama, maksimalan procenat vlasništva jednog akcionara u fondu, i slično). Na Fondove zajedničkog ulaganja najveći broj tih ograničenja se ne odnosi, oni mogu da investiraju bez kvantitativnih ograničenja. Takođe, taj fond može bez ograničenja da se zadužuje i da zalaže svoju imovinu.

Ostvareni rezultati razvoja tržišta kapitala u Crnoj Gori

Sa sigurnošću se može reći da je reforma u ovoj oblasti najveće reformsko dostignuće u Crnoj Gori, a po obimu i efektu sprovedene reforme Crna Gora je lider u regionu, naročito imajući u vidu:

- edukativnu funkciju tržišta i stvaranje kadrovskog potencijala,
- veličinu kapitalizacije berzi u odnosu na GDP (najveća u regionu),
- ostvareni promet na tržištu kapitala u odnosu na GDP (drugi najveći u regionu).

Edukacija

Najvažniji razvojni efekat tržišta kapitala je uticaj na edukaciju svakog građanina i promjenu njihovog stava prema biznisu, prema profitu.

Komisija za hartije od vrijednosti organizovala je veliki broj edukativnih seminara, konferencija, stručnih rasprava i okruglih stolova:

- 850 mladih ljudi prošlo obuku za sticanje licence brokera, dilera i investicionog menadžera,
- preko 100 zainteresovanih se prijavilo za Školu za edukaciju i licenciranje menadžera penzionih fondova,
- 300 zaposlenih u državnoj upravi i preduzećima učestvovalo je na seminarima «Korporativno upravljanje u Crnoj Gori»,

U Crnoj Gori već postoji kritična masa znanja iz ove oblasti, kao i institucije koje prate biznis aktivnosti u Crnoj Gori.

Porast broja učesnika u kupoprodaji

U prethodnoj godini izvršeno je preko 111.000 transakcija, u ovoj preko 70.000. Od 2001. godine preko 266.000 transakcija je obavljeno na tržištu kapitala. Na osnovu istraživanja koje je sprovela Komisija za hartije od vrijednosti, oko 40 % ljudi koji su dobili vaučere do sada je učestvovala u kupovini ili prodaji hartija od vrijednosti.

Ljudi samostalno donose odluke na tržištu i snose posledice (dobit ili gubitak) tih odluka. Promjena u razmišljanju ogleda u tome što ljudi uzimaju kredite iz kojih kupuju akcije umjesto automobila ili druge potrošne robe. Takvo donošenje odluka uticalo je i na promjene upravljanja u Hipotekarnoj banci, HLT fondu, preduzeću Napredak - Kotor, i dr.

Atraktivnost za strane investitore

O atraktivnosti našeg tržišta kapitala za strane investitore najbolje govori porast berzanskih indeksa u 2005. godini:

Država	Index	Porast
Crna Gora	MOSTE	450,0 %
Srbija	BELEXfm	39.6 %
Rumunija	BET	29.5 %
Bugarska	SOFIX	30.0 %
Hrvatska	CROBEX	26.0 %
Slovenija	SBI20	-7.1 %

Portfolio investicije

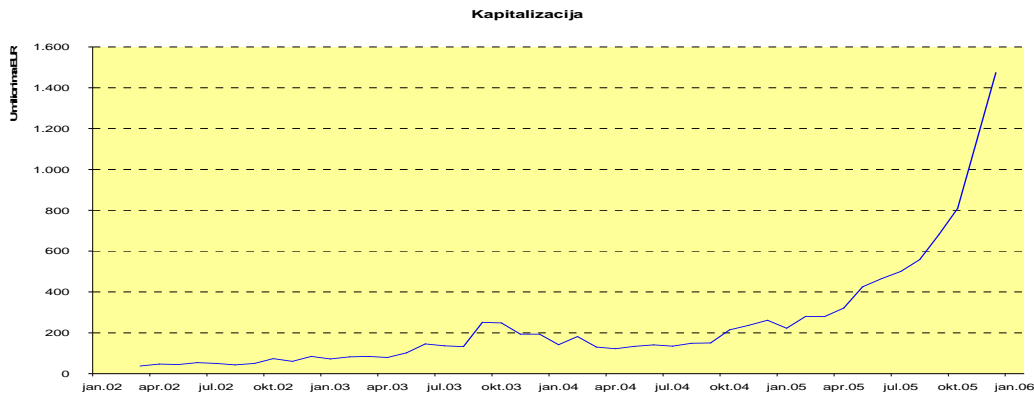
Oko 180 miliona € stranog kapital uloženo je u Crnu Goru kupovinom hartija od vrijednosti preko tržišta kapitala. To je oko 50% ukupnog novca do sada uloženog u berzansku kupovinu akcija i obveznica, ne računajući državne prihode iz privatizacije.

Novi kapital koji je uloženo u preduzeća i banke iznosi preko 125 miliona €. Oko 42 miliona € novog kapitala uloženo je u kupovinu novih emisija akcija preduzeća i banaka. To je kapital koji je direktno investiran u biznis. Dodatnih 83 miliona € novog kapitala (ostvareni profit, neraspoređene rezerve) reinvestiran je u biznis i raspodijeljen je vlasnicima u obliku akcija (reinvestirani kapital, koji nije išao u potrošnju vlasnika).

Porast cijena hartija na tržištu

Funkcionisanje i razvoj tržišta kapitala uticao je na porast cijena akcija u prosjeku za 53 puta.

Nakon MVP, u martu 2002. godine, ukupna kapitalizacija (vrijednost svih akcija na berzi kojima se redovno trguje) bila je 37 miliona €. U avgustu 2006. godine kapitalizacija iznosi 1.963 miliona €. Svako ko jestekao akcije tokom transformacije ili u MVP, sada u prosjeku može da dobije 53 puta više novca od njihove prodaje nego na početku procesa.



Ovakav rast je možda očekivana posledica formiranja cijena na veoma niskom nivou nakon MVP, kada je većina ljudi željela da proda akcije pri prvoj dobroj prilici za prodaju. Naravno da takav trend ne može da traje zauvijek niti je zarada

zagarantovana. Mi smatramo da regulativom ne treba ni pokušavati da se ostvari bezrizično investiranje jer je to nemoguće.

Ostvareni obim poslovanja hartijama od vrijednosti

Ukupan obim poslovanja hartijama od vrijednosti u periodu od decembra 2001. godine do kraja avgusta 2006. godine iznosi preko 551 milion €.

Od toga, berzansko trgovanje iznosi preko 437 miliona €.

Godina	Ukupan promet u milionima €
kraj 2001	10.854.727
2002	14.329.911
2003	43.554.343
2004	42.880.211
2005	198.442.863
I – VIII 2006	127.171.515
Ukupno	437.233.570

Investiranje domaćeg i inostranog kapitala i ostvareni pokazatelji ukazuju na razvojne efekte tržišta kapitala i njegov uticaj na produbljavanje tranzicije. U tom smislu naročito je važan doprinos funkcionisanja tržišta kapitala podsticanju kulture štednje i investiranja, kao i izmjeni stava ljudi o biznisu i stvaranju profita.

Zaključak

Finansijska tržišta su uglavnom bila zatvorena unutar nacionalnih granica. Razvoj komunikacionih tehnologija i tehnologije obrade podataka, kao i rastući značaj institucionalnih investitora, koji su u mogućnosti 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 značaja.

Ukoliko se nacionalni regulatori opredijele da odgovore na izazove globalizacije na takav način što će kreirati regulativu kojom će 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.

U principu, država bi trebalo da opozove svu regulativu koja je donijeta sa ciljem da zaštiti pojedince od njih samih, odnosno od njihovih odluka.

Tek nakon takvog smanjivanja uloge države na tržištu može doći do stvaranja konkurentnih tržišta. Najkonkurentnijim se, dabome, moraju pokazati ona tržišta koja se odlikuju najmanjom intervencijom države, najvećom likvidnošću, najnižim transakcionim troškovima, najvećom slobodom inoviranja, kao i najnižim poreskim obavezama učesnika na tržištu.

Literatura:

1. Blundel J. i Robinson C, „Regulation Without the State“, London, Institute of Economic Affairs, 1999
2. Dabić S Moris K., Siegel A., „U obliku novca – vodič kroz hartije od vrijednosti“, IQ-media, Beograd, 1995
3. DeRosa D, „In Defense of Free Capital Markets: the case against a new international financial architecture“, Bloomberg, 2001
4. Đikanović Z., „Regulativa tržišta kapitala u Crnoj Gori – analiza uticaja regulative na razvoj tržišta“, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2006
5. Friedman M., „Sloboda izbora“, Global book, Novi Sad, 1997
6. Hayek F., „Put u ropstvo“, Global book, Novi Sad, 1997
7. Hazlitt H., „Ekonomija u jednoj lekciji“, Global book, Novi Sad, 1998
8. Jovanović A., „Uvod u ekonomsku analizu prava“, Beograd, 1998
9. Macey, Jonathan R, „Regulatory Globalization as a Response to Regulatory Competition“, Emory Law Journal, 2003
10. Mahoney P, „The Common Law and Economic Growth: Hayek Might be Right“, University of Virginia School of Law, January 2000
11. Manne H, „Insider Trading and Property Rights in New Information“, Cato Journal, Vol 4, No 3,
12. Mitchel D. J., „Understanding Pro-growth Tax policy“, Heritage Foundation, 2003
13. Pejović S., „Understanding the transaction costs of transition: It's the culture stupid“, George Mason University, Washington, 2003
14. Pejović S., Vukotić V., „Tranzicija i institucije“, Zbornik radova, IDN, Beograd, 2002
15. Smith A., „Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda“, Global book, Novi Sad, 1998
16. Soto H, „The Mistery of Capital“, Basic books, New York, 2000
17. Vukotić V., „Država i tranzicija“, Institut društvenih nauka, Beograd, 2002
18. Vukotić V., „Psihofilozofija biznisa“, CID, Podgorica, 2003

19. Vukotić V., „Svjesni i (ili) spontani poredak“, Institut društvenih nauka, Beograd, 1999
20. Vukotić V., „Teorijske osnove Crnogorske ekonomske škole“, Postdiplomske studije preduzetnička ekonomija, Podgorica, 1998
21. Zbornik Preduzetnička ekonomija, Volume I - X, Postdiplomske studije Podgorica

Dragan Lajović*

Upravljanje rizicima preduzeća

Abstract

This work pertains to a very complex problem in companies – the process of risk management. From theoretical and practical aspects, the recommendations and analysis are provided, both aimed at more efficient risk management. At the end, it is given a review of the problem of risk management in domestic companies.

Key Words: risk, management, crisis, process.

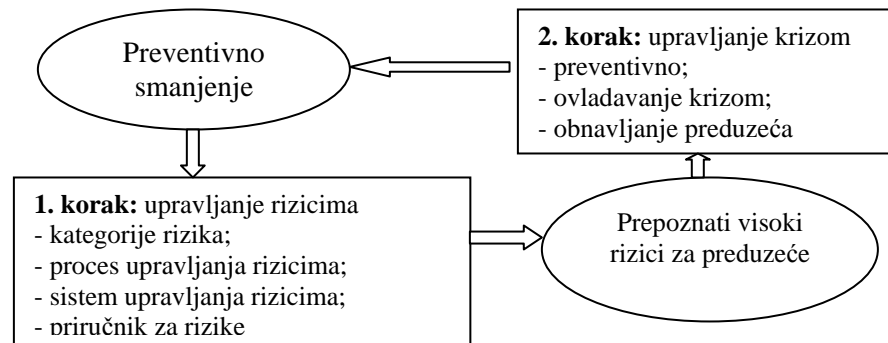
1. Uvod

Stečajevi i likvidacije (bankroti) su oduvijek postojali. No, posljednjih godina njihov se broj uznemirujuće povećava. Zaoštavanje konkurencije prisiljava preduzeća na preuzimanje sve većih rizika. Sa druge strane, oni koji pozajmljuju kapitala očekuju sve bolju kontrolu rizika. Preuzimanje rizika jedno je od suštinskih obilježja preduzetničke aktivnosti.⁴ Prethodno iskustvo pokazuje da su dugoročno uspješna prvenstveno ona preduzeća koja su prema rizicima imala odnos svjesnog učešća i aktivnog određivanja.

Upravljanju rizicima se u posljednje vrijeme posvećuje sve veća pažnja. Najvažniji razlozi koji su doveli do toga su: globalizacija, pojačana konkurencija, preduzetnička aktivnost... Neke studije govore da samo trećina preduzeća koristi upravljanje rizicima za optimiziranje svojih šansi, odnosno poboljšanje svog položaja. Nikada ranije nije bilo moguće prikupiti i proizvesti toliko mnogo informacija u tako kratkom vremenu, nikada prije nije bilo toliko potrebno, tako intenzivno i tako zahtjevno, odvajati važne informacije od nevažnih. Svaka odluka, lična, poslovna, društvena, sadrži i rizike. Upravljanje krizom i upravljanje rizicima su veoma tijesno povezani, pa nakon spoznaje rizika slijedi sprječavanje krize. Proaktivnim i reaktivnim kriznim menadžmentom umanjuju se spoznati rizici. Opasnost iznenadne poslovne krize time je bitno umanjena. Povezanost upravljanja krizom i upravljanja rizicima prikazuje sljedeća slika:

* Fond za razvoj Crne Gore

⁴ Blayney Mark: "Turning your business around", pg. 159;



Slika br.1: Veza upravljanja krizom i upravljanja rizicima⁵

Dakle, ako postoji kultura svijesti o rizicima, te spremnost za djelovanje svih zaposlenih, tada i upravljanje rizicima bitno doprinosi poslovnom uspjehu. Ako se dodatne aktivnosti upravljanja rizicima budu posmatrale kao dodatno opterećenje, pa dođe li do ograničavanja kvantifikacije rizika na samo „tvrde“, mjerljive rizike, sistem upravljanja rizikom neće se pokazati uspješnim.

2. Sistem upravljanja rizicima

Slikovito gledano, šansa i rizik su blizanci: svaka preduzetnička aktivnost koja teži uspjehu izložena je i neuspjehu. Analiza rizika je dugo bila zapostavljena, u najboljem slučaju uzimala se u obzir pri obračunu troškova ali i pri oscilaciji prodaje i cijena. Upravljanje rizicima u preduzeću vremenom zauzima veoma važnu ulogu. Sve se intenzivnije razmišlja o sistemu upravljanja rizicima i organizacionim mogućnostima i oblicima uspješnog uvođenja i provođenja takvog sistema. Osnovno pitanje glasi: Šta je rizik? Još 1921. godine Frank Knight je u knjizi «Risk, Uncertainty and Profit» rizik definisao ovako:⁶

«Razlika između rizika i neizvjesnosti: ako ne znate sigurno što će se dogoditi, ali ako poznajete vjerovatnoću, to je rizik. No ako ne poznajete ni vjerovatnoću tada je to neizvjesnost.»

Ovakvo poimanje rizika potiče iz teorije odlučivanja, ono se povezuje s vjerovatnošću nastupanja čime rizik postaje „mjerljiv“ i „upravljiv“. U području poslovne ekonomije rizik se definiše na različite načine:⁷

⁵ Nidžara Osmanagić – Bedenik: "Križa kao šansa", str. 61.

⁶ Prema Keitsch, D., „Risik menagement«, Stuttgart, 2000;

⁷ Kromschroder, B., Luck, W.: «Grundsätze risikoorientierter Unternehmensüberwachung«, pg. 163;

- Rizik u smislu opasnosti od gubitka je njegovo poimanje u užem smislu. Tradicionalno shvatanje ukazuje da je rizik opasnost gubitka ili štete, tj. mogućnost nepovoljnog budućeg razvoja, čak opasnog za opstanak.
- Rizik kao varijabilnost, disperzija predstavlja njegovo poimanje u širem smislu. Naročito u teoriji investiranja rizik opisuje mogućnost drugačijeg ishoda, bilo boljeg ili goreg nego što se očekivalo. Polazi se od činjenice da buduća očekivanja imaju više mogućnosti, te unaprijed nije sigurno hoće li nastupiti povoljan ili nepovoljan razvoj, i s tim u vezi hoće li nastati veći ili manji gubitak ili dobit.

Sistem upravljanja rizicima može se definisati kao cjelovit proces obuhvatanja, mjerenja i nadziranja relevantnih i potencijalnih rizika, kao i analize s tim u vezi sa potencijalnim gubicima. Sistem upravljanja rizicima je preventivan i proaktivan instrument upravljanja koji omogućuje: ranu spoznaju i izbjegavanje rizičnog razvoja i rizičnih činjenica (npr. operativni procesi, povreda pravnih propisa, greške računovodstva), poboljšanje interne transparentnosti i povećanje svijesti o rizicima svih zaposlenih, razvoj decentralizovane odgovornosti pojedinih područja, potporu menadžmentu u redukciji potencijalnih rizika i postizanju ciljeva preduzeća, ispunjavanje zakonske obveze. U navedenom spletu ciljeva upravljanja rizicima posebnu važnost imaju povećanje transparentnosti poslovanja, razvoj svijesti o rizicima kod svih zaposlenih⁸ i podrška decentralizovanim područjima pri procjeni rizika. Osnovni cilj upravljanja rizicima je pravovremeno identifikovanje i otklanjanje rizika koji mogu biti važni za položaj preduzeća u industriji. No, upravljanje rizicima ne smije preći u drugu, nepoželjnu, krajnost - upravu preduzeća ne treba informisati o svakom i najmanjem riziku, jer se time podstiče razvoj „kulture straha“. Okvirna načela politike rizika mogla bi glasiti ovako:⁹ postizanje uspjeha je povezano i s rizicima, nijedna aktivnost ili odluka ne smije sa sobom povlačiti rizik opstanka preduzeća, rizici prihoda moraju biti primjereno nagrađeni nastalom rentom, rizike treba usmjeravati instrumentima sistema upravljanja rizicima.

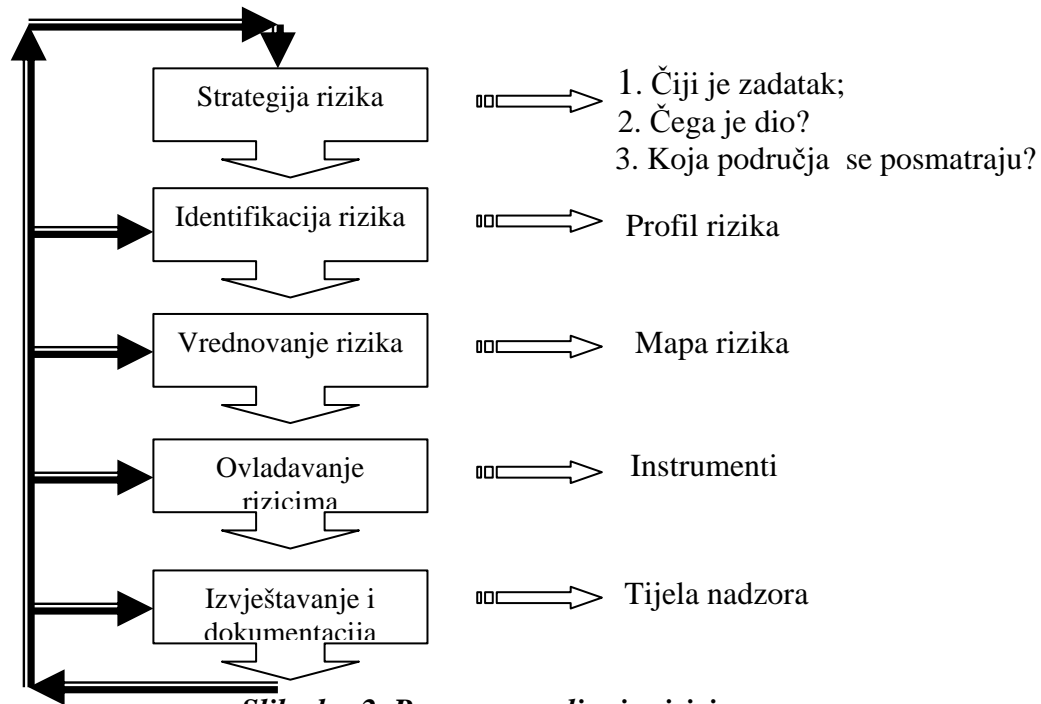
3. Proces upravljanja rizicima

Proces upravljanja rizicima složen je i može se prikazati uz pomoć pojedinih elemenata i njihovih odnosa. Sistem upravljanja rizicima u velikim kompanijama poput Daimler Chrysler AG, temelji se na sljedećim elementima: 1. Strategiji rizika; 2. Identifikaciji rizika; 3. Vrednovanju rizika; 4. Ovladavanju rizicima; 5. Izvještavanju i dokumentaciji o rizicima.

Na narednoj slici dat je proces upravljanja rizicima.

⁸ Kasio F. Vejn: "Odgovorno restrukturiranje", str.. 79;

⁹ Hornung, K. i drugi: »Risikomenagement«, pg. 79;;



U sklopu strategije rizika definišu se nosioci odgovornosti za upravljanje rizicima. To je menadžment na operativnom nivou za operativne rizike, uprava preduzeća (bord direktora) za strateške rizike. Izbjegava se rješenje „menadžer za rizike“ jer se zastupa stav da upravljanje rizicima treba integrisati u postojeći sistem planiranja, upravljanja i izvještavanja. U okviru strategije rizika odgovara se na pitanja: Čiji je to zadatak?; Čega je dio?; Koja područja se posmatraju?

Različitim postupcima olakšava se proces identifikacije rizika:¹⁰

- Brainstorming, postupak nekritičkog prikupljanja mišljenja različitih grupa unutar preduzeća, na osnovu kojeg možemo saznati i subjektivno procijenjenu vjerovatnoću nastupanja rizika;
- Postupak s primjenom tzv. "Delphi" metode kojim se nastoje odrediti moguća događanja u budućnosti;
- Proces simulacije i korišćenje simulacijskih programa uključivanjem slučajnih varijabli i višestrukim ponavljanjem mogućeg slijeda događaja;
- Analiza vremenskog slijeda događaja, uočavanje zakonitosti događanja pojedinih poslovnih procesa ili kretanja određenih pojava;
- Kontrolne liste pitanja, vrlo jednostavno pomoćno sredstvo za identifikaciju rizika. U literaturi ima mnogo predloga kako bi takve liste trebale da izgledaju, njima se obuhvataju najčešći mogući rizici koji se onda konkretizuju u svakom pojedinačnom slučaju;

¹⁰ Osmanagić Nidžara Bedenik: "Križa kao šansa", str. 214;

- Benchmarking, postupak koji takođe olakšava identifikaciju rizika poređenjem sa drugim preduzećem, nekim njegovim dijelom;
- Radionice, kao jedan od načina zajedničke usmjerenosti na određenu temu, uz eventualnu prisutnost savjetnika spolja;
- Istorijski pregled rizika u, npr. prethodne tri godine, što nam omogućava detaljan uvid u opasnosti sa kojima se organizacija suočavala i čini koristan izvor za identifikovanje sadašnjih i budućih rizika;
- Indikatori ranog upozorenja, posebna su vrsta informacionih sistema čiji je zadatak rano prepoznavanje budućih događaja i razvoja preduzeća.¹¹

Vrednovanje rizika je treći korak u procesu upravljanja rizicima u kojem je naglasak na procjeni visine štete i vjerovatnoće nastupanja ključnih rizika. Pri procjeni vjerovatnoće nastupanja rizika i visine njihove štete primjenjuju se često sljedeći postupci: Analiza senzitivnosti, kojom se istražuje u kojoj mjeri određene odluke pri promjeni određenih podataka ostaju stabilne. Ako promjena podataka izaziva promjenu odluke, tada se istražuje intenzitet reagovanja rezultata na promjenu odluke.; Analiza portfolija, usredsređuje se na opasnost od nastajanja gubitaka, tj. na mogući efekat s obzirom na rezultate i na vjerovatnost nastupanja rizika.; «Value at risk», postupak kojim se kvantifikuje budući gubitak u novcu. Vrednovanje rizika prikazuje se u mapi rizika, u kojoj su rizici razvrstani prema visini štete i vjerovatnoće nastupanja.

Š	Visoka	3	6	9
T				
E	Srednja	2	4	6
T				
A	Niska	1	2	3

Niska Srednja Visoka
 VJEROVATNOĆA NASTUPANJA

Tabela br. 1: Mapa rizika¹²

U mapi rizika osjenčena su područja naročito važnih vrsta rizika relevantnih za izvještavanje, dok su posebno označeni rizici visoke vjerovatnoće nastupanja koji su pod stalnim nadzorom. O rizicima pojedinih nivoa upravljanja izvještava se prema vrijednostima praga. Vrijednost praga podrazumijeva onu vrijednost nakon koje je pojedini rizik relevantna veličina za odnosnu cjelinu. Osnovno pitanje glasi: Pri kojoj vrijednosti praga kojeg rizika treba obavijestiti koji nivo menadžmenta?¹³ Svako pojedino područje samostalno definiše prag vrijednosti za pojedine nivoe izvještavanja i odgovorno je za to. Svako povećanje stepena prekoračenja praga

¹¹ Vidjeti više u Burke J. Ronald and Cary L. Cooper: "The organization in crisis", str. 129

¹² Osmanagić Nidžara Bedenik: "Križa kao šansa", str. 219;

¹³ Vidjeti više u Armstrong M.: "Kompletna menadžerska znanja", M.E.P. consult, Zagreb 2001;

vrijednosti znači izvještavanje sledećeg hijerarhijskog nivoa o pojedinom riziku. Mogućnost transparentnog upravljanja rizicima prikazuje se registrom rizika. Bitno je povezivanje vrsta rizika, odgovorne osobe, definisanje veličine rizika kao i planirane akcije.

Cilj	Rizici	Odgovorna osoba	Uticaj (1-3)	Vjerovatnoća (1-3)	Veličina rizika (1-9)	Akcije

Tabela br. 2: Registar rizika

Ovladavanje rizicima je četvrti korak u procesu upravljanja rizicima i podrazumijeva korišćenje instrumenata u svrhu stvaranja ravnoteže između šansi i rizika. Svaka poslovna aktivnost povezana je sa nesigurnošću budućeg razvoja, sa šansama i rizicima.

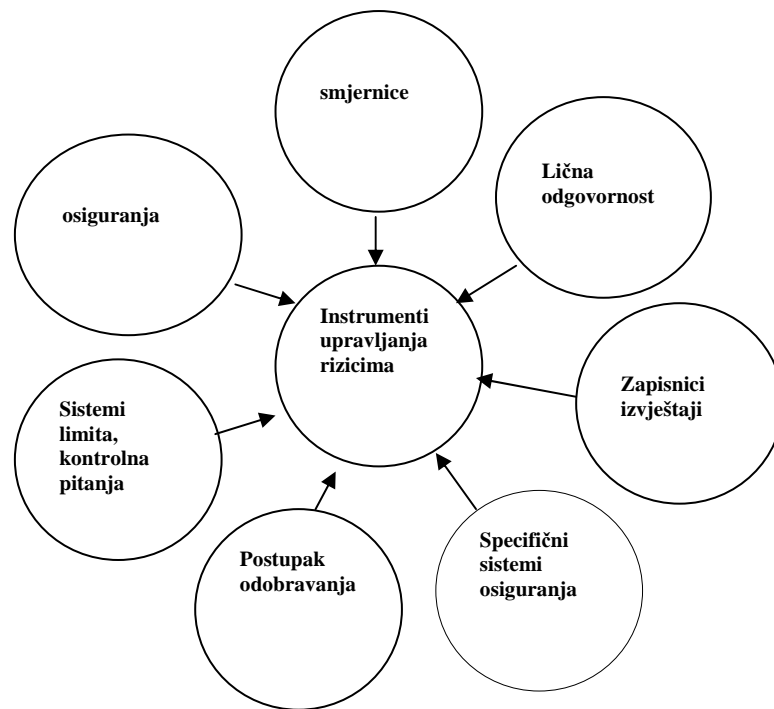
Pojednostavljeno rečeno, tri su osnovna načela upravljanja rizicima:

- Ne rizikuj više nego što možeš da dopustiš da izgubiš;
- Uzmi u obzir i slučajnost;
- Ne rizikuj mnogo za malo.

Jedan od načina razmatranja mogućih posljedica je analiza scenarija, kojom se nastoji odgovoriti na pitanje: Šta ako? Ta analiza uključuje razmišljanje o mogućim ishodima neke situacije i alternativama kao rezervnim rešenjima. Prilikom analize scenarija obično se govori o sljedećim koracima:¹⁴ A) Razviti par scenarija (najbolji slučaj i najgori slučaj); B) Načiniti popis alternativnih tokova aktivnosti; C) Procijeniti ishod različitih strategija; D) Ponoviti iste korake i za najgori scenarij; E) Kombinovati prethodna dva koraka i analizirati poželjnost svake situacije; F) Procijeniti strategije drugih scenarija; G) Uporediti rezultate za svaki kritičan faktor u analizi.

U procesu upravljanja rizicima posebna važnost se poklanja instrumentima upravljanja rizicima. Na narednoj slici dati su neki instrumenti upravljanja rizicima.

¹⁴ Isto fusnota 9 str. 56;



Slika br.3: Neki instrumenti upravljanja rizicima¹⁵

Izvještavanje i dokumentacija o rizicima posljednji je korak njihovim procesom upravljanja i obuhvata: **A)** Podnošenje računa i dokaza - pri izbijanju krize preduzeća menadžment može dokazati svoje odgovorno ponašanje; **B)** Funkciju sigurnosti - Potrebna je dokumentacija o sigurnosti pridržavanja mjera sistema upravljanja rizicima u dužem vremenskom periodu; **C)** Funkciju provjeravanja - Sistem upravljanja rizicima ispituju nadzorni odbor, revizori, interna kontrola, interna revizija i uprava, a temelj i preduslov za takvo ispitivanje je dokumentacija sistema upravljanja rizicima.

Sve mjere sistema upravljanja rizicima moraju biti dokumentovane. U tu svrhu se preporučuje izrada priručnika za upravljanje rizicima, sa definisanim ciljevima, smjericama i postupcima.¹⁶

4. Organizacija sistema upravljanja rizicima

Organizacija sistema upravljanja rizicima odnosi se na prenošenje ukupnog zadatka upravljanja rizicima na pojedine organizacione cjeline i njihovu koordinaciju. U

¹⁵ Isto fusnota 9 str. 78;

¹⁶ Faulhaber P., Lendwehr N.: "Turnaround management in practice", 2001, pg. 64;

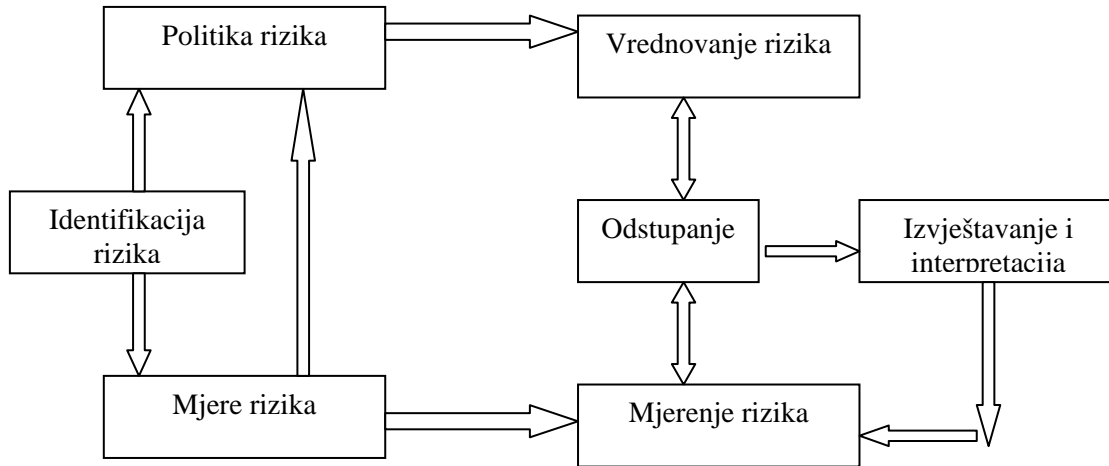
idealnom slučaju odgovornost za rizike preuzimaju svi zaposleni, odnosno, sistem upravljanja rizicima treba da bude „u glavi“ svakog zaposlenog. Ovdje se očekuje spremnost i znanje zaposlenih da komuniciraju o rizicima i odražavaju kulturu preduzeća gdje je zadržavanje relevantnih informacija sankcionisano. Osim toga, određena organizaciona mjesta se posebno zadužuju za sistem upravljanja rizicima. Organizacija sistema upravljanja rizicima zavisi od djelatnosti i veličine preduzeća, prirode imovine kojom raspolaže, njegovog ustrojstva i složenosti, te njegovih specifičnosti. Klasično rješenje sistema upravljanja rizicima je u njegovom pridruživanju finansijskoj funkciji, jednostavno stoga što su u tom području znatni rizici, velikim dijelom i mjerljivi. No, porast kompleksnosti i dinamike znači i širenje poslovnih rizika i u druga područja osim područja pribavljanja i korišćenja kapitala, tako da se upravljanje rizicima odnosi sve više na preduzeće u cjelini, a ne samo na njegovu finansijsku funkciju. Konačnu odgovornost za sistem upravljanja rizicima preuzima uprava preduzeća. Prema mišljenjima stručnjaka, svim sektorima preduzeća trebalo bi dodijeliti njihov dio odgovornosti kako bi se što bolje obuhvatila sva rizična područja i kako bi, u slučaju pojave, rizik bio što prije otklonjen ili, u slučaju nemogućnosti potpunog otklanjanja, kako bi se potrebne informacije što brže prenijele odgovornim osobama. Kao podršku za ostvarivanje zadataka upravljanja rizicima menadžment se koristi službama interne kontrole i interne revizije. Organizacija sistema¹⁷ upravljanja rizicima može se posmatrati kao proces i kao ustrojstvo, tj. rezultat tog procesa. U procesnom smislu, naglasak je na prostorno - vremenskom strukturiranju, usklađivanju svih aktivnosti radi postizanja optimalnog sistema upravljanja rizicima i definisanju redoslijeda aktivnosti i usklađivanju njihovih učinaka. Važno je naglasiti da uspješan sistem upravljanja rizicima nije pitanje jedne osobe ili dijela u preduzeću već svih zaposlenih. Upravljanje rizicima mora živjeti u glavi svakog menadžera i svakog zaposlenog.

Upravljanje rizicima je ograničeno operativnim instrumentima (i individualnim načinom ponašanja). Spremnost zaposlenih, njihovo znanje o kritičnim temama, otkrivanje grešaka i potencijalnih rizika i razgovor o njima prije nego što nastupe, dio je kulture uspješnog preduzeća. Sam proces uvođenja sistema upravljanja rizicima složen je i dugotrajan, stoga se sprovodi u pojedinim etapama. Najvažniji korak, razvoj svijesti o potrebi upravljanja rizicima i inicijativa uvođenja, odgovornost je menadžmenta, a cijeli proces uvođenja može trajati godinu ili više. Upravljanje rizicima ne mora nužno postati samostalna institucija u organizaciji preduzeća, već se može pridružiti nekom drugom području. Organizaciono rješenje zavisice od veličine preduzeća, njegove strukture, grane kojoj pripada, njegovim specifičnostima. Upravljanje rizicima znači, dakle, prihvatanje određenog nivoa rizika, izbjegavanje ili smanjenje na prihvatljiv nivo ili prevaljivanje na treće lice. Mogućnosti smanjenja rizika zavise od vrste pojedinog rizika. Upravljanje rizicima znači eksplicitnu odluku o prihvatljivom nivou rizika, potrebnim mjerama za nadzor i upravljanje rizicima, kao i osobe odgovorne za pojedine rizike.¹⁸

¹⁷ Hurst K. David: "Crisis and renewal: Meet the challenge of organizational change", 2002, pg. 179;

¹⁸ Vidjeti više u Vejn F. Kasio: "Odgovorno restrukturiranje";

Na sljedećoj slici dat je proces upravljanja rizicima.



Slika br.4: Proces upravljanja rizicima

5. Ko u kompaniji upravlja rizicima

Posljednje pitanje organizacije sistema upravljanja rizicima jeste pitanje nosioca. Može se govoriti o unutrašnjem i spoljašnjem nadzoru.

Nosioci spoljašnjeg nadzora su¹⁹:

- *Nadzorni odbor.* U sistemu upravljanja rizicima on provjerava jesu li preduzete sve mjere za spoznaju, analizu i vrednovanje postojećih i budućih rizika i jesu li interne smjernice dovoljne za upravljanje rizicima. Za nadzor nad sistemom upravljanja rizicima nadzornom odboru služi rezultat ispitivanja revizora. Revizor time postaje pomoć nadzornom odboru. Nadzorni odbor pri tome predlaže revizora, daje mu nalog za reviziju, dogovara honorar i u dogovoru s revizorom određuje vlastita težišta revizije.
- *Revizor.* Revizori pri reviziji završnih računa ocjenjuju i testiraju je li uprava u odgovarajućem obliku preduzela obavezne mjere i može li tako uveden sistem nadzora ispuniti svoj zadatak. Posebnu pažnju usmjerava na izvještaj o rizicima u budućem poslovanju, pitanju je li uprava uvela sistem nadzora i upravljanja rizicima koji ispunjava svoje zadatke, pitanju procjene budućeg razvoja poslovanja. Područje zadataka revizora time se sadržajno proširilo, ali se njegova funkcija i položaj u sistemu nadzora nisu promijenili.
- *Ostali posebni nosioci nadzora:* poreske inspekcije, nadzor banaka, osiguranja, itd.

Nosioci unutrašnjeg nadzora su:

¹⁹ Osmanagić Nidžara Bedenik: "Križa kao šansa", str. 85;

- *Uprava* - Odgovorna je za efikasan sistem nadzora upravljanja rizicima, tj. za njegovo uvođenje i funkcionisanje, određivanje načela politike rizika, podsticanje unapređenja procesa upravljanja rizicima te stvaranje svijesti o rizicima. Sistem upravljanja rizicima treba posebno da obuhvati i analizira tržišne rizike kao i poslovne, finansijske i pravne rizike, i rizike okoline.
- *Interna revizija* - Procesno je nezavisna i neutralna institucija nadzora u preduzeću koja prema nalogu uprave nadzire aktivnosti u preduzeću i objedinjava zadatke revizije finansija, menadžmenta, operativne revizije i zadatke savjetovanja i predlaganja unapređenja. U sistemu upravljanja rizicima interna revizija djeluje savjetodavno, potvrđuje uvođenje i efikasnost sistema, a sa tim u vezi u prikladnim vremenskim razmacima korišćenjem uzoraka ispituje sposobnost sistema. Ako u preduzeću nema interne revizije, tada se problem rješava pomoću spoljašnjih saradnika.
- *Interna kontrola* - Predstavlja proces kontinuiranog poređenja zadatog i ostvarenog i služi smanjenju vjerovatnoće nastanka greški. Interna kontrola se može provoditi prije, za vrijeme ili nakon radne aktivnosti i bitna je karika u procesu nadzora i upravljanja rizicima.
- *Računovodstvo* - Stvara knjigovodstvenu podlogu za praćenje cjelokupnog poslovanja i to prema jedinstvenim propisima i pravilima, što je ujedno i prva kontrola poslovnih podataka. Tradicionalno računovodstvo podržava kratkoročno sagledavanje rizika. Uvođenje sistema upravljanja rizicima znači za računovodstvo nadgradnju odgovarajućim monetarnim indikatorima usmjerenim na budućnost. Uvođenje i primjena sistema upravljanja rizicima podstiče intenzivnije osavremenjivanje računovodstva: redovan obračun novčanih tokova, naglašeno izvještavanje po segmentima i objedinjavanje baze podataka računovodstva.

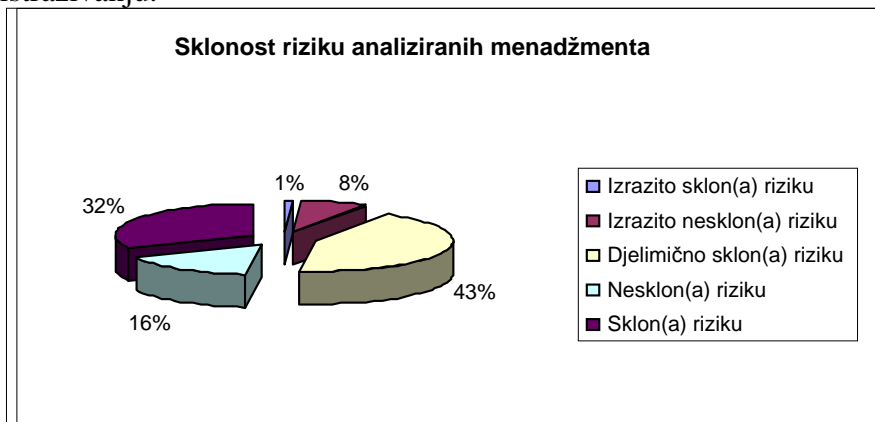
U procesu upravljanja rizicima naglasak je na zajedničkom i kompetentnom ispunjavanju zadataka postojećih i dokazanih institucionalnih cjelina u preduzeću. Proaktivno upravljanje rizicima time služi postizanju: sigurnosti opstanka društva, sigurnosti budućeg uspjeha, izbjegavanju, odnosno sniženju troškova rizika, kao i porastu tržišne vrijednosti društva.

Sistem upravljanja rizicima treba da bude razvojni, učeći sistem, dio ukupne kulture preduzeća. Saradnja bez organizacionih barijera kao i korišćenje brzih informacionih kanala osnovni su preduslovi efikasnog upravljanja rizicima.

6. Sklonost riziku u odlučivanju – zaključna razmatranja i implikacije na crnogorske kompanije

Odluke je moguće donositi u različitim okolnostima. Te okolnosti mogu biti sigurnost, rizik i nesigurnost. Postavlja se pitanje da li su, i u kojoj mjeri menadžeri

skloni riziku? Slika 1. pokazuje odnos menadžera prema riziku prema jednom hrvatskom istraživanju.



Slika br. 5: Sklonost riziku analiziranih menadžmenta²⁰

Iz ovog dijagrama može se zaključiti da sklonost riziku nije najizraženija varijabla analiziranih menadžera. Samo 17 % njih su izrazito skloni ili skloni riziku, dok je najveći dio (43 %) samo djelimično sklon riziku. Gotovo isto toliko (40 %) je onih koji nijesu skloni ili izrazito nijesu skloni riziku.

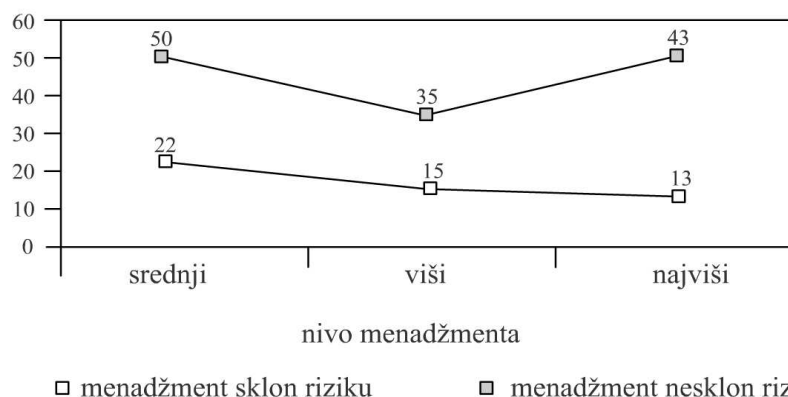
Skлонost odnosno nesklонost riziku povezana je sa prirodom čovjeka ali isto tako i uz položaj odnosno samu poziciju u organizaciji. Uzevši u obzir sve odgovore, moglo bi se reći da oni korespondiraju sa nekim drugim odgovorima vezanim za odlučivanje analiziranih menadžera. Sigurno je da vrste odluka, na određeni način, određuju okolnosti odlučivanja pa će se strategijske odluke donositi, po pravilu, u uslovima rizika ili nesigurnosti. To znači da i menadžeri koji se nalaze u poziciji donošenja strategijskih odluka moraju do određene mjere, veće ili manje, biti spremni i na preuzimanje rizika za ishod tih odluka. Inače, u protivnom, budućnost takvih preduzeća se dovodi u pitanje. To, takođe, važi i za neprogramirane odluke koje se donose u novim, nepoznatim situacijama i okolnostima odlučivanja pa će i kod njihovog donošenja biti važna spremnost menadžera da preuzme rizik.

U analizi sklonosti riziku svakako je interesantno i pitanje jesu li menadžeri svih nivoa menadžmenta jednako skloni ili nijesu skloni riziku. Sudeći po ovoj analizi da jesu, jer se pokazuje da nema statistički značajne povezanosti između sklonosti riziku i nivoa menadžmenta. Razlike između pojedinih nivoa menadžmenta u pogledu njihove sklonosti ili nesklонosti riziku sa zanemarljive i neočekivane. Naime, skлонost ili nesklонost riziku je indirektno povezana sa nivoima menadžmenta preko vrsta odluka koje donose odnosno koje bi trebalo da donositi pojedini nivoi

²⁰ Sikavica Pere, Bahtijarević-Šiber Fikreta: "Menadžment", str. 332;

menadženta. Stoga iznenađuje ovakva distribucija odgovora po kojoj nema nekih značajnih razlika među pojedinim nivoima menadžmenta. Budući da bi odluke, s obzirom na njihovu složenost i značaj, trebale biti izdiferencirane po različitim nivoima menadžmenta i to tako da se na višim nivoima odlučuje o strategijskim pitanjima, neprogramiranim odlučivanjem i po modelu subjektivne racionalnosti, vrlo često intuicijom, to bi na tim nivoima menadžmenta bilo za očekivati i najveću sklonost riziku. Na nižim nivoima menadžmenta sklonost riziku, baš zbog prirode problema o kojima se odlučuje, bila bi najmanja.

Ako se izdvoje i povežu samo oni koji su "izrazito skloni" i "skloni" riziku i oni koji su "nijeku skloni" i "izrazito nije su skloni" riziku dobija se sljedeći dijagram.



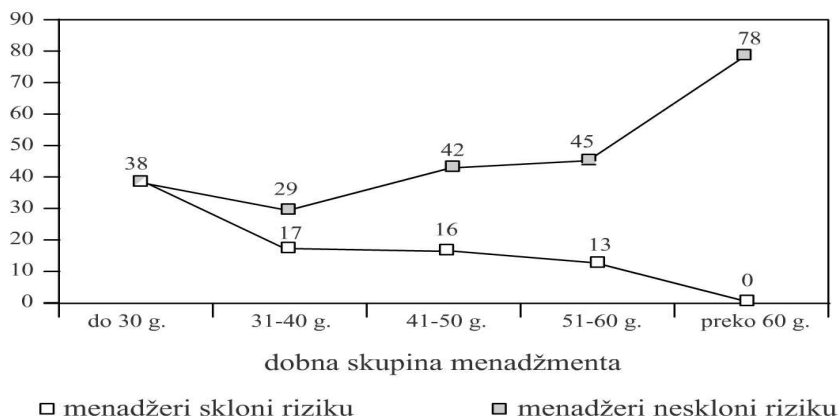
Slika br. 6: Menadžeri različitih nivoa sa aspekta sklonosti riziku²¹

Slika vjerno ilustruje trend opadanja sklonosti riziku sa podizanjem nivoa menadžmenta. Interesantno je da je među menadžerima srednjeg nivoa najviše onih sklonih riziku, ali i onih koji nije su skloni riziku. Najmanje je "nesklonih" na višem srednjem nivou. Takvi neočekivani rezultati najvjerojatnije su posljedica pomiješanosti uloga, kompetencija i nadležnosti između pojedinih nivoa menadžmenta što potvrđuju i dosadašnje analize u ovom istraživanju, posebno u dijelu koji se tiče vrsta odluka, načina odlučivanja, modela odlučivanja i okolnosti u kojima se odlučuje.

Ako bi se u analizi odnosa sklonost riziku - pol menadžera pošlo od nekih predrasuda i stereotipa vezanih za polove, bilo bi logično očekivati veću sklonost riziku kod muškaraca. Statistička analiza na potvrđuje tu pretpostavku niti značajnu povezanost između pola menadžera i njihove sklonosti odnosno nesklonosti riziku. Žene menadžeri u većem broju istovremeno pokazuju i nešto veću sklonost i nesklonost riziku. Bez obzira na ove razlike koje je teško objasniti treba reći da je

²¹ Isto fusnota 17 str. 335;

sklonost odnosno nesklonost riziku više povezana sa prirodom osobe koja odlučuje, nezavisno od toga da li je ta osoba muškarac ili žena, kao i uz položaj u organizaciji odnosno nivo menadžmenta na kojem se ta osoba nalazi. Studija pokazuje da stariji menadžeri i uopšte stariji ljudi su manje skloni riziku. Takvu zakonitost dosta ubjedljivo pokazuje sljedeći grafik.



Slika br. 7: Sklonost riziku sa aspekta starosne dobi

Kao što je vidljivo sa slike, najveću sklonost riziku pokazuju najmlađi, a najmanju najstariji menadžeri. Pro tome treba imati u vidu da se radi o kategorijama sa relativno malim brojem ispitanika, što je posebno, kako je već isticano, odnosi na kategoriju iznad 60 godina starosti. Međutim dobijeni podaci potvrđuju dosadašnje saznanja u domenu istraživanja odnosa koji postoji između starosti menadžera i njegove sklonosti riziku. Istraživanja takođe potvrđuju da se u praksi menadžera moraju iskoristiti i kombinovati karakteristike i jednih i drugih kroz timski rad i saradnju mladih i starijih menadžera. Ovi rezultati, ali ne samo oni, isto tako govore o razlozima i potrebi ali i praksi da menadžeri preduzeća budu mlađi, a članovi nadzornih i upravnih odbora koji kontrolišu i odobravaju njihov rad stariji sa većim poslovnim i životnim iskustvom.

U Crnoj Gori još uvijek nijesu provedena cjelovita istraživanja o riziku ali postoje neke pojedinačne studije. Obično su kompanije i njihovi menadžmenti u proteklom periodu zanemarivali ovaj fenomen. U tržišnim uslovima i turbulentnom vremenu sve veća pažnja će biti posvećena preduzetničkim rizicima i na teorijskom i na empirijskom planu. Naročito u vremenu kada se vlasnička funkcija odvaja od upravljačke i kada vlasnici spoznaju svoje slabosti, a šansu prepoznaju transferišući dio menadžerskih sposobnosti na profesionalce. Što prije se uspostave relacije koje rizik svode na najmanju mjeru, to će se i preduzeća lagodnije osjećati u tržišnom ambijentu.

Literatura:

- Blayney Mark: "Turning your business around", How to books ltd, 2002. god.;
- Nidžara Osmanagić – Bedenik: "Krizna kao šansa", Školska knjiga, 2003. god.;
- Kasio F. Vejn: "Odgovorno restrukturiranje", Prometej, 2003. god.;
- Burke J. Ronald and Cary L. Cooper: "The organization in crisis", Blackwell, 2000. god.;
- Pere Sikavica, Bahtijarević – Šiber Fikreta: "Menadžment", Masmedia, 2004. god.;
- Graham Benjamin: "Inteligentni investitor", Masmedia, 2003. god.;
- Marcus Kane Bodie: "Počela ulaganja", Mate, 2006. god..

Vladimir Kaščelan*
Milijana Novović*

Komparativna analiza tržišta osiguranja u regionu

Abstract:

Insurance is the important factor for the stability of the financial sector and has the essential influence on the economy development of each country. The analysis of the insurance sector in the region is performed according to the general economic indicators, general indicators of the insurance development and the specific insurance indicators. Even though insurance market is considered as the unique entity, there are the significant differences in its base segments - life and non-life insurance. If we exempt Slovenia and Croatia and analyze the general economic indicators, we can conclude that the insurance market of the region is behind the developed European countries.

Key words: insurance, premium growth, life and non-life premium volume, reinsurance, insurance density and insurance penetration

1. Uvod

Djelatnost osiguranja predstavlja važan faktor stabilnosti finansijskog sektora i bitno utiče na razvoj privrede svake zemlje. Tržište osiguranja zemalja jugoistočne Evrope karakterišu značajne promjene prouzrokovane različitim tempom privrednog razvoja. Zemlje koje se pripremaju za ulazak u Evropsku Uniju, sprovode brže reforme, a znatan je i prodor stranog kapitala uslijed smanjenja finansijskih i političkih rizika.

Analiza sektora osiguranja u državama na području bivše Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije (SFRJ), najbolje se realizuje komparacijom osnovnih pokazatelja razvijenosti osiguranja, analizom odstupanja vrijednosti indikatora posmatranih tržišta u odnosu na tržišta osiguranja zemalja Evropske Unije, kao i prognozom razvoja osiguranja u budućnosti. U pokazatelje razvijenosti osiguranja ubrajamo: a) opšte ekonomske pokazatelje (bruto društveni proizvod-BDP, BDP po glavi stanovnika – BDP per capita i broj stanovnika); b) opšte pokazatelje osiguranja (ukupna bruto premija, bruto premija životnih i neživotnih osiguranja, iznos premije

* Ekonomski fakultet - Podgorica

* Ekonomski fakultet - Podgorica

za reosiguranje, i dr.); i c) specifične pokazatelje osiguranja (koeficijent penetracije osiguranja - udio premije u BDP i koeficijent gustine osiguranja - iznos premije po stanovniku).

U 2005. godini ukupna premija osiguranja u svijetu iznosila je 3.426 milijarde \$ i uvećana je po stopi od 2,5% u odnosu na 2004. godinu. Ukupna premija životnog osiguranja iznosila je 1.974 milijardi \$, dok su kompanije neživotnog osiguranja ostvarile premiju u iznosu od 1.452 milijardi \$ u 2005. godini. Premije životnog osiguranja povećale su se za 3,9%, dok su premije neživotnog osiguranja ostvarile rast za 0,6% u odnosu na 2004. god. Tokom prošle dekade, ukupna premija osiguranja uvećavala se po stopi koja je fluktuirala između 2-10% godišnje, što ukazuje na pozitivan trend rasta i značaj osiguranja u svjetskim razmjerama. [vidi 1]

Najveće učešće u ukupnoj svjetskoj premiji u 2005. godini [vidi 2], imala je Evropa (37,7%), zatim Amerika (37,37%), Azija (22,18%) i Afrika (1,17%). Sjeverna Amerika činila je 33,6% svjetskog tržišta osiguranja, Japan (13,91%), Velika Britanija (8,76%), Francuska (6,49%) i Njemačka (5,76%). Ostale manje razvijene zemlje činile su 31,48% ukupne svjetske premije u 2005. godini. Centralna i istočna Evropa učestvovala je sa 0,53% u ukupnoj svjetskoj premiji osiguranja u 2005. godini.

Iako se tržište osiguranja često posmatra kao jedinstven entitet, postoje značajne razlike u njegovim osnovnim segmentima - životnom i neživotnom osiguranju. Životno osiguranje u 2005. godini činilo je 57,6% ukupnog svjetskog tržišta osiguranja, dok su premije neživotnog osiguranja činile 42,4% ukupne svjetske premije. Ako posmatramo tržište osiguranja u Evropi, neophodno je naglasiti da su premije životnog osiguranja u 2005. godini učestvovala sa 59,7% u ukupnoj premiji. U istoj godini, najveće učešće životnog osiguranja u ukupnom portfelju osiguranja zabilježila je zemlja Luksemburg (89,2%), zatim Finska (79,9%), dok se učešće životnog osiguranja kod ostalih zemalja zapadne Evrope kretalo u prosjeku oko 59,6%, a kod zemalja centralne i istočne Evrope oko 26,15% ukupnog portfelja. Najmanje učešće životnog osiguranja u ukupnoj premiji osiguranja u 2005. godini ostvarila je Makedonija (2,1%), Ukrajina (2,5%), a zatim Crna Gora (2,6%) i Rusija (5,2%). Učešće životnog osiguranja u ukupnom portfelju osiguranja Srbije u 2005. godini iznosilo je 9,5%.

2. Tržište osiguranja Slovenije

U 2005. godini Slovenija je ostvarila BDP u iznosu od 27,6 milijarde €, dok je BDP per capita iznosio 13.807 €. Uključivanje Slovenije u Evropsku Uniju imalo je

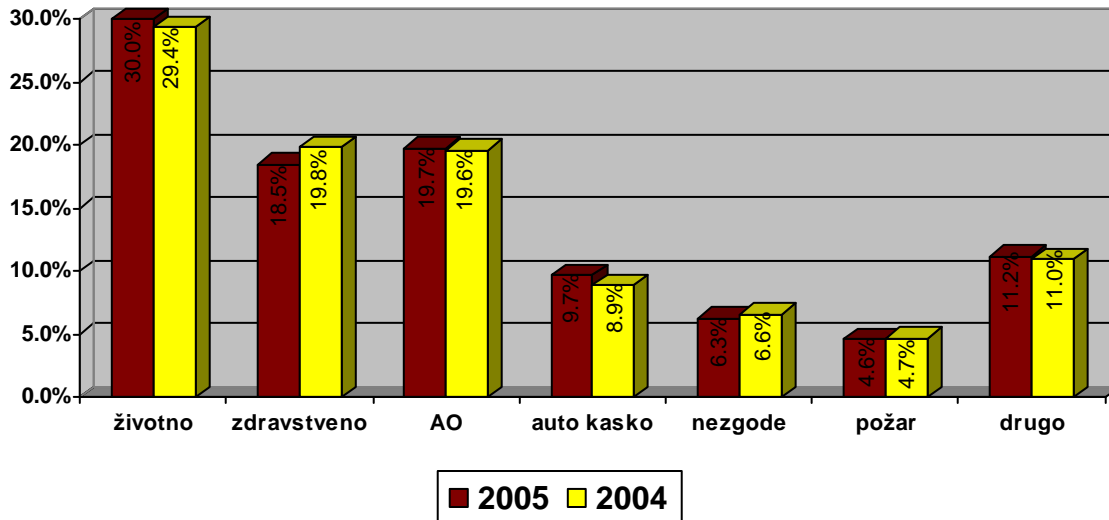
pozitivan uticaj na tržište osiguranja. Zahvaljujući dodatnoj primjeni evropskih zakona, slovenačke osiguravajuće kompanije su obavljale svoje aktivnosti i u inostranstvu.

Na tržištu osiguranja Slovenije, u 2005. godini poslovalo je 18 kompanija i 2 reosiguravajuća društva. Osiguravajuća kompanija "Triglav" već duži niz godina zauzima primat na tržištu osiguranja (39,75%). Na drugom mjestu se nalazi osiguravajuća kompanija "Vzajemna" (14,85%), dok kompanija "Adriatic Slovenica" zauzima 12,91% slovenačkog tržišta osiguranja.[vidi 3]

Na osnovu podataka Slovenačkog udruženja osiguravajućih kompanija, bruto obračunata premija na tržištu osiguranja za 2005.godinu iznosila je 1,55 milijardi €. Premija neživotnog osiguranja u istoj godini iznosila je 69,99% ukupno obračunate premije, dok je životno osiguranje sa 30,01% učestvovalo u ukupnom portfelju. Ukupna premija reosiguranja u 2005. godini iznosila je 161 milion €.[vidi 4]

Ako bi se posmatrao portfelj osiguranja Slovenije u prethodnim godinama, moglo bi se jasno konstatovati da se učešće neživotnog osiguranja smanjilo na račun povećanja premija životnog osiguranja. Obzirom da se učešće životnog osiguranja kod razvijenih evropskih država kreće u prosjeku oko 60%, jasno je da Slovenija mora udvostručiti portfelj životnog osiguranja kako bi dostigla nivo razvijenosti tržišta evropskih zemalja. U odnosu na pojedine linije poslovanja (vrste neživotnog osiguranja), životno osiguranje ima najveće učešće u ukupnom portfelju osiguranja. Prema procjenama Udruženja osiguravajućih kompanija Slovenije, izjednačenje učešća životnog i neživotnog osiguranja u ukupnom portfelju, očekuje se za nekih 10. godina.

Struktura portfelja osiguranja u Sloveniji u 2004. i 2005. godini može se vidjeti u sledećem grafikonu:



Grafikon br.1: Strukutra portfelja osiguranja Slovenije u 2004. i 2005. godini

U 2005. godini registrovan je povoljan odnos između naplaćenih premija i isplaćenih šteta. Kod životnog osiguranja isplaćeno je šteta u iznosu od 0,13 milijardi €, dok su isplaćene štete neživotnog osiguranja iznosile 0,48 milijardi €. Ako je ukupno naplaćena premija životnog osiguranja iznosila 0,45 milijardi €, a neživotnog 1,1 milijardu €, jasno je da je odnos ukupne premije i šteta u 2005. godini iznosio 2,5: 1

Koeficijent penetracije tržišta osiguranja u 2005. godini iznosio je 5,6%, dok je gustina osiguranja evidentirana na 775 €. Gustina i penetracija osiguranja ukazuju na razvijenost kulture osiguranja, ali i na ekonomsku razvijenost zemlje. Komparacije radi, neophodno je naglasiti da iznos premije po stanovniku (gustina osiguranja) u razvijenim evropskim zemljama u prosjeku iznosi oko 2000 €, dok se koeficijent penetracije u prosjeku kreće oko 9%.

3. Tržište osiguranja Hrvatske

Hrvatska je bila najjača država u regiji sa ostvarenim BDP-om u iznosu od približno 31 milijardu €. Najveći BDP per capita u 2005. godini imala je Slovenija (13.807€), a iza nje Hrvatska i to 6.923 €.

Dinamika razvoja osiguranja u Hrvatskoj svrstava se u perspektivnu razvojnu djelatnost. Ukupna bruto premija društava za osiguranje u 2005. godini iznosila je oko 1 milijardu €, što predstavlja rast od 12,2% u odnosu na 2004. godinu. Trend

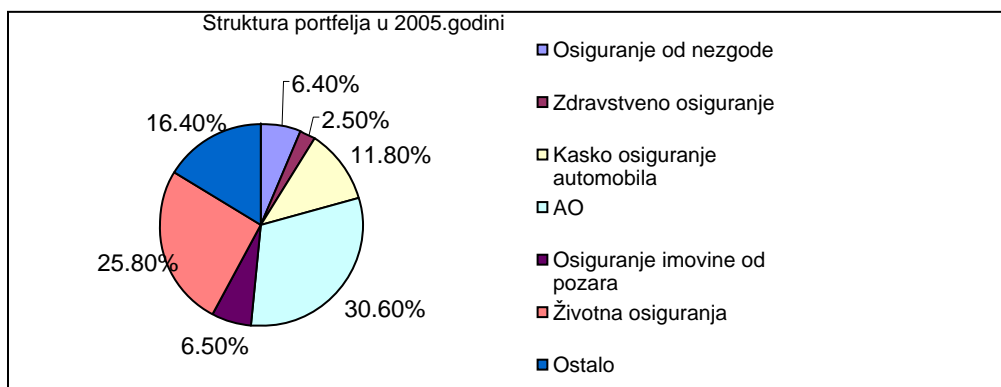
rasta je posebno izražen kod premije životnih osiguranja, koja je u 2005. godini porasla za 22,2% u odnosu na prethodnu godinu. Premija životnog osiguranja u 2005. godini iznosila je 0,259 milijardi €, a životno osiguranje je sa 25,8% učestvovalo u ukupnom portfelju osiguranja. [vidi 5]

Na ovakva pozitivna kretanja, pored veće poslovne aktivnosti samih osiguravajućih kompanija, uticale su i mjere ekonomske politike, kako u dijelu stabilnosti cijena i domaće valute, tako i u pogledu podsticajnih mjera u smislu davanja poreskih olakšica za životna osiguranja, kao i za dopunska i privatna zdravstvena osiguranja. Dolazak stranih investitora na tržište Hrvatske, takođe je uticalo na razvoj osiguranja, odnosno na povećanje kvaliteta i raznovrsnosti proizvoda i usluga osiguranja.

U bruto domaćem proizvodu Hrvatske, osiguranje učestvuje sa preko 3%. Iznos premije po stanovniku u 2005. godini iznosio je 222 €. U Republici Hrvatskoj, u 2005. godini poslovalo je 23 društva za osiguranje i 2 društva za reosiguranje kao i Hrvatski pool za osiguranje i reosiguranje nuklearnih rizika. Poslovima životnih osiguranja bavilo se 5 osiguravajućih kompanija, 7 kompanija obavljalo je poslove neživotnih osiguranja, a 11 kompanija bavilo se poslovima i životnih i neživotnih osiguranja.

Struktura portfelja osiguranja Hrvatske se mijenja, ali su iz godine u godinu različiti trendovi promjena. Učešće osiguranja auto-odgovornosti ima tendenciju pada, kao i učešće osiguranja od nezgode, dok učešće kasko osiguranja automobila oscilira. Učešće transportnih i imovinsko požarnih osiguranja već duži niz godina stagnira. Tendenciju rasta u ukupnom portfelju osiguranja pored životnog osiguranja imaju i osiguranja pravne zaštite, osiguranja turističkih usluga kao i dobrovoljno zdravstveno osiguranje.

Struktura portfelja hrvatskih osiguravajućih kompanija u 2005. godini prikazana je u sledećem grafikonu:



Grafikon br.2: Struktura portfelja osiguranja Hrvatske u 2005. godini

Godina 2005. smatra se uspješnom godinom za osiguravajuće kompanije i razvoj tržišta osiguranja Hrvatske. Porast premija životnog osiguranja znači dalje poboljšanje zaštite i socijalne sigurnosti. Automobili su i dalje imovina koja se najviše osigurava, dok je ostala imovina, ipak nedovoljno osigurana.

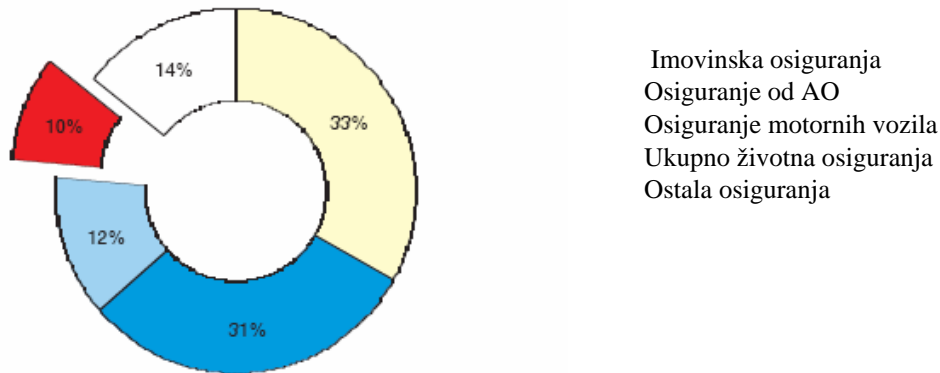
4. Tržište osiguranja Srbije

Država Srbija, koja broji oko 8 miliona stanovnika, (bez Kosova zbog dalje analize tržišta osiguranja [vidi 6]), je demografski najača zemlja regije koja je u 2005.godini ostvarila BDP u iznosu od 13,7 milijardi €.

Prema premiji po stanovniku u 2004. godini od oko 40€, Srbija zauzima tek 70. mjesto u svijetu. Prema ukupnoj premiji, Srbija se u 2004. godini nalazila na 66. mjestu u svijetu. Iako su u 2005. godini oba navedena pokazatelja poboljšana, (učešće premije u bruto domaćem proizvodu iznosilo je 2,1%, a premija po stanovniku oko 54 €), sektor osiguranja je još uvijek nedovoljno razvijen. Razvoj tržišta osiguranja mjereno rastom premije pokazuje pozitivan trend. Ukupna premija u 2005. godini u odnosu na premiju u 2004. godini, porasla je za 53%. Treba naglasiti da su pri tome cijene na malo zabilježile rast od 16,5%, što govori u prilog realnom porastu ukupne premije u godini u kojoj je oko 50% društava za osiguranje ostalo bez dozvole za rad, odnosno, u godini u kojoj su ozbiljno započete aktivnosti na stabilizaciji sektora osiguranja i njegovoj reformi.

Ukupna premija u 2005. godini iznosila je 405,7 miliona €. U strukturi premije, učešće neživotnih osiguranja iznosilo je 90,5%, dok je životno osiguranje učestvovalo sa 9,5% u ukupnom portfelju. Dobrovoljno penzijsko osiguranje činilo je 0,6% ukupnog portfelja, tako da je ukupno životno osiguranje (uključujući i

dobrovoljno penzijsko) u 2005. godini iznosilo oko 10% ukupnog portfelja. Iako je premija životnog osiguranja u 2005. godini porasla za čak 96%, njeno učešće u ukupnoj premiji i dalje je izuzetno nisko [vidi 7].



Grafikon br.3: Struktura portfelja osiguranja Srbije u 2005.godini

U strukturi premije od neživotnih osiguranja, imovinska osiguranja (osiguranje imovine od požara i drugih opasnosti i ostala osiguranja imovine) permanentno zahvataju najveći dio ukupne premije. U 2005. godini njihovo učešće iznosilo je 33%. Osiguranje od auto-odgovornosti učestvovalo je sa 31% u ukupnom portfelju. Najveći godišnji porast premije u grupi neživotnih osiguranja u 2005. godini bilježilo je dobrovoljno zdravstveno osiguranje (142%) i osiguranje od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila (104%).

Najveća dva društva za osiguranje ("Dunav osiguranje" i "DDOR Novi Sad") ostvarila su 65% ukupne premije i 70% premije neživotnih osiguranja u 2005. godini.

U strukturi aktive društava za osiguranje, sa stanjem na dan 31. decembra 2005. godine, 50,2% imovine odnosilo se na stalnu imovinu (od čega 36,2% na nekretnine, a 13% na dugoročne finansijske plasmane), dok se 49,3% odnosilo na obrtnu imovinu (od čega na potraživanja po premijama i na kratkoročne finansijske plasmane po 18%). U strukturi pasive na dan 31. decembra 2005. godine, kapital i rezerve iskazale su učešće od 40%, a tehničke rezerve od 49%. Društva za osiguranje su u 2005. godini smanjila učešće sopstvenog kapitala u korist povećanih izdvajanja sredstava u tehničke rezerve. Istovremeno, sa relativnim padom učešća kapitala u strukturi pasive, kapital i rezerve su iskazali nominalni porast za 19% u odnosu na 2004., što je uglavnom rezultat izvršenih dokapitalizacija društava u skladu sa zakonskom regulativom.

Učešće osiguranja u finansijskom sektoru Srbije, u odnosu na banke, veoma je nisko - u bilansnoj sumi finansijskog sektora, banke učestvuju sa 89%, a društva za osiguranje sa svega 5,3%.

Od 2004. do aprila 2006. godine broj osiguravajućih kompanija je smanjen za 50% - sa 40 na 18 kompanija, od kojih se isključivo poslovima osiguranja bavi 15 društava, a poslovima reosiguranja 2 društva, dok se poslovima i osiguranja i reosiguranja bavi jedno društvo. Od društava koja se bave poslovima osiguranja samo životnim osiguranjem se bavi jedno društvo, samo neživotnim 7, a životnim i neživotnim osiguranjem 8 društava za osiguranje.

Do kraja 2007. godine, sve osiguravajuće kompanije u Srbiji su obavezne da odvoje poslove osiguranja i reosiguranja, kao i da razdvoje bavljenje životnim od neživotnog osiguranja. To će se, kako smatraju u Narodnoj banci Srbije, zajedno sa najavljenim privatizacijama, pripajanjima i preuzimanjima, u narednom periodu dodatno promijeniti broj društava za osiguranje.

5. Tržište osiguranja Crne Gore

Kada je riječ o osiguranju u Crnoj Gori, neizbježna tema jeste novi Zakon o osiguranju i u okviru njega nadzor, za koji se "takmiče" Ministarstvo finansija i Centralna banka Crne Gore. U Crnoj Gori je još uvijek na snazi Zakon o osiguranju imovine i lica iz 1996. godine, a obzirom da je urađen predlog novog Zakona, očekuje se uskoro i njegovo usvajanje.

Centralna banka je krajem 2005. napravila analizu tokova platnog prometa, koja je dala podatke o odlivu novca za kupovinu polisa stranih osiguravača, koji nemaju dozvolu za rad u Crnoj Gori. Odliv novca na ovakav način konstantno je u porastu, sa 2,3 miliona € u 2002. godini na 4,93 miliona €, koliko je registrovano za 11 mjeseci 2005.godine. Strane osiguravajuće kompanije predstavljaju nelojalnu konkurenciju domaćim osiguravačima, posebno u domenu životnih i penzijskih osiguranja.

U periodu od 2000. do 2003. godine, u Crnoj Gori poslovala su samo tri društva za osiguranje i to: "LOVĆEN" a.d. Podgorica, "MONTENEGRO" a.d. Podgorica i "SWISS" a.d. Podgorica, kao i jedno društvo za reosiguranje, "LOVĆEN-RE" Podgorica. U 2003. godini dozvolu za rad od Ministarstva finansija Republike Crne Gore dobilo je "Zepter osiguranje" a.d. Podgorica, a 2004. godine i "Grawe osiguranje" a.d. Podgorica. Poslovima osiguranja i reosiguranja u Crnoj Gori u 2005.godini bavilo se pet osiguravajućih društava i jedno društvo za reosiguranje.

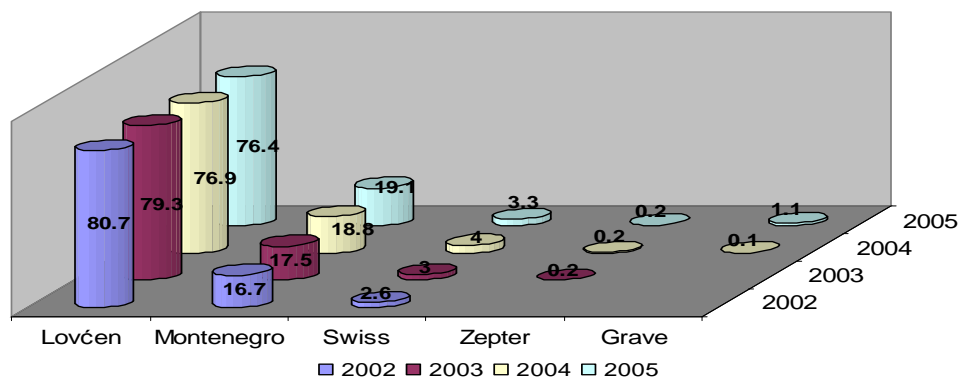
Broj zaposlenih u sektoru osiguranja nije se znatno promijenio u periodu od 2002. do 2005. godine.

	2002	2003	2004	2005
1. "Lovćen osiguranje"	253	254	242	240
2. "Montenegro osiguranje"	34	41	47	49
3. "Swiss osiguranje"	11	15	19	19
4. "Zepter osiguranje"	-	4	3	3
5. "Grawe osiguranje"			2	2
6. "Lovćen-Re"	2	2	2	2
Ukupno.	300	316	315	315

Tabela br.1: Broj zaposlenih u sektoru osiguranja u periodu od 2002-2005. godine

U ukupnom kapitalu društava za osiguranje prisutno je veliko učešće stranog kapitala i to: u "Lovćen osiguranju" 49,58%; u "Grawe osiguranju" 100% i u "Zepter osiguranju" 100%. Prošlu godinu okarakterisala je i "berzanska trka" za akcijama "Lovćen" osiguranja, kompanije koja je najviše zastupljena na crnogorskom tržištu osiguranja (76%).

Ostvarena bruto premija na tržištu Crne Gore, u periodu od 2002-2005. godine, imala je tendenciju rasta i iznosila je 22,8 miliona € u 2002.godini; 25,6 miliona € u 2003. godini; 26,1 milion € u 2004. godini i 32 miliona € u 2005. godini. Bruto premija u odnosu na prethodnu godinu porasla je za 22,6% i učestvuje u BDP Crne Gore sa 2,1%. Crna Gora ima 620 hiljada stanovnika, što znači da je u 2005. godini premija po stanovniku iznosila oko 51 €. Učešće pojedinih kompanija u ukupno ostvarenoj bruto premiji u Crnoj Gori (koncentracija osiguranja), u periodu od 2002-2005. godine, prikazano je sledećim grafikonom [vidi 8]:



Grafikon br.4: Učešće osiguravajućih kompanija u ukupnoj bruto premiji u periodu 2002-2005. god. Grafikon br.4. jasno pokazuje da najveće učešće na crnogorskom tržištu osiguranja ima »Lovćen« osiguranje, te da je ova kompanija u 2002. godini ostvarila 80%, odnosno 76,4% ukupne bruto premije u 2005. godini. Smanjenje učešća »Lovćen«

osiguranja u ukupnoj bruto premiji u 2005. godini, nastalo je boljim rezultatima poslovanja »Montenegro« i »Grave« osiguranja u istoj godini.

Učešće ostvarene premije po vrstama osiguranja u Crnoj Gori, u 2005. godini prikazano je sledećom tabelom:

	u ooo Eur				
	2005	%	2004	%	Index
	učešća		učešća		
- imovinska osiguranja	9.424	29,4	6.929	26,6	136,0
- osiguranja od nezgode	5.831	18,2	5.397	20,6	108,0
- obavezna osiguranja	15.946	49,8	13.347	51,1	119,5
- osiguranja života	821	2,6	444	1,7	184,9
Ukupno bruto premija	32.022	100,0	26.117	100,0	122,6

Tabela br.2: Učešće premije po vrstama osiguranja u 2005. godini

Važno je uočiti da iako je mali procenat ostvarenog životnog osiguranja u 2005.godini (2,6%), realno postoji pozitivan trend rasta u odnosu na 2004. godinu. Drugim riječima, učešće životnog osiguranja u ukupnom porfelju osiguranja povećalo se za oko 1,5 puta u odnosu na 2004. godinu.

6. Tržište osiguranja Bosne i Hercegovine

Država BIH sama po sebi predstavlja veliki problem za funkcionisanje sektora osiguranja, jer ne postoji adekvatan zakon koji bi bio glavna potpora razvoju osiguranja. Iako je Zakon o Agenciji za osiguranje, kojim bi se trebala regulisati djelatnost osiguranja na cijeloj teritoriji BIH, donešen prije dvije godine, Agencija kao takva još uvijek ne funkcioniše. Poreska politika BIH je destimulativna, a mali broj obaveznih osiguranja se faktički i ne kontoliše. Imajući u vidu kompletnu pravnu i ekonomsku sliku BIH, jasno je da mnoge inostrane kompanije posluju na teritoriji ilegalno, ili čak i javno, ne obazirajući se na odredbe važećih zakona. Tako npr., austrijska kompanija »Wiener Stadtische« radi bez odobrenja od 1996. godine.

Sa druge strane, iako zakoni jasno kažu da se imovina na teritoriji BIH može osigurati kod društva registrovanih u BIH, mali je broj inostranih preduzeća koja se pridržavaju ove odredbe. Preduzeća se osiguravaju pomoću »master« polisa, tj. polisa koje pokrivaju cjelokupnu imovinu ma gdje se ta imovina nalazila. Jasno je da je ovakav način osiguranja jeftiniji, ali je pitanje da li je bolji za državu, jer se gube novčana sredstva iz djelatnosti osiguranja, a time i smisao postojanja Agencije za nadzor. Kada bi se napravio pregled gubitaka koji sektor osiguranja ima zbog nepoštovanja zakona, došlo bi se do iznosa oko 5 miliona €

U prethodnih deset godina bankarstvo se u BIH brže razvijalo u odnosu na osiguranje. Za 10 godina, premija osiguranja se povećala za oko 5 puta i dostigla je iznos od 171 milion €, odčega je 124,5 miliona premije ostvareno u Federaciji BIH, a 46,5 miliona u Republici Srpskoj. Životno osiguranje je u 2005. godini učestvovalo u ukupnoj premiji osiguranja sa oko 10%. Na cijelom tržištu osiguranja BIH, ukupna premija uvećala se za 13,2% u odnosu na 2004.godinu. U ukupnoj premiji osiguranja učešće auto-odgovornosti iznosi 50%. [vidi 9]

U sledećoj tabeli mogu se vidjeti opšti i specifični pokazatelji osiguranja BIH u 2005. godini:

BDP	Premija	Premija u BDP	Premija per capita	Broj stanovnika
6, 8 milijar. €	171 mil. €	2,51%	43€	3970000

Tabela br 3: Opšti i specifični pokazatelji sektora osiguranja BIH u 2005. godini

U 2005. godini, na teritoriji BIH poslovalo je ukupno 27 kompanija, i to 26 društava za osiguranje i 1 društvo za reosiguranje. Devet kompanija se bavilo poslovima i životnog i neživotnog osiguranja, 15 kompanija poslovima neživotnog osiguranja, a 2 kompanije isključivo poslovima životnog osiguranja. Obzirom na entitete u BIH, broj društava za osiguranje u 2005. godini bio je:

- Federacija BIH - 17 društava za osiguranje i 1 društvo za reosiguranje
- Republika Srpska - 8 osiguravajućih kompanija, i u Distriktu Brčko - 1 društvo pod nadzorom RS

Ukupna premija osiguranja u 2005. godini iznosila je 171 milion €, odčega je 124,5 miliona € premije ostvareno u Federaciji BIH, a 46,5 miliona u Republici Srpskoj. Životno osiguranje u 2005. godini učestvovalo je u ukupnoj premiji osiguranja oko 10%.

Tržište osiguranja BiH praktično stagnira već duži niz godina. Iako je u protekloj godini zabilježen rast premije od 13,2%, konačan rezultat je ipak skroman. Manje osiguravajuće kompanije zauzimaju sve veći udio tržišta, za razliku od ostalih segmenata finansijskog tržišta, što je svakako paradoksalno. S obzirom da i u BiH najveći procenat ukupnog portfelja zauzima auto-odgovornost, učestala je pojava neloyalne konkurencije. Osim blagih opomena nadležnih institucija, niko se ozbiljnije ne bavi ovom problematikom. Tržište BIH, uprkos tome što je malo i siromašno, i dalje je podjeljeno – osiguravajuće kompanije posluju samo na području matičnog entiteta. Formiranje dvije entitetske Agencije za nadzor osiguranja kasni: u Federaciji BiH - Ured za nadzor osiguravajućih kompanija je transformisan u Agenciju, dok u Republici Srpskoj- Agencija postoji praktično

samo na papiru. U takvoj situaciji malo je vjerovatno da se u bliskoj budućnosti može očekivati značajniji ulazak velikih strateških investitora, koji žele kao minimalan preduslov jedinstveno tržište, odnosno mogućnost poslovanja na celoj teritoriji BIH. Osnivanje dvije posebne firme za dva minijaturna tržišta unutar BIH je nerentabilno, što svakako destimuliše inostrane investitore.

Ako se posmatra razvijenost tržišta osiguranja u BIH, može se konstatovati da su jedino Albanija, Makedonija, Moldavija i Bjelorusija zemlje koje imaju slabije razvijen sektor osiguranja.

7. Tržište osiguranja Makedonije

U 2005. godini Makedonija, koja broji oko 2,1 milion stanovnika, ostvarila je BDP u iznosu od 4,5 milijardi €. Ukupna bruto premija iznosila je oko 85,1 milion €, što je u bruto domaćem proizvodu učešće od 1,88 %. Od ukupne bruto premije samo 2,1% odnosi se na životno osiguranje. Ukupna aktiva osiguravajućih kompanija krajem 2005. godine povećana je za 5,6% u odnosu na 2004. godinu.

U Republici Makedoniji osnovni zakonski okviri koji regulišu osnivanje, poslovanje i sprovođenje supervizije nad radom osiguravajućih društava i osiguravajućih brokerskih društava jesu *Zakon o superviziji osiguranja*, usvojen 2002. godine, i *Zakon o obaveznom osiguranju u saobraćaju*, usvojen 2005. godine. [vidi 10]

Ministarstvo finansija Makedonije priprema propise u oblasti osiguranja, izdaje dozvole i saglasnosti i sprovodi superviziju nad poslovanjem osiguravajućih kompanija, brokerskih kuća i Nacionalnog biroa osiguranja. Na tržištu osiguranja u Republici Makedoniji, dozvolu za rad u osiguranju ima 10 akcionarskih društava, od kojih 8 imaju dozvolu za neživotno osiguranje, jedno društvo ima dozvolu za neživotno osiguranje i reosiguranje i jedno društvo ima dozvolu za životno osiguranje.

8. Zaključak

Slovenija je ekonomski najrazvijenija zemlja regiona čiji pokazatelji razvijenosti osiguranja ipak odstupaju od istih pokazatelja ostalih zemalja u regionu. Slovenija još uvijek nije dostigla iznose premija i visinu specifičnih pokazatelja osiguranja koje realizuju razvijene zemlje Evrope.

Sa sigurnošću se može konstatovati da se Makedonija ubraja u zemlje sa najmanje razvijenim sektorom osiguranja. Odmah iza nje nalazi se BIH i to prije svega zbog političkih, ekonomskih i naročito regulatornih problema koji ugrožavaju djelatnost osiguranja.

Srbiju i Crnu Goru u 2007.godini očekuju promjene u industriji osiguranja. U Srbiji se može očekivati nastavak smanjenja broja osiguravajućih kompanija uz veće poštovanje načela struke i pravila tržišnog poslovanja, kao i povećanje ponude novih proizvoda, kako kod životnih, tako i kod neživotnih osiguranja.

Pretpostavka daljeg razvoja sektora osiguranja u Crnoj Gori trebao bi da bude i novi Zakon o osiguranju, koji se nalazi u skupštinskoj proceduri i čije usvajanje se očekuje do kraja 2006. godine. Predlog Zakona je u velikoj mjeri usklađen sa standardima koji važe u razvijenim tržišnim privredama, prvenstveno međunarodnim standardima supervizije u osiguranju i direktivama Evropske Unije iz oblasti osiguranja. Predlog zakona predviđa da regulatorne i nadzorne poslove obavlja Agencija za nadzor osiguranja sa statusom pravnog lica, koja bi trebala da bude samostalna. Uvođenjem novog Zakona o osiguranju u Crnoj Gori, očekuje se veća sigurnost cijelokupnog tržišta osiguranja, kao i poštena tržišna utakmica između domaćih i inostranih osiguravajućih kompanija.

Ako izuzmemo Sloveniju i Hrvatsku, i analiziramo već pomenute indikatore u regionu, možemo zaključiti da tržište osiguranja regije zaostaje za razvijenim zemljama Evrope.

Literatura:

- [1] Insurance City business Series, IFSL, november 2005, London
- [2] Swiss Re Sigma study, «World insurance in 2005», No 5/2006
- [3] «Svijet osiguranja», Zagreb, 03/06
- [4] « Osiguranje u 2005.godini», Slovenačko udruženje osiguravajućih kompanija
- [5] «Svijet osiguranja», Zagreb, 04/06
- [6] Kosovo se zbog primjene Zakona o osiguranju i nemogućnosti međuentitetskog poslovanja osiguravajućih kompanija posmatra kao posebno tržište osiguranja u odnosu na tržište Srbije. Kosovo pored Crne Gore predstavlja najmanji entitet u regionu, koji broji blizu 2 miliona stanovnika sa BDP-om oko 1,8 miliona €. Prema podacima iz 2004.godine ukupnapremija na tržištu Kosova iznosila je 39,1 milion € i odnosila se isključivo na neživotna osiguranja. Koeficijent penetracije kretao se oko 2%, dok je koeficijent gustoće iznosio 20€ po stanovniku.
- [7] Akcionarskog društvo za osiguranje i reosiguranje «DDOR Novi Sad», br. 262
- [8] «Poslovanje organizacija za osiguranje i reosiguranje u Republici Crnoj Gori za 2005.g.», Odbor Udruženja banaka, drugih finansijskih organizacija i osiguranja, Privredna komora Crne Gore

[9] « Tržište osiguranja BIH 2005.», SORS, Sarajevo 2005.

[10] «Insurance industry in Macedonia», Bilten 2006.,Ministarstvo finansija
Republike Makedonije

Tanja Vukajlović*

Interna revizija u funkciji povećanja efikasnosti korporativnog upravljanja

Abstract:

Introduction of corporations, at the end of XIX century, with new quality performances referring to way of its establishing, governance and desirable environment relationship, significantly extended the importance of accounting and auditing. Separation of ownership and management functions sharpened information requirements of stake holders for reliable, comparable, understandable and essential financial information.

Market competition has stimulated organization responsibility, creating requirements in regard of demonstrating governance effectiveness, risk management and internal control processes. Due to this, organizations established internal auditing function as a business function, uniquely and independently positioned comparing to others function with mission to provide support to management, auditing committee, board of directors, external auditors and other stakeholders.

The reform of macroeconomic system in Montenegro through transition process in Montenegro creates conditions for development of new function named internal auditing, but for its effective implementation and performance, it is necessary to ensure quality of corporate governance.

Key words: internal auditing, corporate governance, board audit committee, internal controls, risk management

1.Uvod

Pojava korporativnih preduzeća sa kvalitativno novim odlikama u pogledu osnivanja, načinom upravljanja i odnosom sa okruženjem, s kraja XIX vijeka značajno proširuje važnost računovodstva i revizije. Podvojenost funkcije vlasništva i funkcije upravljanja izoštrila je informacione zahtjeve, prvenstveno investitora, ali i brojnih drugih interesnih grupa, za pouzdanim, uporedivim, razumljivim, i

* Ekonomski fakultet, Podgorica

značajnim finansijskim informacijama u ukupnom informacionom spektru jednog korporativnog preduzeća.

Tržišna konkurencija je stimulisala odgovornosti preduzeća, kreirajući zahtjeve preduzećima da demonstriraju efektivnost svog rukovođenja, upravljanje rizikom i procesima interne kontrole. Poziv za većom odgovornošću i transparentnošću postaje sve očigledniji kako je poslovanje postajalo tehnološki sofisticiranije i globalno disperzirano. Sa kontinuiranim rastom i razvojem preduzeća i usložnjavanjem njegove organizacije, rukovodeći organi su osjetili da postoje sve veće poteškoće u upravljanju i kontrolisanju poslovnih operacija na svim nivoima i potrebu za poslovnom funkcijom, čiji će osnovni zadatak biti da se bavi kontrolom i nadzorom nad rezultatima poslovnih operacija i efektivnosti i efikasnosti postojećeg sistema internih kontrola.

Kao rješenje, organizacije²² uspostavljaju internu reviziju kao poslovnu funkciju, koja je jedinstveno i nezavisno pozicionirana da pruži adekvatnu podršku menadžmentu, revizorskom komitetu, bordu direktora, eksternim revizorima, kao i glavnim stejkholderima. Odgovarajuće osmišljena i primijenjena, funkcija interne revizije može odigrati kritičku ulogu u unapređivanju i podržavanju procesa efikasnog i efektivnog upravljanja preduzećem. Razumijevanje ciljeva preduzeća i njihove hijerarhije predstavlja preduslov za pravilno formulisanje uloge interne revizije kao poslovne funkcije u preduzeću. Kroz analize, procjene, informacije i preporuke, ona pomaže rukovodstvu da što potpunije ostvari svoju ulogu.

Jedna od premisa sadašnjice jeste da svaka organizacija koja ima jaku funkciju interne revizije može da obezbijedi i kvalitetno korporativno upravljanje. Na to ujedno upućuje i nova zakonska regulativa donijeta u zapadnim razvijenim zemljama.²³ Zato je potrebno ukazati na značaj razumijevanja interne revizije i njene uloge u korporativnom upravljanju.

Reforma makroekonomskog sistema u Crnoj Gori kroz proces tranzicije je stvorila uslove za razvoj interne revizije kao nove poslovne funkcije, ali da bi ona dobro funkcionisala, potrebno prije svega obezbijediti kvalitetno korporativno upravljanje.

²² Činjenica da sa nastankom akcionarskih društava vezujemo i nastanak potrebe za revizijom u današnjem smislu riječi, dovoljan je razlog da istraživanje zadatog problema smjestimo u ambijent akcionarskih korporativnih preduzeća.

²³ Sarbanes- Oxley Act (SAD)

Prvi dio rada će ukratko objasniti pojam korporativnog upravljanja, ko su glavni korisnici i ko su glavni učesnici u korporativnom upravljanju a drugi dio rada će se fokusirati na sami pojam interne revizije i njeno mjesto u korporativnom upravljanju.

2.Korporativno upravljanje kao interaktivni proces

Savremeno poslovno okruženje koje karakterišu brze i revolucionarne promjene, nove organizacione i upravljačke forme, tehničko tehnološki progres, povećani rizik u poslovanju, usložnjava upravljanje preduzećem. Komparativna statika u smislu mjerenja tekućeg i prošlog poslovanja preduzeća je sada manje značajna, dok svježije informacije, predviđanje i sagledavanje potencijalnih promjena u budućnosti postaje mnogo važnije. Upravo zbog toga, upravljanje mora biti utemeljeno prije svega na pouzdanim i objektivnim, tj. istinitim i fer informacijama.

Razumijevanje korporativnog upravljanja kao jednog novog načina unutrašnje "kontrolne" koji kroz uspostavljanje pravila o radu borda direktora, radu menadžmenta, transparentnost informacija za akcionare i investitore i kroz formiranje nezavisnih komiteta prije svega revizorskog, treba da poveća svijest poslovnog svijeta o značaju korporativnog upravljanja i kontrolnih mehanizma. Važan preduslov za potpuno razumijevanje postojanja efektivne i nezavisne funkcije interne revizije jeste potpuno i stvarno razumijevanje korporativnog upravljanja.

Korporativno upravljanje²⁴ se može posmatrati kao proces, koji sprovodi bord direktora, menadžment i drugi zaposleni kroz strategiju poslovanja, koji ima za cilj da obezbijedi razumno uvjeravanje u pogledu postizanja ciljeva preduzeća u sljedećim kategorijama²⁵:

- transparentnost i pouzdanost svih javnih izvještaja
- pridržavanje svih važećih zakona i regulativa
- poštovanje prava akcionara i ravnopravni tretman akcionara
- zaštite i povećavanje akcionarskih uloga
- pravilnog funkcionisanje korporacijom koje podrazumjeva:
 - postojanje načela korporativnog upravljanja
 - osiguravanje osnova za njihovu efiksanu primijenu
 - važnost poštovanja uloge svih zainteresovanih strana- nosilaca interesa prema korporacijama
 - pozitivan uticaj na okruženje
 - fer i poštena konkurencija

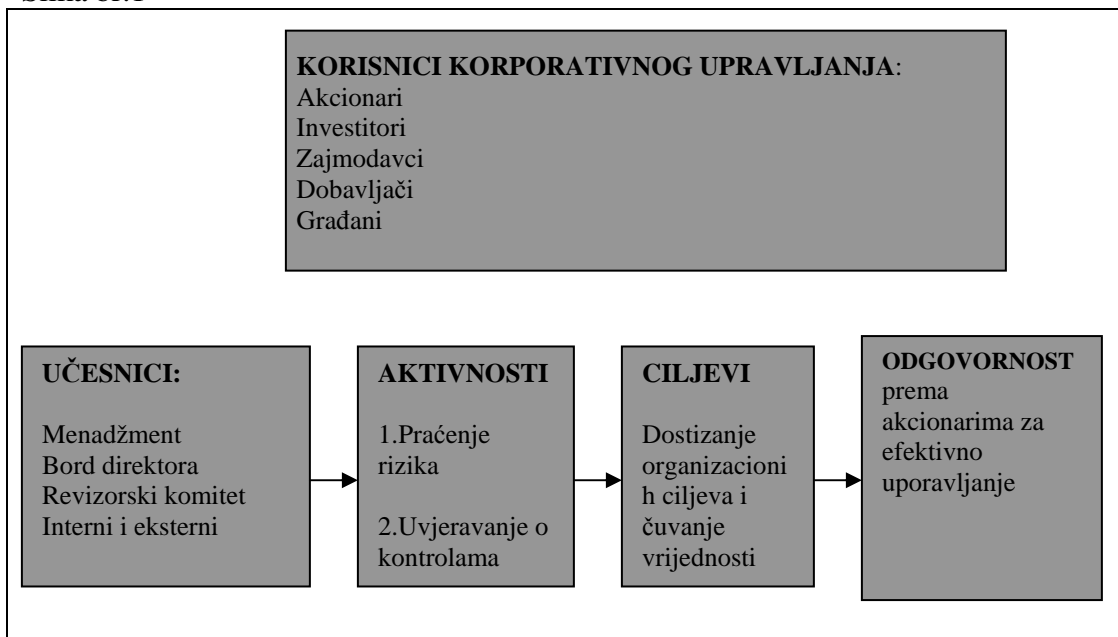
²⁴ www.iaa.com

²⁵ Hirth Robert,protiviti managing director"Corporate Governance: A Primer, The Present &Some Predictions",2005,www.protiviti.com

- uspješno kontinuirano poslovanje
- efektivnost i efikasnost poslovnih operacija
- odgovarajuću strukturu kontrole
- definisanje uloge i odgovornosti svih upravljačkih i nadzornih struktura u akcionarskim društvima

Definišući korporativno upravljanje kao „set odnosa međuzavisnosti između borda direktora kompanije, menadžmenta, njegovih akcionara i drugih interesnih grupa“ sa ciljem obezbjeđivanja uspješnog poslovanja, ujedno se ukazuje i na osnovne interesne grupe u procesu korporativnog upravljanja bez čijeg aktivnog i interaktivnog odnosa sam proces ne bi mogao da funkcioniše.

Slika br.1²⁶



U namjeri da se ukaže na značaj interne revizije za proces korporativnog upravljanja bitno je razumjeti potrebe i očekivanja internih i eksternih stajkholdera prema funkciji interne revizije kao i ulogu svakog učesnika u procesu korporativnog upravljanja.

Akcionari – Suštinu dobrog korporativnog upravljanja u korporacijama sa aspekta akcionara svakako čini obezbjeđivanje njihovih osnovnih prava iz posjedovanja akcija(pravo na dividendu i pravo glasa) i njihov ravnopravni tretman. Kratko

²⁶ The Institut of Internal Auditors Reaserch Foundation; Internal Auditor and Organizacional Governance, www.iaa.com

rečeno, akcionari ulažu akcije i biraju upravni odbor (bord direktora) da upravlja u njihovo ime. Od njihovog uspješnog izvršavanja povjerenog zadatka zavisice i njihova odluka o daljem investiranju ili povlačenju iz poslovanja. Njihov uticaj i težnja da što bolje zaštite svoja ulaganja je ujedno i jedan od niza faktora u pogledu novih zakonskih i profesionalnih regulativa razvijenih zapadnih zemalja, u cilju povećavanja nadzora nad radom ljudi koji umjesto vlasnika upravljaju njihovim kapitalom. Akcionari biraju bord direktora i tim ujedno i top menadžment koji će u njihovo ime preuzeti odgovornost upravljanja njihovim uloženim kapitalom.

Bord direktora (upravni odbor) -. Ovlašćen od strane velikog broja akcionara da djeluje kao „vlasnik u malom“, upravni odbor je postao. „glavni i odgovorni“ učesnik u korporativnom upravljanju savremenih korporacija. Formiran iz potrebe „premošćavanja“ jaz između vlasništva nad imovinom i upravljanjem tom imovinom, upravni odbor kroz (pro)aktivno djelovanje u upravljanju i kontroli kompanije u ime vlasnika, uspostavlja sponu između vlasnika i menadžmenta, upravljanja i kontrole, na način da „...pretvori želje vlasnika u učinkovitost kompanije...“²⁷. Uloga borda direktora je da upravlja u ime vlasnika i stoga sam odbor odlučuje o ciljevima kompanije i sredstvima za njihovo ostvarivanja. Time se postavlja vrlo jasna osnova za odvajanje uloge odbora od uloge menadžmenta. Uloga odbora se ostvaruje kroz formulisanje ciljeva, kreiranja vrijednosti i time bord direktora treba posmatrati kao podkategorija vlasništva dok je menadžmentu prepuštena implementacija. Da bi se mogla ocjeniti njihova uspješnost ostvarivanja potrebno je utvrditi, da li su i u kom obimu ostvareni postavljeni ciljevi a to zahtjeva uspostavljanje sistem internih kontrola čiji nadzor vrše interni revizori koji treba da pomognu u održavanju efektivnosti internih kontrola kroz ocjenu njihove efikasnosti i efektivnost a takođe dobro poznavanje same organizacije i njene radne kulture pomaže internim revizorima da se pripreme za efektivno nadgledanje rizika koji su povezani sa novim načinima širenja firmi kroz mergere akvizicije, joint venture i drugih načina povezivanja, u pogledu prestrukturiranja, ocjene menadžmenta, za budžetiranje kao i predviđanje. Bord direktora je uobičajeno podijeljen na podkomitete, sa namjerom da se iskoriste specijalna znanja, iskustva i ekspertize članova odbora. Kao jedan od značajnijih komiteta jeste revizorski komitet.

Revizorski komitet - Nije rijedak slučaj da bordom direktora upravlja menadžment umjesto da bord direktora upravlja menadžmentom. Upravo zbog toga javila se potreba za formiranje revizorskog komiteta kao jednog od nekoliko operativnih(izvršnih) „podskupova“ borda direktora, koji treba da pomogne bordu direktora u kontroli menadžmenta u pogledu ostvarivanja postavljenih ciljeva, u

²⁷ Carver John i Oliver Carolina, 2004., “Korporacijski odbori koji stvaraju vrijednost: upravljanje učinkovitosti kompanije iz kabineta odbora direktora”, Mate, Zagreb str.5

pogledu smanjivanja propusta u sistemu internih kontrola i finansijskog izvještavanja. U ostvarivanju svoje jedinstvene uloge u odnosu na druge komisije (podkomitete) borda direktora, revizorski komitet bi trebalo da čini kvalifikovana grupa spoljnih direktora(od koje jedan član mora da bude finansijski ekspert) koji razumiju, kontrolišu, koordiniraju i informišu bord direktora o internoj kontroli, efektivnosti upravljanja rizikom i sa njima povezanim aktivnostima. Zbog svoje specifične uloge, revizorski komitet mora da bude potpuno nezavisno tijelo. Sa novom zakonskom regulativom (SOX u Sjedinjenim američkim državama) revizorski komitet je dobio i nove zadatke i odgovornosti. U ostvarivanju svoje nove uloge revizorski komitet se dosta oslanja na funkciju interne revizije. Ujedno, interna revizija dobija novog šefa – revizorski komitet, čime se povećava njena nezavisnost od menadžmenta.

Najčešći zahtjevi upućeni od strane revizorskog komiteta su :

- uvjeravanje u pogledu kontrola, uključujući nezavisnu procjenu of the tone at the top
- nezavisna ocjena računovodstvene prakse i procedura, uključujući finansijsko izvještavanje
- analizi rizika prvenstveno fokusirana na internim računovodstvenim kontrolama i finansijskom izvještavanju
- analiza prevara i specijalnih istraga

Menadžment - Pojava korporativnih preduzeća učinila je menadžera glavnim nosiocem procesa korporativnog upravljanja. Menadžeri su osobe zaposlene u korporaciji koje kroz vršenje osnovnih funkcija: planiranje, organizovanje, vođenje, briga o kadrovima i kontroli treba da obezbijede efikasno i efektivno poslovanje.. Ako znamo da su oni nosioci procesa implementacije strateških odluka kroz formulisanje odgovarajućih politika i nosioci procesa organizovanja u preduzeću, jasno je i kakva je njihova uloga u korporativnom upravljanju. Menadžer je odgovoran za monitoring rizika poslovanja i implementaciju kontrola. Menadžment mora odlučiti da li je rizik na prihvatljivom nivou i preduzeti u tom pravcu adekvatne aktivnosti. Okvir interne kontrole je ključni odgovor na ove rizike. Tako, da najčešći zahtjevi upućeni internoj reviziji od strane menadžmenta su:

- nezavisna i objektivna ocjena postojećih kontrola
- pružanje pomoći u pripremanju izvještaja o kontrolama
- ocjena efikasnosti procesa
- pružanje pomoći prilikom kreiranja kontrola
- rizik analiza
- uvjeravanje o riziku(risk assurance)

Eksterni revizori –Podvojenost funkcije vlasništva od funkcije upravljanja, kao što je predhodno ukazano, može da uslovi sukob interesa što može da rezultira u netačnim finansijskim izvještajima. Pošto eksterni interesanti nemaju mogućnost, a mnogi od njih ni potrebno znanje u pogledu provjere valjanost podataka i informacija prezentovanih u finansijskim izvještajima, to se javlja potreba za njihovom stručnom i nezavisnom verifikacijom. Ta funkcija je povjerena eksternim revizorima i oni je obavljaju u skladu sa kodeksom profesionalne etike i revizorskim standardima. Eksterni revizori su pozvani da vrše reviziju koja predstavlja provjeru finansijskih izvještaja kompanije, kao i računovodstvenih sistema, kontrola i evidencija na osnovu kojih se oni izrađuju. Svrha revizije je da utvrdi da li su finansijski izvještaji primijenjeni u skladu sa računovodstvenim standardima i da li prikazuju realne i primjerene podatke. U vezi sa tim, u okviru Međunarodnih standarda revizije postoji poseban standard koji se odnosi na korišćenje rada interne revizije od strane eksternih revizora. Prema standardu (ISA 600), eksternom revizoru se preporučuje ali se ne zahtjeva (nije obavezno) da razmotri rad i rezultate koje interna revizija ostvaruje i da ocjeni koliko ti rezultati imaju uticaj na eksternu reviziju. Da bi mogao da se osloni na rad internih revizora potrebno je da razumije sve aktivnosti koje vrši interni revizor, kako bi mu to pomoglo u planiranju revizije i razrade efektivnog pristupa za obavljanje revizije. U zavisnosti odluke eksternih revizora da se oslone na rad internih revizora uspostavlja se određena koordinacija. Sličnosti i razlike između eksternih i interne revizije ukazuju na to da je postojanje interne revizije značajno za eksternog revizora jer postoji veća vjerovatnoća da sistem interne kontrole pravnog lica kod koga se vrši eksterna revizija bolje funkcioniše, pošto je njeno funkcionisanje povjereno profesionalno kompetetnim internim revizorim, koji rukovodstvu daju kvalifikovane preporuke kako da se sistem interne kontrole unaprijedi.

Da bi se postigao visok nivo uvjerenja u kvalitet prezentiranih informacija potrebo je da saradnja između eksternih i internih revizora bude na što većem nivou. Iako eksterni revizori najčešće sprovode reviziju finansijskih izvještaja, interni revizori svojim poznavanjem poslovnih procesa i aktivnosti mogu da doprinose stvaranju potpunije i jasnije slike o rizicima sa kojima se korporacija može suočiti. Na taj način, eksterni revizori mogu sprovodi svoju reviziju mnogo efikasnije i ujedno mogu da obezbijede viši nivo uvjerenja u kvalitet prezentiranih finansijskih izvještaja.

3. Uloga interne revizije u korporativnom upravljanju

Zbog talasa privatizacije u cijelom svijetu, globalizacije, povećanja važnost institucionalnih investitora, niz kriza ili skandala u kojima se pokazalo slabo

korporativno upravljanje (Azijska kriza iz 1997. godine, ruska i 1998. godine) i najnoviji bankroti i skandali u SAD-u i Evropi (Enron²⁸, Worldcom, Parmalat i mnoge druge), korporativno upravljanje se zadnjih deset godina u osnovi značajno promijenilo. Veliki finansijski gubici su uzdrmali vlasnike, investitore i sve druge stajkholdere čime je usmjerena cjelokupna poslovna pažnja na povećanje kvaliteta korporativnog upravljanja. U tom kontekstu, postalo je veoma važno ispitati kako je organizacija uvjerena da su planirane aktivnosti ostvarene, da li su etički kodeksi uvažavani tokom rada, da li su pravilno implementirane i ispoštovane usvojene procedure. Funkcija interne revizije može, u mnogome, da doprinese obezbijedivanju ovakvih uvjerenja što i ukazuje i definicija interne revizije usvojena 1999. godine od strane Instituta internih revizora SAD-a, a ona glasi:

Interna revizija je nezavisna, objektivna i konsultantska aktivnosti koja za cilj ima unapređivanje i poboljšanje poslovanja organizacije. Ona pomaže organizaciji da ostvari svoje ciljeve putem uvođenja sistematskog, disciplinovanog pristupa za procijenjivanje i unapređivanje efektivnosti upravljanja rizikom, kontrolnim procesima i procesom upravljanja.

Danas, interna revizija je profesija u punom smislu koja je donošenjem seta profesionalnih standarda interne revizije obezbijedila da organizacija od svojih internih revizora može očekivati jedan sistematičan i disciplinovani pristup u njihovom radu.

Kako definicija ukazuje, cilj interne revizije je da unaprijedi i poboljša aktivnosti kroz djelovanje kao »frontalni igrač« u dvije osnovne upravljačke aktivnosti: praćenje i nadzor rizika i obezbijedivanje sigurnosti u postojeće kontrole. Menadžment mora odlučiti da li je rizik na prihvatljivom nivou i u skladu sa tim preuzeti odgovarajuće aktivnosti. Okvir interne kontrole je ključni odgovor na ove rizike. Napori preduzeti od strane internih revizora u praćenju i kontroli rizika obezbijeduju kritične inpute za učesnike u upravljanju, kao što su revizorski komitet i menadžment.

²⁸ Enron je od svog nastajanja bio velika i obećavajuća priča - energetska gigant koji je najpre profitirao od mera deregulacije proizvodnje i distribucije električne energije, sagradio je ogroman biznis ne samo u energetici, već i u proizvodima nove ekonomije. Finansijski pokazatelji su pokazivali sjajno stanje. Sve ove informacije znao je svaki investitor, kreditor i akcionar Enrona. Ono što nisu znali bile su informacije koje je posedovao samo top menadžment i još po neko. Enron je koristio sofisticirane finansijske alate i razne vanbilansne strukture koje mu omogućile da povećaju leveridž bez promena u bilansu stanja. I dok je sredinom 2001. godine bilans stanja kompanije pokazivao 14 milijardi dolara duga, firma je dugovala 3 puta više. Serijom "nepoznatih" informacija Enron je šokirao javnost do kraja godine. Bankrot je bio neizbežan. Nova godina donela je još problema u vezi sa nedozvoljenim dilovima menadžmenta kompanija i njihovih revizorskih kuća

Upravo u »služenju dva gospodara« pitanje nezavisnosti interne revizije je stavljeno na klimav kamen od strane eksternih donosioca odluka. Sa jedne strane interni revizori su zaposleni od strane korporacije tj. menadžmenta preduzeća da podržavaju i saraduju sa izvršnim menadžmentom dok sa druge strane kada su pozvani od strane revizorskog komiteta da kritikuju rad menadžmenta, moraju biti objektivni. Korak napred u ovom pogledu je učinjen usvajanjem novim pravnim regulativama, kao SOX u SAD-u, koje ukazuju da direktor interne revizije treba da svoje izvještaje podnosi revizorskom komitetu a u najboljem slučaju direktno bordu direktora, što njihovu nezavisnost u odnosu na predmet ispitivanja podiže na viši nivo. Nezavisnost internih revizora je profesionalna odgovornost (Međunarodni standard interne revizije 1100²⁹). Nepostojanjem nezavisnosti interna revizija predstavlja slabu sjenku prividne kontrole.

Iako je u početku bila formirana kao poslovna funkcija čiji je obuhvati bio samo zaštita od prevara, gubitka novca i druge imovine, obuhvat interne revizije se ubrzo proširio na verifikovanje (provjeru) svih finansijskih transakcija, a čak je kasnije postepeno došlo do pomjerenja značaja interne revizije od revizije za menadžere postala je revizija menadžmenta.

U izvršavanju svoje nove uloge funkcija interne revizije u skladu sa Standardom³⁰ 2100 treba da :

- a) ocjeni i poboljša efektivnost sljedeća tri procesa:
 - procese upravljanja rizikom – da identifikuje i procjeni potencijalne rizike koji mogu uticati na izvršavanje zadataka a time i ostvarivanje postavljenih ciljeva i davanje preporuka (rješenja) o odgovarajućim aktivnosti.
 - kontrolnih procesa – politike, procedure i aktivosti koje obezbijeduju da su rizici u granicama koje je menadžment definisao u procesu upravljanja rizicima.
 - procesa upravljanja- tj. izvršenje procedura koje su odobrili vlasnici u procjeni rizika i kontrolnih procesa definisanih od strane menadžmenata.

Prema tome, interna revizija može da doprinese korporativnom upravljanju na dva načina: tako što procijenjuje pouzdanosti funkcionisanja sistema (usluge uvjeravanja) i pomaže u kreiranju ovih procesa kroz davanje specifičnih preporuka (usluge savjetovanja).

Iz ovog proizilazi da su osnovne usluge funkcije interne revizije :

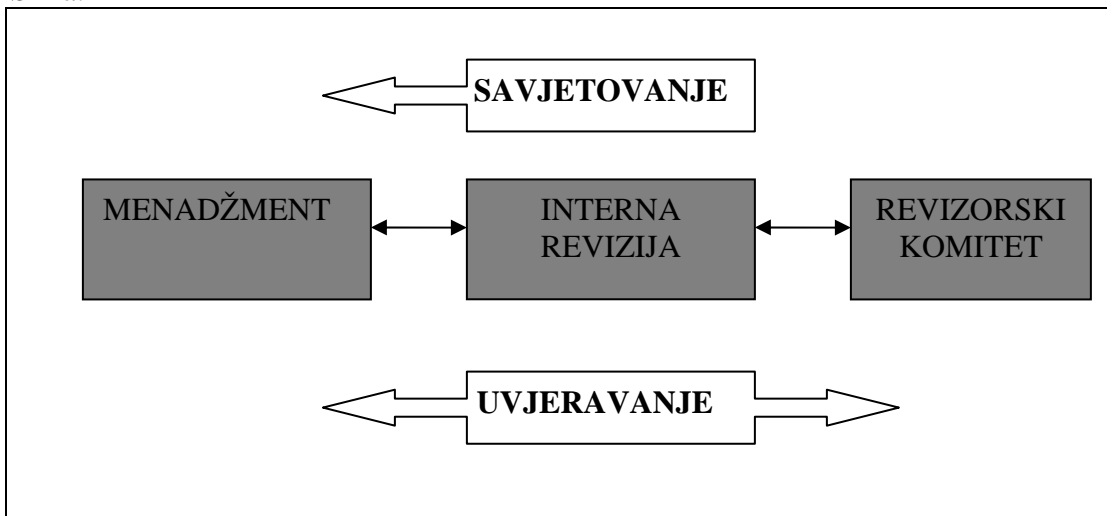
²⁹ www.iaa.com

³⁰ Međunarodni standardi interne revizije

-usluge uvjeravanja u objektivnu procjenu evidencije da bi se obezbijedilo nezavisno mišljenje ili zaključak u pogledu procesa, sistema. Uvjeravanje podrazumijeva oblik garancije, da ono što se prikazuje je u stvari to, zasnovano na pouzdanim izvoru potvrda. Interna revizija može da obezbijedi uvjerenje o postojanju rizika samo u obimu koji nudi interna kontrola ali ne može dati apsolutnu garanciju(Standard 1220. A3) i

-usluge konsultovanja koje su po prirodi savjetodavne i generalno se pružaju na zahtjev učesnika korporativnog upravljanja. Štaviše, pružanjem usluga konsultovanja, interna revizija može da asistira menadžmentu i bordu direktora kroz poboljšavanje procesa upravljanja rizicima kao i kontrolnih procesa. Slika 2. ukazuje koje su i kome interna revizija nudi svoje usluge.

Slika.2



Iz prethodnog izlaganja o ulozi interne revizije, može se zaključiti da je funkcija interne revizije orjentisana ka budućem, nezavisnom i sistemskom vrednovanju aktivnosti na svim nivoima menadžmenta. Njen djelokrug obuhvata pružanje uvjerenja o pouzdanosti i integritetu finansijskih i operativnih informacija, efektivnosti i efikasnosti poslovanja, zaštiti imovine i usklađenosti sa zakonima, propisima i ugovorima.

Kao što se vidi iz prethodnog, interna revizija je pozvana da „služi“ učesnicima procesa korporativnog upravljanja kao što je bord direktora, revizorski komitet, eksterni revizori i senior menadžeri. Ova jedinstvena uloga u procesu korporativnog upravljanja dodjeljuje joj važno mjesto u procesu povećanja vrijednosti korporativnog upravljanja. Iz tog i mnogih drugih razloga svaka kompanija, u skladu ds njenom veličinom, treba da ima neku vrstu sistema interne kontrole.

4. Zaključak

Ne baš tako davno uloga interne revizije je bila pogrešno shvaćena i doživljena kao obična kontrola. Međutim, veliki gubici, bankrotstva velikih kompanija usljed finansijski prevara su ukazale da je uloga i značaj interne revizije u preduzećima bio potcijenjen ili pogrešno shvaćen od uprave. Često definisana kao efikasan i efektivan eksper koji radi za dobro preduzeća i njegovih akcionara interna revizija je postala kamen temeljac dobrog korporativnog upravljanja. Radeći u koaliciji sa menadžmentom ova funkcija obezbjeđuje da su finansijski i operativni izvještaji tačni i pouzdani i uskladu sa zakonima, ujedno obezbjeđuje bordu direktora, revizorskom komitetu i izvršnom direktoru uvjerenje da su rizici na razumnom nivou i da je korporativno upravljanje dobro i efektivno. Kao partneri menadžmentu, interni revizori su pozvani da pomognu organizaciji u procjeni rizika kroz konsultacije oko toga kako prednosti i slabosti organizacije balansirati i napraviti dobru preporuku za jačanje korporativnog upravljanja. Tako da se može slobodno reći da interna revizija ima jedinstvenu ulogu u procesu korporativnog upravljanja iako i danas postoje razne polemike oko toga.

Talas pronevjera kroz finansijske izvještaje, krajem 1990 –tih i početkom 2000-te, ukazao je na nedostatke tradicionalnog pristupa reviziji uopšte, kao i sa njom povezane odgovornosti revizora. Kao direktna posljedica raznih i brojnih finansijskih i računovodstvenih skandala (Enron, Worldkom, Parmalat i drugih preduzeća), te kao rezultat sve subjektivnijeg odnosa između kompanije i njenih spoljnih revizora, na zahtjev američkog Kongresa, donijet je Zakon o reformi računovodstvene profesije i revizorske prakse, iz 2002. godine, poznat kao "Sarbanse- Oxley Act". Teorija novih promjena jeste da se korisnici finansijskih izvještaja upoznaju sa prvim upozoravajućim naznakama nepravilnosti kontrolnih sistema. Nove promjene na polju interne revizije treba da povećaju transparentnost u procesu finansijskog izvještavanja obezbjeđujući integritet finansijskog izvještavanja.

Razvoj korporativnog upravljanja u Crnoj Gori stvara institucionalni okvir za razvoj i funkcionisanje interne revizije. Ali ako govorimo o razvoju korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, može se reći da je na početku. Uzrok treba tražiti kako u slaboj pravnoj regulative i zakonodavstvu, nepostojanju odgovarajućih institucija tako i u istorijskom nasleđu iz doba samoupravnog socijalizma. U Crnoj Gori je očigledna interaktivna veza između lošeg upravljanja i lošeg poslovnog morala i korupcije ali i nedovoljno jasno razumjevanja samog pojma- korporativno upravljanje koji je često izjednačen sa pojmom strateškog menadžmenta. Razumijevanje korporativnog upravljanja kao jednog novog načina unutrašnje "kontrole" koji kroz uspostavljanje pravila o radu borda direktora, radu menadžmenta, otvorenosti informacija za akcionare i investitore i kroz formiranje

nezavisnih komiteta prije svega revizorskog, treba da poveća svijest poslovnog svijeta u zemljama tranzicije, o značaju korporativnog upravljanja.

Literatura:

- 1- Moeller Robert, 2006, "Brnik's Modern Internal Auditing", John Wiley & Sons Inc., šesto izdanje
- 2- Pickett, K. H. Spencer, 2003, "The Essential Handbook of Internal Auditing", John Wiley & Sons Inc., drugo izdanje
- 3- Carver John i Oliver Carolina, 2004., "Korporacijski odbori koji stvaraju vrijednost: upravljanje učinkovitosti kompanije iz kabineta odbora direktora", Mate
- 4- The Institute of Internal Auditors Research Foundation; "Internal Auditor and Organizational Governance", www.iaa.com
- 5- Cvjetanović Milivoje, 2000, "Saradnja između eksternih i interne revizije na reviziji računovodstvenih izvještaja", Revizija br.1/2000

Tamara Backović*

Analiza vremenskih serija na primeru berzanskih indeksa u Crnoj Gori

Abstract

Time series analysis represents a statistical discipline that has been developing rapidly in the past few decades. This development was fueled by the internal dynamics and fundamental research in the field, as well as through frequent interaction with other disciplines, especially economics.

On the other hand, the development of the capital market in Montenegro is one of the primary goals of the Montenegrin Economic reforms agenda 2002-2006. Mass voucher privatization gave the initial impulse to the rise of the capital market in Montenegro, and streamlined the transition process. Montenegro is a small transition economy, so the development of the capital market is fundamentally based on building the capital market institutions.

Taking into account both the importance of time series analysis, as well as the importance of the capital market, the synergetic effect could really yield results that would be useful for further analysis and forecasting on the Montenegrin capital market.

Key words: Risk, stationarity, cointegration, transformation of time series.

1. Ciljevi analize vremenskih serija

Korišćenjem različitih modela analize vremenskih serija teži se da se posmatrana pojava opiše, da se da objašnjenje kako i zašto je do nje došlo, da se predvidi njeno kretanje u narednom periodu i, na kraju, manipulacijom veličina koje uslovljavaju posmatranu pojavu, ista se drži pod kontrolom. Dakle, analizom vremenskih serija trebalo bi postići sledeća četiri parcijalna cilja, koja se mogu smatrati delovima jednog sveopšteg cilja. a) **Deskripcija**, odnosno izučavanje osnovnih karakteristika vremenske serije na osnovu njenog grafičkog prikaza i sumarne statistike. Opis ključnih karakteristika serije ima određenu vrednost, ali predstavlja samo prvu fazu u analizi vremenske serije. b) **Objašnjenje**. Kada se raspolaže sa više serija, tada se mogu koristiti varijacije jedne serije za objašnjenje varijacija u drugoj vremenskoj seriji. Jedan od pristupa u tom smislu baziran je na regresionoj analizi vremenskih

* Ekonomski fakultet - Podgorica

serija (model jedne jednačine ili model simultanih jednačina), a drugi na analizi modela funkcije prenosa (ulazna serija se transformiše u izlaznu seriju linearnom transformacijom). c) **Prognoziranje**. Na osnovu vrednosti prošlih opservacija identifikuje se i ocenjuje model vremenske serije koji se potom koristi za formiranje prognoze budućih vrednosti serije. Prethodno je potrebno ispitati validnost modela za prognozu na bazi statističkih testova i kriterijuma, ali ga i uporediti sa drugim modelima. d) **Kontrola**. Da bi se postigao ovaj cilj analize, gradi se model funkcije prenosa vremenske serije i na osnovu njega formira prognozu. Zatim se ulazna serija prilagođava tako da rezultirajući, željeni procesi budu u blizini željenog cilja.

U ovom radu analiziraju se osnovne karaktersitike vremenskih serija berzanskih indeksa NEX20 i NEXPIF. kroz njihovo grafičko predstavljanje, ispitivanje stacionarnosti i kointegrisanosti.

2. Osnovni podaci o analiziranim vremenskim serijama



Nova berza hartija od vrednosti Crne Gore a.d. (NEX Montenegro) Podgorica osnovana je na sednici Osnivačke skupštine dana 20.09.2001. godina Ugovorom o osnivanju broj 01/01. Dozvolu za rad dobija od Komisije za hartije od vrednosti Republike Crne Gore 08.11.2001. godine.

Poslovanje na berzi prati se preko dva indeksa, NEX20 i NEXPIF. Indeks berze NEX Montenegro, skraćeno NEX20 indeks je formiran od 20 emitenata koji imaju najveću tržišnu kapitalizaciju, ostvareni promet i broj sklopljenih poslova na berzi NEX Montenegro. Indeks se računa na sledeći način:

$$NEX\ 20 = \frac{\sum_{i=1}^{20} p_{i,t} \cdot q_{i,R}}{\sum_{i=1}^{20} p_{i,0} \cdot q_{i,R}} \cdot 1000 \cdot C_T$$

gde je

t	= dan trgovanja;	$p_{i,0}$	= bazna cena akcije na dan formiranja indeksa
R	= dan revizije indeksa;	$q_{i,R}$	= broj akcija
T	= trenutak pre početka kalkulacije indeksa po novom sastavu	C_T	= korekcionni faktor za osiguranje kontinuiteta indeksa
$p_{i,t}$	= trenutna cena akcije na dan t;		

Korekcionni faktor se primenjuje jedino u slučaju ukoliko dođe do promjene sastava indeksa. Početna vrednost indeksa je 1000. Indeks se računa u realnom vremenu, nakon svakog sklopljenog posla.

Indeks Privatizaciono-investicionih fondova Nex Montenegro berze, odnosno NEXPIF, čine investicione jedinice svih šest privatizaciono-investicionih fondova u Republici Crnoj Gori. Početna vrednost indeksa je 1000. Indeks NEXPIF dobija se na bazi formule:

$$NEXPIF = \frac{\sum_{i=1}^6 p_{i,t} \cdot q_{i,R}}{\sum_{i=1}^6 p_{i,0} \cdot q_{i,R}} \cdot 1000 \cdot C_T$$

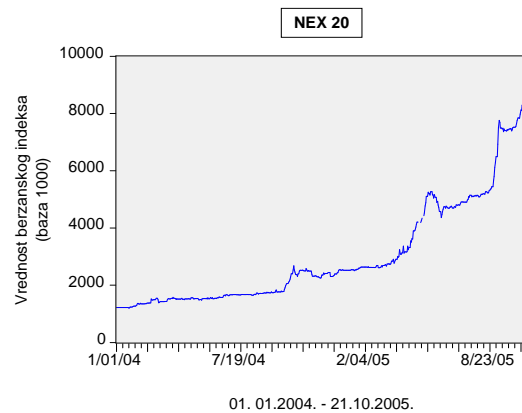
gde je

t	= dan trgovanja;	$p_{i,0}$	= bazna cena investicione jedinice na dan formiranja indeksa
R	= dan revizije indeksa;	$q_{i,R}$	= broj investicionih jedinica PIF-ova
T	= trenutak pre početka kalkulacije indeksa po novom sastavu	C_T	= korekcionni faktor za osiguranje kontinuiteta indeksa
$p_{i,t}$	= trenutna cena investicione jedinice na dan t;		

Korekcionni faktor se primjenjuje jedino u slučaju ukoliko dođe do promjene sastava indeksa

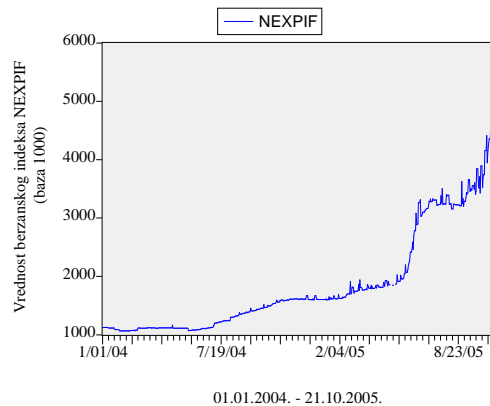
3. Grafički prikaz vremenskih serija

Korišćenje grafičkih prikaza u statistici ima dvojaku ulogu. Prvobitno su grafikoni bili u upotrebi kao sredstvo zamene tabelarnog prikaza, jer ovaj prikaz nije ukazivao na bitne karakteristike posmatrane pojave. Nakon modifikacije i razvoja postojećih grafikona, grafički prikazi u statistici su postali snažno sredstvo za kompleksno izučavanje statističkih pojava. Na grafiku je prikazano kretanje berzanskog indeksa NEX20 u periodu od 01.01.2004. do 16.10.2005. Opservacije su beležene dnevno. Uzorak se sastoji od 655 opservacija.



Grafik 1: Kretanje berzanskog indeksa NEX20 u periodu od 01. januara 2004. godine do 21. oktobra 2005. godine

Na grafiku se uočava uzlazni trend berzanskog indeksa NEX20 u posmatranom periodu. Rast vrednosti berzanskog indeksa bio je stabilan sve do kraja septembra 2004. godine. U tom periodu, kao što se vidi i na grafiku, dolazi do naglog rasta berzanskog indeksa prouzrokovanog rastom cena akcija kompanije Telekom Crne Gore. Agresivniji rast indeksa NEX20 ponovo je zabeležen u maju 2005. godine, da bi indeks krajem ovog meseca iste godine naglo pao i vratio se na vrednost sa početka meseca. Sledeći period karakteriše stabilniji rast berzanskog indeksa. Naglo povećanje vrednosti ovog indeksa zabeleženo je sredinom septembra i ovaj trend se nastavlja sve do kraja perioda analize.



Grafik 2: Kretanje berzanskog indeksa NEXPIF u periodu od 01.01. 2004. godine do 21.09.2005. godine

Za razliku od grafičkog prikaza NEX20, grafički prikaz berzanskog indeksa privatizaciono-investicionih fondova beleži gotovo konstantne vrednosti do sredine jula 2004. godine. Dinamičan rast ovaj indeks beleži sve do juna 2005. godine, kada

dolazi do agresivnijeg rasta, a takav trend nastavlja se sve do kraja posmatranog perioda.

4. Stacionarnost analiziranih vremenskih serija

Stacionarnost je jedna od osnovnih pretpostavki za uspešno empirijsko istraživanje koja se zasniva na podacima vremenskih serija. Pretpostavlja se da su ekonomski procesi stohastički procesi koji se mogu prikazati jednostavnim ekonometrijskim modelom. Ako su očekivana vrednost i varijansa stohastičkog procesa konstantne u vremenu, a kovarijansa između dva vremenska perioda zavisi samo od vremenskog razmaka, a ne i od vremenskog trenutka, stohastički proces je stacionaran. Stacionarne serije su generisane stohastičkim procesom koji ima konačne parametre koji se ne menjaju u vremenu (nema trenda, varijacije ne rastu). Upravo je opisana stacionarnost u širem smislu, odnosno slaba stacionarnost. Stacionarnost u užem smislu, odnosno striktna stacionarnost podrazumeva nezavisnost stohastičkog procesa od vremenskog trenutka. Stacionarne vremenske serije teže ka svojoj prosečnoj vrednosti, a fluktoacije, merene varijansom, oko te vrednosti imaju konstantnu amplitudu. Značaj stacionarne vremenske serije ogleda se u mogućnosti da se analize dinamike serije u jednom uzorku generalizuje za svrhe predviđanja.

Test stacionarnosti koji je postao veoma popularan poslednjih godina jeste Test jediničnih korena (Unit root test). Ovaj test zasniva se na modelu $Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t$. Serija Y_t ima slučajan hod ako u_t predstavlja beli šum čija je očekivana vrednost 0, a varijansa σ^2 . Ovaj model zasniva se na Markovljevom autoregresivnom modelu prvog reda. Ako ρ uzima vrednost 1, tada dolazimo do problema jediničnog korena, odnosno serija koja se analizira je nestacionarna, jer varijansa posmatrane serije Y_t nije stacionarna. Ako je vrednost koeficijenta ρ u apsolutnom iznosu manja od 1, tada kažemo da je data vremenska serija stacionarna. Ispitajmo stacionarnost vremenske serije koja reprezentuje berzanski indeks NEX20.

Dependent Variable: NEX20
 Method: Least Squares
 Date: 09/26/06 Time: 15:57
 Sample(adjusted): 1/02/2004 10/21/2005
 Included observations: 652
 Excluded observations: 7 after adjusting endpoints
 NEX20=C(1)*NEX20D

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.004645	0.000665	1511.046	0.0000
R-squared	0.998961	Mean dependent var		2996.561
Adjusted R-squared	0.998961	S.D. dependent var		1843.532
S.E. of regression	59.43164	Akaike info criterion		11.00906

Sum squared resid	2299410.	Schwarz criterion	11.01593
Log likelihood	-3587.955	Durbin-Watson stat	1.646603

Kao što se iz rezultata ocene modela vidi, koeficijent uz vrednost serije sa docnjom jeste približno jednak jedinici, te se na bazi ovog testa zaključuje da je posmatrana serije nestacionarna. Ispitajmo na isti način stacionarnost vremenske serije NEXPIF.

Dependent Variable: NEXPIF
 Method: Least Squares
 Date: 02/27/06 Time: 17:28
 Sample(adjusted): 1/02/2004 10/21/2005
 Included observations: 652
 Excluded observations: 7 after adjusting endpoints
 NEXPIF=C(1)*NEXPIFD

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.003977	0.001409	712.4163	0.0000
R-squared	0.993046	Mean dependent var		1849.390
Adjusted R-squared	0.993046	S.D. dependent var		879.4688
S.E. of regression	73.34141	Akaike info criterion		11.42966
Sum squared resid	3501705.	Schwarz criterion		11.43653
Log likelihood	-3725.069	Durbin-Watson stat		2.762507

Budući da je i ovde koeficijent uz varijablu sa docnjom posmatrane vremenske serije približno jednak jedinici, a ispunjene su sve pretpostavke vezane za grešku posmatranog modela, jer je primenjen metod najmanjih kvadrata, zaključujemo da je vremenska serija NEXPIF nestacionarna serija.

Stacionarnost vremenske serije testiraćemo i primenom proširenog Dickey-Fullerovog testa (ADF-statistika). Da bismo sproveli ADF test, neophodno je da odredimo sledeće: 1) Utvrđujemo da li diferenciramo model ili ne, odnosno, ako je odgovor pozitivan, da li je diferenciranje prvog reda ili drugog reda; 2) Određujemo da li u model uključujemo konstantu, da li uključujemo konstantu i linearan trend ili ništa od navedenog. Nakon toga dobijamo sledeće rezultate za našu analiziranu seriju:

ADF Test Statistic	3.349727	1% Critical Value*	-3.4430
		5% Critical Value	-2.8664
		10% Critical Value	-2.5694

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(NEX20)

Method: Least Squares

Date: 09/26/06 Time: 15:55

Sample(adjusted): 1/06/2004 10/21/2005

Included observations: 642

Excluded observations: 13 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NEX20(-1)	0.004412	0.001317	3.349727	0.0009
D(NEX20(-1))	0.135561	0.039822	3.404207	0.0007
D(NEX20(-2))	0.109493	0.040326	2.715199	0.0068
D(NEX20(-3))	-0.034406	0.039935	-0.861547	0.3893
D(NEX20(-4))	0.042418	0.039717	1.068003	0.2859
C	-5.278220	4.375260	-1.206379	0.2281
R-squared	0.069908	Mean dependent var		10.51921
Adjusted R-squared	0.062596	S.D. dependent var		59.27990
S.E. of regression	57.39458	Akaike info criterion		10.94708
Sum squared resid	2095071.	Schwarz criterion		10.98880
Log likelihood	-3508.012	F-statistic		9.560664
Durbin-Watson stat	1.992361	Prob(F-statistic)		0.000000

Date kritične vrednosti su MacKinnonove kritične vrednosti za sprovođenje hipoteze jediničnog korena. Ako želimo da test uradimo sa 99% verovatnoće, tada će ADF kritična vrednost biti -3.4430. Ovu vrednost upoređujemo sa vrednostima kolone u kojoj se nalazi t-statistika za određene lagirane vrednoosti date serije. Budući da je vrednost ADF statistike veća od markiranih vrednosti t-statistike, prihvatamo nultu hipotezu testa jediničnog korena, odnosno zaključujemo da je serija uz 99% verovatnoće nestacionarna. Isti postupak ADF testa sprovedemo i na vremenskoj seriji NEXPIF.

ADF Test Statistic	4.794577	1% Critical Value*	-3.4430
		5% Critical Value	-2.8664
		10% Critical Value	-2.5694

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(NEXPIF)

Method: Least Squares

Date: 09/28/06 Time: 09:47

Sample(adjusted): 1/06/2004 10/21/2005

Included observations: 642

Excluded observations: 13 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NEXPIF(-1)	0.015111	0.003152	4.794577	0.0000
D(NEXPIF(-1))	-0.486864	0.041050	-11.86015	0.0000

D(NEXPIF(-2))	-0.097665	0.044841	-2.178035	0.0298
D(NEXPIF(-3))	-0.152361	0.044978	-3.387471	0.0007
D(NEXPIF(-4))	-0.109177	0.041589	-2.625102	0.0089
C	-17.26102	6.211667	-2.778807	0.0056
R-squared	0.209952	Mean dependent var	6.153816	
Adjusted R-squared	0.203741	S.D. dependent var	73.74939	
S.E. of regression	65.80903	Akaike info criterion	11.22069	
Sum squared resid	2754407.	Schwarz criterion	11.26242	
Log likelihood	-3595.842	F-statistic	33.80295	
Durbin-Watson stat	1.963422	Prob(F-statistic)	0.000000	

Kada sprovodimo ADF test na vremensku seriju NEXPIF, rezultati koje dobijamo u mnogome se razlikuju od onih koji su dobijeni kod prethodne vremenske serije. Naime, kritična vrednost ADF statistike uz rizik greške od 1% iznosi -3.4430. Osenčena kolona sa vrednostima t-statistike ukazuje na to da je data vremenska serija nestacionarna jedino u odnosu na sopstvene lagirane vrednosti drugog, trećeg i četvrtog reda, ali ne i prvog reda.

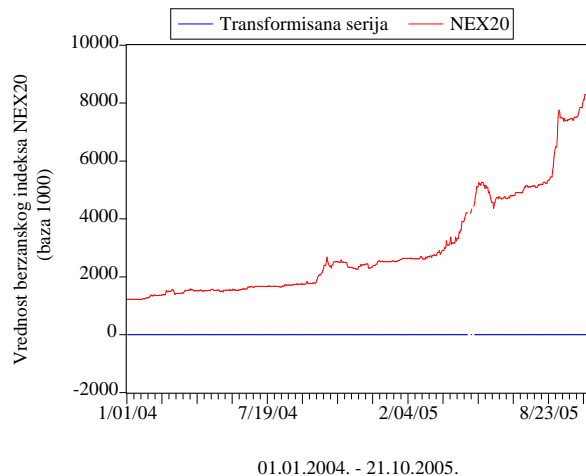
5. Transformacija vremenskih serija

Naredna faza u istraživačkoj analizi vremenskih serija jeste njihova transformacija. Na osnovu rezultata prethodnih faza analize možemo da izvedemo zaključak o osnovnim karakteristikama vremenske serije. Te informacije dalje koristimo kako bismo transformisali seriju. Transformacija serije je nužan predkorak gradnji modela. Naime, modeli vremenskih serija polaze od pretpostavki da su serije određenih osobina. Ukoliko na bazi analize zaključimo da vremenska serija, koja je predmet analize, nema potrebne osobine, moramo da pristupimo njenoj transformaciji izlazeći na taj način u susret zahtevima modela.

U opštem slučaju dva su osnovna razloga zbog kojih se pristupa transformaciji vremenskih serija:

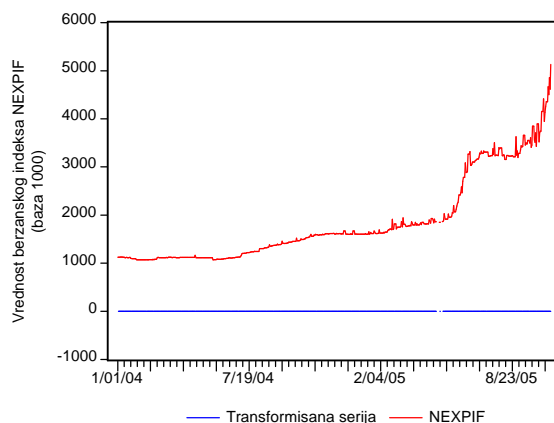
1. Da bi se dobili podaci koji su simetrični i po mogućnosti normalno raspoređeni. Pri modeliranju vremenske serije i njenom prognoziranju, često se polazi od pretpostavke da su podaci saglasni sa normalnim rasporedom ili da su simetrično raspoređeni. Za tipične ekonomske serije raspored opservacija je obično pomeren udesno, što je i naša analiza serija NEX20 i NEXPIF pokazala.
2. Da bi se stabilizovao nivo i varijansa. Vremensku seriju (mesečni i kvartalni podaci) karakteriše porast nivoa i varijanse tokom vremena. Porast varijanse tokom vremena karaktersitičan je i za multiplikativne sezonske vremenske serije. Transformacija takve serije sezonske efekte čini adaptivnim, a nivo konstantnim.

U cilju transformacije vremenskih serija koristi se tzv. Box-Coxova transformacija³¹. Na grafiku ćemo pokazati početne serije NEX20 i NEXPIF, kao i njima odgovarajuće transformisane serije kojima smo neutralisali uticaj trenda.



Grafik 3: Odnos originalne i transformisane vremenske serije NEX20

Isti grafik i za vremensku seriju NEXPIF.

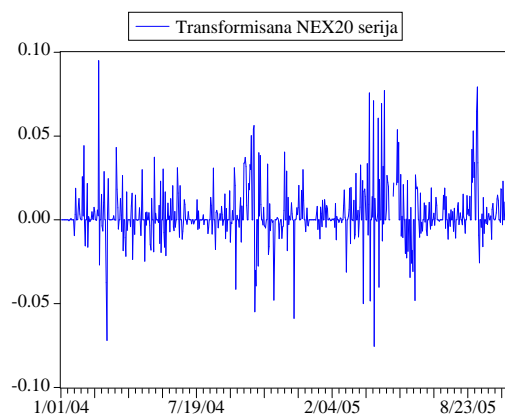


Grafik 4: Odnos originalne i transformisane vremenske serije NEXPIF

Na graficima se vidi da je transformacija uticala na neutralizaciju trenda u posmatranim vremenskim serijama. Da bih potvrdila zaključke primene ove

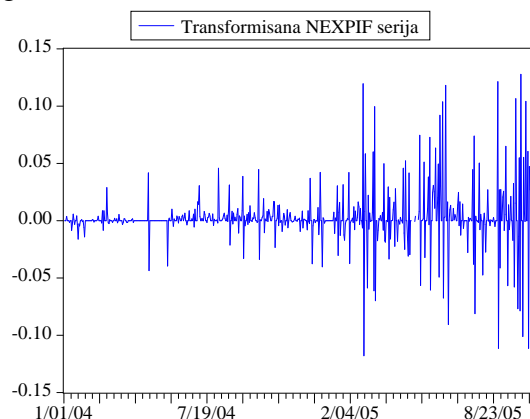
³¹ Za vremensku seriju X_t i koeficijent transformacije λ , transformisana serija $X_t^{(\lambda)}$ je: $X_t^{(\lambda)} = \begin{cases} \frac{(X_t^\lambda - 1)}{\lambda}, & \lambda \neq 0 \\ \log X_t, & \lambda = 0 \end{cases}$

transformacije, po kojima neutralizacija trenda ne znači i stabilnost varijanse, daću grafički prikaz samo transformisane serije.



Grafik 5: Transformisana vremenska serija NEX20 metodom prve diference logaritma serije

U slučaju vremenske serije NEXPIF, transformacija sa ciljem neutralisanja trenda data je na sledećem grafiku:

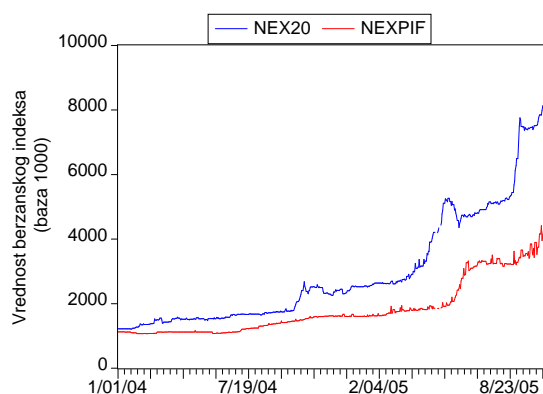


Grafik 6: Transformisana vremenska serija NEX20 metodom metoda prve diference logaritma serije

Dakle, Box-Coxovom transformacijom rešava se problem stabilnosti varijanse.

6. Kointegracija vremenskih serija

Kointegracija predstavlja kariku koja prilikom modeliranja povezuje nestacionarne, integrisane procese sa pojmom dugoročne ravnoteže ekonometrijskog modela. Najjednostavniji zaključak o tome da li je postignuta kointegracija posmatranih nestacionarnih serija dobija se na bazi grafičkog predstavljanja ovih serija.



01.01.2004. - 21.10.2005.

Grafik 7: Kretanje berzanskih indeksa NEX20 i NEXPIF u periodu od 01. januara 2004. godine do 21. oktobra 2005. godine

Kretanje dve vremenske serije na grafiku je usklađeno tokom vremena, pa izgleda da su serije istog reda integrisanosti. Tačnije, razlika između njih ili u opštem slučaju linearna kombinacija ove dve vremenske serije predstavlja stacionarnu seriju. Imajući u vidu međusobni odnos posmatranih vremenskih serija kažemo da ako postoji dugoročna povezanost dve nestacionarne serije, njihova kointegrisanost podrazumeva da su odstupanja od ravnotežne putanje stacionarna. Sproveden je Johansen-ov test kointegracije koji je dao sledeće rezultate:

Date: 09/26/06 Time: 23:05
 Sample: 1/01/2004 10/21/2005
 Included observations: 642
 Test assumption: No deterministic trend in the data
 Series: NEXPIF NEX20
 Lags interval: 1 to 4

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.071741	54.61203	12.53	16.31	None **
0.010565	6.818927	3.84	6.51	At most 1 **

() denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level

L.R. test indicates 2 cointegrating equation(s) at 5% significance level

Unnormalized Cointegrating Coefficients:

NEXPIF	NEX20
-4.40E-05	3.79E-05
-0.000106	5.73E-05

Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation(s)

NEXPIF	NEX20
1.000000	-0.860614
	(0.11020)
Log likelihood	-7091.977

Zaključak

U ovom radu analiziraju se osnovne karaktersitike vremenskih serija berzanskih indeksa NEX20 i NEXPIF. kroz njihovo grafičko predstavljanje, ispitivanje stacionarnosti i kointegrisanosti.

Rezultati empirijske analize ukazuju na to da je kretanje berzanskih indeksa NEX20 i NEXPIF nestabilno. Stabilnost u promenama analiziranih berzanskih indeksa postojala je u prvom periodu, do juna 2004. godina, nakon čega dolazi do njihovog agresivnijeg rasta, posebno indeksa NEX20. Zaključak o nestabilnosti vremenskih serija NEX20 i NEXPIF donosimo nakon sprovođenja testova stacionarnosti.

Budući da smo utvrdili da su analizirane vremenske serije nestacionarne, odnosno serije trenda, pristupili smo njihovoj transformaciji kako bismo neutralisali uticaj trenda. Primenjen je kombinovani metod specijalnog tipa Box-Coxove transformacije i diferenciranja. Na graficima se može primetiti neutralisanje uticaja trenda, ali ostaje problem nestabilnosti varijanse koji se rešava primenom klasične Box-Coxove transformacije. Kointegraciona analiza, korišćenjem Johansen-ove procedure, pokazala je da postoji jaka kointegraciona veza između vremenskih serija NEX20 i NEXPIF.

Rezultati analize ukazuju na to da, iako su okarakterisane kao nestabilne serije, varijacije NEX20 serije mogu se objasniti na bazi varijacija NEXPIF vremenske serije. Ista tvrdnja važi i za objašnjenje varijacija serije NEXPIF.

Literatura:

1. Green, H. William, "Econometric Analysis", Prentice Hall International Inc. New Jersey 2000.
2. Gujarati, N. Damodar, "Basic Econometrics", McGraw-Hill Higher Education, New York 2003.
3. Karadžić, Vesna, "Osnovni koncepti ekonometrije vremenskih serija", Postdiplomske studije "Preduzetnička ekonomija" Volume X, Podgorica 2005.
4. Kovačić, J. Zlatko, "Analiza vremenskih serija", Ekonomski fakultet, Beograd 1998.

Tijana Stanković

Privatni penzijski fondovi i razvoj tržišta kapitala

Abstract

The implementation of the privately managed capitalized pension system could have positive and significant impact on saving, growth and welfare. However, indirect link through capital market could be equally important. Some of Latin America countries, that implemented fully funded pension systems, are the evidences of these processes. The funded pension systems create accumulation of the institutional capital, adaptive legal framework, increased specialization, transparency and integrity and better corporate governance. The emphasis is on financial innovations as consequence of the pension reform. Not less significant is reduction of capital cost, stabilization of security prices and larger volumes of trading. Examples of economies that privatized pension systems are also evidence of positive impact of the pension reform on economic growth and productivity through capital market development.

Keywords: Pension Reform, Capital Market, Institutional Investors, Economic Growth

1. Uvod

Interes u bavljenju penzijskom reformom koji su pokazale multinacionalne kompanije, zemlje u razvoju i ekonomisti širom svijeta upućuje na to da privatizacija sistema socijalne zaštite i kreiranje potpuno kapitalizovanog, privatnog penzijskog sistema ima pozitivne rezultate na lično i javno blagostanje. Posebno kada se radi o postizanju makroekonomske stabilnosti usljed smanjivanja političkih i demografskih pritisaka koje sa sobom nose PAYG sistemi i uključivanju fiskalne reforme u opšti proces tranzicije. Zahtjevi kapitalizovanih penzijskih sistema podstiču povećanje štednje, ekonomski rast i produktivnost. Penzijska štednja povećava ukupnu štednju. Taj efekat može biti veoma značajan za zemlje u razvoju kao što je Crna Gora.

PAYG sistem je postao posrednik između pojedinca i države: svako štedi i investira u vladin sistem. Novac se redistribuira od onih koji imaju više sredstava za život onima koji imaju manje. Ali fondovi u okviru državnog sistema socijalnog osiguranja nikad ne stižu na tržište kapitala: umjesto toga su odmah distribuirani sadašnjim korisnicima penzija. Problem je u tome što penzija koju pojedinac dobija

u budućnosti zavisi od aktuelne vlasti, a ne povraća na tržištu kapitala. Rezultat je da je javno penzijsko osiguranje sistem u kome kamatne stope određuje vlada. Ludwig von Mises³² je rekao: bez obzira koliko vladini aktuari pokušavali, bez obzira kakvi su oni eksperti, oni će griješiti u svom proračunu, jer vlada ne može izračunati cijene, a na kraju krajeva kamatna stopa je cijena novca.

Veliki broj studija³³ koje istražuju uticaj finansijskog razvoja na ekonomski rast, produktivnost i štednju, navode mogućnost da upravo penzijska reforma može dodatno pozitivno uticati na kategorije preko razvoja tržišta kapitala. Pozitivni efekat na rast kroz razvoj tržišta kapitala se kreira preko likvidnijih i efikasnijih tržišta hartija od vrijednosti koje podstiču dugoročne investicije, time i ekonomski rast.

Kao empirijski dokaz gore navedenim tvrdnjama služi Čile u kome je, prije više od 25 godina, državni penzijski sistem zamijenjen revolucionarnom novinom: privatno upravljanim sistemom ličnih penzijskih računa³⁴. Na agregatnom nivou, kapitalizovani sistem individualnih penzijskih računa je predstavljao likvidnu novčanu masu koja se investirala na dugi rok i pokrenula čitav niz procesa na tržištu kapitala koji su doprinijeli njegovom razvoju, time i ukupnom bogatstvu čileanaca. U ovom radu učinjen je pokušaj da se objasne takvi procesi. Kapitalizovani penzijski sistem, zasnovan na vlasništvu, ličnoj slobodi i odgovornosti primijenile su latinoameričke zemlje, a kasnije i većina zemalja u tranziciji.

Stoga, u prilog direktnom uticaju koji penzijska refoma može imati na rast i štednju jeste da kreiranje potpuno kapitalizovanog, privatnog penzijskog sistema može ubrzati proces razvoja tržišta kapitala, doprinoseći rastu i bogatstvu pojedinca i ekonomije u cjelini. **Osnovno pitanje koje postavljam u ovom radu je sljedeće: Ako penzijski fondovi jednostavno supstituišu ostale izvore štednje pojedinca, zašto bi ova refoma imala bilo kakav koristan uticaj na ekonomski rast i produktivnost?** Osim toga, penzijska refoma se najčešće sprovodi istovremeno u paketu sa ostalim reformama, koje imaju svoje efekte. Osnovna svrha ovog rada je

³² Ludvig von Mises (2000): *Selected writings*, Liberty Fund, Indianapolis

³³ Levine i Zervos (1998), Poterba i ostali autori (1996)

³⁴ Nivo penzije radnika je određen iznosom novca koji je on sam tokom radnog vijeka prikupio. Ni radnik ni poslodavac ne plaćaju državi porez za socijalno osiguranje. Radnik ne prima penziju od vlade. Ukoliko pojedinac sam ne ostvari penziju država mu garantuje 30\$ mjesečno, tj. 1\$ dnevno. Poslodavac radniku tokom cijelog radnog veka automatski uplaćuje 10% plate na njegov lični penzijski račun. Radnik može dodatno ulagati svakog mjeseca kao oblik dobrovoljne štednje, što je takodje izuzeto od poreza na dohodak. Generalno radnik ulaže više od 10 obaveznih procenata plate, koji se dalje investiraju i čime investicione kompanije u konkurentnim uslovima teže postići što visočije stope prinosa.

da verifikuje hipotezu da penzijska reforma značajno utiče na funkcionisanje tržišta kapitala.

2. Procesi razvoja tržišta kapitala

Uspjeh penzijske reforme i njen uticaj na tržište kapitala zavise od koncepta reforme koji se primjenjuje. Penzijska reforma na više načina podržava razvoj tržišta kapitala, pa je samim tim ideja ovoga rada da prikaže zbog čega je alokacija penzijskih sredstava efikasnija u slučaju kada je dozvoljeno investiranje u akcije koje izdaje privatni sektor. Ukoliko je penzijskom reformom ograničeno menadžerima da investiraju samo u državne obveznice onda se malo može očekivati od pozitivnih efekata na tržište kapitala. U radu će biti navedeni pozitivni efekti na razvoj tržište kapitala kroz akumulaciju institucionalnog kapitala, povećan nivo specijalizacije u procesu investicionog odlučivanja i podsticaje za finansijske inovacije.

2.1 Akumulacija institucionalnog kapitala

Usljed akumulacije relativno velike količine penzijskih sredstava koja se mogu investirati, država bi trebala da obezbijedi odgovarajući institucionalni okvir i otvori mogućnost da privatni sektor razvije finansijske instrumente u koje penzijski fondovi mogu investirati. Institucije koje izdaju takve instrumente biće prinudjene da dostavljaju određene informacije. Taj proces bi uticao na povećanje nivoa transparentnosti u smislu rada na finansijskim tržištima i menadžmenta fondova. Stoga, "pritisak" koji kreira rast penzijskih fondova zahtijeva set regulacija koji investitorima, firmama i državi omogućava da međusobno funkcionišu. Poznat kao "institucionalni kapital", set regulacija postaje javno dobro koje može neograničeno doprinijeti procesu modernizacije tržišta kapitala i kroz know-how podstakne i unaprijedi korporativno upravljanje.

Primjena bolje regulacije u smislu standarda u informisanju, računovodstvu i reviziji bi vodili većoj **transparentnosti** tržišta kapitala. Takođe, zbog praktičnosti, rastući značaj penzijskih fondova podrazumijeva i samoregulatorne procese, koji su po svojoj prirodi mnogo efikasniji način kojim se podstiče razvoj tržišta kapitala. To se prvenstveno odnosi na kreiranje sistema za procjenu rizika omogućavajući dodatnu transparentnost na tržištu kapitala. To je posebno značajno u slučaju obaveznih penzijskih sistema gdje će biti potrebna neka vrsta neformalne garancije u vidu nezavisne procjene rizičnosti instrumenata koje koriste penzijski fondovi.

Menadžeri penzijskih fondova ne upravljaju kompanijama, ali mogu biti značajni manjinski akcionari. Ukoliko menadžeri penzijskih fondova investiraju u interesu

budućih penzionera, tada postaju značajni predstavnici interesa manjinskih akcionara. Dodatno, interesi menadžera penzijskih fondova otvaraju šansu za izbor nezavisnih članova upravnih odbora. Štaviše, od predstavnika penzijskih fondova se očekuje da postignu dvosmjernu komunikaciju sa regulatorom i utiču na prilagodjavanje institucionalnog okvira tržištu. Na kraju, imajući u vidu da su penzijski fondovi veliki investitori koji koordiniraju određene investicione aktivnosti, oni su u stanju da prevaziđu probleme manjinskih akcionara kao "slobodnih jahača". Stoga je moguć i pozitivan efekat na korporativno upravljanje. Međutim, takodje je moguće da se menadžeri penzijskih fondova ne ponašaju u interesu svojih ulagača, već isključivo u interesu menadžmenta fonda. Dodatno, odnos između menadžera fonda i njihovih klijenata može sam po sebi biti predmet različitih posredničkih problema.

Regulacijama se problemi teže ograničiti, ali ne u mjeri da naruše spontanost koju samo po sebi reguliše tržište. Ukoliko su pravilno kreirane, korporativno upravljanje bi uticalo na brži rast tržišta kapitala.

2.2 Povećan nivo specijalizacije u procesu investicionog odlučivanja

U penzijskoj reformi, kojom se povećava nivo kapitalizacije, imovina se uvećava tokom dugog roka. Upravljanje uvećanim obimom sredstava podrazumijeva rastući nivo specijalizacije i zahtijeva profesionalan menadžment. Ovaj efekat je pojačan ukoliko reforma ima pozitivan uticaj na štednju ili kada je individualni investicioni menadžment supstituisan investicionim menadžmentom za penzijske fondove.

Taj proces specijalizacije menadžmenta penzijskih fondova utiče i na slične kompanije kao što su investicione banke, menadžment kompanije i regulatorne organizacije. Sve to podrazumijeva primjenu najnovijih znanja, komunikacionih i informativnih tehnologija. Istovremeno, profesionalni investitori pronalaze interes u pomaganju državnim organima da odrede odgovarajuće pravce za poboljšanja zakonskog okvira.

2.3 Podsticaji za finansijske inovacije

Akumulacija sredstava i rast tržišta kapitala predstavlja važan podsticaj za evoluciju finansijskih inovacija. Novi finansijski instrumenti uključuju dugoročne instrumente, hartije od vrijednosti iz novih sektora ekonomije kao i investiranje na strana tržišta.

Imajući u vidu da se ne radi o jednom državnom penzijskom fondu definisanih penzija, već o konkurentnim penzijskim fondovima u sistemu definisanih doprinosa, naglasak u finansijskim inovacijama se daje na poslovanje u kratkom roku, kao što je slučaj sa otvorenim fondovima. Razlog tome je što se portfolio menadžeri

suočavaju sa zahtjevima tržišta koji diktiraju potrebu za atraktivnim povraćajima tokom relativno kratkog vremenskog perioda. To može da ograniči portfolio menadžere u smislu favorizacije nelikvidnijih i teže mjerljivih ulaganja.

3. Makroekonomski podsticaji za penzijsku reformu

Penzijska reforma sama po sebi se odigrava izolovano, ali njeni rezultati umnogome zavise od ostalih ekonomskih reformi. To znači da ukoliko se na makroekonomskom nivou ne postignu neophodni uslovi, uspjeh penzijske reforme se može dovesti u pitanje. To se odnosi na niz institucionalnih i ekonomskih reformi koje olakšavaju postizanje pozitivnih efekata penzijske reforme na razvoj tržišta kapitala. Generalno, makroekonomski uslovi koji stvaraju pozitivan ambijent za penzijsku reformu mogu biti grupisani u sljedeće: makroekonomska stabilnost, poreski podsticaji, slobodni tokovi kapitala, adekvatna regulacija i konkurencija u finansijskom sektoru,

3.1 Makroekonomska stabilnost

Makroekonomska nestabilnost vjerovatno bi umanjila pozitivne efekte penzijske reforme na razvoj tržišta kapitala. Vrlo je vjerovatno da će penzijska reforma direktno doprinijeti makroekonomskoj stabilnosti, izbjegavajući političke i demografske pritiske pod kojima je bio PAYG sistem. Za reformu je neophodno jasno prikazivanje duga penzijskog sistema i diskutovanje o načinu na koji može biti finansiran. Na kraju, doprinosi li ili ne penzijska reforma makroekonomskoj stabilnosti zavisi prvenstveno od "jačine" reforme i finansiranja tranzicije.

3.2 Adekvatni poreski podsticaji

Dobro poznata činjenica je da razvoj specifičnih finansijskih instrumenata zavisi značajno od poreskih podsticaja. Na primjer, u sistemima oporezovanih dividendi, porezi podstiču korišćenje zadržanih prihoda umjesto emisiju novih akcija. Vrsta poreskog režima koja je na snazi predstavlja važnu varijablu kojom se može upravljati kako bi se postigao što pozitivniji učinak penzijske reforme na razvoj tržišta kapitala.

3.3 Liberalizacija tokova kapitala

Obzirom da restrikcije u tokovima kapitala utiču negativno na razvoj tržišta, tako i sloboda u tom pogledu daje veći pozitivan uticaj penzijske reforme na tržište kapitala. Sloboda priliva i odliva kapitala utiče istovremeno i na penzijsku reformu i na tržište kapitala.

3.4 Adekvatna regulacija i konkurencija u pružanju finansijskih usluga

Previše regulisano tržište i manjak konkurencije u pružanju finansijskih usluga ograničava mogućnosti razvoja tržišta kapitala. Na primjer, konkurencija među trgovcima hartija od vrijednosti i berzama omogućava da transakcioni troškovi ne budu prepreka trgovanju. Takođe, regulisanjem bankarskog sektora se teži postići fer konkurencija između alternativnih ponudjača sredstava.

3.5 Svojinska prava, zakonsko uređenje stečaja i zaštita investitora

Potreban uslov za razvoj tržišta kapitala, sa ili bez reforme, jeste uspostavljanje svojinskih prava. Ono što treba imati u vidu za uspjeh penzijske reforme jeste zaštita investitora i zakonsko uređenje stečaja prilagodjeno novom institucionalnom investitoru. Ukoliko ta vrsta zaštite nije uređena, javnost može izgubiti povjerenje u reformu.

Privatizacija državnih kompanija

Privatizacija državnih kompanija ima važan značaj za razvoj tržišta kapitala. Firme koje počivaju na centralizovanoj alokaciji sredstava, sada mogu trgovati obveznicama i akcijama. Ako je proces privatizacije kreiran tako da se vrši velika disperzija imovine, onda se može očekivati i veći obim transakcija na berzi. Učešće penzijskih fondova može pojačati te efekte. Međutim, privatizacija se može primijeniti na više načina, kao što je transakcija između države i jednog akcionara koji ima pravo kontrole. Taj vid privatizacije ne može značajno uticati na razvoj tržišta kapitala.

4. Posljedice penzijske reforme podstiču razvoj tržišta kapitala

U nastavku ovog rada dat je prikaz uticaja koje ima penzijska reforma na ekonomsku aktivnost u zemlji kroz razvoj tržišta kapitala. To su: povećana štednja, smanjenje troška kapitala, integracija finansijskih tržišta i snižavanje transakcionog troška, povećanje likvidnosti i stabilnije cijene. Osim toga što utiče na razvoj tržišta kapitala penzijska reforma ima mnoge pozitivne efekte na ukupnu ekonomiju (razvoj finansijskih tržišta uopšte, povećanje produktivnosti kapitala, povećanje fleksibilnosti tržišta rada, povećanje poreske osnovice, itd.) i, što se može smatrati najznačajnijim postignućem, na svijest građana. Što ljudi više “osjećaju” doprinose³⁵ za penzijski sistem kao porez, to će više pokušavati da ga izbjegnju radeći u svojoj ekonomiji. Što više ljudi osjeća doprinose kao štednju i investicije,

³⁵ Vrsta direktnog poreza na prihod od rada

akumulirane na njihovim ličnim penzijskim računima, pravno zaštićene kao ličnu imovinu, kojima upravljaju privatne institucije kojima vjeruje, to je njihova odgovornost prema ličnim prihodima veća, time i mogućnost da će u potpunosti učestvovati u formalnom sektoru.

4.1 Povećanje štednje

Efekat penzijske reforme na štednju zavisi od karakteristika same reforme i ekonomije. Jedna od osnovnih karakteristika je način na koji će se finansirati tranzicioni trošak, tj. u kojoj mjeri i da li će generacije zaposlenih biti spremne da finansiraju sadašnje penzionere, kolika je stopa obavezne penzijske štednje i u kojoj mjeri će pojedinac od raspoloživog dohotka dobrovoljno štedjeti za penziju. Rast štednje na individualnom nivou može voditi rastu agregatne štednje čime se stvara dugoročni kapital potreban za investicije koje će povećati proizvodnju i poboljšati usluge i pokrenuti ekonomski rast i razvoj.

4.2 Smanjenje troška kapitala za kompanije

Potpuno kapitalizovani penzijski sistemi smanjuju trošak finansiranja za kompanije kao rezultat akumulacije finansijske štednje. Ako u ličnoj štednji finansijsko tržište ne posreduje onda ona uzima formu drugih oblika imovine: zemlje, zlata i sličnog. Postavlja se pitanje: ako penzijski fondovi supstituišu ostale vidove lične štednje, zašto bi to podrazumijevalo niži trošak kapitala? Moguća su tri odgovora: niži trošak izdavanja hartija od vrijednosti, niža vremenska premija (razlika između dugoročne i kratkoročne stope prinosa u uslovima predvidivih kretanja na tržištu) i niža premija rizika investiranja (nagrada za rizično investiranje). The reward for holding a risky investment rather than a risk-free one

Prvo, zbog sveukupnog razvoja tržišta kapitala, direktni troškovi izdavanja hartija od vrijednosti bi trebali biti niži. To prirodno podrazumijeva smanjenje troška kapitala.

Drugo, vremenski horizont investiranja penzijskih fondova je duži nego kod investicija pojedinaca ili firmi. U slučaju pojedinaca, iako je agregatna štednja stabilna tokom vremena, prosječni rok dospjeća takve štednje je vjerovatno relativno kraći, prvenstveno zbog opreznosti koju pojedinac ima u slučaju štednje. U slučaju firmi, čiji biznis nije finansijske prirode, one vrlo prolazno investiraju u hartije od vrijednosti. Stoga su, po definiciji, kratkoročne investicije. Nasuprot tome, čak iako se poslovanje penzijskog fonda može mjeriti u kratkom roku, izvjesnost da najveći dio tih fondova nema potrebu da bude likvidan sve do dalje budućnosti, u najmanju ruku na agregatnom nivou, daje mogućnost menadžerima penzijskih fondova da izaberu duže rokove dospjeća. To znači da čak iako ukupna štednja ne poraste nakon penzijske reforme, prosječni rok dospjeća hartija od vrijednosti će biti produžen.

Drugim riječima, vremenska premija ili premija likvidnosti bi tada bila niža. Sljedeći argument pojačava ovu ideju.

Treće, uzimajući u obzir da menadžeri penzijskih fondova upravljaju novcem svojih ulagača i da je disciplina menadžera regulisana pravilima “opreznog privrednika” i konkurentnim uslovima poslovanja, vrlo je vjerovatno da će prosječna tolerancija rizika porasti. To nosi sa sobom nižu premiju rizika na kapital, što takodje umanjuje ukupan trošak kapitala.

Gore navedeno upućuje na to da čak iako penzijska reforma ne podigne ukupan nivo štednje, vrlo je vjerovatno da će imati pozitivne efekte na rast i bogatstvo zbog bolje alokacije investicionih sredstava. Ukoliko ukupni (riziku prilagodjen) trošak kapitala zaista padne, to otvara u svakom trenutku različite i atraktivne investicione projekte. Kako se očekuju dugoročni projekti sa većim stopama prinosa (koji su sa stanovišta kratkoročnog investitora rizičniji), tad se može očekivati i veći ekonomski rast.

4.3 Integracija finansijskih tržišta

Integrisanje tržišta kapitala omogućava bolji mehanizam diversifikacije rizika, naginjući tržišni portfolio prema investicijama sa većim prinosom i povećavajući dubinu finansijskih sistema, a na taj način uzrokujući veći ekonomski rast.

Institucionalno okruženje koje daje prednost razvoju industrije penzijskih fondova vjerovatno pruža dodatne podsticaje međunarodnoj integraciji finansijskih tržišta. Finansijska integracija se može shvatiti kao “poravnanje” trade off-a rizika i prinosa sa ostatkom svijeta. Sa povećanom likvidnošću, transparentnošću i posebno boljom zaštitom prava manjinskih akcionara može se očekivati i veće prisustvo stranog portfolio menadžmenta.

Posmatrajući iz drugog ugla, obzirom da penzijski fondovi mogu postati preveliki za veličinu domaćeg tržišta kapitala (što će vjerovatno biti slučaj sa Crnom Gorom), mogućnost investiranja domaćih fondova na inostrana tržišta kapitala postaje veoma vjerovatna. Ovaj proces, a time i njegovi pozitivni efekti, može biti usporen regulatornim restrikcijama koje ograničavaju investiranje fonda u inostranstvo.

Konačno, potreba za informacijama, stabilna tržišna praksa i zaštita manjinskih akcionara može učiniti lakšom mogućnost za lokalne firme da izdaju hartije od vrijednosti u inostranstvu.

4.4 Snižavanje transakcionog troška, povećanje likvidnosti i stabilnije cijene

Sa teoretskog stanovišta, likvidnija tržišta hartija od vrijednosti pružaju podsticaje za dugoročne projekte, jer investitori mnogo lakše mogu prodati svoje udjele prije roka dospjeća projekata. Takvi projekti mogu uticati na povećanje ukupnog ekonomskog rasta. Štaviše, zbog ekonomije obima, transakcioni troškovi, likvidnost i promjenjivost cijena spiralno prenose pozitivan uticaj jedno na drugo. Dodatno, nove institucije podržavaju razvijeni elektronski sistemi platnog prometa i trgovanja hartijama od vrijednosti, veća je konkurencija medju alternativnim tržištima, vrši se centralizacija depozita i slično, kako bi se podržao povećani obim transakcija.

Povećanje likvidnosti na tržištu olakšava prodaju hartija od vrijednosti i smanjuje potrebu manjinskih akcionara da prate rad većinskih. Stoga se može očekivati, prema nalazima empirijskih studija³⁶, pozitivna korelacija izmedju rasta likvidnosti i niže promjenljivosti cijena, sa sadašnjim i budućim ekonomskim rastom.

Isti argumenti korišteni u objašnjavanju efekata intergracije tržišta kapitala, mogu se iskoristiti za objašnjenje uticaja penzijskih fondova na stabilnije cijene i veće obime trgovanja hartijama od vrijednosti: veće mogućnosti za investiranje i bolji pristup informacijama i analizama. To podrazumijeva da se cijene kreću oko osnovnih vrijednosti i da manje devijacije nastaju usljed velikog obima trgovanja.

4.5 Sekundarni uticaj na strukturu finansijskog i ostalih tržišta

Razvoj penzijskog sistema može podrazumijevati različite forme razvoja i organizacije konkurentnih/komplementarnih industrija. Na primjer, razvoju životnog i invalidskog osiguranja. Na taj način bi vlade, banke, osiguravajuća društva za životno osiguranje ili čak određene industrije bile pod uticajem penzijskog sistema. Na primjer, gradjevinarstvo, ako bi se hipotekarne obveznice pokazale tržišno prihvatljivim. Kako su značajna, dugoročna sredstva akumulirana, vrlo je moguće redefinisane tržišnih niša na bankarskom tržištu. Banke bi se vjerovatno skoncentrisale na kratkoročna finansiranja i/ili na manje firme i pojedince.

Važno je uzeti u obzir da se na nivou tržišta kapitala, fondovi sjedinjuju i postaje nemoguće odrediti njihove izvore i specifičnu upotrebu. Stoga bi bilo neprikladno da se sudi o uticaju koji penzijski fondovi imaju na agregatne investicije bez uzimanja u obzir indirektnih efekata.

³⁶ Levine, Ross and Sara Zervos (1998): *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, The American Economic Review

5. Zaključak

Imajući u vidu da je Crna Gora na pragu uvođenja privatnih penzijskih fondova, iz potrebe za analizom tematike uticaja penzijske reforme na ekonomski rast kroz tržište kapitala nastaje i doprinos ovog rada da sintetiše osnovne hipoteze koje dovode u odnos razvoj tržišta kapitala sa penzijskom reformom, diskutuje njihovu validnost, i vjerovatno otvori nova pitanja.

Zaključci ovog rada bi trebali da budu konzistentni tvrdnjama onih koji propagiraju reformu. Penzijska reforma olakšava akumulaciju institucionalnog kapitala kroz prilagodljiv zakonski okvir, povećava specijalizaciju u procesu investicionog odlučivanja, omogućava više transparentnosti i integrisanosti (posebno kroz proces obaveznog rejtinga rizika), i naravno kroz novo korporativno upravljanje. Takođe jedan od glavnih pravaca uticaja penzijske reforme na ekonomiju je kroz smanjenje troška kapitala za kompaniju.

Kapitalizovani penzijski sistemi igraju značajnu ulogu u povećanju bogatstva pojedinca kroz razvoj tržišta kapitala. Penzijska sredstva u svakoj zemlji predstavljaju značajan izvor novca koji povećava dubinu tržišta i čini ga efikasnijim. Najveći dio imovine fonda su dugoročna sredstva, što omogućava penzijskom fondu da koncentriše svoj portfolio (da ih investira) u dugoročne hartije od vrijednosti sa većom stopom povraćaja. Penzijski fondovi čine tržište kapitala likvidnijim, vodeći ih novim instrumentima upravljanja rizikom, unoseći inovacije na tržištu kapitala i namećući korporativnim menadžerima tržišnu disciplinu. Sve to jača tržište kapitala u ekonomijama u kojima penzijski fondovi i ostali institucionalni investicioni menadžeri posluju relativno slobodno na tržištu.

Sedmadesetih godina prošlog vijeka, Čile kao jedna od siromašnijih zemalja Latinske Amerike, postala je pravo latinoameričko čudo. Danas je to zemlja sa najvisočijim životnim standardom u Latinskoj Americi. Čileanski model postoji već 25 godina i njegov opstanak uliva povjerenje. Procjena je da radnici u Čileu kroz sistem ličnih penzijskih računa posjeduju 60% BDP. Penzije u novom privatnom sistemu su 50% do 100% visočije - zavisno od toga da li se radi o starosnim, invalidskim ili porodičnim - nego sto su bile u PAYG sistemu. Ukupna prosječna stopa povraćaja na investicije penzijskih fondova za 25 godina je iznosila 10.3% iznad prosječne godišnje stope inflacije. Privatni penzijski fondovi uticali na razvoj tržišta kapitala, što se pokazalo kao jedan od najvažnijih koraka u reformi koja je privredni rast sa nivoa od 3% dovela do prosjeka od preko 7%. Čile je postao primjer ostatku kontinenta i u istoj ili sličnoj formi koncipiranja novog penzijskog sistema velikom broju zemalja širom svijeta.

Literatura

1. Dimitri Vittas (1999): *Pension Reform and Capital Market Development: Feasibility and Impact Preconditions*, Development Research Group, World Bank
2. E. Philip Davis (1999): *Linkages between Pension Reform and Financial Sector Development*, Discussion Paper # PI-9909, The Pensions Institute, Birbeck College, University of London, London
3. Eduardo Walker and Fernando Lefort: *Capital market and Pension Reform: Are There Any Hard Links?*, World Bank Working Paper
4. Fridrih Hajek (1997): *Put u ropstvo*, Global book, Novi Sad
5. Iglesias, Augusto (1999): *Economic Impact of Pension Reforms in Chile*. Mimeo
6. Jose Pinera (1996), *Empowering Workers: The Privatization of Social Security in Chile*
7. Jose Pinera (2001), *Toward a World of Worker-Capitalists*, Boston University
8. Jose Pinera (2002), *A Time To Be Bold*, Project on Social Security Privatization at the Cato Institute
9. Jose Pinera (2003), *How Chile was saved*, Navigator
10. Klaus Schmidt-Hebbel (2002): *Does Pension Reform Really Spur Productivity, Saving And Growth*, World Bank Institute, Warsaw
11. Levine, Ross and Sara Zervos (1998): *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, The American Economic Review
12. Ludvig von Mises (2000): *Selected writings*, Liberty Fund, Indianapolis
13. Poterba, J.M.S.F. Vent and D.A. Wise (1996): *Personal Retirement Saving Programmes and Asset Accumulation. Reconciling Evidence*” NBER Working Paper 5599
14. Robert Holzmann, Indermit Gill, Gregorio Impavido, Alberto R. Musalem, Michal Rutkowski, Anita Schwarz, World Bank Staff (2002) *Understanding the World Bank's Approach to Pension Reform: Rationale, Issues, and Open Questions*, Full edited and revised draft, World Bank
15. Tijana Stanković (2004), *Magistarski rad: Kapitalizacija penzijskih sistema*, Postdiplomske studije »Preduzetnička ekonomija«, Podgorica
16. USAID (1999): *Guidebook To Pension Reform*
17. Veselin Vukotić (2001): *Makroekonomski računi i modeli*, CID, Podgorica

Neda Ivović*

Konvergencija sistema korporativnog upravljanja – kuda dalje?

Abstract:

This article seeks to analyze legal facts for corporate governance development in Montenegro, to put the country's situation into international context, and to find new avenues for comparative research. The article **assesses** investor protection indicators already existing in the literature. The author hypothesizes that "anti director index" for Montenegro legislation is 6 (six). The author concludes that company law directives and regulations appear to have had very little impact on national company laws thus far and, more to the point, little impact on EU corporate governance and management. There are no widespread harmonization of corporate governance standards in EU, and author argues that the process of harmonization in this area has to be a flexible one, and that it is more important that Member states develop their regulatory strategy along similar lines than to achieve uniformity about the details.

Key words: *corporate governance, company law harmonisation, shareholders protection index*

Različiti nacionalni sistemi korporativnog upravljanja se najčešće posmatraju samo kao privremena rješenja na putu ka potpunijoj konvergenciji sistema korporativnog upravljanja, ka jednom, trebalo bi, najoptimalnijem modelu. Predviđa se da će konkurencija regulatornih rješenja vrlo brzo dovesti do konvergencije sistema korporativnog upravljanja. Međutim, nacionalni sistemi korporativnog upravljanja se pokazuju prilagodljivijim po svojoj formi, nego po suštini. Cilj ovog rada je da analizira ostvarene rezultate na polju formalne harmonizacije zakonodavnih rješenja u ovom domenu, koja se u velikoj mjeri ostvaruje pod pritiskom EU. Takođe, ovim radom se nastoji utvrditi stepen u kojem su zakonodavna rješenja u Crnoj Gori usklađena sa rješenjima drugih pravnih sistema, kao i ukazati na probleme prilikom formalne implementacije ovih rješenja u praksi. Kako Evropska Unija zahtijeva od država koje nastoje da se pridruže EU da usvoje *acquis communautaire*, tj. cjelokupni niz političkih, institucionalnih i zakonodavnih mjera država članica EU, kada je riječ o korporativnom pravu, može se očekivati da će kompanijsko pravo Evropske Unije imati sve veći uticaj na rekonceptualizaciju korporativnog prava država članica Evropske Unije, a time i postojećih sistema korporativnog upravljanja.

* Pravni fakultet, Podgorica; Komisija za HOV Crne Gore

1. EU regulativa kao mehanizam za ostvarenje konvergencija sistema korporativnog upravljanja na EU nivou

Komparativna analiza sistema korporativnog upravljanja pokazuje da je sistem korporativnog upravljanja u velikoj mjeri uspostavljen zakonodavnim okvirom. Analiza ovih zakonskih odredbi pokazuje da postoji veoma veliki broj vrlo raznovrsnih odredbi kojima se regulišu osnovna pitanja korporativnog upravljanja (sastav odbora direktora i njegove nadležnosti, uloga institucionalnih investitora, naknade za rad članovima Odbora direktora itd).

Najvažnija pitanja u vezi sa kojima je ostvaren razvoj sistema korporativnog upravljanja, komparativno posmatrano, odnose se na:

- strukturu odbora direktora kao organa društva;
- ulogu članova odbora direktora, naknade za rad članovima odbora direktora,
- odgovornost za finansijsko izvještavanje,
- ulogu institucionalnih investitora u korporativnom upravljanju,
- regulisanje revizije,
- korporativno izvještavanje i razvoj kodeksa korporativnog upravljanja kao dijela nacionalne legislative korporativnog upravljanja.³⁷

Sama činjenica da su navedena najznačajnija pitanja uglavnom regulisana nacionalnim korporativnim zakonima ukazuje da će se ostvariti konvergencija sistema korporativnog upravljanja, bar na nivou Evropske Unije. Ipak, ova pitanja se najčešće smatraju i pitanjima koja se moraju dalje regulativno razvijati. Neusmnjivo je da je dalji razvoj psotojećih zakonskih rješenja kojima se regulišu osnovna pitanja korporativnog upravljanja potreban i/ili neophodan, ali se nužno nameće i potreba da se nađe odgovor na pitanje kakav stav Evropske Unije u vezi sa ovim pitanjima treba očekivati i opredijeliti se da li je takav odgovor EU očekivan i poželjan sa aspekta daljeg razvoja već uspotavljenog nacionalnog okvira koprativnog upravljanja.

Osnovna činjenica koju moramo imati u vidu prije nego pređemo na detaljno razmatranje mogućih pravaca razvoja psotojećih sistema korporativnog upravljanja je da je od 1968. godine, Evropska Komisija usvojila 37 direktiva i 10 Pravila iz oblasti prava privrednih društava i da njihov broj stalno raste.³⁸ Nakon sporog

³⁷ Vidi: Hopt, Klaus et al, *European Corporate Governance in Company Law and Codes*, izvještaj pripremljen za European Corporate Governance Conference, 18 oktobar, raspoloživo na <http://corp.gov.nl/page/downloads/Final%20Report2.pdf>, str. 60 et seq;

³⁸ Vidi: <http://eur-lex.europa.eu/en/repert/0620.htm#06202025>; Jedanaest su "ključne" direktive prava privrednih društava (10 direktiva i 1 Pravilo), dok se 18 propisa odnose na računovodstvo i reviziju (11. direktiva i 7 Pravila). Preostalih 18 propisa reguliše poslovanje hartijama od vrijednosti (16 direktiva i 2 Pravila). Vidi: Luca Enriques, *EC Company Law Directives and Regulations: How*

početka tokom 60-tih i 70-tih godina, broj propisa Evropske Komisije kojima se reguliše pravo privrednih društava brzo raste. Prema stanovištu Evropske Komisije, broj evropskih direktiva će i dalje rasti i pokazuje se tendencija da se stalno uvećava broj EU propisa u ovoj oblasti, i to ne samo po broju već i po obuhvatnosti pitanja koja se njima regulišu. Ne može se poreći da je usljed velikog broja direktiva kompanijskog prava, ono uglavnom harmonizovano na EU nivou. Kako navodi sama Evropska Komisija „tokom niza godina institucije EU su preduzele brojne inicijative u oblasti kompanijskog prava koje su imale za posljedicu impresivna ostvarenja“. Ove evropske mjere su imale značajan uticaj na nacionalna kompanijska prava.³⁹ Ako je dalja proliferacija zakonodavnih akata EU neminovnost sa kojom ćemo se neizostavno susresti, neminovno se mora pronaći odgovarajući stav našeg zakonodavca u vezi sa daljim težnjama za harmonizovanjem nacionalnog sistema korporativnog upravljanja sa pravom EU.

Prilikom odgovora na ovo pitanje, kao ključno, treba postaviti ne samo pitanje kvantiteta, tj. pitanje broja propisa koje je potrebno usvojiti ili izmijeniti kako bi se nacionalni sistem korporativnog upravljanja harmonizovao sa pravom EU, već i pitanje kvaliteta, tj. pitanje koliko obuhvatni će biti zahtjevi za harmonizacijom i koliko će oni suštinski doprinijeti izmjeni postojećeg sistema korporativnog upravljanja.

U literaturi je više puta istaknut stav koji je prvi izrekao Luca Enriques koji ističe da, iako je sve veći zakonodavni uticaj EU u ovoj oblasti očekivan, bilo zbog toga što je EU već uticala ili što će dalje uticati u ovoj oblasti, ovaj uticaj neće imati nekog većeg značaja na poslovanje evropskih kompanija.⁴⁰ Po njegovom mišljenju EU regulativa kompanijskog prava je uglavnom trivijalna, tj. ona ima veoma mali uticaj na način poslovanja i način upravljanja srednjim i velikim kompanijama, jer: 1) ona ne reguliše neke osnovne oblasti kao npr. fiducijarne dužnosti članova odbora direktora, pravna sredstva za zaštitu prava akcionara itd; 2) ona se ne primjenjuje na adekvatan način u svim državama članicama EU; 3) zbog sasvim sporadičnih tumačenja Evropskog suda pravde, evropsko korporativno pravo pokazuje tendenciju da bude različito koncipirano i implementirano u različitim državama članicama u skladu sa lokalnom pravnom tradicijom i tumačenjem konzistentnim sa ranijim zakonskim odredbama, i 4) se novim zakonskim rješenjima EU uglavnom

Trivial are They?, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, Spring 2006, str. 1 et seq;

³⁹ Vidi: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union--A Plan to Move Forward*, at 6, COM (2003) 284 final (May 21, 2003);

⁴⁰ Vidi: Luca Enriques, *op.cit.* str 5. et seq;

regulišu pitanja koja bi države članice svakako regulisale čak da ona nijesu regulisana na EU nivou.⁴¹

Kada je riječ o korporativnom upravljanju, koje se uglavnom definiše osnovnim zakonima kompanijskog prava i čini njihovu suštinu, situacija koju opisuje ovaj autor je čak i izrazitija. On ističe da su „naperi da se obuhvate osnovne oblasti korporativnog upravljanja do sada bili bezuspješni. Predlozi Komisije u vezi sa korporativnim upravljanjem i korporativnim grupama nikada nijesu ni bili blizu usvajanja, a ne postoje nikakvi dokazi da su oni na bilo koji način uticali na nacionalnu regulativu“.⁴² Kako navodi Harald Halbhuber, „direktive koje su umjesto njih usvojene nijesu nastojale da riješe osnovna pitanja fiducijarnih dužnosti, izlaska iz akcionarskog društva, otkup akcija od strane držstva, prenos akcija itd. Prava akcionara i pravna sredstva za zaštitu njihovih prava prema menadžemntu kompanije tokom njenog poslovanja, uključujući pitanja kao npr. derivativne tužbe i odgovornost direktora, kao i ograničenje od odgovornosti i način njenog probijanja, i dalje su ostala pitanja nacionalnog prava“.⁴³

Osim same osnovne teze ovog autora da je evropska regulativa kompanijskog prava trivijalna, značajna je, kada je riječ o korporativnom upravljanju, njegova teza da se „može sumnjati da išta vrijedno naziva korporativno pravo EU postoji izvan samih zakonskih tekstova“.⁴⁴ Za očekivati je, po mišljenju brojnih autora, da dođe do procesa „namjerne ili nenamjerne erozije“ po kojem nacionalni zakoni modifikuju pravila kojima se implementiraju EU direktive, na način koji njima nije konzistentan, koji fenomen može nastupiti a da nadležni organi EU nijesu ni svjesni da se on odvija i da nijesu u poziciju da procijene njegov uticaj.⁴⁵

Trivijalnost pravila EU kojima se ustanovljavaju neki od osnovnih principa korporativnog upravljanja najbolje se oslikava odredbom Druge direktive kompanijskog prava, kojom se ustanovljava pravo preče kupovine postojećih akcionara u slučaju povećanja kapitala novim ulozima.⁴⁶ Ovo pravo se, po odredbama direktive, može oduzeti akcionarima samo odlukom skupštine akcionara

⁴¹ *Ibid*;

⁴² Vidi: Luca Enriques, *op.cit.* str 8;

⁴³ Vidi: Harald Halbhuber, *National Doctrinal Structures and European Company Law*, 38 Common Mkt. L. Rev. 1385, 1406 (2001). Ovo mišljenje dijele i: Jan Andersson, *The High Level Group and the Issue of European Company Law Harmonisation-- Europe Stumbles Along?*, in *The Regulation of Companies: A Tribute to Paul Krüger Andersen* 183, 186 (Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen eds., 2003); citirano prema: Luca Enriques, *Ibid*;

⁴⁴ Vidi: Luca Enriques, *op.cit.* str.9;

⁴⁵ Vidi: Richard M. Buxbaum & Klaus J. Hopt, *Legal Harmonization and the Business Enterprise* 265 (1988). Citirano prema: Luca Enriques, *op.cit.* str.12;

⁴⁶ Vidi: član 29 Druge Direktive br, 77/91 od 13. decembra 1976;

na period od 5 godina, a za donošenje ove odluke potrebna je dvotrećinska većina prisutnih akcionara, ili ukoliko je prisutna većina akcionara, prosta većina prisutnih. Iako je ustanovljavanje ove odredbe uglavnom motivisano potrebom zaštite manjinskih akcionara, jer im je omogućeno da ponište odluku skupštine ako ona nije donijeta odgovarajućom većinom, ona ne predstavlja gotovo nikakvu zaštitu postojećim manjinskim akcionarima, bar u evropsko kontinentalno pravim sistemima, jer je vlasništvo u kompanijama koncentrisano i ova zakonska prepreka lako savladiva.⁴⁷

Ilustrativna je i trivijalnost odredbe člana 9 Prve direktive kompanijskog prava kojom se nastoji ostvariti zaštita prava trećih lica ograničavanjem u najvećoj mogućoj mjeri osnova za poništenje obaveza koje se preuzimaju u ime društva.⁴⁸ Kako pokazuje primjer švedskog zakonodavca, ovo ograničenje se formalno primjenjuje samo kada je riječ o obavezama koje u ime društva preuzimaju članovi odbora direktora i izvršni direktor, a u praksi se, u cilju izbjegavanja ove odredbe u svakodnevnom poslovanju obaveze preuzimaju preko ovlašćenog punomoćnika. Kako ovlašćeni punomoćnik nije organ akcionarskog društva, primjenjuje se i dalje staro pravilo i doctrina *ultra vires*.⁴⁹

Osim pravila koja su trivijalna iz jednostavnog razloga što se mogu lako izbjeći, neke odredbe su i takve da nemaju veliki značaj u vezi sa osnovnim ciljem – harmonizacijom sistema korporativnog upravljanja u EU – jer bi ih države članice usvojile i da navedene odredbe nijesu sadržane u direktivi. Ova pravila se u literaturi nazivaju „*market mimicking rules*“. Kada je riječ o korporativnom upravljanju na nivou EU mnoga pravila evropskih direktiva se pokazuju kao nepotrebna, npr. poput odredbe da se odluke o strukturnim promjenama društva mogu donijeti samo uz dvotrećinskom većinom prisutnih akcionara. Osim ovih koje bi države usvojile i da im navedena zakonska rješenja nijesu nametnuta od strane EU postoje i neke odredbe koje su jednostavno beznačajne po razvoj sistema korporativnog upravljanja jer se one mogu sprovesti sa vrlo malim troškovima ili uključuju situacije do kojih gotovo nikada ne dolazi.⁵⁰ Na primjer, troškovi objavljivanja identiteta jedinog akcionara jednočlanog akcionarskog društva⁵¹, statuta i ugovora o osnivanju⁵² i imena lica ovlašćenih da zastupaju društvo⁵³, su mali i kompanija

⁴⁷ Vidi: Luca Enriques, *op.cit.* str.22;

⁴⁸ Vidi: Član 9. Prve Direktive kompanijskog prava, br. 68/151 od 9. marta 1968;

⁴⁹ Vidi: Jan Andersson, *The High Level Group and the Issue of European Company Law Harmonisation-- Europe Stumbles Along?*, str. 191; citirano prema: Luca Enriques, *op.cit.* str.22;

⁵⁰ Vidi: Luca Enriques, *op.cit.* str.26;

⁵¹ Vidi član 3 Dvanaeste direktive kompanijskog prava broj 89/767/EEZ od 21. decembra 1987 o jednočlanim akcionarskim društvima.

⁵² Vidi član 2 paragraf 1(a) Prve direktive;

⁵³ Vidi član 2 paragraf 1(d) Prve direktive;

najčešće nema gotovo nikakav interes da ove podatke ne objavi. Iako je najveći broj odrebi kojima se ustanovljavaju principi korporativnog upravljanja na EU nivou trivijalan, kako kaže Luca Enriques, ne treba smetnuti sa uma činjenicu da je sveukupni efekat ovih odrebi veliko povećanje troškova biznisa i ustanovljavanje barijera za stvaranje jedinstvenog EU tržišta, jer se ustanovljavanje novih korporativnih oblika u skladu sa pravom EU čini skupljim.

Najveće povećanje troškova kompanijama u EU, a koje je motivisano potrebom implemeniranja osnovnih principa korporativnog upravljanja na EU nivou, uvedeno je Osmom direktivom kompanijskog prava koja definiše profesionalne kvalifikacije lica koja su ovlašćena da izvrše reviziju finansijskih izvještaja, kojom se povećavaju pravne barijere za pristup tržištu revizorskih usluga i utiče na cijenu ovih usluga.⁵⁴ Troškovi koji se nameću biznisu sa razvojem novih pravnih pravila na EU nivou su veoma veliki, a veličina tih troškova je tim veća što se pravila češće mijenjaju, jer je biznis potrebno organizaciono i operativno prilagođavati svaki put kada dođe do izmjene regulatornog okvira na EU nivou.

Za očekivati je da će troškovi koje izmjena pravila na EU nivou nameće biznisu svakim danom bivati sve veći jer EU „pokazuje tendenciju da proizvodi loša pravila češće nego ranije“.⁵⁵

2. Komparativne empirijske analize zaštite akcionarskih prava - primjena kriterijuma na Crnu Goru

Dakle, i pored iskazane tendencije pravnih sistema da dođe do konvergencije sistema kopropativnog upravljanja, do očekivane harmonizacije principa korporativnog upravljanja na EU nivou nije došlo.

Velika raznolikost odredbi o korporativnom upravljanju u različitim nacionalnim zakonodavstvima ukazala je na potrebu da se izračuna, empirijski pokaže, u kojem pravnom sistemu, ili u kojoj grupi pravnih sistema su principi korporativnog upravljanja najbolje implementirani i time ostvarena najpotpunija zaštita prava akcionara. Jedna od osnovnih i najznačajnijih empirijskih analiza sistema komparativnog upravljanja je analiza autora La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer i Robert Vishny koja je imala za cilj da izračuna stepen zaštite investitora u zavisnosti od porijekla pravnog sistema.⁵⁶ Oznaka “indeks prava

⁵⁴ Vidi: Luca Enriques, *Ibid*;

⁵⁵ Vidi: Luca Enriques, *op.cit.* str.42;

⁵⁶ Vidi: La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Law and Finance*, Journal of Political Economy, , br. 6/1998;

akcionara”⁵⁷ je sumarni pokazatelj zaštite akcionara. Indeks se kreće od 0 do 6 i izračunava se dodavanjem jednog poena kada: akcionar može dati punomoćje elektronskom poštom; kada se od akcionara ne zahtijeva da deponuju svoje hartije prije godišnje skupštine akcionara; kada je dozvoljeno kumulativno glasanje ili proporcionalna zastupljenost manjinskih akcionara u Odboru direktora; kada akcionar ima pravo na tužbu za naknadu štete od članova Odbora direktora ili poništenje Skupštinskih odluka, kada je minimalni procenat akcionarskog kapitala koji ovlašćuje akcionare da zahtijevaju sazivanje vanredne skupštine akcionara manji ili jednak 10%; kada akcionari imaju pravo preče kupovine koje im se ne može uskratiti osim odlukom skupštine akcionara.⁵⁸

La Porta et al razvijaju ideju da porijeklo pravnog sistema ima veoma veliki uticaj na način i pristup zaštiti prava manjinskih akcionara i tvrde da je efikasnost finansijskog sistema u velikoj mjeri opredijeljena stepenom pravne zaštite prava manjinskih akcionara. Prema ovoj empirijskoj analizi, države evropsko kontinentalne pravne tradicije pružaju mnogo manji stepen zaštite akcionara u poređenju sa anglosaksonskim pravnim sistemom. Kao odgovor na ovaj manji stepen pravne zaštite manjinskih akcionara, po mišljenju ovih autora, nailazi se na veliku koncentraciju vlasništva u kompanijama koje posluju na evropskom tržištu.

3. Indeks prava akcionara i kriterijumi za kvantitavno određivanje ovog indeksa

3. 1. Prvi kriterijum - Pravo akcionara da pravo glasa na skupštini ostvare putem elektronske pošte

Prvo pravo koje je poslužilo kao osnov ove komparativne analize je pravo akcionara da glasaju na skupštini akcionara tako što će svoj glas dostaviti elektronskom poštom.⁵⁹

⁵⁷ „Indeks prava akcionara“, koji su utvrdili ovi autori, se i danas koristi kao najznačajnija kvantitativna mjera stepena zaštite investitora. Koristi se kako bi se utvrdio postojanje, odnosno nepostojanje veze između stepena zaštite investitora i drugih varijabli. Osnovne razlike se ispoljavaju po tzv. „sub-indeksu“ po kojem se dodaje 1 ukoliko su akcionaru priznata određena prava, ili 0 ukoliko mu ta prava nijesu priznata, u a vezi sa svakom od 6 pojedinačnih varijabli. Rezultat ovog kvantitativnog mjerenja se, dakle, može kretati od minimalnih 0 do maksimalnih 6 poena po ovom indeksu.

⁵⁸ Vidi: La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Ibid.* Vidi i: Czajlik, István - Vincze, János, *Corporate Law And Corporate Governance- The Hungarian Experience*, Institute of Economics, Hungarian Academy of Science, Discussion Paper MT-DP, 2004/11;

⁵⁹ Vidi: La Porta et al, *Ibid.* Vidi i: Cools, Sofie, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, Delaware Journal of Corporate Law, 2005, str. 697 et seq;

Empirijsko istraživanje La Porte i ostalih pokazalo je da je glasanje putem elektronske pošte omogućeno samo u 18% analiziranih pravnih sistema. Međutim, čini se da stvar kada je riječ o ovom pravu akcionara nije tako jednostavna i jednoznačna. Naime, sasvim je jasno da pravo SAD zaslužuje 1 poen jer je zakonom omogućeno da se punomoćje šalje mejlom. Ali, na primjer, pravu Belgije nije dat poen kada je riječ o ovom pravu akcionara, iako Zakon o privrednim društvima Belgije sadrži izričitu odredbu po kojoj akcionar može glasati lično ili putem listića, iako ne govori izričito da akcionari mogu svoj glasački listić dostaviti poštom.⁶⁰ Kada je riječ o pravu Crne Gore moglo bi se tvrditi da kada je riječ o pravu akcionara da glasaju putem elektronske pošte, pravo Crne Gore zaslužuje 1 poen. Iako se samim zakonom ne reguliše ovo pravo, Zakon o privrednim društvima sadrži izričitu odredbu po kojoj akcionar svoje pravo glasa može ostvariti i putem glasačkog listića.⁶¹ Odredbom člana 39 stav 4 Zakona o privrednim društvima izričito je propisano: „Nakon usvajanja dnevog reda i predloga odluka, akcionari koji imaju pravo glasa na skupštini mogu obavijestiti skupštinu pismeno o svojim glasovima "za" ili "protiv" u vezi sa svakom pojedinačnom odlukom ili mogu dati nalog svom punomoćniku pismenim putem, u skladu sa članom 33 ovog zakona.“⁶² Zakon ne sadrži detaljnije odredbe u vezi sa ostvarivanjem prava akcionara da glasaju putem glasačkih listića, već je detaljna regulacija ovog pitanja ostavljena samom akcionarskom društvu, tj. najčešće se reguliše statutom društva.

Predloženim izmjenama Zakona o privrednim društvima predlaže se da se ova odredba važećeg Zakona preformuliše da glasi: „Prilikom glasanja po svakoj pojedinačnoj odluci predsjedavajući sjednice obavještava skupštinu o glasanju "za", "protiv" ili "uzdržan" akcionara koji imaju pravo glasa na skupštini a koji su to uradili pismenim putem.“⁶³ Predloženim izmjenama Zakona izričito je propisano da: “društvo može da propiše oblik glasačkog listića kojim se glasa u odsustvu, koji mora biti dostupan akcionarima. Društvo ne može poništiti glasanje akcionara koji je to uradio pismenim putem, a nije koristio formu propisanog glasačkog listića, ako se iz glasanja može utvrditi identitet akcionara i kako je taj akcionar glasao po pojedinim pitanjima.“⁶⁴

⁶⁰ Vidi: Cools, Sofie, op.cit. str. 708 et seq;

⁶¹ Vidi član 20 stav 8 Zakona o privrednim društvima („Službeni list RCG“, br. 06/02); koji glasi: „Kvorum za osnivačku skupštinu čini dvije trećine akcija koje daju pravo glasa i čiji su vlasnici lično prisutni ili preko punomoćnika, odnosno koji su glasali putem glasačkih listića.“ Pravo akcionara da glasaju putem glasačkih listića sadržano je i u brojnim drugim zakonskim odredbama. Vidi i: član 24 stav 2 tačka 2 Zakona, član 39 stav 1 Zakona, član 56 stav 2 Zakona i dr.

⁶² Vidi član 39 stav 4 Zakona o privrednim društvima.

⁶³ Vidi član 39 stav 4 Nacrta Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima, Ministarstva ekonomije Crne Gore, raspoloživo na <http://www.gom.cg.yu/files/1149082555.doc>;

⁶⁴ Član 39 stav 5 Nacrta Zakona;

Smatramo da se može braniti stav da pravni sistem Crne Gore omogućava akcionaru da svoje pravo ostvari putem elektronske pošte, jer Zakon ne sadrži nikakva ograničenja u ostvarivanju ovog prava akcionara, niti ga uopšte detaljnije reguliše. Kako Zakon omogućava da akcionar glasa putem glasačkih listića, to je ovo pravo akcionara u potpunosti priznato u Crnoj Gori i može se dodijeliti jedan poen kada je riječ o ovom empirijskom istraživanju. Značaj ovih zakonskih rješenja u Crnoj Gori i predloženih izmjena kojima se ona čine još izričitijim je naročito velik ukoliko se uzme u obzir da je ovo pravo priznato akcionarima u svega 18% analiziranih pravnih sistema. U svijetlu razvoja novih tehnologija, u mnogim pravnim sistemima razmatraju se mogućnost održavanja skupština akcionara putem video konferencija, ili glasanje putem telefona, e-mejla ili drugih sredstava komunikacije.⁶⁵ Takođe, OECD principi korporativnog upravljanja takođe ohrabruju upotrebu informacionih tehnologija prilikom glasanja.⁶⁶ Međutim, pitanje je koliko je upotreba glasačkih listića za glasanje na skupštini akcionara rasprostranjena kada je riječ o praktičnom ostvarivanju prava glasa, a praktične teškoće i nemogućnost ostvarivanja prava glasa na ovaj način u praksi mogu imati dosta uticaja prilikom opredjeljenja da li određenom pravnom sistemu treba priznati jedan poen kada je riječ omogućavanju ovog prava akcionara.

3. 2. Drugi kriterijum - Blokiranje akcija pred održavanje Skupštine akcionara

Druga varijabla koja je korišćena kao osnov za komparativno istraživanje usklađenosti sistema korporativnog upravljanja je varijabla blokiranja akcija pred održavanje skupštine akcionara.

U istraživanju je određenom pravnom sistemu dodijeljen jedan poen ukoliko kompanijsko pravo ne omogućava kompanijama da zahtijevaju da akcionari deponuju svoje akcije prije održavanja redovne skupštine akcionara, i time ih sprječavaju da prodaju ove akcije izvjestan broj dana, ili nula poena ukoliko je zakonom to omogućeno kompanijama.⁶⁷ Istraživanje je pokazalo da je ovo pravo široko rasprostranjeno i uglavnom priznato akcionarima u 71% analiziranih pravnih sistema. Kada je riječ o pravnom sistemu Crne Gore ni Zakon o privrednim društvima ni Zakon o hartijama od vrijednosti ne sadrže odredbe po kojima je akcionar obavezan da deponuje svoje akcije prije održavanja skupštine akcionara. Jedina mogućnost koja kompaniji stoji na raspolganju je da utvrdi tzv. „record date“ tj. da utvrdi da se akcionarom koji ima pravo glasa na skupštini smatra onaj akcionar koji je bio upisan u Centralnom registru Centralne Depozitarne Agencije kao vlasnik

⁶⁵ Vidi: La Porta et al, Ibid.

⁶⁶ Vidi: *OECD Principles of Corporate Governance*, Ann. C.4, at 35 (2004); *OECD Principles of Corporate Governance*, Ann. C.3, at 28 (1999);

⁶⁷ Vidi: La Porta et al, *op.cit.* str. 1127;

akcija tri dana prije dana određenog za održavanje skupštine akcionara. Rok od tri dana je sasvim opravdan u pravnom sistemu Crne Gore jer će lice koje je vlasnik akcija tri dana prije dana održavanja skupštine biti vlasnik i na sam dan održavanja skupštine, iako u međuvremenu proda akcije, s obzirom da je vrijeme potrebno za saldiranje i prenošenje akcija na račun hartija od vrijednosti (što je u smislu Zakona o hartijama od vrijednosti pravno relevantno za sticanje vlasništva nad akcijama) najmanje tri dana od dana zaključenja transakcije na berzi. Ovdje treba imati u vidu da, dakle, nije riječ o blokiranju akcija akcionara, jer je akcionar slobodan da proda akcije nakon registracije, kao i na sam dan održavanja skupštine bez ikakvih ograničenja.

Dakle, i po ovoj varijabli, pravnom sistemu Crne Gore nesumnjivo može biti dodijeljen jedan poen.

3.3 Treći kriterijum - Kumulativno glasanje/ proporcionalna zastupljenost manjinskih akcionara u Odboru direktora

Treća varijabla na osnovu koje je procjenjivana uporedivost nacionalnih sistema korporativnog upravljanja i zaštite prava akcionara je omogućavanje kumulativnog glasanja ili proporcionalne zastupljenosti manjinskih akcionara u odboru direktora, i pravnom sistemu dodjeljuje se jedan poen ukoliko omogućava kumulativno glasanje prilikom izbora članova odbora direktora ili proporcionalnu reprezentaciju (alternativno).

Ovo pravo je, kako pokazuje istraživanje La Porta, priznato akcionarima u 27% analiziranih pravnih sistema. Zakon o privrednim društvima je izričit i propisuje: „Članove odbora direktora bira skupština akcionara. Prilikom njihovog izbora, svaka akcija sa pravom glasa daje broj glasova jednak broju članova odbora koji se biraju. Kandidati koji osvoje najveći broj glasova biraju se za članove odbora direktora od strane skupštine akcionara.“⁶⁸ Predloženim izmjenama Zakona o privrednim društvima predviđeno da je sa ova odredba preformuliše i kumulativno glasanje prilikom izbora članova odbora direktora preciznije odredi, tako da preformulisani član treba da glasi: „Članove odbora direktora bira skupština akcionara. Prilikom njihovog izbora svaka akcija sa pravom glasa daje broj glasova jednak broju članova odbora direktora, koji je utvrđen statutom društva (kumulativno glasanje). Akcionar ili punomoćnik akcionara može sve glasove dati jednom kandidatu ili ih po svom nahođenju rasporediti na više kandidata. Kandidati koji osvoje najveći broj glasova izabrani su za članove odbora direktora od strane skupštine akcionara.

⁶⁸ Vidi član 42 stav 9 Zakona o privrednim društvima;

Članovi odbora direktora između sebe biraju predsjednika.⁶⁹

Dakle, i po ovoj varijabli pravnom sistemu Crne Gore mora biti dodijeljen jedan poen.

3.4. Četvrti kriterijum – Tzv. „*Oppressed Minority Mechanism*“ ili pravo na tužbu za naknadu štete od članova Odbora direktora ili poništenje Skupštinskih odluka

Po ovom kriterijumu jedan poen se dodjeljuje pravnom sistemu ako manjinski akcionari imaju pravo da sudskim putem zahtijevaju zaštitu svojih prava ili pravo da izađu iz akcionarskog društva i zahtijevaju od društva da otkupi njihove akcije za novac u slučaju značajnijih strukturnih promjena društva, kao što su na primjer: podjele, spajanja ili pripajanja akcionarskog društva.⁷⁰

Postojanje prava na tužbu ili prava na otkup akcija od strane društva, u slučaju značajnih strukturnih promjena dovoljno je da se pravnom sistemu dodijeli jedan poen.⁷¹

U svim pravnim sistemima se uočava naglašavanje proceduralne razlike između slučajeva kada društvo ima pravo da tuži odgovorno lice kod Privrednog suda, a ne njegovi akcionari, i slučajeva kada sami akcionari imaju pravo da tužbom kod suda zahtijevaju naknadu štete.⁷² Komparativno posmatrano ovo pravo priznato je u 53% analiziranih pravnih sistema.⁷³ U pravnom sistemu Crne Gore priznato je pravo akcionarima, tako i samom društvu, da podnesu tužbu sudu. Članom 30 stav 4 Zakona o privrednim društvima propisano je da kada se utvrdi da je došlo do nepravilnosti u upravljanju ili poslovanju društva, društvo ima pravo da tuži odgovorno lice kod Privrednog suda, a ne njegovi akcionari, dok je stavom 5 istog člana propisano pravo samih akcionara da zahtijevaju naknadu štete od društva i uslovi za ostvarivanje tog prava.⁷⁴ Pravni sistem Crne Gore omogućava akcionaru koji je nezadovoljan restrukturiranjem da zahtijeva od suda da mu se akcije otkupe za novčana sredstva, a sud može donijeti ovu odluku i bez zahtjeva akcionara, ukoliko to smatra opravdanim.⁷⁵

⁶⁹ Vidi član 42 stav 9 Nacrta Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o privrednim društvima, Ministarstva ekonomije Crne Gore;

⁷⁰ Vidi: La Porta et al, *op.cit.* str. 1127;

⁷¹ Ibid;

⁷² Vidi: : Cools, Sofie, *op.cit.* str. 721 et seq;

⁷³ Vidi: La Porta et al, *op.cit.* str. 1127;

⁷⁴ Vidi član 30 stav 4. i 5. Zakona o privrednim društvima;

⁷⁵ Vidi: član 22 stav 21 Zakona o privrednim društvima;

Kako priznaje i pravo na otkup akcija od strane akcionara, to pravni sistem Crne Gore i po ovoj varijabli ima 1 poen.

3.5. Peti kriterijum – Pravo preče kupovine

Peta varijabla za utvrđivanje indeksa zaštite prava akcionara sadržana je u zakonom priznatom pravu preče kupovine. Za razliku od ostalih prava akcionara (poput prava na kumulativno glasanje ili prava na glasanje putem glasačkih listića) koja osim zakonom, mogu biti priznata i podzakonskim aktima same kompanije, po ovoj varijabli je pravnom sistemu priznavan jedan poen ako je ovo pravo priznato akcionarima zakonom, ako se samo odlukom skupštine akcionara može ograničiti ovo pravo ili se samo sam akcionar može odreći ovog prava.⁷⁶

Ovo pravo je komparativno posmatrano priznato akcionarima u 53% analiziranih pravnih sistema. U pravnom sistemu Crne Gore je ovo pravo izričito priznato odredbom člana 53 stav 2 Zakona o privrednim društvima koja glasi: „Kada se kapital povećava novčanim ulozima, akcije moraju biti ponuđene po osnovu prava preče kupovine postojećim akcionarima, srazmjerno broju akcija koje posjeduju.“ Nadalje, odredbom člana 53 stav 5 Zakona propisano je da se pravo preče kupovine mora se koristiti u roku od najmanje 30 dana od dana objavljivanja ponude ili od dana dostavljanja obavještenja akcionarima, koji god od ta dva dana je kasniji u vremenu. Ovo pravo je direktno osnaženo odredbom člana 35 stav 2 Zakona kojom je izričito navedeno da je isključivo pravo skupštine akcionara da ograniči ili ukine prioriteto pravo akcionara da upišu akcije ili steknu zamjenjive obveznice, uz saglasnost dvotrećinske većine glasova akcionara na koje se ta odluka odnosi.

Dakle, po ovoj varijabli, pravnom sistemu Crne Gore takođe se dodjeljuje jedan poen.

3.6. Šesti kriterijum – Procenat ukupnog vlasništva koji ovlašćuje akcionare na sazivanje vanredne skupštine akcionara

Ova varijabla indeksa odnosi se na minimalni procenat vlasništva akcionarskog društva koji ovlašćuje akcionara da zahtijeva sazivanje vanredne skupštine akcionara, i dodjeluje se pravnom sistemu ako je ovo pravo priznato akcionarima koji posjeduju 10% ili manje vlasništva.⁷⁷

Ovo pravo je, komparativno posmatrano, priznato akcionarima u 78% analiziranih pravnih sistema. Ostaje nejasno da li se pravnom sistemu može dodijeliti jedan poen

⁷⁶ Vidi: La Porta et al, *op.cit.* str. 1127;

⁷⁷ Ibid;

kada sami akcionari koji posjeduju najmanje 10% akcija imaju pravo da sazovu skupštinu, ili i u slučajevima kada oni imaju pravo da zahtijevaju od Odbora direktora da sazove vandrednu skupštinu. Odredbom člana 40 stav 2 tačka 2 propisano je da se vanredna skupština akcionara saziva ako akcionari koji posjeduju više od jedne desetine glasačkih prava dostave u sjedište uprave društva pisani zahtjev za održavanje skupštine.⁷⁸ Iako sami akcionari nijesu ovlašćeni da sazovu vanrednu skupštinu akcionara, već to u njihovo ime čini Odbor direktora društva, po ovoj zakonskoj odredbi odbor direktora je dužan da sazove vanrednu skupštinu društva ako to zahtijevaju akcionari koji posjeduju 1/10 akcionarskog kapitala.⁷⁹

Dakle, i po ovom kriterijumu se pravnom sistemu Crne Gore može dodijeliti jedan poen.

4. Praktične teškoće za ostvarivanje prava akcionara pred sudovima u Crnoj Gori

Iako pravni sistem Crne Gore, prema prethodno iznijetim kriterijumima, ima skor 5, odnosno 6, u zavisnosti od tumačenja prve varijable indeksa, potrebno je imati u vidu i način na koji se te odredbe kojima se priznaju prava akcionara sprovode u sudskoj praksi.

Naime, često se u sudskoj praksi formalno priznata prava akcionara pretvaraju u svoju suprotnost. Najčešći problemi na koje su akcionari nailazili odnose se na kreativno i vrlo raznoliko tumačenje odredbi Zakona o privdenim društvima od strane sudova. Na primjer, Zakonom bi trebalo preciznije definisati ili ostvariti istovjetno tumačenje zakonskih odredbi od strane sudova u vezi sa sljedećim pitanjima: Koji propusti u sazivanju skupštine imaju za posljedicu ništavost odluke skupštine zbog propusta u sazivanju, a koji rušljivost tih odluka? (npr. kakve su pravne posljedice kršenja obaveze društva da obavještenje o sazivanju skupštine dostavi Komisiji za hartije od vrijednosti?); Da li se smatra da je prekršen Zakon ukoliko se skupština održi prije isteka roka od 30 dana od dana sazivanja, ukoliko skupštini prisustvuju svi akcionari? Da li skupština društva može na istoj sjednici opozvati odluku koju je donijela na toj skupštini i da li, na primjer, skupština može na jednoj sjednici donijeti Odluku o raspodjeli dividende, a na drugoj je opozvati itd. Jedinstveno tumačenje ovih i brojnih drugih odredbi zakona omogućava da zakonom priznata prava akcionara u praksu budu zaista implementirana i priznata, odnosno bude ostvarena pravna izvjesnost u vezi sa ostvarivanjem ovih prava akcionara.

⁷⁸ Vidi: član 40 stav 2 tačka 2 Zakona o privrednim društvima;

⁷⁹ *Ibid*;

5. Zaključak

I teorijska i empirijska istraživanja pokazala su da se način na koji su osnovni principi korporativnog upravljanja regulisani u pravnim sistemima veoma različiti i opredijeljeni uglavnom različitim tradicijama, praksama i pravnim kulturama.

Stoga smatramo da EU ne bi trebala da nameće odgovarajuća zakonska rješenja državama članicama putem zahtjeva za formalnom harmonizacijom, već više putem neobavezujućih preporuka.

Proces konvergencije u vezi sa ovim pitanjima mora biti fleksibilan: značajnije je da države članice svoja regulatorna rješenja razvijaju u istom pravcu, vođene istim osnovnim principima, nego da se ostvari uniformnost svih detalja.

Konkurencija regulatornih rješenja može imati za posljedicu konvergenciju samih principa korporativnog upravljanja. Nužna posljedica konkurencije jeste inovacija, do kojih neće dolaziti ukoliko EU bude insistirala na uniformnosti. Step konvergencije nacionalnih regulatornih rješenja korporativnog upravljanja će zavistiti od procjene stepena mogućeg uticaja dobrog sistema korporativnog upravljanja na poslovanje kompanije. Iako se čini da postoji sasvim rašireno shvatanje da dobro korporativno upravljanje smanjuje rizik ulaganja, ne postoje empirijska istraživanja koja bi potvrdila postojanje ove korelacije.

Literatura:

1. Cools, Sofie, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, Delaware Journal of Corporate Law, 2005, str. 697 et seq;
2. Czajlik, István - Vincze, János, *Corporate Law And Corporate Governance- The Hungarian Experience*, Institute of Economics, Hungarian Academy of Science, Discussion Paper MT-DP, 2004/11;
3. Harald Halbhuber, *National Doctrinal Structures and European Company Law*, 38 Common Mkt. L. Rev. 1385, 1406 (2001);
4. Jan Andersson, *The High Level Group and the Issue of European Company Law Harmonisation-- Europe Stumbles Along?*, in *The Regulation of Companies: A Tribute to Paul Krüger Andersen*, str. 183;
5. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Law and Finance*, Journal of Political Economy, br. 6/1998;
6. *OECD Principles of Corporate Governance*, Ann. C.4, at 35 (2004); *OECD Principles of Corporate Governance*, Ann. C.3, at 28 (1999);
7. Richard M. Buxbaum & Klaus J. Hopt, *Legal Harmonization and the Business Enterprise* 1988;

Jelena Janjušević*

Model tržišta kapitala Crne Gore

Makroekonomski model je prikaz dominantnog, preovladjujućeg ponašanja na nivou privrede. Odnosno, makroekonomski modeli prikazuju, istina uprošćeno i na visokom stepenu apstrakcije, što se dešava na nivou privrede, zemlje, u njenoj strukturi i performansama njenog rasta. Oni nam omogućavaju da shvatimo procese u privredi, da zamislimo u svojoj glavi tokove koji se dešavaju u stvarnom životu.⁸⁰.

Abstract

Since 2001, Montenegrin capital market is developing as a result of the privatization process, especially the process of Mass Voucher Privatization, which influenced the transition reference, as well as the development of the market economy, with capital market in its heart. Capital market is becoming very important part of the whole Montenegrin economy. In relatively short period Montenegrin capital market became competitive to the capital markets in the region.

Because of the significance that this sector has to the whole economy, this paper gives econometric view to the capital market with goal to quantify factors that have influence on the capital market development. The model has two equations and their estimations: we estimated the market capitalization and stock exchange turnover.

Key words: econometrics, capital market, prognoses, function, macroeconomic model, estimate, economy.

Uvod

Cilj svake analize ekonomske aktivnosti je da upozna njenu suštinu. Međutim, iza privida jednostavnosti ekonomije, krije se nepregledno područje veoma složenih i nimalo lako rješivih ekonomskih problema. Ekonomske pojave u tržišnoj ekonomiji

* Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica
80 Veselin Vukotić, Makroekonomski računi i modeli, CID, Podgorica, 2002.

usmjeravane su od strane velikog broja učesnika na tržištu. Čak i kada bi njihovo ponašanje bilo potpuno racionalno, teško je »uhvatiti« sve okolnosti u kojima se individua može naći donoseći odluke. Ipak, ekonomske pojave se mogu i grupisati po nekim svojim zajedničkim svojstvima. Uočavanje i kvantifikovanje tih zajedničkih svojstava i karakteristika omogućava da se utvrde ekonomske zakonitosti u kretanju ekonomskih procesa. Široko korišćeni naučni metod analize pojedinih pojava je korišćenje modela.

Kako se naučni metod sastoji prvo u formulisanju teorije ili "*aksiomatizovanog deduktivnog sistema*", ekonometrijskim modelom provjerava se moć teorije da objasni empirijski posmatrane pojave i da predvidi buduće događaje. Na taj način istraživač može da ispituje konsekvence teorijskih pretpostavki od kojih polazi, testira postavljene hipoteze, odnosno poredi ih sa observacijama iz stvarnosti, i tako bolje upoznaje stvarnost i omogućuje uspješno reagovanje na pojave iz stvarnosti.

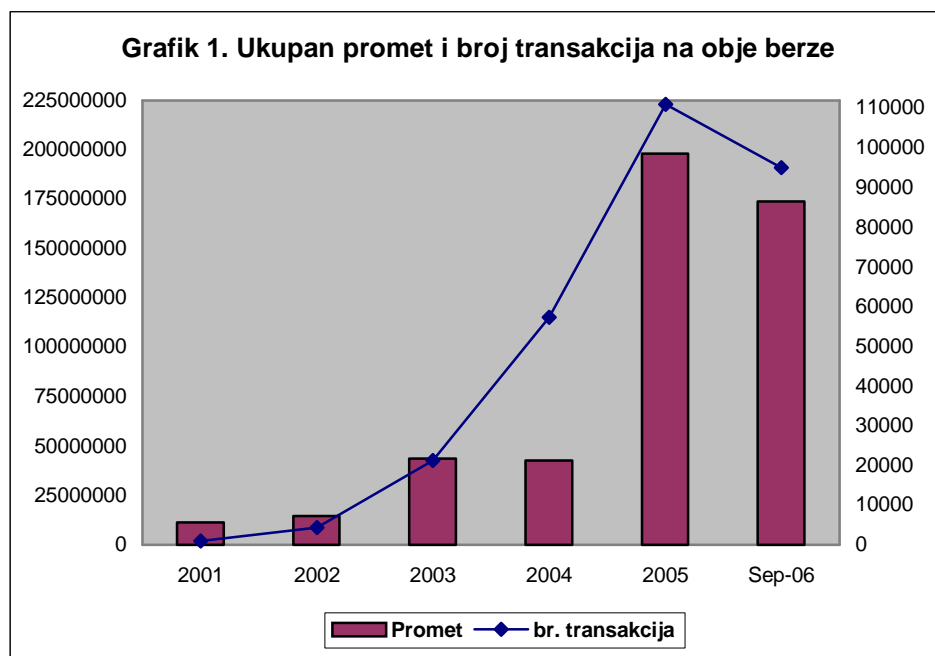
Tržište kapitala Crne Gore je relativno mlado, i njegov pravi razvoj se vezuje za završetak procesa Masovne vaučerske privatizacije, odnosno kraj 2001. i početak 2002. godine⁸¹. Indikatori razvoja tržišta kapitala Crne Gore posljednjih godina pokazuju pozitivan trend. Ukupan promet, broj ostvarenih transakcija, tržišna kapitalizacija, kao i vrijednosti berzanskih indeksa rastu. Kretanje prometa, vrijednost tržišne kapitalizacije, kao i broj sklopljenih poslova na crnogorskim berzama u proteklih nekoliko godina ukazuje na to da se tržište kapitala Crne Gore postepeno razvija, i za relativno kratak vremenski period postaje konkurentno tržištima kapitala zemalja u regionu.

Tabela 1 Promet, broj transakcija i kapitalizacija na crnogorskim berzama

<i>Godina</i>	<i>Promet</i>	<i>Kapitalizacija mil €</i>	<i>Broj transakcija</i>
<i>2001</i>	11.262.685	n.a	906
<i>2002</i>	14.412.214	84,89	4.301
<i>2003</i>	43.554.346	193,54	21.324
<i>2004</i>	42.880.024	261,74	57.353
<i>2005.</i>	198.113.826	1.133	111.063
<i>sep. 2006.</i>	174.000.000	2.572	95.129

Izvor: NEX Montenegro i Montenegroberza, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore

81 Detaljnije vidi magistarski rad "Razvoj tržišta kapitala u zemljama u tranziciji, sa posebnim osvrtom na Crnu Goru", Jelena Mušikić i "Tržište kapitala Crne Gore-primjer uspješnih reformi", Jelena Janjušević, Zbornik radova Preduzetnička ekonomija, 2005.



Izvor: Montenegroberza i NEX Montenegro

Predstavljena tabela i grafik govore sami za sebe. Neosporno je da se tržište kapitala Crne Gore razvija, i postaje važan sektor ukupne crnogorske ekonomije.

Model tržišta kapitala Crne Gore

Model tržišta kapitala Crne Gore je prikazan kroz dvije jednačine. To su tržišna kapitalizacija i vrijednost prometa na berzama.

U daljem tekstu daćemo prikaz i rezultate do kojih se došlo.

Tržišna kapitalizacija (MC)

Zavisna varijabla:	Nezavisne varijable :
<i>MC – vrijednost tržišne kapitalizacije</i>	INDP – vrijednost industrijske proizvodnje (pozitivan predznak)
	AKS – aktivna kamatna stopa (negativan predznak)
	ZAPTRA – zaposlenost u tradable sektoru (pozitivan predznak)

Slijedi tabela u kojoj su prikazani podaci vremenskih serija na kojima je ocijenjena data jednačina. Sve serije imaju po 20 podataka u periodu od prvog kvartala 2000. do četvrtog kvartala 2005. godine.

Tabela 2: Prikaz izvornih vremenskih serija upotrebljenih u procjeni jednačine

Period	MC (u €)	AKS (u %)	INDP(indeks)	ZAPTRA
2000:1	49320274	34,83	97,96	98609
2000:2	49323721	43,83	90,63	101292
2000:3	52707464	44,33	89,79	100945
2000:4	50842373	41	104,56	99618
2001:1	46202431	10,46	102,15	98855
2001:2	47416175	13,1	91,75	101542
2001:3	51384214	13,3	84,47	101195
2001:4	52291573	12,73	103,5	99865
2002:1	37548788.22	13,76	85,3	98146
2002:2	48245612.81	15,63	86,28	100814
2002:3	47589505.7	16,12	97,95	100470
2002:4	72850120.69	15,14	113,07	99150
2003:1	79525251.8	12,8	105,1	99953
2003:2	109081619.53	15	85,21	102670
2003:3	173336238.47	14,63	95,15	102319
2003:4	211657799.55	13,87	105,45	100975
2004:1	151282907.7	12,36	103,3	100517
2004:2	132123146.93	13,88	113,02	103250
2004:3	144568120.53	14,37	101,45	102897
2004:4	237543548.15	13,41	125,18	101545
2005:1	261023336.94	12,22	107,2	100407
2005:2	404014439.35	12,6	105,5	100575
2005:3	579598016.3	12,57	113,7	105683
2005:4	1027654112.9	12,26	112,9	103581

Ocjena jednačine: MC

Dependent Variable: LOG(MC)				
Method: Least Squares				
Date: 09/22/06 Time: 15:33				
Sample(adjusted): 2000:4 2005:4				
Included observations: 21 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11.21555	6.992089	-1.604034	0.1283
LOG(AKS(-3))	-0.334784	0.214446	-1.561155	0.1380
LOG(INDP)	2.300039	0.927748	2.479165	0.0247
DUMTK	1.138166	0.258022	4.411124	0.0004
ZAPTRA	0.000197	5.57E-05	3.531368	0.0028
R-squared	0.851078	Mean dependent var		18.57545
Adjusted R-squared	0.813847	S.D. dependent var		0.936961
S.E. of regression	0.404256	Akaike info criterion		1.230720
Sum squared resid	2.614766	Schwarz criterion		1.479415
Log likelihood	-7.922556	F-statistic		22.85965
Durbin-Watson stat	1.693284	Prob(F-statistic)		0.000002

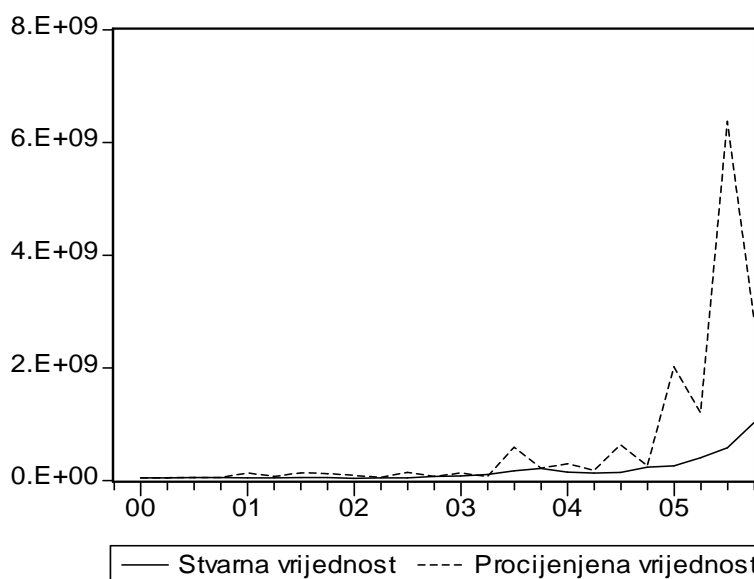
$$\text{LOG(MC)} = -11.21554713 - 0.3347837249 \cdot \text{LOG(AKS(-3))} + 2.300039475 \cdot \text{LOG(INDP)} + 1.138165566 \cdot \text{DUMTK} + 0.0001966855973 \cdot \text{ZAPTRA}$$

*Komentar ocjene**Statistička signifikantnost*

1. Objašnjene varijacije (R^2) su na nivou od 44%
2. Ocijenjene vrijednosti parametara statistički su signifikante, uz nivo rizika od 10% (t statistika $>1,64$)
3. Izabrane objašnjavajuće promjenljive ostvaruju istovremeno statistički značajan uticaj na kretanje promjenljive (F statistika > 2)
4. DW statistika iznosi 1,69, što pokazuje da autokorelacija ne postoji, odnosno nije značajna.
5. Vrijednosti koeficijenta korelacije između zavisne i nezavisnih varijabli ne prelaze 0,24, tako da nije izražen problem multikolinearnosti.

Slijedi grafik koji prikazuje stvarnu i ocijenjenu vrijednost zavisne varijable.

Grafik 2 Stvarna i ocijenjena vrijednost zavisne varijable - tržišne kapitalizacije (MC)



Sadržajna adekvatnost:

Pozitivan predznak ispred varijable INDP znači da rast industrijske proizvodnje pozitivno utiče na tržišnu kapitalizaciju. Rast proizvodnje obično je praćen rastom prodaje, a samim tim i poboljšanjem finansijske situacije u preduzeću. U krajnjem dolazi do rasta vrijednosti preduzeća, što ima direktan uticaj na rast tržišne kapitalizacije. Povećanje industrijske proizvodnje za jedan procentni poen dovodi do povećanja tržišne kapitalizacije za 2,3 procentnih poena.

Obzirom na trenutni nivo razvoja cjelokupne crnogorske privrede bankarski kredit se može posmatrati i kao izvor finansiranja investicija na tržištu kapitala i kao alternativa izdavanju hartija od vrijednosti kao načinu finansiranja. U ovoj jednačini aktivna kamatna stopa se posmatra sa aspekta izvora finansijskih sredstava za investiranje. Veća aktivna kamatna stopa znači skuplje kredite i samim tim manje sredstava za investiranje, i obratno manja kamatna stopa znači manju cijenu kredita i povećava mogućnosti za pribavljanje sredstava za investiranje. Povećanje aktivne kamatne stope za jedan procentni poen vodi smanjenju vrijednosti prometa na berzama za 0.33 procentnih poena. Ovaj uticaj će se ispoljiti poslije protoka vremenskog perioda od tri kvartala.

Rast zaposlenosti vodi rastu aktivnosti u preduzećima, a rast aktivnosti vodi rastu vrijednosti preduzeća, što ima pozitivan uticaj na tržišnu kapitalizaciju. Tako da rast

zaposlenosti od jednog procentnog poena vodi povećanju tržišne kapitalizacije za 0,00019 procentnih poena.

Vještačka varijabla uvedena je u 2005. godini zbog naglog skoka prometa i tržišne kapitalizacije na berzama. Naime, vrijednost prometa na berzama, kao i vrijednost tržišne kapitalizacije i ukupna aktivnost na berzama posmatrana kroz broj sklopljenih poslova (odnosno učesnika na tržištu – kupaca i prodavaca) veći je od ukupnog prometa, broja poslova i tržišne kapitalizacije ostvarene u prethodne 4 godine zajedno.

Stope rasta tržišne kapitalizacije u predhodnim godinama iznose – 3% (2001), 39,3% (2002), 190,53% (2003), 12,23% (2004), 332,61% (2005), odnosno prosjek za prethodni period je 115,53%. U narednom periodu očekuje se da će doći do rasta vrijednosti tržišne kapitalizacije i da će taj trend biti nastavljen u narednim godinama. Razlog tome je atraktivniji ambijent za investiranje, privatizacija velikih kompanija u državnom vlasništvu (kao što su Luka Bar, Plantaže, Elektroprivreda, hotelska preduzeća i sl) i sve većeg interesovanja investitora, a posebno stranih za akcije crnogorskih preduzeća. Takođe, stvaranje povoljnijeg ambijenta za investiranje u pogledu smanjenja poreza na dobit preduzeća (najmanja stopa u regionu – 9%), kao i oslobađanje od plaćanja poreza na kapitalnu dobit u cilju podsticanja razvoja tržišta dodatno će privući investitore, što će se reflektovati na rast tržišne kapitalizacije.

Vrijednost prometa na berzama (SETO)

Specifikacija jednačine

Zavisna varijabla:	Nezavisne varijable :
SETO – vrijednost prometa na berzama	MC – vrijednost tržišne kapitalizacije (pozitivan predznak)
	AKT – aktivnost (pozitivan predznak)
	UVRU – uvoz roba (negativan predznak)

Slijedi tabela u kojoj su prikazani podaci vremenskih serija na osnovu kojih je ocijenjena data jednačina. Sve serije imaju po 20 podataka u periodu od prvog kvartala 2000. do četvrtog kvartala 2005. godine.

Tabela 3: Prikaz vremenskih serija upotrebljenih u procjeni jednačine

Period	SETO (u eur)	MC (u eur)	AKT (index)	UVRU (u €)
2000:1	2147612.67	49320274	100.82	93185.97
2000:2	2221758	49323721	134.22	131210.7
2000:3	858317.81	52707464	211.44	84007.241
2000:4	1834296.38	50842373	191.98	72979.58
2001:1	3068018.1	46202431	208.70	128625.33
2001:2	3173940	47416175	312.03	244548.4
2001:3	1226168.3	51384214	372.03	167946.06
2001:4	2620423.4	52291573	267.73	185085.59
2002:1	4382883	37548788.22	180.17	149789.90
2002:2	4534199	48245612.81	215.97	184080.16
2002:3	1751669	47589505.7	302.02	201395.24
2002:4	3743462	72850120.69	274.13	208590.18
2003:1	5583312.25	79525251.8	187.29	144313.96
2003:2	5367493.88	109081619.53	211.1	125449.24
2003:3	18982810.47	173336238.47	330.95	152697.20
2003:4	13620727.68	211657799.55	233.37	196205.56
2004:1	4846364.61	151282907.7	189.56	205458
2004:2	5408782	132123146.93	258.38	188610
2004:3	8646580	144568120.53	336.75	215594
2004:4	23982526	237543548.15	259.19	208135
2005:1	56551591	261023336.94	207.45	163142
2005:2	40807669	404014439.35	268.28	225636
2005:3	27668658	579598016.3	391.68	280575
2005:4	73085908	1027654112.9	367.58	270991

Ocjena jednačine SETO

Dependent Variable: DLOG(SETO)				
Method: Least Squares				
Date: 09/24/06 Time: 16:49				
Sample(adjusted): 2000:3 2005:4				
Included observations: 22 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.032702	0.146415	0.223351	0.8258
DLOG(MC)	1.063075	0.506562	2.098608	0.0502
DLOG(AKT1(-2))	0.862124	0.442570	1.947994	0.0672
DLOG(UVRU(-1))	-1.077692	0.433564	-2.485660	0.0230
R-squared	0.443521	Mean dependent var		0.158788
Adjusted R-squared	0.350775	S.D. dependent var		0.709304

S.E. of regression	0.571518	Akaike info criterion	1.881925
Sum squared resid	5.879397	Schwarz criterion	2.080297
Log likelihood	-16.70118	F-statistic	4.782083
Durbin-Watson stat	2.391967	Prob(F-statistic)	0.012725

$$\text{DLOG(SETO)} = 0.03270190345 + 1.063075314 * \text{DLOG(MC)} + 0.8621237089 * \text{DLOG(AKT1(-2))} - 1.077691969 * \text{DLOG(UVRU(-1))}$$

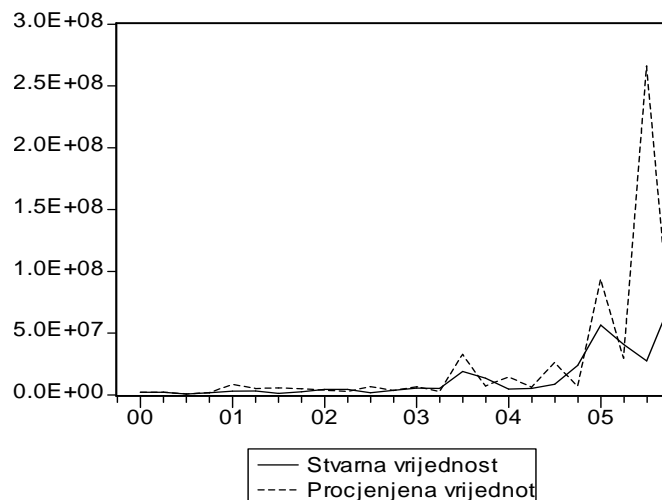
Komentar ocjene

Statistička signifikantnost

1. Objašnjene varijacije (R^2) su na nivou od 44%
2. Ocijenjene vrijednosti parametara statistički su signifikante, uz nivo rizika od 10% (t statistika >1,64)
3. Izabrane objašnjavajuće promjenljive ostvaruju istovremeno statistički značajan uticaj na kretanje promjenljive (F statistika >2)
4. DW statistika iznosi 2,3, što pokazuje da autokorelacija ne postoji, odnosno nije značajna.
5. Vrijednosti koeficijenta korelacije između zavisne i nezavisnih varijabli ne prlaze 0,33, tako da nije izražen problem multikolinearnosti.

Slijedi grafik koji prikazuje stvarnu i ocijenjenu vrijednost zavisne varijable.

Grafik 4 . Stvarna i ocijenjena vrijednost prometa na berzama (SETO)



Sadržajna adekvatnost

Tržišna kapitalizacija ima pozitivan uticaj na kretanje prometa na berzama. Rast tržišne kapitalizacije vodi rastu prometa. Rast tržišne kapitalizacije znači rast vrijednosti preduzeća kojima se trguje na berzi, odnosno rast broja akcija kojima se trguje ili rast cijene akcija preduzeća. Samim tim, bilo da je u pitanju veći broj akcija ili veća cijena akcije, dolazi do rasta vrijednosti prometa na berzama. Rast tržišne kapitalizacije od jednog procentnog poena dovodi do rasta vrijednosti prometa na berzama za 1,06 procentnih poena.

Ukupan uvoz roba posmatra se sa aspekta izvora finasijskih sredstva za investiranje. Veći uvoz znači manje sredstava za investiranje. Povećanje uvoza za jedan procenti poen, vodi padu prometa na berzi za 1,07 procentnih poena.

Ukupna aktivnost u privredi pozitivno utiče na promet na berzama, odnosno veća aktivnost za jedan procenti poen, nakon isteka perioda od dva kvartala vodi ka rastu prometa na berzama za 0,86 procentih poena.

Stope rasta prometa na berzama u prethodnom periodu su: 42,86% (2001), 42,86% (2002), 202,20% (2003), -1,54% (2004), 361,97% (2005), odnosno prosjek za prethodni period je 129,67%. U narednom periodu očekuje se da će doći do rasta vrijednosti prometa na berzama i da će taj trend biti nastavljen u narednim godinama. Razlozi su slični kao i za rast vrijednosti tržišne kapitalizacije. Dodatno, u toku je reforma penzionog sistema u Crnoj Gori, i na proljeće 2007. godine se očekuje ulazak privatnih penzionih fondova. Privatni penzioni fondovi, kao veoma bitni institucionalni investitori na tržištu uticaće na povećanje tražnje za akcijama crnogorskih preduzeća kao i na rast prometa na berzama.

Dodatno, na osnovu procjene jednačine i regresionih koeficijenata došlo se do zaključka da tržišna kapitalizacija ima uticaja na kretanje prometa na berzi. Rast tržišne kapitalizacije za jedan procentni poen vodi rastu vrijednosti prometa na berzama za 1,06 procentnih poena. Stoga, ekonomsku politiku treba usmjeriti na jačanje mehanizama tržišne kapitalizacije, koja zavisi prije svega od industrijske proizvodnje i investicija. Takođe, ukupna aktivnost privrede i uvoz roba imaju veliki uticaj na kretanje prometa.

Zaključak

Tržište kapitala je relativno mlad sektor crnogorske privrede koji se ubrzano razvija i ima sve veći značaj na razvoj cjelokupne privrede. Stoga je od velikog značaja utvrditi faktore koji utiču na njegov razvoj kako bi se na efikasan način na njih uticalo.

U tom cilju smo ispitali koji faktori utiču na kretanje tržišne kapitalizacije i prometa na berzama. Ekonometrijska analiza pokazuje da najveći uticaj na tržišnu kapitalizaciju imaju industrijska proizvodnja, aktivna kamatna stopa i zaposlenost u tržišnom sektoru. Sa druge strane, na kretanje vrijednosti prometa na berzama najveći uticaj ima tržišna kapitalizacija, potom aktivnost u privredi i uvoz roba.

Stvaranje povoljnijeg ambijenta za investiranje u pogledu smanjenja poreskih opterećenja preduzeća, smanjenja administrativnih barijera i transakcionih troškova, kao i oslobađanje od plaćanja poreza na kapitalnu dobit u cilju podsticanja razvoja tržišta dodatno će privući investitore i kapital koji je Crnoj Gori neophodan, što će se reflektovati na rast tržišne kapitalizacije i prometa na berzama.

Literatura:

1. Babić Mate, „Makroekonomija“, MATE, Zagreb, 2000.
2. Baćović Maja, „Sistem nacionalnih računa“, ISSP, Podgorica, 2003.
3. Holandski makroekonomski model
4. Janjušević Jelena, „Tržište kapitala, primjer uspješnih reformi“, „Preduzetnička ekonomija“, Volume X, decembar 2005.
5. Jargić Timotej, „Advance course of applied econometrics“, Podgorica, maj-jun 2005.
6. Makroekonomski model za Crnu Goru, ISSP, Podgorica, 2005.
7. Montenegro Economic Trends – MONET, više izdanja, ISSP, Podgorica, 2000-2006 godina
8. Mušikić Jelena, „Razvoj tržišta kapitala u zemljama u tranziciji, s posebnim osvrtom na Crnu Goru“ – magistarski rad, Ekonomski fakultet, Podgorica, maj 2005.
9. Oplotnik Žan, „Aplikativna ekonometrija“, Podgorica maj-jul 2004
10. Slovenački makroekonomski model
11. Vukotić Veselin, „Makroekonomski računi i modeli“CID, Podgorica, 2001.
12. www.nex.cg.yu
13. www.montenegroberza.com
14. www.scmn.org
15. www.isspm.org

Tanja Bošković*

Liberalizacija usluga u procesu pristupanja STO

Abstract

The aim of this article is to make an inventory of general obligations and sectoral rules in various sectors of services to be accepted in the process of WTO accession. Bearing in mind that WTO membership means „locking in“ a certain level of liberalization by a member country or a customs territory, special attention will be devoted to the determination of the level of liberalization Montenegro will have to undertake and implement by the completion of the WTO accession process. Estimation of that level can be derived from the comparison of the level of commitments undertaken by the recent WTO members and taking into consideration offers for further liberalization in the sector within the DOHA round of negotiations.

Key words: WTO accession, Liberalization, Services

Uvod

Integracija u svjetsku privredu predstavlja značajan instrument ekonomskog rasta svake zemlje. Posmatrano sa stanovišta male privrede kao što je naša, integracija predstavlja uslov opstanka. Upravo iz tog razloga su trgovinska liberalizacija i razvoj izvoznih potencijala bile osnove reformi kako razvijenih tako i zemalja u razvoju. U sektoru trgovine robom, to je dovelo do značajnog sniženja carinskih stopa u svim zemljama, kao i do smanjenja broja kvantitativnih ograničenja i ostalih necarinskih barijera. Nasuprot tome, liberalizacija u trgovini uslugama je tek počela - nova runda pregovora na osnovama definisanim GATS⁸²-om, u okviru Svjetske trgovinske organizacije (STO)⁸³, je počela 1. januara 2000. godine, i još uvijek traje. U ovom tekstu ćemo se baviti pitanjima značaja i efekata liberalizacije u oblasti usluga sa stanovišta integracije naše zemlje, koja se nalazi u procesu tranzicije ka tržišnoj privredi, u svjetske privredne tokove.

* Kancelarija za pristupanje WTO

⁸² GATS (opšti sporazuma o carinama i trgovini) je rezultat Urugvajске runde pregovora, koja je završena 1994. godine.

⁸³ STO (WTO) – Svjetska trgovinska organizacija, sada broji 149 članova. Njeno članstvo obuhvata sve razvijene zemlje i sve veći broj zemalja u razvoju i nerazvijenih zemalja.

Specifičnost usluga

Decenijama se smatralo da trgovina uslugama, zbog postojanja brojnih tehničkih, institucionalnih i regulatornih barijera u ovoj oblasti, ima manji potencijal rasta od trgovine robama. Ipak, ovakav stav potpuno je promijenjen sa uvođenjem novih tehnologija koje su omogućile lakše pružanje usluga (npr. satelitska komunikacija), razbijanje davno ustanovljenih monopola u mnogim zemljama (npr. telekomunikacije) i postepena liberalizacija do sada kontrolisanih sektora, kao što su bankarstvo i osiguranje. Razvoj ovih oblasti, u kombinaciji sa promjenom navika potrošača, doveo je do naglog povećanja međunarodne trgovine u sektoru usluga.

Povećana neizvjesnost ekonomskih rezultata kao posledica naglog porasta trgovine uslugama znači da, kao i u trgovini robom, postoji rizik prekida ili poremećaja tokova razmjene usluga. Stoga, kao i kod međunarodne trgovine robom, postoji potreba multilateralnog regulisanja pravila u ovoj oblasti.

Za razliku od pravila u trgovini robom, pravila koja disciplinuju trgovinu u sektoru usluga su mnogo manje određena, a njihova primjena podliježe raznim vrstama izuzetaka. To je djelimično rezultat vremena uobličavanja sporazuma GATS, a djelimično i straha da će se na taj način ograničiti suverenost vlada zemalja potpisnica da vode slobodnu ekonomsku politiku, zbog čega se smatra da je dodatni napor ka definisanju daljih pravila u ovoj oblasti neophodan.⁸⁴

Formulisanje GATS-a, jednog od najznačajnijih sporazuma Urugvajске runde, inspirisano je u osnovi sledećim ciljevima:

- poboljšanjem uslova za međunarodnu trgovinu i ulaganje kroz multilateralno utvrđena pravila;
- stabilizacijom spoljno trgovinskih odnosa kroz pravila zasnovana na principu najpovlašćenije nacije (MFN)⁸⁵;
- progresivnoj liberalizaciji kroz naredne runde pregovora.

Liberalizaciju trgovine uslugama ne treba miješati sa deregulacijom. Od javnog interesa je da mnoge oblasti sektora usluga budu pažljivo regulisane. GATS pravi razliku između trgovinskih prepreka koje remete konkurenciju i ograničavaju pristup tržištima, sa jedne strane, i pravila koja su neophodna da bi se sprovodili ciljevi legitimne politike i osiguralo uredno funkcionisanje tržišta, sa druge strane.

⁸⁴ Član XIX GATS-a obavezuje članice na dalje runde pregovora o višim nivoima liberalizacije usluga.

⁸⁵ Most Favored Nation

Liberalizacija trgovine uslugama

GATS predstavlja prvi i jedini set međunarodno priznatih pravila i principa u međunarodnoj trgovini uslugama i definiše šta se sve može podvesti pod trgovinom uslugama tj. načine pružanja usluga u međunarodnoj trgovini.

Pod međunarodnom trgovinom obično se podrazumijeva samo kretanje robe i usluga preko državne granice. Budući da isporuka usluga često zahtijeva i fizičko prisustvo lica ili preduzeća koje pruža uslugu na izvoznom tržištu, definicija trgovine po GATS-u mora da bude mnogo šira. Definicija obuhvata ne samo pružanje usluga koje se obavlja preko državnih granica, već i transakcije koje uključuju kretanje faktora proizvodnje (kapitala i rada) preko državne granice.

Tabela 1. Načini pružanja usluga

Preko državne granice (1)	Pružalac je iz strane zemlje Korisnik je iz naše zemlje USLUGA prelazi državnu granicu
Korišćenje usluga u inostranstvu (2)	Pružalac je iz strane zemlje Korisnik iz naše zemlje prelazi granicu i u stranoj zemlji koristi uslugu
Komercijalno prisustvo (3)	Pružalac - pravno lice iz strane zemlje prelazi granicu i u našoj zemlji pruža uslugu Korisnik iz naše zemlje ostaje u zemlji
Prisustvo fizičkih lica (4)	Pružalac - pravno lice iz strane zemlje prelazi granicu i u našoj zemlji pruža uslugu Korisnik iz naše zemlje ostaje u zemlji

Ovako široka definicija trgovine uslugama ukazuje na to da GATS direktno utiče na mnoge oblasti regulative koje tradicionalno nikad nijesu bile predmet multilateralnih trgovinskih pravila. Domaća regulativa profesionalnih poslovnih aktivnosti najbolji je primjer za to. Regulativa vezana za strana ulaganja direktno utiče na pružanje usluga u smislu obezbjeđivanja komercijalnog prisustva (osnivanje preduzeća), a određeni imigracioni propisi su bitni za pružanje usluga od strane fizičkih lica. Ipak, treba imati u vidu da su ove oblasti regulative bitne za obaveze regulisane GATS-om samo u onoj mjeri u kojoj utiču na pružanje usluga.

Stepen liberalizacije međunarodne trgovine uslugama se mjeri ograničenjima pristupa tržištu ili nacionalnog tretmana za svaki od četiri načina pružanja usluga i za svaki sektor usluga. Sve zemlje članice STO su upravo na ovaj način preuzele obaveze kojima određuju stepen liberalizacije u svakom od sektora usluga (i za svaki

od četiri načina pružanja usluga). Kao što u domenu trgovine robom, svaka zemlja ima svoju Listu obaveza uz GATT (u kojoj definiše gornje granice carinskih stopa na koje se obavezuje), tako svaka zemlja ima svoju Listu specifičnih obaveza uz GATS, kojom se obavezuje na određeni stepen liberalizacije u domenu usluga.

Pravila GATS sporazuma

Pravila GATS sporazuma se prema obuhvatu mogu podijeliti na ona koja se primjenjuju na sve usluge pokrivene sporazumom, bez obzira da li je zemlja članica preuzela obaveze u tom sektoru ili nije i na pravila koja se primjenjuju samo na sektore usluga u kojima postoje obaveze (uz specifikaciju obaveza po vrstama i načinima pružanja usluga, propisanih u listi specifičnih obaveza). Potpisivanjem GATS sporazuma, pravila koja se odnose na sve usluge (tzv. безусловne obaveze) postaju automatski važeća za sve usluge koje nijesu isključene iz obuhvata GATS-a. Aneksiranjem liste specifičnih obaveza, članice definišu u kojim sektorima će važiti i uslovne obaveze, kao i nivo obavezivanja u tim sektorima koji je bliže definisan tipom i nivoom ograničenja pristupa tržištu i ograničenja nacionalnog tretmana. Prema pravilima pristupa, zemlje mogu birati sektore u kojima će se obavezivati kao i nivo obaveza koje će preuzeti. U praksi, samo su originalne članice bile u mogućnosti da to i sprovedu, a sve članice koje su pristupile poslije 1995. se susrijeću sa sve većim i rastućim zahtjevima za liberalizacijom, pa je često slučaj da rasporedi obaveza novih članica obuhvataju znatno više sektora nego što je to slučaj kod originalnih, kao i da je nivo obaveza novih članica znatno viši nego kod originalnih. Ovakav ograničeni izbor sektora u kojima se nove članice obavezuju, za veliki broj sektora, relativizuje pomenutu podjelu pravila prema obuhvatu.

Bezuslovne obaveze

Tretman najpovlašćenije nacije (MFN) zahtijeva da svaka članica odobri uslugama i pružaocima usluga bilo koje druge članice tretman ne manje povoljan od tretmana koji odobrava sličnim uslugama i pružaocima usluga bilo koje druge zemlje. MFN klauzula omogućuje konkurenciju među trgovinskim partnerima – svaki vid liberalizacije, koji se postigne putem bilateralnih pregovora ili se primijeni unilateralno, važiće i za ostale članice STO. Povoljniji tretman se može dati susjednim zemljama u cilju olakšavanja malograničnog prometa, u za to određenim zonama i to za usluge koje se lokalno pružaju i koriste.

U nekim slučajevima odstupanje od ovog principa je dozvoljeno⁸⁶, ali se sva odstupanja moraju prijaviti, odnosno upisati u listu izuzeća od člana II, GATS-a koja je aneksirana uz listu specifičnih obaveza.

Ispunjenje principa *transparentnosti* podrazumijeva obavezu blagovremenog objavljivanja (po usvajanju ili najkasnije do početka primjene) svih mjera koje se tiču obuhvata GATS-a uključujući i međunarodne sporazume, kao i obavezu osnivanja informativnih centara koji obezbeđuju jednostavan pristup sadržini tih mjera (zakona, ostalih propisa, međunarodnih sporazuma).⁸⁷

U безусловne obaveze spada i obaveza konstituisanja ili obezbjeđenja tijela, odnosno *procedura po žalbi* na administrativne odluke (npr. davanje odobrenja ili licence), na zahtjev pružaoca usluge protiv koga je dati administrativni organ donio odluku (npr. odbijanje izdavanja odobrenja), što podrazumijeva drugostепенost, kao i dostupnost pravnih lijekova u nepristrasnom i objektivnom postupku.

Konačno, svaka članica STO je dužna da *obezbjedi kontrolu monopolskih pružaoca usluga* na svojoj teritoriji kako oni, prilikom pružanja monopolskih usluga, ne bi prekoračili maksimalni nivo ograničenja određen u listi specifičnih obaveza i listi izuzeća od MFN tretmana.

Uslovne obaveze

U sektorima u kojima su preuzete specifične obaveze, pored безусловnih, nameću se i dodatne obaveze, koje se praktično nadovezuju na безусловne. Tako u uslovne obaveze spada obaveza članica da onemogućе postojeće monopole na tržištu da zloupotrebe svoj monopolski položaj kada ulaze u tržišnu utakmicu van okvira monopolskih prava. Klasičan primjer takve zloupotrebe je unakrsno subvencionisanje, tj. prelivanje profita zarađenih u monopolskom sektoru u sektor u kojem monopolsko preduzeće usluge pruža u konkurenciji sa drugim privrednim subjektima. Kao što se može zaključiti, GATS nije protiv monopola, pa tako ne ograničava slobodu kreiranja ekonomske politike, već samo insistira na jasnom razgraničenju monopolskih prava i onemogućavanju prekoračenja istih.

⁸⁶ Kod novih članica, najčešća izuzeća od tretmana najpovlašćenije nacije su u sektorim audiovizuelnih usluga, transporta, medicinskih i turističkih usluga i u horizontalnom dijelu, tj. primenljivo na sve sektore usluga, vezano za boravak stranaca, kupovinu nekretnina i uslove zapošljavanja stranaca.

⁸⁷ Ovakvi informativni centri (enquiry points) se mogu osnivati kao tzv. one stop shops, gde se na jednom mjestu mogu dobiti sve potrebne informacije vezane za taj ili nekoliko srodnih sektora, ali se najčešće osniva jedan informativni centar za sve sektore usluga pokrивene GATS sporazumom i listom specifičnih obaveza.

Slično tome dodatne tzv. *discipline domaće regulative* (sve mjere opšte primjene koje se odnose na trgovinu uslugama) moraju ispunjavati sledeće standarde: sama regulativa mora biti razumna i nepristrasna, odluke po zahtjevima za izdavanje odobrenja/licenciranje trebalo bi da budu donijete u razumnom vremenu, mora biti obezbijedena povratna informacija o odluci/statusu aplikacije, a podrazumevaju se i predviđene procedure za verifikaciju znanja/titula profesionalaca iz drugih zemalja.⁸⁸ Viši nivo transparentnosti se postiže obavezom notifikacije Savjetu za trgovinu uslugama STO, najmanje jednom godišnje, svih izmjena postojećih zakona, propisa ili administrativnih mjera koje utiču na trgovinu uslugama za koje se članica obavezala u svojoj listi specifičnih obaveza. Ovdje je vrijedno napomenuti da bilo koja članica može notifikovati mjeru druge članice (ako ova to nije već učinila) za koju smatra da utiče na trgovinu uslugama koje su obuhvaćene GATS sporazumom i listom obaveza koju je druga članica preuzela.

Stepen obavezivanja - Lista specifičnih obaveza

Raspored ili lista specifičnih obaveza predstavlja spisak maksimalnih ograničenja pristupa tržištu i nacionalnog tretmana za koje se članica obavezuje u određenom sektoru ili podsektoru da ih neće prekoračiti. U ovu listu se takođe mogu unositi i sve eventualne dodatne obaveze tj. mjere koje garantuju određeni dodatni nivo liberalizacije ili transparentnosti (zagarantovana kontrola monopola, dodatna transparentnost, procedure verifikacije profesionalnih znanja itd.) – spisak minimalnog nivoa dodatnih obaveza koji se garantuje pružaocima usluga od drugih članica.

Tabela 2. Forma liste specifičnih obaveza

Način pružanja: (1) Preko granice; (2) Potrošnja u inostranstvu; (3) Komercijalno prisustvo; (4) Prisustvo fizičkih lica			
Sektor usluga	Ograničenja pristupa tržištu (OPT)	Ograničenja nacionalnog tretmana (ONT)	Dodatne obaveze
Redni broj i naziv sektora prema sektorskoj klasifikaciji usluga			
2. KOMUNIKACIONE USLUGE			
Podsektor (referentni broj prema UN CPC klasifikaciji)	(1) OPT za pružanje usluga telekomunikacija preko granice (2) OPT za potrošnju ovih usluga u	(1) ONT za pružanje usluga telekomunikacija preko granice (2) ONT za potrošnju ovih usluga u inostranstvu	Obaveze u sektoru koje se ne mogu klasifikovati kao obaveze

⁸⁸ Ovakav zahtev se prevashodno odnosi na profesionalne usluge kod kojih je osnovni vid međunarodne trgovine vrši preko načina pružanja usluga, tj. prisustvom stranih fizičkih lica na teritoriji zemlje, pa je potrebno obezbijediti procedure verifikacije zvanja npr. advokata, računovodstvo, revizora itd.

C. Telekomunikacije (CPC 7521) ⁸⁹	inostranstvu (3) OPT usluga telekomunikacija putem komercijalnog prisustva (4) OPT fizičkim licima/profesionalcima	(3) ONT usluga telekomunikacija putem komercijalnog prisustva (4) ONT fizičkim licima/profesionalcima	obezbeđenja pristupa tržištu ili nacionalnog tretmana. Npr. mjere kontrole monopola, obezbeđenje transparentnosti univerzalne usluge, itd.
---	--	--	---

Prva kolona **Tabele 2.** sadrži naznaku sektora ili podsektora usluga za koji se vrši obavezivanje. Pored naziva sektora, preciznosti radi, obično je naznačen referentni broj UN CPC⁹⁰ klasifikacije koji detaljno opisuje taj podsektor. Obavezivanje na maksimalni nivo ograničenja pristupa tržištu i nacionalnog tretmana, kao i na minimalne zagarantovane dodatne obaveze se može vršiti, zavisno od ekonomske politike članice, na nivou cijelog podsektora ili za neke njegove djelove, za svaki način pružanja usluga.

Ograničenja pristupa tržištu predstavljaju kvantitativna ograničenja koja postoje na tržištu određene usluge (u sektoru ili podsektoru naznačenom u prvoj koloni). U ovoj koloni se može registrovati šest vrsta ograničenja pristupa tržištu: *ograničenje broja pružalaca usluga ili test ekonomskih potreba* (npr. ograničen broj pružalaca univerzalne usluge, monopoli ili duopoli, kao i odredbe zakona koje propisuju da broj pružalaca određene usluge zavisi od ekonomskih potreba tržišta), *ograničenje ukupne vrijednosti transakcija, ograničenje broja operacija ili količine outputa, ukupnog broja zaposlenih, tipa pravnog lica i udjela stranog kapitala.*

Ograničenja nacionalnog tretmana predstavljaju sve mjere kojima se strani pružaoci usluge ili sama usluga stavljaju u podređeni položaj u odnosu na domaće pružaoce usluge. Navedeni tipovi ograničenja predstavljaju iscrpnu listu ograničenja koja se mogu javiti u svim sektorima uslugama.

⁸⁹ Referentni broj prema UN CPC klasifikaciji za jedan od podsektora usluga telekomunikacija: *Voice telephone services*

⁹⁰ United Nations Central Product Classification (UN CPC)

Crna Gora u procesu pristupanja STO

Crna Gora je, kao odvojena carinska teritorija, počela je proces pristupanja STO decembra 2004. Ovo je drugi pokušaj Crne Gore da pristupi STO (prvi je bio 2001, kada je SRJ aplicirala za članstvo) i ovaj proces sada teče paralelno sa pripremom pristupanja EU.

Nivo liberalizacije koji se očekuje od Crne Gore se može pretpostaviti poređenjem nivoa liberalizacije članica STO, a posebno zemalja koje su pristupile STO poslije 1995. godine. Sa druge strane, imajući u vidu da je proces dalje dobrovoljne liberalizacije jedan od osnovnih principa STO, tzv. stare članice održavaju runde pregovora tokom kojih se dogovaraju o njenom daljem obuhvatu i nivou. U slučaju da se DOHA runda pregovora, koja je trenutno u toku, uspješno završi prije pristupanja Crne Gore, očekivaće se da kandidati za članstvo ispune i te dodatne obaveze ispregovarane u okviru runde.

Sam proces pristupanja se sastoji od dostavljanja serije dokumenata koji daju veoma detaljnu sliku o režimu spoljne trgovine i o faktičkom stanju na domaćem tržištu. Proces pregovora, što se usluga tiče, započinje podnošenjem tzv. prve ponude usluga koja predstavlja pregled sektora u kojima je kandidat za članstvo spreman da se obaveže, a koji daje indikaciju nivoa liberalizacije koji kandidat „nudi“. Članice STO zatim iznose svoje zahtjeve u pojedinim sektorima, pa konačna lista obaveza zavisi od ishoda pregovora. Rezultat pregovora, predstavlja potpisivanje sporazuma GATS sa aneksima, zajedno sa Listom specifičnih obaveza kojom se određuje garantovani minimalni nivo liberalizacije, precizno definisan za svaki podsektor usluga ili pojedinačnu vrstu usluge.

Pristupanjem, oba dokumenta postaju pravno obavezujuća, što znači da je država odgovorna za njihovu doslednu primjenu.⁹¹

Imajući u vidu da se pristupanjem država (ili carinska teritorija) obavezuje na određeni stepen liberalizacije (maksimalni nivo ograničenja koji može uvesti), taj nivo nije moguće sa sigurnošću predvidjeti s obzirom na prirodu procesa njegovog definisanja – pregovorima sa svim zainteresovanim članicama STO. Članice koje sigurno učestvuju u pregovorima sa Crnom Gorom formirle su *Radnu grupu za pristupanje Crne Gore STO*, ali nijesu isključeni zahtjevi u pojedinim sektorima od

⁹¹ Dosledna primjena ovde ne znači samo kontrolu primjene *de jure* pravila, već i kontrolu poslovne praks koja može rezultirati u nastanku *de facto* ograničenja koja nijesu navedena u listi specifičnih obaveza. U slučaju pritužbe bilo koje druge članice postojanje takvih, neprijavljenih ograničenja, članice se pozivaju na tzv. konsultacije, i konačno, na odgovornost pred tijelom za rješavanje sporova.

strane drugih članica koje nijesu u Radnoj grupi. Ipak, stepen liberalizacije na koji će se Crna Gora obavezati u najvećoj mjeri determiniše nivo liberalizacije zemalja koje su skoro pristupile kao i ponuda postojećih članica u okviru DOHA runde pregovora.

Razvoj sektora usluga u tranzicionim ekonomijama

U periodu centralno-planskih privreda usluge su tretirane kao neproizvodna djelatnost, odnosno kao djelatnost koja ne doprinosi povećanju društvenog proizvoda. Usluge kao što su željeznički transport, električna energija, vodosnadbijevanje i dr. kao dio strategije ubrzanog rasta bile su raspoložive preduzećima po nerealno niskim cijenama. U cilju forsiranja materijalne proizvodnje neki sektori usluga su bili u potpunosti zapostavljeni bez obzira što bi mogli doprinijeti ubrzanom privrednom razvoju, kao na primjer telekomunikacije. Započinjanjem procesa tranzicije u većini ovih privreda je došlo do njihovog dramatičnog razvoja.

Liberalizacija sektora usluga u zemljama Centralne i Istočne Evrope (CEI) se dešavala uporedo sa naglim rastom značaja usluga na svjetskom nivou. Razvoj sektora usluga je predstavljao poseban izazov za ove zemlje, pogotovo stoga što su se tržišne reforme u tim zemljama odvijale uporedo sa naglim razvojem sektora usluga na svjetskom nivou.

Iskustva Slovenije, Poljske, Bugarske, Češke i Slovačke Republike, na osnovu izveštaja koje su te zemlje podnijele Savjetu za trgovinu uslugama STO, pokazuju da je poboljšanje okruženja za razvoj usluga bio ključan faktor modernizacije njihovih privreda. Vlade ovih zemalja su morale da formiraju potpuno nove pravne i institucionalne strukture paralelno sa prihvatanjem pravila GATS-a i preuzimanjem obaveza u pravcu liberalizacije pojedinih sektora usluga. Ove zemlje smatraju da je adaptiranje njihovih privreda na poslovanje u skladu sa pravilima definisanim na osnovu GATS-a omogućilo lakšu integraciju u svjetsko tržište, razvoj konkurentne spoljnotrgovinske politike, kao i formiranje zdravog poslovnog okruženja za domaće i strane pružaoce usluga.

Koji su bili izvori rasta sektora usluga u različitim fazama privrednog razvoja?

Analize pokazuju da su u ovim zemljama glavni izvor rasta sektora usluga predstavljale upravo tržišne reforme, kao i strukturno prilagođavanje industrijske proizvodnje. Naime, u prvim fazama tranzicije tržišne reforme u ovim zemljama su bile orijentisane ka podsticanju sektora malih i srednjih preduzeća. Ovaj sektor je, sa svoje strane, bio značajan generator tražnje za uslugama – od pomoći pri osnivanju

preduzeća, do širokog spektra usluga u smislu povećavanja njihove efikasnosti. U kasnijim fazama, kada su se preduzeća više usmjeravala na tržišta razvijenih zemalja, i u skladu sa trendovima u svjetskoj privredi, došlo je do značajnijeg porasta tražnje za finansijskim uslugama, telekomunikacionim kao i uslugama marketinga i promocije. Tehnološki napredak – modernizacija proizvodnih procesa i potreba restrukturiranja su, s druge strane, dovele do tražnje za specijalizovanim uslugama kao i do eksternalizacije usluga. Posledica takvog napretka je bio značajan pomak u smislu procenta zaposlenosti u oblasti usluga u svim zemljama CIE, dok su neke ostvarile i značajan prirast stranih direktnih ulaganja u ovoj oblasti.

Ipak, bez obzira na ostvarene uspehe, pa čak i u najnaprednijim od posmatranih zemalja, sektor usluga u zemljama u tranziciji CIE još uvijek karakterišu niža efikasnost i kvalitet, slabija konkurentnost na međunarodnom tržištu, kao i dominacija tradicionalnih sektora (kao što su transport, distribucija, turizam i ugostiteljstvo) u odnosu na sektore koji ostvaruju viši stepen dodatne vrijednosti.

Zaključak

U savremenim uslovima nijedna zemlja svijeta ne može prosperirati bez razvijenog i efikasnog sektora usluga. Uslužne djelatnosti imaju veliki značaj za svaku modernu ekonomiju. Prema empirijskim istraživanjima u svijetu, njihov rast i razvoj doprinosi ukupnom rastu i razvoju i kreiranju novih radnih mjesta, više nego bilo koji drugi sektor svjetske ekonomije. Učešćem u spoljnoj trgovini, usluge mogu imati ulogu "motora" rasta i razvoja. Istraživanja su potvrdila značajnu korelaciju između ukupnog privrednog rasta i rasta izvoza usluga. Zbog toga, sve zemlje svijeta su veoma zainteresovane za razvoj uslužnih djelatnosti i za aktivno učešće u međunarodnoj trgovini usluga.

Danas, u procesu pristupanja Svjetskoj trgovinskoj organizaciji, nesumnjiv je i veliki interes Crne Gore da svojom Listom specifičnih obaveza na najbolji način odgovori potrebama razvoja tržišta usluga, odnosno potrebama da se što brže i uspješnije prilagodi savremenim tendencijama na svjetskom tržištu usluga. Potreba za integracijom u svjetsku trgovinu je potreba za liberalizacijom.

Činjenica da razvijenost sektora usluga daje značajnu informaciju o razvijenosti cijele privrede trebe da bude indikator pravca i obima reformi za uspješnu integraciju u međunarodno tržište usluga. Naime, efikasnost pojedinačnih sektora usluga upravo omogućava efikasnost ostalih sektora u privredi: efikasan i dobro regulisan finansijski sektor omogućava efikasno upošljavanje finansijskih resursa i bolje raspoređivanje rizika; poboljšana efikasnost sektora telekomunikacija generiše pozitivne efekte na cijelu privredu jer je ta usluga vitalan input kao i ključni faktor

širenja znanja i informacija; transportne usluge doprinose efikasnosti distribucije dobara unutar zemlje ali su takođe značajne sa stanovišta mogućnosti zemlje da učestvuje u međunarodnoj trgovini.

Literatura

- Aldung, Robert: *Public Services and the GATS*, WTO Working paper, Geneva, 2005
- Babić, Mate;Babić, Ante : *Međunarodna ekonomija*, CIP, Zagreb, 2000
- Bjelić, Predrag: *Svjetska trgovinska organizacija*, Prometej, Beograd, 2002
- Dornbusch, Rudiger: *Policy Making in the Open Economy*, Oxford University Press, 1988
- Jovanović Gavrilović, Predrag, Kovač Oskar, Kovačević Mladen, Kozomora Jelena, Pelević Branislav: *Međunarodni ekonomski odnosi* , Ekonomski fakultet, Beograd, 1997
- Matoo, Aaditya: *Dealing with Monopolies and State Enterprises: WTO Rules for Goods and Services*, WTO Staff Working Paper, Geneva, 1997
- Organization for Economic Co-operation and Development: *Open Markets Matter – The Benefits of Trade and Investment Liberalization*, OECD, Paris, 1998.
- Vukotić, Veselin: *Makroekonomski računi i modeli*, CID, Podgorica, 2001
- WTO Official Documents, WTO, Geneva, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004
- WTO trade in Services division: *Introduction to GATS*, Geneva, 1999
- Zubić Petrović, Snežana, Milivojević Radmila, Todorović Bojana: *Rezultati Urugvajске runde multilateralnih trgovinskih pregovora*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1996.

Ivana Vojinović*

Fiskalna koordinacija u Evropskoj uniji – uticaji na Crnu Goru

Abstract

Diverging initial positions of the candidate countries in the light of their full EU membership pointed out to the fact that it is important to have more relaxed fiscal rules in order to allow putting in force their growth-friendly aspects. This is exactly what has recently happened with the reform of Stability and Growth Pact. The loosening of the rigidity built in the rules is of crucial importance for Montenegro. This is due to the fact that Montenegro is at the start of ripping out the wings towards the full EU membership. Namely, striving for EU membership may bring about the costs of stronger fiscal challenges. There are a lot of issues that should be resolved and the trade-offs between them generate headache to the policy makers.

This paper seeks to explore the fiscal performance in Montenegro. At the same time it aims to highlight major fiscal implications of country's accession to the European Union. If not properly addressed, some of these implications or challenges may endanger Montenegro fiscal stability and by the same token – adversely affect the speed and smoothness of country's integration process with the European Union. If persisting, they may in the longer run also jeopardize (or at least delay) Montenegro's membership in the EMU. Furthermore, it discusses the fiscal policy decisions necessary to master above-mentioned challenges. The main conclusion of the paper is that Montenegro will have to carry out tasks of fiscal convergence and other aspects of macroeconomic convergence simultaneously if it wants to leapfrog one step and immediately join the group of the most advanced countries.

Key words: fiscal coordination, Stability and Growth Pact, budget deficit, Medium Term Objectives, fiscal consolidation

Fiskalna politika u EU

Dva noseća stuba makroekonomske politike – *monetarna* i *fiskalna politika*, različito su pozicionirane u EU. Naime, *monetarna politika* je centralizovana i nalazi se u djelokrugu Evropske centralne banke (*European Central Bank-ECB*), dok je *fiskalna politika* kao njen antipod decentralizovana i čvrsto je u nadležnosti nacionalnih vlasti država članica. U vrijeme nastanka tradicionalne teorije fiskalnog federalizma nije uzeto u obzir postojanje političkih i konstitucionalnih ograničenja koja su danas

* Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica

relevantna za tvorevine poput EU, tako da se koncept fiskalnog federalizma (uspostavljanje fiskalnog sistema sa više nivoa u procesu donošenja odluka) u EU razlikuje od onog u nacionalnim državama. U skladu sa tim, u EU je bilo potrebno izgraditi takvu fiskalnu vezu da: (1) zemlje članice zadrže visok stepen političke i konstitucionalne suverenosti, (2) supra-nacionalni ili konfederalni nivo imali bi samo oni organi sa kojima se saglase zemlje članice, i (3) fiskalna pravila uspostavljena na konfederalnom nivou ne bi trebalo da budu u konfliktu sa onima na nacionalnom nivou.

Na nivou EU postoji *zajednički budžet* koji služi za finansiranje zajedničkih politika za koje su se zemlje članice dogovorile da budu implementirane na zajedničkom EU nivou. Budžet EU je sigurno jedan od određujućih instrumenata ekonomske politike Evropske unije. Sam ambijent u kome je nastao EU budžet uticao je na strukturu i njegove današnje funkcije. Međutim, dovodenje u vezu postojanje EU budžeta sa suverenitetom fiskalne politike u EU u potpunosti je pogrešno! Naime, EU budžet se razlikuje u nekoliko bitnih aspekata od nacionalnih budžeta⁹². Uz to, svrha i ciljevi EU budžeta mogu da budu sagledani sa stanovišta tri klasične budžetske funkcije. *Alokativna funkcija* EU budžeta je ograničena (nalazi se u domenu nacionalnih vlada koje troše oko 30% BDP-a) i uglavnom se ostvaruje putem zajedničke poljoprivredne politike i strukturne pomoći. *Redistributivna funkcija* je, takođe, ograničena i uglavnom se sprovodi kroz operacije Strukturnih fondova i Kohezijskog fonda. Budžet Evropske unije ne igra ulogu u *stabilizaciji* cikličnih trendova, jer se javna potrošnja i dalje realizuje kroz nacionalne budžete, te se ova funkcija primarno ostvaruje putem nacionalnih politika.

Skoro da postoji konsenzus među pro-evropskim ekonomistima da stepen ekonomskih i političkih integracija u okviru EU zavisi upravo od jačanja fiskalnog suvereniteta EU u cjelini. Međutim, proces integracije fiskalne politike na nivou EU nije ni jednostavan ni lak, a posebno rado prihvaćen od strane država članica. U

⁹² Kako analiza EU budžeta prevazilazi okvire rada, ovom prilikom samo ću pomenuti najupečatljivije razlike. *Prvo*, osnovne razlike tiču se njegove veličine. EU budžet je relativno mali u poređenju sa ekonomijom na koju se odnosi. Prihodi nacionalnih budžeta čine oko 30% BDP-a za pojedinačne zemlje, dok se ekvivalentna cifra za EU kreće na nešto više od 1%. Međutim, ovako mala relativna veličina EU budžeta je razumljiva, uzimajući u obzir činjenicu da EU ne funkcioniše kao nacionalna država i stoga ne pokriva rashode koji se odnose na obezbjeđenje suverenih funkcija, javnih usluga, socijalne sigurnosti i servisiranja javnog duga, kao što je to slučaj sa nezavisnim državama. Prihodi EU budžeta uglavnom služe samo za pokrivanje rashoda zajedničkih politika! *Drugo*, budžet EU nema klasične prihode poput PDV-a, poreza na dohodak i poreza na dobit, već se prihodi EU budžeta izvode iz poreskih prihoda iz nacionalnih budžeta zemalja članica i njih kontrolišu nacionalne vlade. Za razliku od nacionalnih budžeta koji prikupljaju najveći dio poreskih prihoda i kroz različite transfere pomažu budžete nižih nivoa vlasti, u kontekstu EU niži nivoi vlasti, tj. zemlje članice EU, kontrolišu sopstvene poreske prihode, i upravo iz njih se izvode prihodi kojima se EU finansira (tzv. *indirektno ubiranje poreskih prihoda*).

situaciji kada se većina zemalja protivi prenošenju fiskalnih ovlaštenja na tijela EU, jedino je moguće ostvariti fiskalno jedinstvo u EU usklađivanjem poreskih sistema svih zemalja članica (iako u stručnim krugovima ne postoji jedinstveni stav oko njihovog usklađivanja)⁹³. Shvatanje da su zdrave javne finansije nužan uslov za postizanje i očuvanje ukupne makroekonomske stabilnosti i održivog ekonomskog rasta nametnulo je potrebu za stabilnim okvirom fiskalne politike utemeljenim na pravilima. Posljedično, danas se isključivo govori o svojevrsnoj *fiskalnoj koordinaciji* između fiskalnih politika država članica koja svoj kvantitativni izraz pronalazi u fiskalnim kriterijumima i ograničenjima postavljenim *Ugovorom iz Mاستrihta (Maastricht Treaty)* i *Paktom o stabilnosti i rastu (Stability and Growth Pact– SGP)*. Ovi dokumenti, prvi kao dio primarnog, a drugi kao dio sekundarnog prava EU, utvrđuju *fiskalne kriterijume* – veličinu *budžetskog deficita* i *javnog duga*, koje zemlje članice EU moraju zadovoljiti za uvođenje eura kao nacionalne valute, odnosno za postizanje i održavanje stabilne budžetske pozicije unutar EMU. Od momenta njihovog usvajanja, zemlje članice, Komisija i Savjet morali su da nauče "kako da žive sa novim pravilima". Logika iza uvedenih pravila je ta da što su fiskalne politike pojedinih zemalja međusobno u većoj mjeri prilagođene, manja je opasnosti od preliivanja većeg rizika u nekoj od članica EU-a zbog neodgovornog vođenja fiskalne politike. Na taj način, fiskalna pravila djeluju kao eksterno ograničenje za bilo koju diskrecionu promjenu fiskalnog ponašanja u državi.

Preostali dio rada bavi se pitanjem fiskalne koordinacije u EU (bez isticanja stava autora o prirodi i funkcionalnosti pravila), sa osvrtom na njen uticaj na Crnu Goru u svijetlu očekivanog ulaska u EU.

Ugovor iz Mاستrihta

Ugovor o Evropskoj uniji, potpisan 1992. godine u Mاستrihtu, postavlja temelje za stvaranje Ekonomske i monetarne unije i ECB, te utvrđuje kriterije koje članice EU moraju ispuniti kako bi mogle sudjelovati u EMU⁹⁴. Kriteriji državnih finansija zasnivaju se na načelu *održive fiskalne politike*, a to je politika koja neće povećavati rizik od veće stope inflacije u budućnosti. Taj rizik se odražava u mogućnosti da država sa većim učešćem duga u BDP-u preferira veću stopu inflacije, jer tako smanjuje realnu vrijednost javnog duga. Definisana su dva fiskalna pravila, i to:

⁹³ Usklađivanje nije parcijalan proces nego obuhvata usklađivanje poreskih sistema svake zemlje članice u cjelini, pri čemu veliku pomoć pružaju brojne direktive EU. Npr., sve sadašnje, ali i buduće članice, moraju uskladiti svoje oporezivanje prometa roba i usluga (PDV) sa Šestom direktivom.

⁹⁴ Vidjeti *Treaty on European Union (consolidated text)*, Official Journal C 325 of 24 December 2002. Danska i Velika Britanija tim ugovorom dobile su poseban status (tzv. *opt-out* klauzulu) na osnovu kojeg nisu obavezne pristupiti EMU. Države koje su postale članice EU nakon 1992. godine nisu mogle dobiti *opt-out* klauzulu, pa su obavezne uvesti euro.

- *budžetski deficit* ispod referentne vrijednosti od 3% BDP-a, sem u slučaju da se konstantno smanjivao i dostigao nivo blizu referentne vrijednosti, kao i u slučaju da je prekoračenje ograničeno, vanredno i privremeno;
- *javni dug ne bi trebalo da pređe referentnu vrijednost od 60% BDP-a*, ili bi trebalo da ima opadajući trend i da se približava referentnoj vrijednosti zadovoljavajućom dinamikom.

Pakt o stabilnosti i rastu

Pakt je stupio na snagu 1999. godine. Njegova glavna preokupacija jeste postavljanje fiskalne discipline kao temelja EMU. Zemljama koje su uvele euro (relevantno i za Crnu Goru⁹⁵) fiskalna disciplina omogućava jačanje uslova za ostvarivanje stabilnosti cijena i održivog rasta. Pakt o stabilnosti i rastu bliže opisuje odrednice Ugovora o EU i definiše zdravu fiskalnu politiku kao onu u kojoj je *budžetski saldo blizu ravnoteže ili u suficitu*, isključujući jednokratna i privremena odstupanja. U Paktu je takođe naglašena uloga *automatskih stabilizatora*⁹⁶ na nacionalnom nivou, koji u uslovima gubitka instrumenta deviznog kursa pomažu da se države prilagode asimetričnim šokovima. Međutim, prednost automatskih stabilizatora ostvariće se samo ako su budžetske pozicije zemalja održive! Pakt obuhvata sledeće elemente:

- *Faza prevencije (preventive arm)* – Cilj Pakta je da redovnim nadgledanjem javnih finansija spriječi da budžetski deficiti članica premaše 3% BDP-a.
- *Faza korekcije (corrective arm)* – U situaciji kada budžetski deficit pređe referentnu vrijednost od 3% BDP-a, od dotične države članice zahtijeva se da preduzme korektivne mjere, a ako se deficit budžeta tokom datog perioda ne smanji, ostavlja se mogućnost nametanja sankcija⁹⁷.
- Dokumenti koje članice EMU i članice EU koje još nisu uvele euro pripremaju radi prevencije prekomjernih deficita, odnosno u multilateralnom nadgledanju javnih finansija jesu *Programi stabilnosti i konvergencije (Stability and Convergence Programmes)*⁹⁸.

⁹⁵ Crna Gora iako nije članica EU i EMU, na osnovu unilateralnog sporazuma korisiti euro od 2002. godine kao zvaničnu valutu.

⁹⁶ Djelovanje automatskih stabilizatora podrazumijeva automatsko povećanje/smanjenje prihoda i rashoda budžeta zavisno od faze poslovnog ciklusa (a ne od promjene poreske regulative i/ili diskrecionih promjena rashoda)

⁹⁷ Annett, Decressin i Deppler (2005) opisuju razliku između preventivnoga i korektivnog dijela SGP-a. Za prvi kažu da se bavi održavanjem zdrave fiskalne politike, dok su elementi odvratanja usmjereni na izbjegavanje grešaka u ekonomskoj politici.

⁹⁸ Član 3 revidirane Uredbe predviđa da bi Programi stabilnosti i konvergencije trebalo da prezentiraju detaljnu i kvantitativnu procjenu mjera budžetske i ostalih ekonomskih politika koje su preduzete ili su predložene za implementaciju u ostvarivanju programa.

- *Politička obaveza (policy commitment)*– sve uključene strane (Evropska komisija, Savjet EU i države članice) obavezale su se na punu primjenu procesa nadgledanja državnih finansija (*fiscal surveillance process*).

Kao najveće dostignuće Pakta o stabilnosti i rastu navodi se to da su pravila uticala na: (i) poboljšanje budžetske discipline – budžetske pozicije su poboljšane, nivoi duga su smanjeni; (ii) stvaranje fleksibilnosti u postizanju efikasne budžetske stabilizacije – u mnogim državama članicama stvoreni su uslovi za funkcionisanje automatskih stabilizatora u uslovima pada ekonomske aktivnosti (odbrana protiv negativnih eksternih šokova); i (iii) stvaranje prostora za podržavanje ekonomskih reformi. Međutim, do refome Pakta ipak je došlo...

Osnovna obilježja reforme Pakta

Nakon manje od decenije koliko zemlje članice i institucije EU imaju iskustva sa odredbama Pakta, potvrđena je potreba za postojanjem takvog multinacionalnog fiskalnog okvira. No tokom “njegove upotrebe” jasno su uočeni i nedostaci, koji su podstakli temeljnije proučavanje njegovog funkcionisanja i uloge fiskalnih pravila u monetarnoj uniji, te konačno doveli do potrebe za reformom. Reforma je bila podstaknuta deterioracijom budžetskih performansi, rastućim poteškoćama u primjeni pravila, različitim ekonomskim uslovima između država, kao i kritikizmom u pogledu nekih aspekata pravila (rigidnost, asimetričnost).

U martu 2005. godine došlo je do revizije Pakta o stabilnosti i rastu. U reformisanom Paktu o stabilnosti i rastu, kvantitativna ograničenja originalnog Pakta oko budžetskog deficita i javnog duga ostaju nepromijenjena. Ono što posebno karakteriše reformu jeste reforma na preventivnoj strani koja se odnosi na uspostavljanje *srednjoročnih budžetskih ciljeva (Medium Term Objectives - MTOs)* koji uzimaju u obzir *različitosti u ekonomskoj situaciji i budžetskim pozicijama država članica*, kao i uticaj trenda starenja stanovništva na državne finansije u dugom roku (član 2 Izmjena i dopuna Uredbe Savjeta 1466/97). To znači da države više nisu u obavezi da ciljaju ka uniformnoj poziciji “blizu balansa ili suficitu”. Dogovoreno je da se specifični MTO-i definišu uzimajući u obzir sljedeća tri elementa: (i) učešće duga u nacionalnom dohotku; (ii) potencijalna stopa rasta; (iii) potreba da se osigura faktor sigurnosti (tzv. *safety margin*) u odnosu na referentnu vrijednost od 3% BDP-a. Nadalje, novi Pakt definiše da MTO-i za zemlje koje koriste euro ili se nalaze u režimu ERM 2 treba da se kreću u intervalu od 1% BDP-a i balansa, ili suficita.

U dijelu Pakta koji sadrži elemente korekcije glavne su promjene definicije *prekomjernog deficita (excessive deficit)* koja obuhvata ulogu “*ostalih bitnih*

faktora” (*other relevant factors*)⁹⁹ i reviziju koncepta “*ozbiljnog pada ekonomske aktivnosti*” (*severe economic downturn*)¹⁰⁰. U elemente reforme spada i zahtjev za jačanjem fiskalnih pozicija tokom “*dobrih godina*”, pri čemu se pod dobrim godinama smatraju one u kojima je BDP iznad potencijalnog nivoa. U tom dijelu fiskalnog okvira posebno se naglašava kako je cilj reforme preduzeti rane korektivne mjere – predviđeno je da zemlje tokom “*dobrih godina*” smanjuju svoj budžetski deficit za 0,5 procentna poena BDP-a. Savjet je, takođe, postigao dogovor o tretmanu *strukturnih reformi* koje u kratkom roku djeluju na pogoršanje javnih finansija, ali dugoročno unapređuju njihovu održivost (članovi 5 i 9 Uredbe). Specifičan tretman strukturnih reformi posebno se odnosi na reforme penzijskih sistema država članica.

Box 1. Tretman penzijske reforme u Paktu o stabilnosti i rastu

Izmijenjenim odredbama vodi se briga o reformama penzijskih sistema: Evropska komisija i Savjet EU pri ocjeni je li država članica uspjela smanjiti svoj deficit budžeta uzimaće u obzir troškove tih reformi. Upoređivaće se razvoj nominalnoga budžetskog deficita i neto troškovi povezani sa primjenom drugog stuba penzijskog osiguranja. Tokom prvih pet godina od početka reforme iznosi budžetskog deficita korigovaće se za neto troškove sprovođenja reformi. Korekcija će se sprovesti za 100% iznosa neto troškova reforme u prvoj godini, za 80% u drugoj godini, i tako redom do pete godine, kada će se sprovesti korekcija za 20% iznosa neto troška reforme. U državama koje su već sprovele reformu penzijskog sistema taj mehanizam priznavanja troškova reforme tokom pet godina primjenjivaće se retroaktivno, počevši od 2006. godine. Iako su te odredbe oblikovane tako da osiguraju dugoročnu održivost penzijskih sistema, one su posebno bitne za nove države članice, koje su nedavno započele reforme svojih penzijskih sistema i nalaze se u prekomjernom deficitu. Devijacija u vidu neto troška ka višestubnom sistemu tolerisaće se pod uslovom da je privremena i da je očuvan faktor sigurnosti u odnosu na referentnu vrijednost deficita.

S obzirom da je do reforme Pakta došlo tek prije oko godinu i po, teško je dati ocjenu njegove funkcionalnosti. Ali, ono što se čini pozitivnim tiče se činjenice da postoji bolja ekonomska utemeljenost pravila u odnosu na originalni Pakt – najprije diferenciranost srednjoročnog budžetskog cilja i eksplicitno postavljen zahtjev za minimalnim fiskalnim naporom – što sve znači napredak. Ono što se na prvi pogled čini opasnim je to da bi često korišćenje klauzule o “ostalim bitnim faktorima” moglo ugroziti referentnu vrijednost od 3% BDP-a.

⁹⁹ Ostali bitni faktori odnose se na izdatke za istraživanja i razvoj, ciljeve evropske politike (posebno u kontekstu ostvarivanja Lisabonske strategije), međunarodna solidarnost, kapitalni rashodi, reforme penzijskih sistema i visoka davanja za namjene EU. Oni će se uzimati u obzir samo ukoliko je prekoračenje referentne vrijednosti privremeno i ukoliko se deficit nalazi blizu referentne vrijednosti.

¹⁰⁰ Originalna verzija Pakta definiše “ozbiljan pad ekonomske aktivnosti” kao pad realnog BDP-a za 2% ili više u godini (u realnom izrazu od 0,75 do 2%). Savjet EU može svojom diskrecionom odlukom odrediti je li riječ o izvanrednom događaju ili ne te, u skladu s tim, je li zemlja u situaciji prekomjernog deficita. Prema izmijenjenom Paktu, prostor za interpretaciju ozbiljnog pada ekonomske aktivnosti širi je – takav je primjer negativne stope rasta ili akumuliranog pada BDP-a tokom perioda niskog rasta s obzirom na potencijal.

Crna Gora (najnoviji budžetski trendovi i perspektiva)

U odsustvu jedinstvene definicije održivosti javnih finansija u literaturi, Evropska unija koristi pragmatičnu definiciju koja uzima u obzir da li države članice: (i) izlaze u susret državnim intertemporalnim budžetskim ograničenjima tako da se diskontovana vrijednost budućih prihoda poklapa sa diskontovanom vrijednošću budućih državnih rashoda i nivoom neizmirenog duga; i, (ii) nastavljaju da poštuju budžetske zahtjeve EMU, posebno zahtjev koji se odnosi na zadržavanje duga na nivou od ispod 60% BDP-a. Dakle, fiskalna pozicija nije održiva ako postoji stalno i rastuće povećanje učešća javnog duga u BDP-u. U tom smislu, ključni indikator održivosti baziran je na veličini i stopi rasta učešća javnog duga u BDP-u.

Box 2: Šta preporučuje teorija?

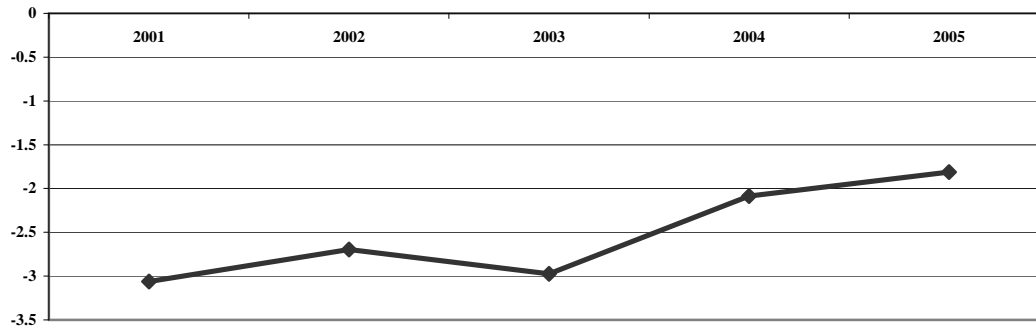
Iako obilje ekonomske literature pruža dosta argumenata o potrebi izbjegavanja pro-ciklične fiskalne politike, anti-ciklična fiskalna politika daleko od toga da je standard u većini država. Iznenaduje činjenica da empirija indicira da u razvijenim državama pro-cikličnost uglavom izbija na površinu u uslovima ekspanzije kada je ekonomska aktivnost iznad potencijala ili kada je rast iznad trenda. Zašto?

Razlog je to što u periodima recesije može da se pojavi trade-off između ciljeva kao što je stabilizacija društvenog proizvoda i budžetska disciplina, dok ova dva cilja idu ruku pod ruku u periodima ekspanzije. Direktna konsekvencija pro-cikličnosti fiskalne politike jeste nepotreban rast u fluktuaciji BDP-a. Nadalje, prevaga pro-cikličnog ponašanja u periodima ekspanzije odgovorna je za značajno učešće rasta duga u BDP-u u EU državama. Mogući odgovor na pro-ciklični uticaj fiskalne politike jeste definisanje nacionalnih pravila i institucija koje dozvoljavaju Vladama da odbiju povećanje potrošnje i smanjenje poreza u periodima ekspanzije. Argumenti iz debata i analize sugerišu da je definisanje rashodnih pravila efikasan instrument smanjivanja pro-cikličnog uticaja. Empirijsko iskustvo ukazuje na to da su države koje su imale efikasan rashodni okvir bile manje inklinirane da vode pro-cikličnu rashodnu politiku u periodima ekspanzije.

Crna Gora je 2001. godine započela sa fiskalnom konsolidacijom. Konsolidovani budžetski deficit smanjen je sa oko 8% BDP-a u 2000. na oko 3,3% BDP u 2003. godini i 1,8% BDP u 2005. godini. Tokom prve polovine 2006. godine ostvaren je i blagi suficit od 1,49 miliona eura. Ukoliko Crna Gora do kraja 2006. godine ostvari deficit na nivou od ispod 1% BDP-a, vrlo vjerovatno će se naći u zoni primarnog suficita u 2007. godini (deficit umanjen za iznos neto kamata). Sigurno da ostvarenje suficita (ukupnog i/ili primarnog) predstavlja poboljšanje fiskalne pozicije. Međutim, njegovo ostvarivanje ne mora da predstavlja nužan preduslov dugoročne održivosti javnih finansija u Crnoj Gori. Ovo iz razloga jer pozitivne promjene u poreskim sistemima (efikasnost PDV-a, očekivano uvođenje proporcionalne stope poreza na dohodak, jedinstvena stopa poreza na dobit) generišu rast privredne aktivnosti i privlače domaći i strani kapital, što ima pozitivni uticaj na budžetske

prihode. Uz to, isplata subvencija iz budžeta svedena je na minimum. Posljedično, nivo neto zaduženja budžeta smanjuje se iz godine u godinu, što znači napuštanje prakse *deficitarnog finansiranja budžeta*. Kao rezultat toga dolazi do sve većeg oslanjanja budžeta na realne (stalne) izvore finansiranja, što se može smatrati ključnim indikatorom održivosti fiskalnog sistema Crne Gore! Zadržavanjem deficita na sadašnjem nivou, fiskalna pozicija Crne Gore ne bi trebalo da bude ugrožena u susret budućim fiskalnim obavezama koje se prije svega tiču servisiranja duga, uvođenja II stuba u penzijski sistem i nastavka reforme javne uprave.

Grafik 1. Deficit centralnog budžeta u periodu 2001-2005. godine kao % BDP-a



Izvor: Ministarstvo finansija, ISSP kalkulacije

Najslabija tačka u sistemu javnih finansija u Crnoj Gori jeste visoko učešće javne potrošnje u BDP-u, kao i njena nezadovoljavajuća struktura (predominacija socijalne u odnosu na razvojnu komponentu). Fiskalno pravilo koje se odnosi na državnu potrošnju u Crnoj Gori uvedeno je Inoviranom Agendom ekonomskih reformi, čime se, ne samo ograničava, već, propisuje obaveza smanjenja državne potrošnje za po 3 procentna poena učešća u BDP-u godišnje. Ono što predstavlja kvalitativnu stranu rješavanja problema u fiskalnoj oblasti u Crnoj Gori jeste upravo spoznaja da samo po sebi uravnoteženje budžeta uz visoku javnu potrošnju ne mora imati stimulativan uticaj na razvoj ekonomije. Faktor koji je od većeg značaja jeste *nivo na kome se balansiraju prihodi i rashodi!* Ukoliko Crna Gora uspješno želi da konsoliduje budžet, mora najprije da uzme u obzir nivo ranijeg strukturnog deficita i ciklične uslove iz ekonomskog okruženja (cijene i zaposlenost). Najvažnija determinanta kompozicije budžeta i strategije fiskalnog prilagođavanja jeste akumulirani javni dug (što je dug veći, veći je i dio javnih rashoda koji se odnosi na plaćanje kamata koje je generisao dug, tzv. “*efekat sniježne grudve*”).

Fiskalne implikacije pripreme Crne Gore za ulazak u EU

Grubo definisano, ulaskom Crne Gore u EU nastaju dvije implikacije u oblasti javnih finansija: (1) uticaji na prihode i rashode budžeta, i (2) promjene u načinu na koji se vodi fiskalna politika.

Implikacije na državni budžet

Iako ne postoji zajednička fiskalna politika na nivou EU, pridruživanje će donijeti Crnoj Gori značajne promjene budžetskih prihoda i rashoda. Pridruživanje donosi transfere iz budžeta EU, ali i gubitak carinskih prihoda i potrebu prilagođavanja strukture poreskih prihoda. Dodatno, uz značajne rashode za prilagođavanje u područjima kao što su životna sredina i transport, te izdvajanja za budžet EU, doći će i do promjene u strukturi rashoda kako bi se mogli pratiti transferi iz strukturnih fondova.

Kada je riječ o prihodima, usklađivanje crnogorskog poreskog sistema sa direktivama EU moglo bi donijeti nove prihode od akciza, i to na naftne derivate, dok se smanjenje prihoda očekuje zbog uplate dijela carina u budžet EU, te zbog usklađivanja carinskog sistema. Najvažnija nova prihodna stavka za budžet biće različiti transferi iz budžeta EU, jer će dio tih transfera zbog efekta supstitucije smanjiti rashode crnogorskog budžeta. Međutim, dio transfera će zbog potrebe prefinansiranja i sufinansiranja projekata (*principles of additionality and cofinancing*) povećati rashodnu stranu budžeta. Značajno povećanje rashoda biće najprije posljedica uplata u budžet EU, ali i nužnih investicija u infrastrukturu i životnu sredinu. Pojaviće se neke nove kategorije prihoda koje će biti posljedica transfera iz budžeta EU na osnovu učešća u zajedničkim politikama EU. Iako su ti prihodi jedan od elemenata koji najviše privlači nove članice, pa tako i Crnu Goru, potrebno je naglasiti dva aspekta koji umanjuju privlačnost dobijanja transfera, pogotovo sa stanovišta javnih finansija.

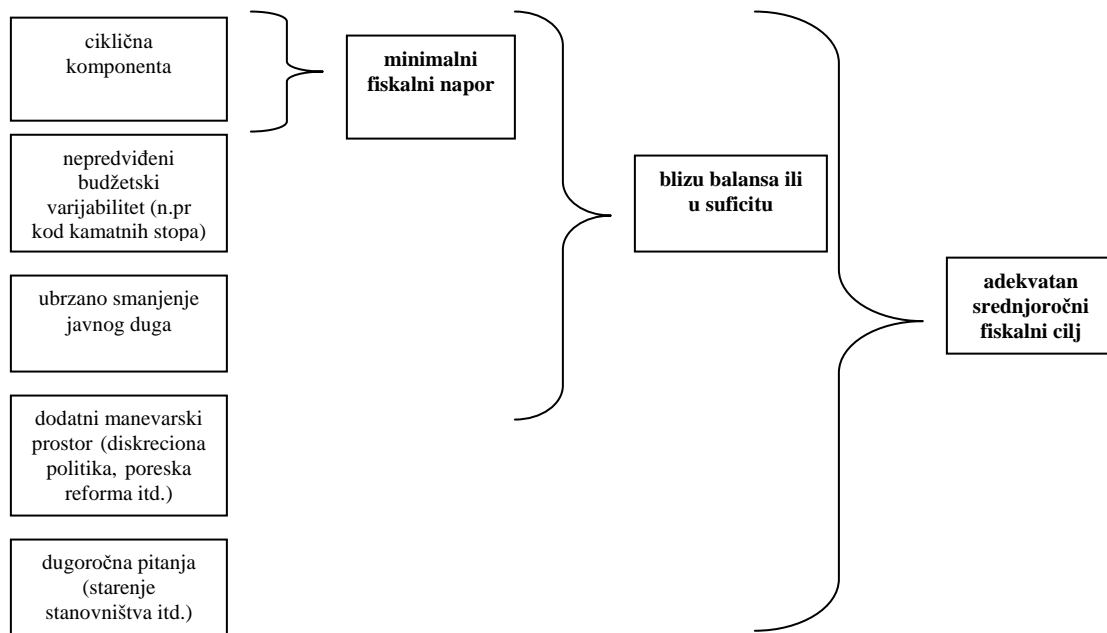
- Neki transferi neće uticati na budžet, jer će oni služiti samo za transfer tih sredstava krajnjim korisnicima.
- Neće svi transferi biti isključivo prihodi za budžet, već će neki, zbog načela sufinansiranja i prefinansiranja, uticati i na rashodnu stranu budžeta.

Dodatna nepoznanica odnosi se na sposobnost Crne Gore da izgradi institucionalnu infrastrukturu za administriranje fondovima EU. Iskustvo EU-10 pokazuje da one nisu uspjele da iskoriste značajan dio sredstava koja su im bila na raspolaganju, usljed niske apsorpcione moći i nedovoljne pripremljenosti projekata koji bi mogli biti finansirani EU fondovima.

Implikacije Pakta o stabilnosti i rastu na fiskalnu politiku Crne Gore

Vlada Crne Gore definisala je svoj srednjoročni budžetski cilj, a to je ostvarivanje *balansiranog budžeta ili suficita*. Najbliži definisani fiskalni cilj u srednjem roku ima Irska (blizu balansa). Uravnoteženje budžeta odnosi se na njegov strukturni saldo, dok se ciklična komponenta budžeta može prilagođavati zavisno od stanja ekonomskog ciklusa, što omogućuje djelovanje automatskih stabilizatora. Naredna šema sumira faktore koji treba da budu uzeti u obzir prilikom definisanja takve fiskalne pozicije u Crnoj Gori.

Šema 1. Faktori koje bi trebalo uzeti u obzir prilikom definisanja srednjoročnih fiskalnih ciljeva u Crnoj Gori



Uticaji SGP-a na fiskalnu politiku svake članice bitno zavise od njenih obilježja. Crna Gora (kao i EU-10, Bugarska, Rumunija i ostale države Zapadnog Balkana) razlikuju se u pogledu nekoliko značajnih obilježja od sadašnjih članica.

Prvo, riječ je o zemlji koja je bitno siromašnija od EU-15 (ali i jednog dijela EU-10), ali koja posjeduje znatan potencijal za realnu konvergenciju. Pretpostavka potencijalnog rasta u Crnoj Gori u predstojećem periodu kreće se od konzervativnih

4% do optimističkih 10%. Nadalje, zbog nivoa cijena koji je niži od prosjeka EU može se očekivati i nominalna konvergencija uzrokovana Balassa-Samuelsonovim efektom. Ona će razliku u stopama nominalnog rasta, koja je bitna za dinamiku javnog duga, učiniti još većom od razlike u stopama realnog rasta.

Drugo, visina javnih prihoda i rashoda u Crnoj Gori, bez obzira na niži dostignuti nivo razvoja, nije bitno ispod prihoda i rashoda u sadašnjim članicama. To znači da automatski stabilizatori ne bi trebalo djelovati slabije nego u sadašnjim članicama. Sa negativne strane, Crna Gora ima nepovoljniju strukturu rashoda, s visokim učešćem "fiksni" rashoda poput penzija ili izdataka na zdravstvo, koji se ne mijenjaju zavisno od stanja poslovnog ciklusa. Stoga, ona će morati mnogo opreznije i mudrije da vodi fiskalnu politiku kako bi se ostvarila stabilnost. Većina EU-10 država je zbog straha od prekomjernih deficita vodila intenzivniju aktivnu fiskalnu politiku, što se do sada pokazalo opasnim jer su nakon prestanka recesije ciklični deficiti polako prelazili u strukturne (*Kopits G. i Székely, 2003*). Stoga, ukazivanje na ovu opasnost bitno je za donosiocje ekonomske politike u Crnoj Gori!

Treće, Crna Gora je uglavnom manja i otvorenija od sadašnjih zemalja članica. To znači da će i volatilnost proizvodnje u njoj biti veća, kao i potreba za njenom stabilizacijom, što može tokom perioda uzrokovati veće ciklične deficite od uobičajenih u starim članicama.

Pozitivna strana je ta što je u Crnoj Gori uzeta u obzir kvantifikacija implikacija promjene demografskih trendova na državne finansije. Dugoročne budžetske projekcije ažurirane su na osnovu pretpostavki o uticaju reforme penzijskog i zdravstvenog sistema, kao i reforme sistema obrazovanja i aktivne politike zapošljavanja na kretanje pojedinih budžetskih (u prvom redu rashodnih) stavki. Neke od preporuka koje se mogu izvući za pripremu fiskalne politike izazovima članstva u EU su:

- Potrebno je *realno ocijeniti strukturni saldo* budžeta, kao i uticaj *automatskih stabilizatora* na budžetski saldo.
- Na temelju procjene strukturnog salda budžeta i snage automatskih stabilizatora, odnosno očekivanog stepena fiskalnog aktivizma, potrebno je *izraditi projekciju fiskalnog prilagođavanja* koja bi omogućila vođenje anticiklične fiskalne politike bez kršenja SGP-a.
- Zbog veće stope potencijalnoga rasta od sadašnjih članica, Crna Gora bi vjerovatno morala ostvarivati strukturni suficit kako bi automatski stabilizatori mogli djelovati bez izlaganja Crne Gore mogućim sankcijama u slučaju jače recesije.

Zaključak

Crna Gora će što dalje budu napredovali pregovori o pristupanju zajednici evropskih naroda, morati iskusiti sve prednosti i nedostatke tog proces. Iako postoji u velikoj mjeri prilagođen i uporediv sistem sa onim u EU, problem je što Crnu Goru još uvijek opterećuju brojni problemi koje će do punopravnog članstva morati riješiti, poput nepostojanja jedinstvene i cjelovite strategije razvoja, kao i nepotpune prilagođenosti zakonodavstva sa pravnim tekovinama EU, čime su smanjene mogućnosti korišćenja sredstava iz budžeta EU. U prvim godinama članstva transferi će biti na nižem nivou zbog nemogućnosti Crne Gore (pretpostavka slične situacije kao i u slučaju EU-10) da apsorbuje sva sredstva zbog ekonomske, administrativne i institucionalne nerazvijenosti. Dakle, pitanje je hoće li tokovi finansijskih sredstava u i prema EU budžetu imati neutralan, pozitivan ili negativan uticaj na javne finansije Crne Gore? Stoga, jedna od ključnih preporuka jeste izrada fiskalne cost-benefit analize finansijskih tokova između crnogorskog i evropskog budžeta. Radi prevencije neželjenih budžetskih rezultata, tokom prvih godina članstva u Evropskoj uniji potrebno je učiniti dodatni progres kako bi deficit bio ispod 3% BDP-a čak i u periodima usporavanja ekonomskog rasta. Vidljivost rezultata u fiskalnoj oblasti nameće se kao imperativ, jer jednom kada se uđe u uređen sistem ne postoji pravo na krupne greške, kao ni opravdanje za nesposobnost u vođenju ekonomske politike (tzv. *placebo efekat* koji se uglavnom javlja u vidu recidiva socijalističkog sistema). Približavanje EU, usvajanje fiskalnih pravila koje ona nameće i odgovorno vođenje fiskalne politike pokreće potrebu za jačanjem znanja i razumijevanja budžetskih kretanja u Crnoj Gori. Ono što već ohrabruje jeste to da Crna Gora može da služi kao lekcija državama poput Italije, Njemačke i sl. o tome kako se disciplinovano vodi fiskalna politika (puno poštovanje EU fiskalnih pravila).

Ono što se veoma često ne razumije jeste to da sam ulazak države u EU u oblasti ekonomije ne mijenja puno dotadašnje stanje stvari. Mnogo bitniji jesu *proces i fazi pristupanja*, a Crna Gora se upravo nalazi na samom početku. U zavisnosti od toga koliko donosioci ekonomskih odluka ozbiljno shvate svoj zadatak, crnogorske građane i samu državu mogu čekati neke bolje godine.

Literatura:

1. Andronova Vincelette, G., Vassileva, I., 2006.: "Untangling the maze of European Union funds to Bulgaria", World Bank Policy Research Working Paper
2. Antczak, M. 2003, "Do Acceding Countries Need Higher Fiscal Deficits?", CASE, Varšava

3. Backe P., 2002: "Fiscal Effects of EU Membership for Central European and Baltic EU Accession Countries", Oesterreichische Nationalbank,
4. Council of the European Union, 2006: "Draft Council conclusions on the budget guidelines for 2007", Budget Committee, Brisel
5. European Commission, 2006: "Analysis of the budgetary implementation of the Structural Funds in 2005", Directorate-General budget, Brisel
6. Hallet, M. 2004. "Fiscal Effects of Accession in the New Member States," Geberalni Direktorat Evropske Komisije EcoFin working paper No. 203. Brisel.
7. Hallet M., Keereman F., 2005:" Budgetary transfers between the EU and the new Member States: manna from Brussels or a fiscal drag?", European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs
8. Hofmohl J., 2004: "Polish position with respect to the British rebate and the EU budget reform", The Institute of Public Affairs
9. Ilić-Popov G., Pavlović Đorđe, 2003: "Leksikon javnih finansija", Zavod za unaprednje i rentabilnost poslovanja, Beograd
10. Kalman, J., 2002, "Possible Structural Funds Absorption Problems", Open Society Institute, Budimpešta,
11. Mayhew A., 2003: "The Financial and Budgetary Impact of Enlargement and Accession", Sussex European Institute, SEI Working Paper No 65
12. Međunarodni monetarni fond, 2006 : "IMF Country Report No. 06/58 – Serbia and Montenegro", Vašington D.C
13. Mrak M., Rant V., 2004: "Conceptual Challenges of the Enlarged EU and the New Financial Perspective", The Journal for Money and Banking, volume 53, br. 5
14. Regulation (EC) No 1081/2006 of the European Parliament and of the Council of 5 July 2006 on the European Social Fund and repealing Regulation (EC) No 1784/1999, Official Journal of the European Union, 2006
15. www.europa.eu
16. http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/main_en.htm

Danijela Laketić*

Trgovanje hartijama od vrijednosti na nex berzi u uslovima rastućeg interesovanja investitora

Abstract

In the previous five years, activities on NEX Stock Exchange became very important and significant for the institutional and small investors. Customers (investors, listed companies and trading members) demand easy access, modern and efficient technology, transparent and trustworthy marketplace, competitive cost-levels, so we tried to be all of it!

We are very competitive with all Stock Exchanges in the region. Nowadays, we have an increasing number of foreign and domestic investors, inflow of the foreign capital, increasing of turnover and the number of transactions, increasing number of Securities Exchange Members. In that way, we contributed to the development of the Montenegrin Capital Market and to providing education and information to citizens and potential investors.

Also, the media devoted greater attention to the Capital Market - NEX Stock Exchange is interesting both in cases of increasing or decreasing the securities prices. As it is already known, share is the widely spread discussion topic and Securities Exchange Reports became the new favorite Montenegrin reading material.

Key words: capital market, stock exchange, market capitalization, market structure, trading procedure, instruments traded, investments, regulatory system, turnover, number of trades, indexes.

Uvod

Tržište kapitala u Crnoj Gori je u periodu od svega nekoliko godina doživjelo veliku ekspanziju i postalo, ne samo konkurentno zemljama u regionu, već je po nekim pokazateljima u određenim oblastima i lider. Dobili smo novi kvalitet, razvili svijest i edukovali obične građane koji svoju šansu sve češće vide na berzi.

* NEX berza

Nekad je uz čuđenje, a danas već uobičajeno čuti da je neko podigao kredit da kupi akcije ili čak proda stan da bi dobio eventualno dva, i da ne želi da prodaje akcije (vaučere) koje je dobio u procesu MVP ispod cijene, već da čeka da dostignu svoju „pravu“ vrijednost. Potencijalni investitori polako postaju svjesni da samostalno donose odluke i da sami snose posljedice – u slučaju da se „opeku“ ili „dobro prođu“.

Jedan od glavnih aktera ovih dešavanja na tržištu kapitala Crne Gore je i Nex Montenegro berza. Osnovana je prije pet godina kao institucionalana podrška razvoju finansijskog tržišta, pri čemu je odigrala značajnu ulogu na crnogorskom tržištu kapitala i time opravdala svoje postojanje, bez obzira što je osnovana kao „druga“ berza u Crnoj Gori. U svom radu koristi BTS sistem trgovanja hartijama od vrijednosti koji je razvila i koristi Ljubljanska berza.

Jednostavan i izuzetno efikasan server (softver) za trgovanje čini glavni dio sistema trgovanja na berzi. Namijenjen je vođenju ukupnog stanja na tržištu hartija od vrijednosti, izvršavanju pojedinačnih naloga za transakcije sa stanica za trgovanje i nadzornih stanica, kao i čuvanju i daljem prosleđivanju podataka. Na grafički način je omogućen opšti i detaljan pregled berzanskog poslovanja, zbirnih statističkih i analitičkih podataka.

Realizovan je i projekat informacionog povezivanja berzi jugoistočne Evrope, kojim je uspostavljen nezavisni web portal www.sem-on.net. To znači da je moguće uporedo i u realnom vremenu pratiti dešavanja na sedam berzi u regionu: Ljubljanskoj, Sarajevskoj, Banjalučkoj, Varaždinskoj, Skopskoj, Beogradskoj i našoj NEX berzi. Tako su akcije kompanija koje se nalaze na listingu NEX berze lako dostupne i akcionarima drugih zemalja.

VAŽNI DATUMI ZA TRŽIŠTE KAPITALA CRNE GORE POSMATRANI IZ UGLA NEX BERZE

Januar 2001. Usvojen Zakon o hartijama od vrijednosti Republike Crne Gore.

20.Sepembar 2001. Osnovana Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore a.d. (NEX Montenegro), sa sjedištem u Podgorici.

08.Novembar 2001. Komisija za hartije od vrijednosti RCG izdala dozvolu za rad Novoj berzi hartija od vrijednosti Crne Gore a.d.

Nakon potpisivanja Ugovora sa Ljubljanskom berzom o dodjeli licence za korišćenje elektronskog sistema trgovine, Komisija za hartije od vrijednosti RCG objavljuje

tender. Nova berza na tenderu dobija softver i time postaje korisnik elektronskog sistema trgovine Ljubljanske berze.

Februar 2002. Završen proces MVP u Crnoj Gori.

01.Mart 2002. Potpisan Ugovor između Komisije za hartije od vrijednosti RCG, NEX berze i Ljubljanske berze o dodjeli elektronskog sistema trgovine. Obavljena prva trgovina na NEX berzi, preko elektronskog sistema.

04.Oktobar 2002. Potpisan Memorandum o saradnji sa Ljubljanskom berzom, čime je započeo projekat »Informaciono povezivanje berzi Jugoistočne Evrope«.

10.Decembar 2002. Na Beogradskoj berzi potpisan sporazum o regionalnoj saradnji u oblasti edukacije i finansijskog tržišta.

23.Decembar 2002. Prva trgovina investicionim jedinicama privatizacionih fondova.

01.Mart 2003. Formirana dva indeksa: NEX20, koji uključuje 20 najlikvidnijih emitenata na NEX-u i NEX PIF, koji prati kretanje cijena investicionih jedinica svih 6 privatizacionih fondova u Crnoj Gori.

07.Oktobar 2003. Otvoren Internet portal SEM-ON.NET (Stock Exchange Monitor) u Ljubljani, čime je zaživio projekat informacionog povezivanja berzi Jugoistočne Evrope.

21.Jul 2004. Počela trgovina obveznicama stare devizne štednje.

3.Novembar 2005. 100.000.000 € prometa

4.Oktobar 2006. 100.000.000 € prometa

ORGANIZACIJA TRŽIŠTA

Tržište na NEX berzi sastoji se od:

- berzanske kotacije (A i B lista) i
- slobodnog berzanskog tržišta.

Berzanska kotacija

Listing (A i B lista) je prestižni segment berzanskog tržišta. Na njemu se trguje hartijama od vrijednosti koje ispunjavaju određene kriterijume u pogledu finansijskog stanja privrednog društva i obaveza obavještanja Berze i javnosti o poslovanju Društva. Na berzanskom listingu se nalaze **najkvalitetnija** preduzeća. Kompanija i njeni akcionari mogu pratiti dnevna kretanja cijena njihovih akcija, a njihovo objavljivanje u berzanskim zvaničnim kursnim listama povećava interes za njihovom kupovinom, ne samo od strane zaposlenih i domaćih investitora, već i od strane inostranih investitora. Listing kompanije na domaćoj berzi je preduslov za njen listing na stranim berzama.

Da bi se emitenti mogli kotirati na A ili B listi berzanskog tržišta, pored opštih uslova, moraju ispuniti i određene kriterijume u pogledu veličine kapitala, finansijskog stanja, obaveza obavještanja (Berze i javnosti) o poslovanju, i sl.

Za prijem hartija na organizovano tržište, potrebno je da emitent ispunjava opšte uslove tj. da je registrovan kod Komisije za hartije od vrijednosti i da su hartije: izdate u nematerijalizovanom obliku, da su registrovane u Centralnoj Depozitarnoj Agenciji (CDA), da se njima može organizovano trgovati, da su u cjelini uplaćene, da su slobodno prenosive.

U berzansku kotaciju mogu biti primljene hartije od vrijednosti koje, pored opštih, ispunjavaju i sledeće uslove:

	A lista	B lista
Godine poslovanja	3	1
Min. akcijski kapital	2,5 mil. EUR	/
Min. broj akcionara	100	25
Finansijski rezultat	Nema gubitka poslednje godine	/
Izveštaj revizora	Finansijski izvještaji moraju prikazivati realno i objektivno stanje (mišljenje revizora bez rezervi)	Finansijski izvještaji moraju prikazivati realno i objektivno stanje (mišljenje revizora može sadržati i određene rezerve)
Dividenda	Nema kašnjenja u isplati	Nema kašnjenja u isplati

Dnevno pomjeranje cijena hartija na berzanskoj kotaciji ograničeno je na $\pm 10\%$. O prijemu hartija od vrijednosti u berzansku kotaciju odlučuje Komisija za kotaciju.

Na A listu berzanske kotacije NEX-a uvrštene su akcije Telekoma Crne Gore a.d. dok se na B listi nalaze Elektroprivreda Crne Gore a.d. Nikšić i Duvanski kombinat a.d. Podgorica. U dosadašnjem ukupnom ovogodišnjem prometu ove tri kompanije su učestvovala sa jednom trećinom. Trenutno se vode pregovori sa još nekoliko kvalitetnih kompanija i banaka, tako da se očekuje skoro proširenje ove liste.

Slobodno berzansko tržište

Ovaj segment tržišta obuhvata sve one hartije koje se ne nalaze na berzanskoj kotaciji. Sve hartije emitenata koje su registrovane kod Komisije za hartije od vrijednosti i Centralne Depozitarne Agencije i ispunjavaju opšte uslove, po automatizmu se uvrštavaju na slobodno berzansko tržište. Na ovom segmentu tržišta registrovane su akcije 368 emitenata i serija obveznica fonda za restituciju.

Za razliku od emitenata kotiranih na A i B listi, kod hartija kojima se trguje na slobodnom berzanskom tržištu ne postoji nikakvo dnevno ograničenje pomjeranja cijene. Takođe, emitenti sa slobodnog tržišta nisu obavezani aktima berze da objelodanjuju poslovne i finansijske izvjestaje, kao što je to slučaj sa emitentima sa kotacije. Trgovanje, kliring i saldiranje se na oba tržišna segmenta odvija na potpuno isti način.

PRAVILA TRGOVANJA

Shodno Zakonu o hartijama od vrijednosti Republike Crne Gore, sve transakcije sa hartijama od vrijednosti obavljaju se na berzi hartija od vrijednosti, posredstvom brokerskih kuća, članova berze. Trgovanje na Berzi obavlja se preko elektronskog sistema za trgovanje, s obzirom da se hartije od vrijednosti se nalaze u dematerijalizovanom obliku.

Klijenti (fizička i pravna lica) daju kupovne, odnosno, prodajne naloge brokerskim kućama, koje ih zatim unose u elektronski sistem trgovanja. Brokeri mogu unositi u sistem berze tržišne i ograničene naloge. Trgovina se zasniva na automatskom uparivanju unešenih naloga – ako se cijene kupovnih i prodajnih naloga izjednače, trgovina se automatski zaključuje. Trgovina sa svim hartijama se obavlja kontinuirano.

Berza vrši nadzor dnevnih aktivnosti trgovanja i unošenja naloga svojih članova, u cilju sprečavanja mogućih prekršaja. Takođe pruža usluge za obradu transakcija i povezana je elektronski sa Centralnom Depozitarnom Agencijom, koja omogućava

kliring i saldiranje transakcija, kao i vođenje evidencije vlasnika hartija od vrijednosti.

Na NEX-u se trenutno trguje akcijama i obveznicama fonda za restituciju. Svim hartijama se može trgovati na berzanskom i slobodnom tržištu.

OTC (Over the Counter) tržište još uvijek ne postoji.

Trgovina na NEX-u se obavlja svakog radnog dana u sledećim fazama:

- 8:00 – 9:00 pre open – unose se nalozi,
- 9:00 – 14:00 open – sklapaju se poslovi (vrijeme trgovanja),
- 14:00 – 14:30 pre open – unose se nalozi.

REGULATORNO OKRUŽENJE

Pravna regulativa

Zakon o hartijama od vrijednosti Republike Crne Gore je usvojen u januaru 2001. Do njegovog usvajanja, savezni zakoni regulisali su tržište hartija od vrijednosti. Važećim zakonom uređuju se vrste hartija od vrijednosti, izdavanje i trgovanje tim hartijama, prava i obaveze učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, djelokrug i nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore.

Tržište kapitala u Crnoj Gori regulisano je direktno ili indirektno sledećim Zakonima i Pravilima:

- Zakon o hartijama od vrijednosti (Službeni list RCG, br.59/00, 10/01,43/05,28/06),
- Zakon o privrednim društvima (Službeni list RCG, br.06/02),
- Zakon o privatizaciji privrede (Službeni list RCG, br.23/96, 06/99, 59/00),
- Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji (Službeni list RCG, br.02/92, 17/92, 59/92, 4/93, 27/94, 30/94, 23/96),
- Zakon o investicionim fondovima (Službeni list RCG, br.49/04),
- Zakon o regulisanju obaveza i potraživanja po osnovu ino duga i devizne štednje građana (Službeni list RCG, br.55/03, 11/04),
- Zakon o preuzimanju akcionarskih društava (Službeni list RCG, br.81/05)
- Uredba o konverziji devizne štednje građana u obveznice (Službeni list RCG, br.42/04).
- Pravila Nove berze hartija od vrijednosti (Službeni list RCG, br.63/01)

Nadzor tržišta

Komisija za hartije od vrijednosti RCG ima regulatornu i nadzornu funkciju na tržištu kapitala u Crnoj Gori. Nadležnost Komisije je propisana Zakonom o hartijama od vrijednosti, u skladu sa kojim obavlja svoje aktivnosti, kao i u skladu sa drugim zakonskim aktima koji regulišu tržište kapitala u Crnoj Gori.

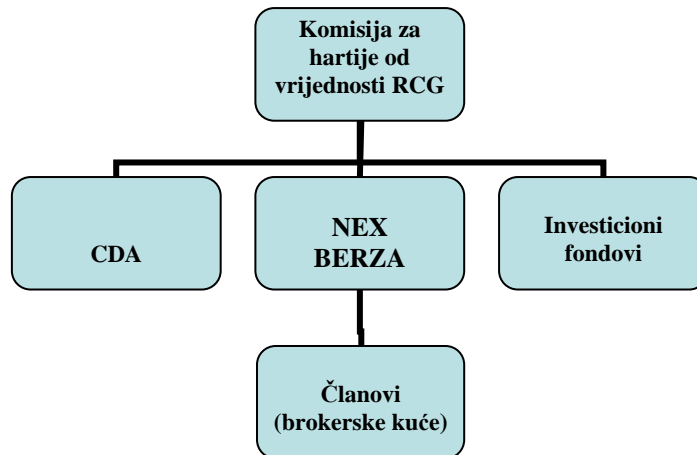
Komisija za hartije od vrijednosti odgovara Skupštini Crne Gore. Komisija može zahtijevati informacije u vezi bilo koje tržišne aktivnosti u okviru svoje nadležnosti.

Berzanski nadzor

Berza vrši nadzor nad poslovanjem sa hartijama od vrijednosti na organizovanom tržištu i u slučaju ustanovljenih kršenja, odnosno, nepravilnosti, preduzima mjere u skladu sa svojim nadležnostima, kako bi obezbijedila organizovano, pregledno, efikasno i pošteno trgovanje hartijama od vrijednosti.

Berza prati i nadzire poslovanje svojih članova preko posebnih nadzornih radnih stanica, te u poslovnim prostorijama člana Berze pregleda i kontroliše svu dokumentaciju u vezi sa zaključenim poslovima sa hartijama od vrijednosti. U slučaju sumnje u kršenje Pravila berze, odnosno, nepravilnosti pri berzanskom poslovanju od strane članova berze ili brokera člana, berza preduzima mjere protiv prekršioca, u skladu sa svojim nadležnostima.

Berza izvještava Komisiju za hartije od vrijednosti o sprovođenju nadzora, te usvojenim mjerama u vezi sa nadzorom berzanskog poslovanja.



Regulatorni sistem

STATISTIKA:

Indeksi: NEX20 i NEXPIF

Na Novoj berzi hartija od vrijednosti postoje dva indexa: NEX20 I NEXPIF. Iz grafikona koji slijede vidi se kretanje vrijednosti indexa sa NEX berze od početka 2006. godine do 10.10.2006.godine, gdje NEX20 (+98%) i NEXPIF (+162%) odlično odlikavaju stanje na berzi u prethodnom periodu.

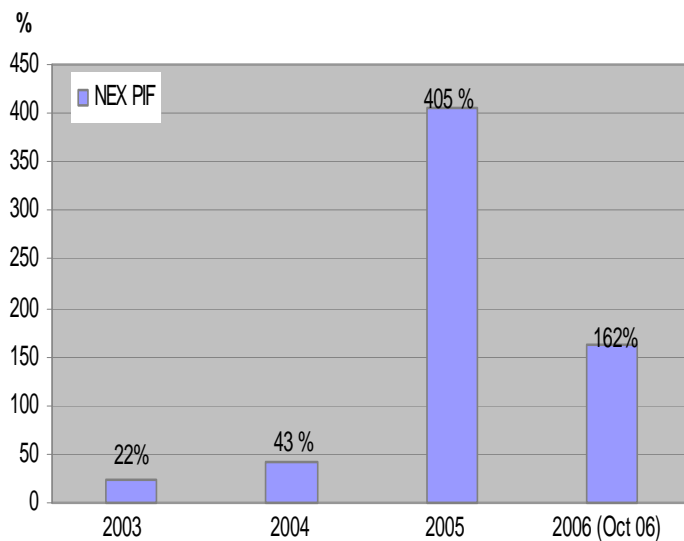




U tabelama i grafikonima koji slijede dat je prikaz kretanja vrijednosti indexa NEXPIF i NEX20 po godinama, pri čemu je kao bazni period za analiziranu godinu posmatrana sama ta godina:

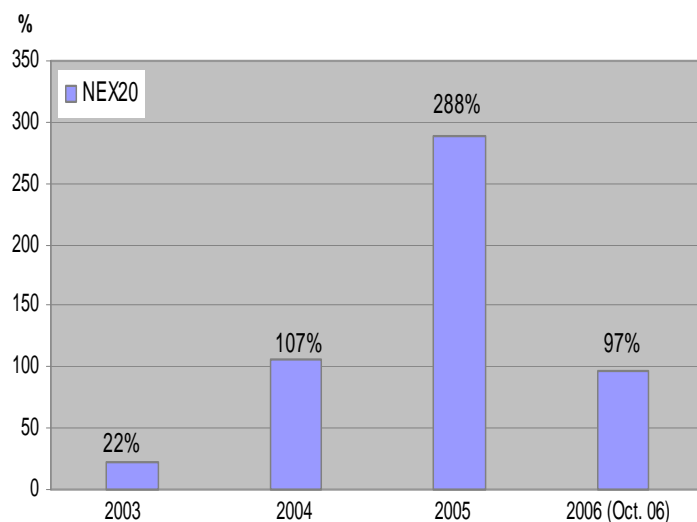
Kretanje vrijenosti indexa NEXPIF po godinama

NEX PIF	Početak godine	Kraj godine	%
2003.	1000,00	1222,46	22
2004.	1122,46	1603,51	43
2005.	1603,51	8095,57	405
10.10. 2006.	8095,57	21188,4	162



Kretanje vrijenosti indexa NEX20 po godinama

NEX 20	Početak godine	Kraj godine	%
2003.	1000,00	1219,38	22
2004.	1219,38	2523,15	107
2005.	2523,15	9781,28	288
10.10. 2006.	9781,28	19253,21	97



Najbolje pokazatelje konkurentnosti crnogorskog tržišta kapitala, odnosno, NEX Montenegro berze sa berzama u regionu predstavljaju indesi. U tabeli koja slijedi može se vidjeti da su NEXPIF i NEX20 značajno rasli i u odnosu na ostale indese (u ovom periodu) su bili lider u regionu.

Berza	INDEX	Hartije	31.12.2005	06.10.2006	% promj
Ljubljanska berza	SBI20	15 likvidnih hartija: Krka, Pivovarna Laško, Mercator, Gorenje, Luka Koper..	4.630,10	5.678,54	22,64
	PIX	8 Investicionih fondova	3.962,29	4.702,51	18,68
Beogradska berza	BELEX15	14 likvidnih hartija: AIK banka, Imlek, Hemofarm...	1.060,21	1.446,17	36,40
	BELEXfm	Akcije na slobodnom tržištu sa makar jednom transakcijom	1.594,51	1.780,61	11,67
Zagrebačka berza	Crobex	23 hartije: Pliva, Podravka, Kraš,..	1.997,53	3.244,90	62,45
Varaždinska berza	VIN	22 hartije, Ericsson Nikola Tesla, Podravska banka, Varteks,...	1.993,50	2.853,14	43,12
Banjalučka berza	BIRS	12 hartija: NLB Razvojna banka, Vitaminka, Rafin. Ulja Modriča...	1.367,22	2.447,24	78,99
	FIRS	13 investicionih fondova	2.343,26	4.642,07	98,10
Sarajevska berza	SASX-10	10 hartija: BH Telekom, Bosnalijek, Elektropr.Sarajevo, Elektropr.Mostar...	1.612,45	2.165,91	34,32
	BIFX	11 fondova	4.045,57	4.535,41	12,11
Makedonska berza	MBI-10	10 hartija: Alkaloid, Ohridska banka, Komercijalna banka...	2.292,04	4.253,75	85,59
NEX berza	NEX20	20 hartija: EPCG, Telekom, Budvan. Rivijera, Jugopetrol...	9.781,28	19.253,21	96,84
	NEXPIF	6 fondova	8.095,57	21.188,40	161,73

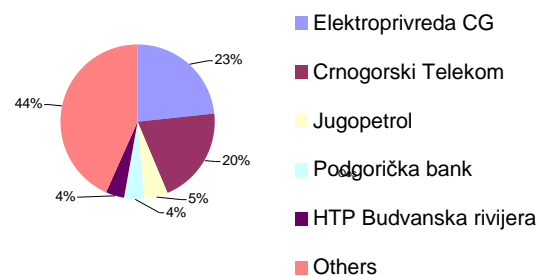
Indeksi berzi u regionu

Značajan pokazatelj kretanja na tržištu kapitala, a tiče se *prometa na NEX Montenegro berzi* bio bi sledeći:

- 2002 – 5,6 miliona €
- 2003 – 17 miliona €
- 2004 – 24 miliona € (ovaj iznos je ostvaren samou septembru 2006)
- 2005 – 116 miliona €
- do 4 oktobra 2006 – 100 miliona € (1/3 prometa osvarile tri firme s kotacije)

Stomilionskom prometu ostvarenom za devet mjeseci (do 4.10.2006.), najviše su doprinijele sledeće kompanije:

Kompanija	Promet	%
Elektroprivreda CG	17.001.046	23
Telekom CG	14.976.178	20
Jugopetrol	3.554.890	5
Podgorička banka	3.060.705	4
HTP Budvanska rivijera	3.028.150	4
Ostalo	31.665.600	43
Ukupno – (akcije)	73.286.569	100



Zaključak

S obzirom na sve veću konkurentnost - tehničke, kadrovske i organizacione mogućnosti koje NEX Montenegro berza pruža, kao i sve razvijenije crnogorsko tržište kapitala, primjećujem da smo veoma aktuelni i atraktivni za strane investitore. Imajući u vidu da smo „malo“ tržište (kao i pojedine zemlje iz okruženja) i da veliki strani institucionalni investitori posmatraju čitav region kao jedno tržište, to je *veoma izvjesna, suštinski važna i neminovna regionalna integracija berzi* (što podrazumijeva merdžer ili akviziciju i crnogorskih berzi). Stvoriti neki novi OMX, NOREX, EURONEXT! Tako mislim da se ne postavlja pitanje da li uopšte ući u taj projekat, već kada?

NEX Montenegro berza predstavlja jedan izuzetno pouzdan sistem, sa sve većim brojem pojedinaca iz regiona (pored institucionalnih investitora i domaćih investitora) zainteresovanih i direktno uključenih u trgovine. Klijenti zahtijevaju lak pristup, modernu i efikasnu tehnologiju, transparentno tržište dostojno povjerenja, kao i konkurentne nivoe troškova. Ono na čemu berza treba da insistira u budućnosti jeste da doprinosi povećanju povjerenja u tržište kapitala, da teži regionalnoj

integraciji, utiče na primjenu međunarodnih standarda i poštovanje pravila, pomogne dovođenje novih investitora, i sl.

Napomenula bih treba biti veoma oprezan u igrama na berzi. Potencijalni investitori treba da se dobro informišu o akcijama firme koje kupuju, a ne da se oslanjaju proizvoljne komentare i iskustva drugih, jer sami snose rizik ulaganja. Prošlo je vrijeme kada su akcije većine preduzeća na crnogorskom tržištu kapitala bile podcijenjene, što znači da se sada treba više informisati o prilikama u kompanijama čije se akcije trguju – kroz praćenje finansijskih i poslovnih izvještaja, perspektiva preduzeća, i sl.

Oktobar je posebno opasan mjesec za investiranje u akcije. Ostali opasni mjeseci su jul, januar, septembar, april, novembar, maj, mart, jun, decembar, avgust i februar.

(Mark Tven)

Literatura:

1. Četvrta međunarodna konferencija Beogradske berze, »Očuvanje integriteta i efikasnosti tržišta kapitala«, Beogradska berza, 2005.
2. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, "Počela ulaganja", MATE, 2004.
3. Veselin Vukotić, Privatization in Montenegro - Global Development Network South East Europe and the Research Project of Long-term Development of Southeast Europe, 2001.
4. Frederic A. Hayek, "Poredak slobode", Global book, Novi Sad, 2000.
5. B.J. Foley, »Tržište kapitala«, MATE, 1998.
6. Henry Hazlitt, »Ekonomija u jednoj lekciji«, Global book, 1998.
7. Milton Friedman, »Sloboda izbora«, Global book, Novi Sad, 1997.
8. Marco Simonetti, Issues in Regulating Post-Privatization Securities Markets in Transitional Economies, The World Bank, Washington, 1997.
9. J.C. Van Horne, »Finansijsko upravljanje i politika – finansijski menadžment«, MATE, 1997.
10. Grupa autora, »Berzanski pojmovnik«, Beogradska berza, 1996.
11. Grupa autora, »Berza hartija od vrijednosti i berzansko poslovanje«, Jugoslovensko tržište kapitala, Beograd, 1991.
12. Grupa autora, Dionički kapital u Jugoslaviji, Ekonomski institut, Beograd, 1990.
13. Stojan Dabić, »Hartije od vrijednosti i njihovo tržište«, Naučna knjiga Beograd, 1990.
14. Života Ristić, »Tržište kapitala«, Naučna knjiga Beograd, 1990.
15. NEX Montenegro berza, Radni materijal, Podgorica 2006.
16. www.nex.cg.yu
17. www.sem-on.net

18. www.scmn.cg.yu
19. www.cda.cg.yu
20. www.crps.cg.yu

Jadranka Glomazić*

Umanjenje vrijednosti imovine – Međunarodni računovodstveni standard MRS 36

Abstract

The goal of this paper is to present IAS 36 - Impairment of assets aimed is to determine main principles and procedures of assets evaluation in Balance sheet. Implementation of this IAS would provide value of assets reported in financial statements not to exceed its net market value or its value in contunual use. This paper is aimed to present basic goals of this particular International Accounting Standard; its scope; defitinitons this IAS contains; the way to identify statements contained in it and information it requires to be reported in Balance Sheet. Balance sheets of each company must satisfy requirements of this IAS.

Key words: International Accounting Standars (IAS), Financial statements, Assets, Loss, Balance Sheet, Income Statement.

1. Uvod

Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) i Međunarodni standardi finansijskog izvještavanja (MSFI) predstavljaju standarde kojima se sva preduzeća vode prilikom sastavljanja svojih finansijskih izvještaja¹⁰¹. Ovi finansijski izvještaji će biti od velike koristi prilikom donošenja ekonomskih odluka korisnicima istih, jer je njihov cilj da pruže informacije o finansijskom položaju, uspješnosti i tokovima gotovine nekog preduzeća. Međunarodne standarde propisuje Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (IASB)¹⁰² koji smatra da je ovim standardima moguće smanjiti razlike koje postoje među finansijskim izvještajima u pojedinim ekonomijama. Tako je, nacionalne standarde pojedinih zemalja potrebno usaglasiti i harmonizovati sa međunarodnim računovodstvenim standardima. Prema Komitetu, tako se dobijaju finansijski izvještaji sa informacijama koje će zadovoljiti zajedničke potrebe velikog broja korisnika, jer oni, u suštini, donose iste ekonomkse odluke bez obzira na prostor u kome žive. Ovi standardi u pojedinim ekonomijama

* Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica

¹⁰¹ „Finansijski izvještaji predstavljaju strukturirani finansijski prikaz finansijskog položaja preduzeća i poslovnih promjena koje su u preduzeću nastale“ (MRS 1, paragraf 5)

¹⁰² Ovaj Odbor je naslednik Komiteta za međunarodne računovodstvene standarde (IASC), koji je formiran u Londonu 1973. godine, a činile su ga šesnaest nacionalnih profesionalnih asocijacija. 1977. godine ovaj Komitet je pristupio Međunarodnoj federaciji računovođa (IFAC).

mogu biti prihvaćeni ili kao nacionalni standardi ili nacionalni standardi prilagođeni lokalnim zahtjevima ili, pak, nacionalni standardi mogu biti utvrđeni nezavisno, ali usaglašeni sa međunarodnim računovodstvenim standardima.

U Crnoj Gori aktuelnim Zakonom o računovodstvu¹⁰³ predviđeno je da se nacionalni standardi u potpunosti usklade sa međunarodnim računovodstvenim standardima (Član 3 ovog Zakona).

Osnovni cilj standarda, koji je predstavljen ovim radom, je da propiše procedure koje preduzeće primjenjuje prilikom iskazivanja svoje imovine (sredstava), a kojim obezbjeđuje da se ona iskazuje po vrijednosti koja nije veća od iznosa moguće nadoknade za to sredstvo. Vrijednost po kojoj se sredstvo iskazuje predstavlja njegovu knjigovodstvenu vrijednost. U slučaju da je jedno sredstvo iskazano po knjigovodstvenoj vrijednosti koja je veća od iznosa koji se može dobiti upotrebom ili prodajom tog sredstva (iznos nadoknade), takvo sredstvo ima umanjenu vrijednost i ovaj standard zahtjeva da se utvrdi gubitak zbog umanjene vrijednosti.

MRS 36, takođe, utvrđuje kada je potrebno da preduzeće napravi ispravku, odnosno ukidanje gubitka, kao i da propiše postupke objavljivanja gubitka i onoga što preduzeće treba da objavi u vezi sa imovinom čija je vrijednost umanjena.

2. Pojam imovine (sredstava)

Da bi preduzeće obavljalo svoju poslovnu aktivnost potrebno je da ulaže svoj kapital u nabavku poslovnih sredstava. Ova sredstva, koja služe za obavljanje osnovnih zadataka preduzeća, dijele se u zavisnosti od funkcije koju imaju u procesu proizvodnje. Tako, možemo govoriti o osnovnim i obrtnim sredstvima.

2.1. Osnovna sredstva

Ova sredstva predstavljaju poslovna sredstva koja svojom cjelokupnom vrijednošću ulaze u proces proizvodnje i ne toroše se u jednom poslovnom ciklusu, već se njihova vrijednost postepeno smanjuje i prenosi na nove proizvode. Dakle, vijek trajanja ovih sredstava je duži od godinu dana, odnosno koeficijent njihovog obrta je veći od 1. Podjela osnovnih sredstava se može izvršiti prema različitim kriterijumima. Tako, prema ulozi u procesu proizvodnje, ova sredstva se dijele na:

1. **osnovna sredstva u pripremi (izgradnji)** – ova sredstva nisu aktivno uključena u proces stvaranja proizvoda, jer njihova izgradnja nije završena,

¹⁰³ Službeni list Republike Crne Gore broj: 69/05 od 18.11.2005. godine.

pa tako i nisu spremna za uključanje u poslovnu aktivnost preduzeća. Nakon izgradnje, montaže i puštanja u pogon ova sredstva dobijaju karakter aktivnih osnovnih sredstava;

2. **osnovna sredstva u funkciji** – predstavljaju poslovna sredstva koja aktivno učestvuju u stvaranju proizvoda, odnosno koja se koriste za obavljanje djelatnosti kojom se preduzeće bavi;
3. **osnovna sredstva van funkcije** – ova sredstva se ne koriste prilikom obavljanja poslovnih aktivnosti preduzeća. Osnovnim sredstvima van funkcije se mogu smatrati poslovna sredstva koja se više ne mogu koristiti u poslovnim aktivnostima zbog fizičke istrošenosti ili iz razloga što je njihovo korišćenje postalo neekonomično za dato preduzeće. Takođe, pod ovim sredstvima se smatraju i investicije koje su obustavljene, kao i poslovna sredstva koja su, usled promjene proizvodnog programa datog preduzeća, izgubila upotrebnu vrijednost za to preduzeće.

2.2. Obrtna sredstva

Ona su dio poslovnih sredstava preduzeća, koja, zajedno sa osnovnim sredstvima, učestvuju u procesu proizvodnje i stvaranju proizvoda. Ova sredstva, prelazeći iz faze u fazu procesa proizvodnje, mijenjaju svoj oblik i u potpunosti prenose svoju vrijednost na gotove proizvode. Dakle, vijek trajanja ovih sredstava je kraći od godinu dana, pri čemu je koeficijent njihovog obrta manji od 1. Ovaj koeficijent je različit kod različitih preduzeća, što zavisi od prirode djelatnosti. Tako je u preduzećima kod kojih je obrt obrtnih sredstava duži od godine dana, ovaj koeficijent veći od 1. Obrtna sredstva se dijele prema oblicima u kojima se javljaju u procesu reprodukcije na:

1. **novčane oblike sredstava** – na početku poslovne aktivnosti preduzeće obezbjeđuje novac, kojim nabavlja predmete rada, sredstva za rad i plaća naknade zaposlenima, čime je obezbijeđen proces reprodukcije;
2. **robne oblike sredstava** – ovi oblici obrtnih sredstava predstavljaju poslovna sredstva koja su angažovana u pojedinim fazama reprodukcije. Zavisno od faze u kojoj su angažovana, ova sredstva se nalaze u pripremi (sirovine i materijal), proizvodnji (nedovršeni proizvodi i poluproizvodi) i gotovim proizvodima.

Na osnovu navedenog, zaključujemo da postoje dva kriterijuma koja opredjeljuju da li jedno sredstvo ima karakter osnovnog ili obrtnog sredstva. Prvo, to je kriterijum koeficijenta obrta, a drugo kriterijum funkcionalne namjene sredstva. Tako, na

primjer, fotokopir mašina u preduzeću u kojem se proizvodi predstavlja obrtno sredstvo, kao krajnji proizvod tog preduzeća. Međutim, ova mašina u nekoj fotokopirnici se koristi kao sredstvo za rad i, samim tim, ima karakter osnovnog sredstva.

3. Obuhvat MRS 36

Međunarodni računovodstveni standard 36 se primjenjuje na svu imovinu (sredstva) preduzeća, osim za:

- zalihe, koje su propisane MRS 2;
- sredstva nastala po osnovu ugovora o izgradnji – MRS 11;
- sredstva odloženih poreskih obaveza – MRS 12;
- sredstva nastala po osnovu naknada za zaposlene – MRS 19;
- finansijska sredstva – MRS 32.

Ovaj MRS se primjenjuje i na ponovo procjenjena sredstva koja se iskazuju po poštenoj ili fer vrijednosti¹⁰⁴, zavisno od načina na koji utvrđena poštena vrijednost prema kojoj je izvršena revalorizacija.

Tako, ukoliko poštena (fer) vrijednost nekog sredstva predstavlja istovremeno i njegovu tržišnu vrijednost, onda je jedina razlika između fer vrijednosti i neto prodajne cijene u iznosu troškova koji su potrebni da bi se dato sredstvo otuđilo (prodalo). U ovom slučaju je potrebno utvrditi visinu troškova prodaje sredstva. Tako, ukoliko je:

- visina ovih troškova zanemarljiva, onda je neto prodajna cijena jednaka poštenoj vrijednosti, pa se takvo sredstvo smatra neobezvrijeđenim i, samim tim, nije potrebno posebno procjenjivati iznos naknade;
- visina troškova nije zanemarljiva, u tom slučaju je neto prodajna vrijednost sredstva manja od njegove fer vrijednosti, što znači da ovo sredstvo ima umanjenu vrijednost. U ovom slučaju se posle revalorizacije primjenjuje standard MRS 36 kako bi se utvrdilo da li ovo sredstvo ima umanjenu vrijednost u odnosu na nadoknadu

Međutim, ukoliko fer vrijednost nekog sredstva nije istovremeno i njegova tržišna vrijednost¹⁰⁵, onda revalorizovani iznos može biti veći ili manji od vrijednosti

¹⁰⁴ Do ove vrijednosti se dolazi primjenom MRS 36

¹⁰⁵ Ovdje je fer vrijednost utvrđena na neki drugi način

moguće nadoknade. U ovom slučaju, takođe, nakon revalorizacije primjenjuje se MRS 36 kako bi se utvrdilo da li dato sredstvo ima umanjenu vrijednost u odnosu na mogući iznos nadoknade.

4. Definicije u MRS 36

Svaki međunarodni računovodstveni standard, pa i MRS 36, potrebno je da sadrži značenje pojedinih izraza, koji se u datom standardu koriste. U ovom Standardu se koriste sledeći izrazi:

Nadoknada ili vrijednost koja se može povratiti se utvrđuje poređenjem neto prodajne vrijednosti datog sredstva (imovine) i vrijednosti koja se dobija upotrebom tog sredstva. Veći iznos predstavlja nadoknadu po MRS 36.

Vrijednost u upotrebi ili prinosna vrijednost sredstva je sadašnja vrijednost procenjenih novčanih tokova čije se ostvarenje očekuje od kontinuirane upotrebe datog sredstva ili od njegove likvidacione vrijednosti na kraju životnog vijeka.

Neto prodajna cijena je iznos koji se može dobiti od prodaje sredstva u tržišnoj transakciji (transakcija između informisanih i strana koje su voljne da obave tu transakciju), umanjen za troškove prodaje.

Troškovi prodaje ili troškovi otuđenja predstavljaju troškove koji nastaju prilikom prodaje sredstva i mogu joj se direktno pripisati.

Iskazana vrijednost predstavlja iznos po kome je sredstvo (imovina) iskazanu u bilansu stanja, umanjen za iznos amortizacije i ukupnih gubitaka zbog umanjenja vrijednosti.

Gubitak zbog umanjenja vrijednosti je iznos za koji je vrijednost po kojoj se sredstvo iskazuje veća od iznosa nadoknade.

Amortizacija predstavlja sistematsko alociranje iznosa koji podliježe amortizaciji tokom životnog vijeka sredstva.

Osnovica za amortizaciju predstavlja iznos troškova nabavke sredstava koji je umanjen za likvidacionu vrijednost sredstva, odnosno vrijednost koja će se dobiti prodajom rashodovanog sredstva.

Životni vijek ili korisni vijek trajanja sredstva predstavlja ili vremenski period tokom kojeg će sredstvo biti korišćeno u datom preduzeću ili količina proizvoda (ili druga slična jedinica) koje će sredstvo proizvesti u toku svog vijeka trajanja.

Jedinica koja stvara novčana sredstva predstavlja najmanju grupu sredstava koja se može indentifikovati, a koja stvara novčane prilive od kontinuirane upotrebe datog sredstva, pri čemu ti novčani prilivi u velikoj mjeri nastaju nezavisno od novčanih priliva koje stvaraju druga sredstva ili grupe sredstava.

Goodwill je višak tržišne vrijednosti preduzeća nad tržišnom vrijednošću njegovih neto sredstava. Mnoga preduzeća mogu imati goodwill, ali se on ne reflektuje uvijek u bilans stanja, već samo onda kada preduzeće kupuje drugo preduće koje ima ovu razliku.

Zajednička (korporativna) sredstva su sredstva, osim goodwill-a, koja doprinose stvaranju budućih novčanih tokova, kako date jedinice (određene grupe sredstava), tako i drugih jedinica (drugih grupa sredstava) koje stvaraju novčana sredstva.

Aktivno tržište predstavlja tržište na kojem vladaju sledeći uslovi:

- predmeti kojima se trguje su homogeni;
- na tom tržištu mogu se normalno naći kupac koji je spreman da kupi i prodavac da proda;
- cijene su dostupne javnosti.

5. Identifikacija sredstava sa umanjenom vrijednošću

Kako je već istaknuto, jedno sredstvo ima umanjenju vrijednost, odnosno ono je obezvrijeđeno, u slučaju kada je iznos po kojem se ono iskazuje veći od iznosa nadoknade za to sredstvo. Indentifikovanje sredstava sa umanjenom vrijednošću se vrši ispitivanjem da li postoji neka naznaka da je neko sredstvo obezvrijeđeno. Ovo se odnosi na neko individualno sredstvo ili određenu grupu sredstava, odnosno na jedinicu koja stvara novčana sredstva. Tako, ukoliko postoji bilo kakva naznaka da će se pojaviti gubitak zbog umanjenja vrijednosti, ovaj Standard zahtjeva od preduzeća da izvrši formalnu procjenu iznosa nadoknade. Međutim, u slučaju da ne postoji neka naznaka, ova procjena se ne zahtjeva.

Dakle, prilikom sastavljanja Bilansa stanja preduzeće treba da procjeni da li je prisutna bilo kakva naznaka koja upućuje na to da je vrijednost nekog sredstva ili grupe sredstava umanjena. Ova indentifikacija se vrši na osnovu dva izvora informacija:

- **eksterni izvori informacija** – Informacije iz ovih izvora postoje u slučaju da je tokom perioda tržišna vrijednost sredstva opala znatno više nego što se moglo očekivati da će se ona smanjiti po osnovu normalne upotrebe tog sredstva. Takođe, ukoliko je u tom periodu došlo do značajnih promjena u okruženju, ili će do njih doći u bliskoj budućnosti, a koje se negativno odražavaju na rezultate poslovanja preduzeća u cjelini ili na rezultate koji su se očekivali od upotrebe sredstva. Ako u jednoj privredi dođe do značajnog povećanja kamatnih stopa, to će biti važna eksterna informacija da je možda vrijednost nekog sredstva umanjena. Ovo iz razloga što porast kamatne stope dovodi do povećanja diskotne stope koja se koristi prilikom utvrđivanja vrijednosti sredstva u upotrebi, a koja je time znatno samnjena. Značajna informacija je i da iznos po kome se iskazuje neto imovina prduzeća veća od iznosa po kome bi se ona mogla prodati na tržištu.
- **interni izvori informacija** – Veoma važna interna informacija je postojanje dokaza de je neko sredstvo zastarjelo ili da je fizički oštećeno. Takođe, ukoliko je došlo do značajnih promjena, ili će do istih doći u bliskoj budućnosti, u intenzitetu upotrebe nekog sredstva. Ukoliko interni izvještaji preduzeća sadrže neke informacije koje ukazuju da će ekonomski efekti upotrebe sredstva biti manji od očekivanih, to je značajna naznaka da dato sredstvo ima umanjenu vrijednost.

Pored ovih postoje i drugi interni i ekstrni izvori informacija koji mogu ukazati na to da neko sredstvo ima umanjenu vrijednost. Tako, preduzeće treba samo, na osnovu svojih analiza efikasnosti poslovanja, da utvrdi i druge naznake.

Prilikom utvrđivanja potrebe za procjenjivanjem iznosa nadoknade primjenjuje se **koncept materijalnosti (značajnosti)**. Prema ovom konceptu, ukoliko je prethodnim kalkulacijama utvrđeno da je iznos nadoknade sredstva znatno veći od iznosa po kojem je sredstvo knjigovodstveno iskazano, onda preduzeće ne mora da procjenjuje iznos nadoknade. Ovo pod uslovom da nisu nastali, ili se ne očekuju, događaji koji ovu razliku mogu da eliminišu. Isto tako, prethodne analize mogu da pokažu da iznos nadoknade nije osjetljiv na jednu ili više indikacija koje su prethodno pomenute.

Tako, na primjer, ukoliko dođe do povećanja kamatnih stopa na tržištu, preduzeće neće morati da vrši procjenu nadoknade u sledećim slučajevima:

- ukoliko povećanje kamatnih stopa ne utiče na diskontnu stopu. Ovo se dešava u slučaju da su se, na primjer, povećale samo kamatne stope na

kratkoročne kredite, a to nema materijalnog efekta na diskontnu stopu koja se koristi prilikom procjene nadoknade po osnovu dugoročne upotrebe sredstva. Nepromijenjena diskontna stopa, u ovom slučaju, neće dovesti do umanjena vrijednosti sredstva;

- ukoliko ovo povećanje kamatnih stopa, ipak, ima uticaj na povećanje diskontnih stopa, ali se taj efekat, koji rezultira smanjenjem iznosa nadoknade, može da kompenzira budućim povećanjem novčanog toka;
- ili ukoliko ne postoji vjerovatnoća da će smanjenje iznosa nadoknade materijalno rezultirati pojavom gubitka zbog umanjena vrijednosti sredstava.

6. Utvrđivanje iznosa nadoknade

Da bi se utvrdio iznos nadoknade potrebno je uporediti neto prodajnu vrijednost sredstva i njegovu vrijednost u upotrebi. Dakle, prethodno je potrebno utvrditi ove iznose, kako bi nakon toga izmjerili iznos nadoknade.

Međutim, da bi odredili iznos nadoknade nije uvijek neophodno utvrđivati i neto prodajnu cijenu i vrijednost u upotrebi. Ovo u slučaju ako je bilo koji od ovih iznosa veći od iznosa po kojem se sredstvo knjigovodstveno iskazuje. U tom slučaju dato sredstvo nema umanjenu vrijednost i nije potrebno utvrđivati drugi iznos. Nekada, iz bilo kojih razloga, nije moguće utvrditi neto prodajnu cijenu sredstva, pa je u tom slučaju iznos nadoknade jednak vrijednosti u upotrebi.

Ukoliko ne postoji osnovana sumnja da vrijednost sredstva u upotrebi prevazilazi neto prodajnu cijenu, onda se ova cijena može tretirati kao iznos nadoknade. To je obično slučaj sa sredstvima koja se drže radi otuđenja, jer njihova vrijednost u upotrebi predstavlja, prije svega, neto priliv od otuđenja. Ovo iz razloga što će budući tokovi gotovine od kontinuirane upotrebe sredstava do njihovog otuđenja vjerovatno biti zanemarljivi.

Iznos nadoknade se uvijek utvrđuje za individualno sredstvo, ukoliko ono stvara novčana sredstva nezavisno od drugih sredstava ili grupa sredstava. U suprotnom, iznos nadoknade se utvrđuje za jedinicu kojoj to sredstvo pripada, ali pod uslovom da ta jedinica stvara novčana sredstva.

6.1. Utvrđivanje neto prodajne vrijednosti

Prilikom utvrđivanja neto prodajne vrijednosti nekog sredstva, najbolji dokaz o njenoj visini predstavlja cijena iz ugovora o kupoprodaji tog sredstva, nastalog u normalnoj transakciji. Međutim, nije uvijek slučaj da se sredstvo prodaje na osnovu kupoprodajnog ugovora, već se ono prodaje na aktivnom tržištu. Tada je neto prodajna cijena tog sredstva jednaka njegovoj cijeni na tom tržištu. U slučaju da se sredstvo ne prodaje na osnovu ugovora o kupoprodaji istog, niti se ono prodaje na aktivnom tržištu, onda se njegova vrijednost zasniva na najboljoj raspoloživoj informaciji o iznosu koje bi preduzeće moglo dobiti ako bi prodalo dato sredstvo.

6.2. Utvrđivanje vrijednosti u upotrebi

Da bi se utvrdila vrijednost u upotrebi potrebno je izvršiti procjenu koja obuhvata:

- **procjenu novčanih tokova**, koji proizilaze iz kontinuirane upotrebe sredstva i njegovog konačnog otuđenja
- primjenu odgovarajuće **diskontne stope** na procjenjene novčane tokove.

Prije procjene novčanih tokova potrebno je sagledati pretpostavke o uslovima privređivanja, koje predstavljaju najbolju procjenu uprave preduzeća o ekonomskim prilikama koje će vladati tokom preostalog vijeka trajanja sredstva. Pored ovih pretpostavki, potrebno je sagledati i predviđanja o rezultatima poslovanja preduzeća na kojima se zasnivaju godišnji i višegodišnji planovi.

Da bi smo izvršili procjenu novčanih tokova, potrebno je procjeniti novčane prilive od kontinuirane upotrebe datog sredstva, kao i novčane odlive koji su neophodni da bi se stvorili novčani prilivi. Takođe je potrebno utvrditi i neto novčane tokove koji nastaju prilikom otuđenja sredstva na kraju njegovog životnog vijeka, ukoliko takvi tokovi postoje.

Prilikom projekcije novčanih tokova i određivanja diskontne stope veoma je važno da oni budu konzistentni u odnosu na pretpostavke o budćoj inflaciji. Tako, ukoliko diskontna stopa obuhvata efekte povećanja cijena usled inflacije, budući novčani tokovi se procjenjuju u nominalnim iznosima. S druge strane, ako diskontna stopa ne obuhvata povećanje cijena usled inflacije, budući novčani tokovi se procjenjuju u realnim iznosima.

Projekcija novčanih tokova ne treba da obuhvata novčane prilive nekog drugog sredstva, kao ni novčane odlive koji se odnose na obaveze koje su već knjižene (npr. obaveze prema dobavljačima), kako bi se izbjeglo duplo računjanje. Takođe, ova projekcija ne treba da obuhvata ni novčane prilive i odlive po osnovu finansiranja i poreza.

Diskontna stopa predstavlja stopu prije oporezivanja koja odražava trenutnu tržišnu procjenu vremenske vrijednosti novca i rizike koji su specifični za dato sredstvo. To je prinos na investiciju koji bi investitori zahtijevali ukoliko se odluče da kupe sredstvo. Ova stopa ne odražava rizike koji su već uzeti u obzir prilikom procjene budućih novčanih tokova. Diskontna stopa se određuje implicitno, na osnovu tekućih tržišnih transakcija za slična sredstva ili kao ponderisana prosječna cijena kapitala preduzeća koje se kotira na berzi i koje ima slično sredstvo.

U slučaju kad nije moguće odrediti diskontnu stopu direktno, na osnovu informacija sa tržišta, preduzeće koristi surogate, odnosno vrši tržišne procjene:

- a) vremenske vrijednosti novca za period do kraja životnog vijeka sredstva;
- b) rizika da će se novčani tokovi po iznosu i dinamici razlikovati od njihove projekcije;
- c) rizika zemlje ulaganja;
- d) rizika promjene vrijednosti valute;
- e) rizika promjene cijena (inflacije);
- f) ostalih relevantnih rizika.

7. Utvrđivanje gubitka zbog umanjenja vrijednosti

Ukoliko je iznos nadoknade sredstva manji od njegove knjigovodstvene vrijednosti, ovu vrijednost treba smanjiti za iznos nadoknade. Ovo smanjenje predstavlja gubitak zbog umanjenja sredstva ili imparitentni gubitak. Gubitak zbog umanjenja vrijednosti sredstava se odmah priznaje u Bilansu uspjeha kao rashod, ukoliko sredstvo nije prethodno revalorizovano. U slučaju da je sredstvo prethodno revalorizovano, ovaj gubitak se knjiži na teret revalorizovanih rezervi¹⁰⁶ i to samo do iznosa prethodno knjiženih rezervi za to sredstvo, a razlika ide na teret Bilansa uspjeha¹⁰⁷. Tako, na primjer, ako je u prethodnom periodu revalorizacijom povećana vrijednost nekog sredstva za 50 jedinica, a sada je utvrđen imparitentni gubitak od 70 jedinica, onda se imparitentni gubitak u visini od 50 jedinica knjiži na teret revalorizovanih rezervi, razlika od 20 jedinica se knjiži u Bilansu uspjeha kao rashod.

U slučaju kada je gubitak, koji je nastao usled umanjenja vrijednosti sredstva, veći od njegove knjigovodstvene vrijednosti, preduzeće tada stvara obavezu, ali samo ako se to zahtjeva nekim drugim MRS-om.

¹⁰⁶ Prema MRS 16, paragraf 37.

¹⁰⁷ Prema MRS 16, paragraf 38.

8. Jedinica koja stvara novčana sredstva

Ukoliko postoji bilo kakva indikacija da vrijednost nekog sredstva može biti umanjena, onda se mora procjeniti iznos nadoknade za to, pojedinačno sredstvo. U slučaju da to nije moguće, onda je potrebno procjeniti iznos nadoknade za jedinicu koja stvara novčana sredstva, a kojoj to individualno sredstvo pripada. Identifikovanje ovih jedinica treba da bude konzistentno iz perioda u period i to za ista sredstva ili vrste sredstava.

Iznos nadoknade za jedinicu koja stvara novčana sredstva dobija se kao i kod iznosa nadoknade za pojedinačno sredstvo, odnosno poređenjem neto prodajne cijene jedinice i njene vrijednosti u upotrebi, tako što veći iznos predstavlja inos nadoknade. U tom slučaju potrebno je uključiti sva sredstva koja stvaraju novčane tokove te jedinice. Utvrđivanje iznosa po kojem se jedinica knjigovodstvo iskazuje mora biti konzistentno sa utvrđivanjem iznosa njene nadoknade.

U nekim slučajevima, određena sredstva ne mogu biti svrstana u jedinicu na konzistentan način, iako ona doprinose stvaranju njenog novčanog toga. Takva sredstva su goodwill i zajednička sredstva.

Gubitak zbog umanjenja vrijednosti jedinice koja stvara novčana sredstva utvrđuje se samo ako je iznos nadoknade manji od iznosa po kome se data jedinica iskazuje. Ovaj gubitak mora biti alociran, tako da se smanje iznosi po kojima se iskazuju sredstva koja pripadaju datoj jedinici. U ovom slučaju prvo se smanjuje goodwill, ako postoji i koji je alociran na datu jedinicu, a zatim i ostala sredstva, srazmjerno njihovom pojedinačnom učešću u iznosu po kojem se iskazuje cijela jedinica čija je vrijednost umanjena.

9. Ispravljanje gubitka

Prilikom sastavljanja Bilansa stanja preduzeće je u obavezi da utvrdi da li postoji bilo kakva naznaka da gubitak zbog smanjenja vrijednosti, koji je utvrđen u prethodnom periodu, možda više ne postoji ili je smanjen. Ako preduzeće utvrdi da postoji neka takva naznaka, onda ono utvrđuje iznos nadoknade za dato sredstvo. Za utvrđivanje te nadoknade preduzeće koristi dvije grupe informacija:

- **eksterne informacije** – tržišna vrijednost sredstva je znatno povećana; nastale su značajne promjene u okruženju koje će imati povoljne efekte za poslovanje tog preduzeća; kamatne stope su se značajno smanjile;
- **interne informacije** – nastale su značajne promjene u intezitetu i načinu korišćenja sredstava; interni izvještaji datog preduzeća pokazuju da će ekonomske preformanse sredstava biti puno bolje od očekivanih.

Dakle, kada je utvrđeno da postoji promjena u procjeni iznosa nadoknade u odnosu na vrijeme kada je posljednji put utvrđen gubitak, potrebno je taj gubitak ispraviti. U tom slučaju iznos po kome se sredstvo iskazuje treba povećati do iznosa nadoknade. Ovo povećanje predstavlja ispravku gubitka utvrđenog u prethodnom periodu. Ispravka gubitka se može vršiti za individualno sredstvo ili za grupu sredstava, odnosno za jedinicu koja stvara gubitak.

Gubitak po osnovu smanjenja vrijednosti koji je ranije utvrđen, a odnosi se na goodwill ne ispravlja se u narednom periodu, jer, prema MRS 38, preduzeće ne može interno da stvara goodwill.

10. Objavljivanje MRS 36

Kako svaki standard, tako i MRS 36 mora da sadrži informacije koje je je potrebno objaviti. Po ovom Standardu za svaku klasu sredstava u finansijskim izvještajima je potrebno objaviti:

- iznose utvrđenog i ispravljenog gubitka unijetog u Bilans uspjeha, kao i pozicije u koje su ovi iznosi unijeti;
- iznose utvrđenog i ispravljenog gubitka unijetog direktno na račun kapitala, odnosno revalorizacione rezerve.

Ukoliko je gubitak koji je utvrđen ili ispravljen u iznosima koji su materijalno značajni, ovaj Standard zahtjeva da preduzeće mora da objavi i:

- događaje i okolnosti koji su to uzrokovali;
- za individualno sredstvo: vrstu sredstva i segment izvještavanja kome sredstvo pripada;
- za jedinicu koja stvara novčana sredstva: opis jedinice, iznos utvrđenog i ispravljenog gubitka po grupama sredstava, kao i promjene u grupisanju sredstava;

- da li je iznos nadoknade neto prodajna cijene sredstva ili vrijednost u upotrebi;
- ukoliko je to neto prodajna cijena sredstva, da li je ista utvrđena na aktivnom tržištu ili na neki drugi način;
- ukoliko je naknada jednaka vrijednosti u upotrebi, koja je diskontna stopa korišćena i da li je ista kao i u prethodnim periodima.

11. Umjesto zaključka

Ovaj MRS se primjenjuje na sve finansijske izvještaje od 1. jula 1999. godine, ali su preduzeća mogla da primjenjuju isti i ranije. U tom slučaju, preduzeće je moralo da objelodani činjenicu da je primjenilo ovaj Standard prije datuma njegove zvanične primjene. MRS 36 se primjenjuje isključivo na buduće događaje. Gubici koji nastaju zbog smanjenja vrijednosti sredstava (ili njihova ispravka), a koji proizilaze iz primjene ovog Standarda, moraju biti tretirani prema istom i unijeti u Bilans uspjeha. Međutim, gubici (ili njihova ispravka) za revalorizovana sredstva tretiraju se kao smanjenje ili povećanje revalorizovanih rezervi.

Literatura

1. „Međunarodni standardi finansijskog izvještavanja – službeni tekstovi“, Privredni savetnik, Beograd (2004.);
2. Bogetić dr Pavle, „Analiza bilansa“, Ekonomski fakultet Podgorica i Ekonomski fakultet Beograd, Podgorica-Beograd 2000;
3. Jovanović-Škarić dr Kata i Radovanović dr Radiša, „Finansijsko računovodstvo“, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd 2004;
4. McGee Robert, „Računovodstvo za neračunovođe“, McGee Seminars, 2001;
5. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 2 – Zalihe, IASB;
6. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 1 – Prikazivanje finansijskih izvještaja, IASB;
7. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 11 – Sredstva nastala po osnovu ugovora o izgradnji, IASB;
8. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 12 – Sredstva odloženih poreskih obaveza, IASB;
9. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 16 – Nekretnine, postrojenja i oprema, IASB;
10. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 19 – Sredstva nastala po osnovu naknada za zaposlene, IASB;
11. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 32 – Finansijska sredstva, IASB;

12. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 36 – Umanjenje vrijednosti imovine, IASB;
13. MRS, Međunarodni računovodstveni standard 38 – Nematerijalna ulaganja, IASB;
14. MRS, Okvir za pripremanje i prikazivanje finansijskih izještaja, IASB;
15. Savez računovođa i revizora Srbije, „Primena izmenjenih MRS, novih MSFI i drugih aktuelnih propisa“, VI seminar, Zlatibor 29.09.-01.10. 2005;
16. Vasiljević dr Kosta, „Teorija i analiza bilansa“, Beograd 1958;
17. Zakon o računovodstvu i reviziji, Službeni list Republike Crne Gore broj: 69/05 od 18.11.2005.

Sanja Popović*

Regulacija tržišta telekomunikacija u Crnoj Gori

Abstract

In global, networked society and economic environment, information is an essential resource for communication infrastructure building and Information society development.

The role of different partners: Government, regulatory agencies, telecommunication operators and service providers is to ensure effective coordination and cooperation as well as business initiatives in providing access to modern telecommunication system and electronic communications sector under favorable price and quality conditions, recognizing its vital importance for economic development, social cohesion and politically stable society.

Governments tend to create and implement regulatory framework in accordance with the best EU practice by supporting modern technological trends following networks and services convergence, market liberalization and competitive forces through appropriate tariff policies and taking into consideration rising of e-services demand and customer expectations.

Key words: telecommunication resources, EU regulatory framework, technological convergence, price regulation, electronic communications, SMP operators

1.Uvod

Termini „informatičko društvo“ i „ekonomija znanja“ se često koriste kao opisni atributi savremenih privreda. Inovacije na polju komunikacione infrastrukture, telekomunikacionih usluga i digitalnih kapaciteta će doprinjeti kreiranju modernih javnih servisa i e-biznis okruženja, koji se zasniva na pozdanim i dostupnim informacionim strukturama. Savremena konvergencija ICT tehnologija, kroz promociju multiservisnih paketa i multifunkcionalnih rješenja garantuje dinamične promjene u svim aspektima života i rada, uključujući način generisanja i distribucije znanja, poslovne prakse, socijalne interakcije i raznih vidova individualne afirmacije, što u krajnjim instancama ima evidentan uticaj na povećanje materijalnog bogatstva i društvenog blagostanja.

* Ekonomski fakultet - Podgorica

Telekomunikacije su svako emitovanje, prenos ili prijem svih vrsta poruka u obliku signala (govora, teksta, podataka, slika ili zvuka) korišćenjem žičnih, radio, optičkih ili drugih elektromagnetskih sistema ili uređaja¹⁰⁸

Savremene telekomunikacije karakteriše ekspanzivnost i kvalitativna diversifikacija kako u pogledu broja korisnika, tako i u pogledu obima i vrsta servisa.; Telekomunikacije nisu samo bitne za ekonomski razvoj, one su isto tako bitne za održavanje socijalne kohezije neophodne za politički stabilno društvo. Valorizacija telekomunikacija kao fundamentalne komunikacione infrastrukture za ekonomski razvoj pokrenula je Vlade, da integrišu telekomunikacije u strategije makro-ekonomskog razvoja, kao nužne podrške sektorskih politika i obezbjeđenja funkcionalnog jedinstva sistema.

2.Privatizacija, liberalizacija i (de)regulacija telekomunikacionog sektora

Telekomunikacioni sektor kao privredni segment uslužnog karaktera proizvodi značajne socioekonomske efekte: zbog toga što predstavlja infrastrukturnu podlogu i obezbjeđuje mrežne kapacitete i servise za prenos informacija kao najznačajnijeg resursa današnjice i poluge razvoja informatičkog društva; zbog specifičnih svojstava prirodnih monopola prvenstveno ekonomije obima i načina utvrđivanja cijena, kao i pripadajućeg institucionalnog tretmana kao djelatnosti od javnog interesa i opšteg značaja koja predstavlja neophodan uslov života i rada građana i funkcionisanja preduzeća i države.

U tranzicionoj privredi Crne Gore privatizacija telekomunikacionog sektora je imala veliki značaj. Osnovni ciljevi bili su organizaciono restrukturiranje, unapređenje konkurentnosti i obezbjeđenje efikasnosti telekomunikacionih operatera; povećanje učešća stranih ulaganja, odnosno privlačenje ino-investitora; transfer kadrovske ekspertize, kapitalizacije znanja i implementacije savremenih tehnoloških rješenja; demonopolizacija tržišta i unapređenje konkurencije; zaštita potrošača.

Svojinska transformacija telekomunikacionog sektora nosi niz reprezentativnih karakteristika u smislu da je upravo u njemu realizovana prva velika strana investicija: dolazak norveške kompanije Telenor i osnivanje prvog mobilnog operatera ProMontea 1996 god, a 2004 godine Vlada je prodajom Crnogorskog Telekomu Magyar Telekomu(u vlasništvu Deutche Telekomu) zaokružila privatizaciju telekomunikacionog sektora i otpočela fazu privatizacije javnih preduzeća kao najavu finalizacije tranzicionog procesa.

¹⁰⁸ Zakon o telekomunikacijama (Sl list RCG 59/00)

Sama privatizacija jednog od najjačih i najuspješnijih crnogorskih preduzeća fiksnog operatera Telekom CG u čijem sastavu su bili i mobilni operater Monet i internet provajder Internet CG, ocijenjena je kao jedna od najuspješnijih privatizacija koja je donijela značajne prihode državi za sniranje budžetskog deficita i realizaciju strateških infrastrukturnih projekata, uticala na povećanje novčane mase, kreditnog potencijala i investitorskih aktivnosti smanjivanjem kamatne stope i rizika ulaganja; izazvala ekspanziju na tržištu kapitala kroz multiplicirani efekat i **reinvestitorske** inicijative privatizacionih fondova i građana i uopšte doprinijela poboljšanju makroekonomskih performansi, međunarodne konkurentnosti i nivoa atraktivnosti investicionog ambijenta Crne Gore.

Država je koordinirala proces privatizacije preko mehanizma institucionalnih promjena kojima je definisan regulatorni okvir privatizacije i liberalizacije tržišta kojom je definisan ekonomski okvir privatizacije. Demonopolizacija u smislu stimulisanja konkurencije i tržišne diversifikacije i depolitizacija u smislu redefinisanja uloge javnog sektora realizovale su se postepeno. Kreiranje zakonskog i regulatornog okvira radi stvaranja pravne sigurnosti i institucionalne podrške kao i implementacije savremenih tehnologija u domenu mobilnih komunikacija, širokopojasnog pristupa i prenosa podataka su doprinjele ekspanziji telekomunikacionih usluga i ekspanziji ponude telekomunikacionih servisa po pristupačnim cijenama. Navedene aktivnosti su se sprovodile s ciljem sprečavanja transformacije državnih u privatne monopole.

3. Analiza tržišta telekomunikacija u Crnoj Gori

Strukturalne karakteristike:

Na tržištu sektora telekomunikacija prisutni su sljedeći telekomunikacioni operateri i servis provajderi navedi po tržišnim segmentima:

Fiksna telefonija- T COM (početkom 2005 prodat je većinski paket akcija mađarskoj kompaniji Mađar Telekom, članici Dojče Telekom grupe, nakon čega je otkupom dijela akcija manjinskih akcionara, isti postao vlasnik 76% udjela u Crnogorskom Telekomu čijem sastavu su mobilni operater T Mobile (bivši Monet) i internet servis provajder T COM (bivši Internet CG),

Mobilna telefonija- ProMonte GSM (komercijalni start 1996, norveška kompanija Telenor otkupila je 2004, preostalih 51% akcija, čime je postala 100% vlasnik ovog mobilnog operatera) i T Mobile (komercijalni start-2000, privatizovan- 2005),

Internet servisi: T Com (komercijalni start 1997 kao Internet Crna Gora, privatizovan 2004), MontSky (komercijalni start 2003) i InfoMont, Zirex, i Neboelectronic, (komercijalni start 2005).

U novembru 2006 god raspisan je konkurs za ulazak trećeg mobilnog operatera i implementaciju 3G mreža i servisa, a najavljeni su tenderi za uvođenje kablovskih i bežičnih sistema.

Dinamika razvoja tržišta

OSNOVNI STATISTIČKI PODACI ¹⁰⁹ TRŽIŠTA TELEKOMUNIKACIJA		2001	2002	2003	2004	2005
FIKSNA TELEFONIJA	Broj korisnika (fiksni pretplatničkih linija u hiljadama)	184	190	188	185	171
	Penetracija - Broj uključenih telefonskih linija na 100 stanovnika (%)	28.4	28.6	28.0	29	27,6
	Procenat digitalizacije mreže	87.0	92.5	98.0	99,8	99,9
MOBILNA TELEFONIJA	Broj korisnika (u hiljadama)	356	445	420	483	543
	Penetracija - Broj mobilnih pretplatnika na 100 stanovnika	53.9	67.4	62.7	78	87,6
	Procenat korisnika mobilne telefonije u ukupnom broju korisnika	65.9	70.0	69.0	72,5	76,0
INTERNET	Broj pretplatnika (u hiljadama)	18	27	37	51	68
	Broj korisnika (u hiljadama)	18	27	83	100	123
	Internet penetracija - Broj Internet korisnika na 1.000 stanovnika	2,6	4,1	12,5	16,1	19,8

U skladu s prethodnim tabelarnim prikazom zaključujemo da u uslovima izrazito malog tržišta (620 000 stanovnika) ograničene apsorpcione moći, odnosno relativno niske kupovne moći stanovništva, postoji visoka penetracija mobilne telefonije sa trendom progresivnog rasta i visoka penetracija fiksne telefonije u domaćinstvima sa trendom postepenog pada, evidentna je konkurencija usluga fiksne i mobilne telefonije i očekivani, ali i nedovoljni rast upotrebe internet servisa u skladu sa tendencijama razvoja informacionog društva.

Iako je zakonskim rješenjem krajem 2003 ukinuto ekskluzivno pravo Crnogorskom Telekomu u obavljanju određenih telekomunikacionih servisa, u fiksnoj telefoniji i dalje postoji de facto monopol. Mobilna telefonije se tretira kao konkurentno tržište gdje egzistiraju 2 operatera približno istog tržišnog učešća. A što se tiče Internet

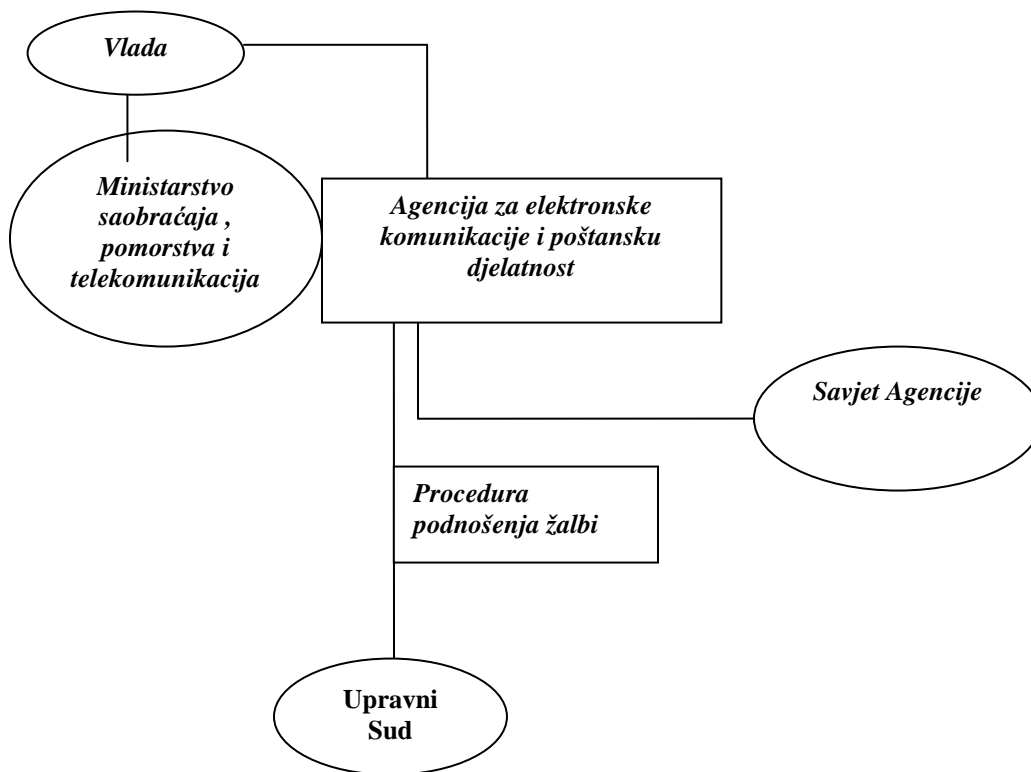
¹⁰⁹ Izvještaj Agencije za telekomunikacije za 2005 god

servisa iako postoji 5 licenciranih internet servis provajdera T Com (Internet Crna Gora) ima blizu 90 % tržišnog učešća.

Ukupan prihod od telekomunikacionih usluga u 2005 god iznosio je 184 095 637 Eur i činio 11,20 % bruto nacionalnog proizvoda. Mobilna telefonija je u ukupnom prihodu učestvovala sa 58,38%, fiksna sa 39,37%, a Internet servisi sa 2,25%. Udio servisa mobilne telefonije i internet servisa porastao je na račun fiksne telefonije .

Institucionalni okvir:

Nadležne institucije iz oblasti zakonske regulacije telekomunikacija su :



Vlada koja utvrđuje planove razvoja u oblasti telekomunikacija, ostvarivanje univerzalnog servisa, regulaciju tarifa s aspekta troškova eksploatacije mreže i pružanja servisa, implementacija principa EU , ITU, WTO. , donosi plan namjene i plan raspodjele radio-frekvencija, određuje uslove i metode koriscenja svih telekomunikacionih mreza u slucaju vanrednih okolnosti.

Resorno ministarstvo - Ministarstvo saobraćaja, pomorstva i telekomunikacija. Zakon o telekomunikacijama imenuje Ministarstvo Ekonomije kao nadležno za oblast telekomunikacija, ali restrukturiranjem Vladinog sektora, odnosno transformacijom sektorskih sadržaja pojedinih ministarstava u novembru 2006, oblast telekomunikacija je prešla pod nadzor Ministarstva saobraćaja, pomorstva i telekomunikacija kao što je slučaj u međunarodnoj praksi. Resorno ministarstvo predlaže Vladi i vrši nadzor nad realizacijom planova razvoja u oblasti telekomunikacija, utvrđuje obavezu univerzalne servise, obavlja normativnu djelatnost na osnovu Zakona, koordinira i podstiče istraživanja i razvoj telekomunikacija, određuje visinu naknade za registracije i licence, predlaže visinu naknade za radio-frekvencije...

Nezavisna regulatorna agencija (NRA) Vlada je 2000 god osnovala Agenciju za telekomunikacije kao samostalno regulatorno tijelo, funkcionalno nezavisno od svih subjekata koji eksploatisu telekomunikacione mreže, obezbjeđuju opremu ili pružaju servise. Osnovne nadležnosti Agencije za telekomunikacije između ostalog su: obezbijedenje konkurencije u oblasti telekomunikacija; podsticanje racionalnog korišćenja infrastrukture na telekomunikacionim objektima; izdavanje opštih i posebnih licenci u skladu sa Zakonom, tehničkih dozvola za radio stanice; određivanje tarifa telekomunikacionih usluga i interkonekcije, kontrola režima primjene i raslojenosti tarifa; priprema i kontrola planova i procedura vezanih za dodjelu i eksploataciju numeracijskih i radiofrekvencijskih resursa; zaštita prava korisnika, odlučivanje da li javni telekomunikacioni operator ili pružalac servisa sa manje od 25% udjela na tržištu ima značajnu tržišnu poziciju.....

Prema preporukama Strategije elektronskih telekomunikacije u Crnoj Gori (jun 2006) Agencija za telekomunikacije i poštansku djelatnost (Agenciji za telekomunikacije je početkom 2006god dodjeljena regulatorna nadležnost nad sektorom poštanskih usluga) i Agencija za radiodifuziju (ARD) treba da budu objedinjene u jedinstvenu agenciju – **Agenciju za elektronske komunikacije i poštansku djelatnost (AEKP)**. Ovaj jedinstveni regulator će biti organizovan u skladu sa izmjenama Zakona, koje će pratiti EU direktive i preporuke Savjeta Evrope, koje zahtjevaju: nezavisnost ključnih subjekata regulacije (Vlade, regulatora i učesnika na tržištu) i jedinstveni regulatorni okvir za sve prenosne mreže, bez obzira na signale koji se prenose tim mrežama.

Pravni okvir:

Osnovni pravni akt kojim se reguliše oblast telekomunikacija je Zakon o telekomunikacijama (Sužbeni list RCG broj 59/00). On uređuje obavljanje djelatnosti telekomunikacija, nadležnosti regulatornih subjekata, osnivanje Agencije za telekomunikacije, propisuje uslove izgradnje, održavanja, bezbjednosti, korišćenja i nadzora telekomunikacionih mreža, objekata i opreme, uređuje odnose između pružaoca i korisnika telekomunikacionih servisa, propisuje uslove pružanja univerzalnog servisa, režim registracije i linciranja, upravljanje, korišćenje i kontrolu numeracijskih resursa i radio-frekvencijskog spektra, tarifnu politiku, zaštitu potrošača, pitanja interkonekcije, iznajmljenih linija ... , a detaljno se razrađuje nizom pravilnika i drugih podzakonskih propisa.

U Crnoj Gori je otpočeo intezivan rad ekspertske grupa na izmjeni Zakona o telekomunikacija i njegovom preimenovanju u **Zakon o elektronskim komunikacijama**. Cilj ovih promjena je da se formira ambijent koji ojačava mogućnosti za konkurenciju u pružanju usluga elektronskih komunikacija u Crnoj Gori, uzimajući u obzir konvergenciju infrastrukture sistema telekomunikacija i radiodifuzije, objedinjavanje regulatornih nadležnosti i dodatno usklađivanje Zakona sa direktivama EU.

4. Međunarodna regulacija sektora telekomunikacija / elektronskih komunikacija

Postojeći zakononski osnov tržišta telekomunikacija u Crnoj Gori bazira se na EU regulatornom okviru iz 1998 god, čije su osnovne karakteristike bile puna liberalizacija telekomunikacionih tržišta i eliminacija specijalnih i ekskluzivnih prava u obavljanju pojedinih telekomunikacionih servisa. Bavljenje javnom telekomunikacionom djelatnošću i eksploatacija telekomunikacione infrastrukture determinisana je režimom individualne autorizacije, a asimetrična ex ante regulacija ustanovljena je za operatore sa značajnom tržišnom pozicijom (SMP- više od 25% tržišnog učešća)

Aktuelni regulatorni okvir za telekomunikacije usvojen je u Aprilu 2002, a stupio na snagu u Julu 2003, podrazumjeva konvergenciju telekomunikacija, medija i informacionih tehnologija, a bazira se na 5 direktiva: Direktiva Okvira (2002/21/EC), Direktiva Autorizacije (2002/20/EC), Direktiva Pristupa (2002/19/EC), Direktiva Unierzalnog Servisa (2002/22/EC) i Direktiva Privatnosti (2002/58/EC). Iz koje se izvode Zakoni zemalja članica EU i podzakonski akti. Primjenjuje se još i Direktiva Kompetencije (2002/77/EC). Evidentan je problem da

tretmana pojedinih servisa nije zakonski utemeljen ili bar dosljedno razrađen, nego se još uvijek vodi stručna rasprava..

Najaktuelnija pitanja međunarodne regulacije odnose se na :

-Tretman NRA zavisno od uslova nacionalnih nadležnosti nad sektorom telekomunikacija i vlasničkog statusa telekomunikacionih operatera i servis provajdera uz uslov funkcionalne nezavisnosti od svih organizacija koje obezbjeđuju mreže, servise ili opremu iz domena elektronskih komunikacija,

-Kooperaciju NRA i nadležnog organa za zaštitu konkurencije. Regulatorni okviri se u značajnoj mjeri oslanjaju na principe i postavke Zakona o konkurenciji naročito u dijelu tržišnih analiza i određivanja značajne tržišne pozicije.

-Objedinjavanje telekomunikacionih i radio-difuznih regulatora, inicirano tehnološkom konvergencijom novih digitalnih tehnologija u cilju integracije svih formi prenosa glasa, podataka, interneta, radio i TV signala. EU regulatorni okvir preporučuje podvođenje svih formi elektronskih komunikacija uključujući i radiodifuziju pod jedinstveni zakonski tretman i jednog nacionalnog regulatora.

5.Ekonomska regulacija cijena-Politika Rebalansa tarifa

S obzirom da na crnogorskom tržištu funkcioniše samo jedan operator fiksne telefonije, koji je do prije dvije godine bio u državnom vlasništvu i tretiran u skladu s nacionalnom percepcijom javnog interesa i da tržište fiksne telefonije ima karakteristike prirodnog monopola, tj velike fiksne troškove s jedne strane (značajna početna ulaganja u centrale, objekte i opremu) i niske granične troškove (trošak priključenja dodatne telefonske jedinice) nužno je bilo pokrenuti pitanje regulacije cijena kako bi se obezbjedili poželjni uslovi tržišne konkurencije.

Cilj regulacije cijena je da se imitiraju efekti konkurentnog tržišta u uslovima monopola, obavezivanjem operatora da ustanovi cijene koje su: troškovno orjentisane (uz primjenu rebalansa), transparentne i nediskriminatorne.

Regulacijom cijena nastoje se ostvariti :

-*Finansijski ciljevi*: regulatori treba da ostave prostora da operatori mogu da ostvare dovoljan prihod za finansiranje tekuće operativnosti i investicione aktivnosti, odnosno određivanje min iznosa prihoda za efikasne operatere

-*Ciljevi efikasnosti*. Shodno principu *alokativne efikasnosti* cijene usluga treba da reflektuju njihovu relativnu rijetkost tj budu jednake marginalnom trošku proizvodnje svake usluge. Shodno principu *proizvodne* efikasnosti nivo cijena telekomunikacionih usluga treba da odražava najefikasniju kombinaciju inputa za dati nivo proizvodnje. A princip *dinamične* efikasnosti podrazmjeva pomjeranje resursa tokom vremena ka svojoj najvećoj upotrebnoj vrijednosti, što podrazmjeva konstantno ulaganje u istraživanje i razvoj, difuziju novih ideja i tehnoloških rješenja u cilju porasta produktivnosti.

-*Ciljevi pravednosti* odnose se na distribuciju blagostanja korisnika i podrazmjevuju odnos *Operater–Potrošač* koji se odnosi na distribuciju dobiti između operatera i potrošača (da na primjer uštede nastale unapređenjem tehnologije budu pravedno raspodjeljene između operatera i potrošača) i odnos *Potrošač–Potrošač* koji se odnosi na djeljenje koristi između različitih korisničkih grupa (potrošači iz nižih socioekonomskih grupa plaćaju manje za isti paket usluga u odnosu na potrošače iz viših socio-ekonomskih grupa).

Glavni izazovi regulacije uključuju stvaranje i implementaciju niskotroškovnih i efikasnih regulatornih principa koji su ujedno u funkciji dostizanja socijalno poželjnih ciljeva. Tokom godina razvili su se različiti pristupi regulaciji cijena u oblasti telekomunikacija. Dva najčešće korištena metoda za sprečavanje monopolskih firmi u naplaćivanju prekomjerno visokih cijena su rate of return regulacija (ROR) i price cap regulacija.

Što se tiče trenutnog stanja na crnogorskom telekomunikacionom tržištu tarife za javne telekomunikacione servise koji se pružaju na konkurentskim osnovama utvrđuju sami telekomunikacioni operatori i pružaoci telekomunikacionih servisa. Agencija utvrđuje, u konsultaciji sa pojedinim operatorom ili pružaocem servisa, posebni rezim za regulaciju cijena u slučaju kada postoji samo jedan javni telekomunikacioni operator ili pružalac javnih telekomunikacionih servisa odnosno u slučaju kad pružalac javnih telekomunikacionih servisa ima značajnu tržišnu poziciju na tržištu za neki servis. Pri određivanju tarifa nastoji se da budu troškovno orjentisane, nediskriminatorne, da podstiču efikasno funkcionisanje i akumulaciju profita¹¹⁰. Uskoro će se podzakonskim aktima posebno regulisati pitanja jedinstvenog tarifnog modela i odvojenog računovodstva.

¹¹⁰ Zakon o telekomunikacijama, Pravilnik o tarifama javnih telekomunikacionih servisa

U cilju obezbjeđenja efikasne i fer konkurencije regulatorna agencija može direktno intervenirati sprečavanjem antikonkurentskog ponašanja i sprovođenjem procesa rebalansa tarifa.

U Crnoj Gori kao i u većini zemalja u razvoju gdje su telekomunikacioni operatori bili u državnom vlasništvu, tarife za lokalni saobraćaj javnog fiksnog operatora, mjesečna pretplata i međugradski pozivi su bili mnogo niži od troškova pružanja tih servisa i primjenjivalo se unakrsno suvencionisanje uglavnom iz prihoda od pružanja servisa međunarodnog saobraćaja i poziva prema mobilnim mrežama, gdje su tarife bile značajno veće od troškova realizacije poziva. U cilju prevazilaženja evidentnih nepravilnosti i neizbalansiranosti pri određivanju cijena, Agencija je 2004 usvojila rebalans tarifa za 2005, 2006 i 2007 i podržala metodologiju rebalansa za period 2008-2010, gdje su obuhvaćene promjene tarifa za fizička i pravna lica mjesečne, telefonske pretplate, lokalnog saobraćaja, međumjesnog saobraćaja, saobraćaja prema mobilnim operaterima, međunarodnog saobraćaja i internet konekcije kao i postepno izjednačavanje cijena za fizička i pravna lica. Do sada su realizovane dvije faze rebalansa: u dec 2004 god došlo je do povećanja cijena za lokalni saobraćaj za 200% i smanjenja cijena telefonskog saobraćaja ka mobilnim operaterima i cijena međunarodnog telefonskog saobraćaja za 15%. U dec 2005 godine cijene internet konekcije (dial up) porasle su za 150%. Naredna faza biće realizovana u III kvartalu 2007 godine.

6. Zaključak

Razvoj sektora telekomunikacija odnosno elektronskih komunikacija zasniva se na projekciji ciljeva i uloge telekomunikacionog sektora u privredi i društvu Crne Gore, uzimajući u obzir željene socio-ekonomske efekte, tehnološku razvijenost i nastojanja da postane članica EU. Strategijom razvoja sektora elektronskih komunikacija propisuju se prije svega efikasni regulatorni mehanizmi i podstiče praktično usaglašavanje sa direktivama Evropske unije iz oblasti elektronskih komunikacija, prevazilazeći tradicionalni i relativno uski pristup koji se usredsređuje samo na telefonske usluge i prenos podataka, sa projektom konvergencije telekomunikacija i radiodifuzije, koja je rezultat digitalizacije signala i pojave integrisanih mreža za paketsku komutaciju sposobnih za prenošenje multimedijalnih sadržaja.

Najočiglednije oblasti u kojima bi se trebao ostvariti napredak, otkloniti nedostaci i sprovesti nove inicijative su :

-Izmjene i dopune postojećeg zakonodavstva i regulative u cilju približavanja principima i politikama koje proklamuju EU direktive, uzimajući u obzir nužnu

fleksibilnost i lokalne specifičnosti, što je u saglasnost sa interesom Crne Gore da ostvari bliže trgovinske i političke odnose sa EU kao i punopravno članstvo.

-Pospješivanje upotrebe Interneta i kreiranje sveobuhvatnog IP okruženja od strane pravnih i fizičkih lica, Vladinih tijela i razvoja širokog spektra e-servisa.

-promjena strukture cijena, a samim tim i strukture prihoda operatora u smislu povećanja učešća pretplate, a smanjenja učešća cjenovnih komponenti koje se odnose na dužinu trajanja, daljinu prenosa i eliminisanje cjenovne diversifikacije prema vrsti pretplatnika.

-konevergencija infrastruktura telekomunikacija i radiodifuzije u smislu usluga koje opslužuju (prenos RTV programa preko telefonskih mreža, a telefonskih i internet usluga preko mreža kablovske distribucije)

-Izmjena postojećeg režima licenciranja režimom notifikacije (izdavanja rješenja) i autorizacije (izdavanja ovlaštenja) za javne elektronske komunikacione mreže i pružanje usluga, izuzev u slučaju upotrebe ograničenih resursa,

-Definisanje procedura pružanja i finansiranja Univerzalnog Servisa

Regulativa sektora telekomunikacija odnosno elektrosnih komunikacija nastoji obezbjediti i kreirati uslove za razvoj što konkurentnijeg i tehnološki povezanijeg tržišta. Novim regulatornim okvirom nastoje se obuhvatiti sve mreže i usluge elektronskih komunikacija, ali ne i sadržaji koji se preko njih obezbjeđuju, odnosno podrazumjeva se vjedinstvena tehnička, ali ne i programska regulacija. Ekonomska regulacija ostvaruje se preko definisanja relevantnih tržišta, analiza stepena konkurentnosti, posljedičnog definisanja regulatornih mjera i restruktiranja tarifa politikom rebalansa. Podsticajnom regulacijom želi se proklamovati princip uslovne deregulacije ili poželjnog djelovanja operatora u okvirno definisanim pravilima igre u smislu stimulisanja antimonopolskog ponašnja, modernizacije i investiranja u razvoj mreža i servisa, a u skladu s njihovim profitno motivisanim ponašanjem.

Literatura:

1. Agencija za telekomunikacije, Godišnji izvještaj za 2005
2. Country Comparative Report-Supply of services in monitoring of South East Europe- telecommunications services sector and related aspects, Cullen International, August 2005

3. Cindy van den Boogert, The Role of National Regulatory Authority in a Liberalized Market, European Commission, September 2005
4. European Electronic Communication Regulation and Markets 2004, Commission of the European Communities
5. Strategija sektora elektronskih komunikacija u Crnoj Gori , Ministrastvo ekonomije jun 2006
6. Vukotić Veselin, Privatizacija i razvoj tržišne privrede«, Instutut društvenih nauka Beograd,1993
7. Zakon o telekomunikacijama, Službeni list republike Crne Gore 57/00

Ivana Šaranović*

Euro i ekonomska suverenost Crne Gore

Abstract

The concept of sovereignty has changed substantially as a result of developments, in both flows and structure, of regional and global socio-political and economic environment. Contemporary processes of globalization and regionalization create overlapping networks of economic and political integration that cut across territorial boundaries. The Euro regime presents the concept of split sovereignty! For the first time a paradigm of dualism for the concept of sovereignty has been initiated. It is often argued that sovereignty of national monetary policies and flexible exchange rates in international market are a kind of instrument used by monetary authorities against possible asymmetric shocks and emphasized differences in business cycles. However, this kind of insurance per se invites the behavior that could hamper long-term progress towards stability, particularly in countries with inflation history. The stability achievements of the Euro, among others, are clearly evident in price developments. In Montenegro consequently, inflation has hovered around 2% level, as in whole euro area, that is for ECB considered to be an upper limit for the price stability in the medium term. In this paper I will try to elaborate how introduction of euro increased the level of individual sovereignty in Montenegro. Even though introduction of euro meant the loss of monetary sovereignty, it has enhanced the improved environment for transformed fundamental nature of sovereignty: sovereignty at the level of individual. An overwhelming consensus on the necessity of law inflation, independence of the national central banks and benefits of stability-oriented economic policies influenced that the loss of national sovereignty over monetary policy has become a smaller problem now than in the past. The main implications of loss of monetary sovereignty by the EU countries, joining the EMU, are weighted as the benefits of considerable stability in exchange rates, increased competition and dynamism in the area. For Montenegro, partial loss of monetary sovereignty particularly brought the conditions for more effective pursuing of public interest meeting the basic requirement for stability.

Key words: Sovereignty, Euro, National currency, Inflation

* Agencija za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja Crne Gore

Uvod

Promjene u tokovima i strukturi regionalnog i globalnog poretka u savremenim uslovima rezultirale su znatnom izmjenom koncepta suvereniteta. Ekonomska kretanja izvan nacionalnih i regionalnih granica, uz intenziviranje aktivnosti i značaja transnacionalnih i multilateralnih formi, doveli su do uspostavljanja novog okvira međunarodnog prava i do izmjene same suštine kategorije suverenosti. Klasični režim suvereniteta je transformisan kroz izmjene regionalnog i globalnog poretka uz stvaranje regionalnih i globalnih političkih, ekonomskih i društvenih veza koje u sve većoj mjeri predstavljaju uslov opstanka u novom poretku. Početak uspostavljanja liberalnog, međunarodnog suvereniteta se može uočiti kroz promjenu suštine i samog pojma političkog autoriteta. Politički autoritet se transformiše iz efektivne kontrole pojedinaca u obezbijedivanje bazičnih standarda ili vrijednosti za svakog pojedinca, koje čak ni autoritet najvišeg nivoa ne smije narušiti.

Odricanje od sopstvene valute, u klasičnom smislu, bi dovelo do smanjenja ekonomskog suvereniteta države, posebno u monetarnoj sferi, s obzirom na značajno ograničavanje ingerencija i instrumenata ovog domena politike. Sa aspekta savremenog koncepta suvereniteta, koji se transformiše na nivo pojedinca, gubitak monetarne suverenosti koju donosi euro predstavlja preduslov za veći nivo individualnog suvereniteta naročito sa aspekta veće stabilnosti i podsticaja razmjene i izvan nacionalnih granica.

Transformacija suštine suvereniteta

Pojam suvereniteta u klasičnom smislu

U klasičnom smislu, suverenitet se tretira kroz dvije različite dimenzije. Prva dimenzija, koja tretira takozvani „interni“ aspekt suverenosti, uključuje stanovište da autoritet vlasti, koji je suveren, direktno koristi pravo vrhovnog upravljanja određenim društvom. Naime, državna vlast, nezavisno od političkog uređenja, mora uživati apsolutni i konačni autoritet na datoj teritoriji. Druga dimenzija, koja razmatra takozvani „eksterni“ aspekt suverenosti, uključuje tvrdnju da ne postoji konačni i vrhovni autoritet iznad suverene države. Država je u tom smislu tretirana kao nezavisna u svim pitanjima interne politike i trebala bi biti sasvim slobodna da u ovim okvirima djeluje. Eksterna suverenost, u klasičnom smislu, predstavlja kvalitet koji politička društva posjeduju u međusobnim odnosima i povezana je sa težnjama zajednica da samostalno određuju sopstveni put i politiku bez nametanja ili bilo kog oblika miješanja spoljnih centara moći.

Klasični ili tradicionalni režim suvereniteta naglašava uspostavljanje svjetskog poretka u kome su države uslovno slobodne i jednake, odnosno u kome uživaju

najviši autoritet nad svim subjektima i objektima na datoj teritoriji. Tradicionalni koncept suvereniteta koji karakteriše dominantna uloga države je teorijski pratio takozvani sistem suverenih država, u periodu od početka sedamaestog vijeka do početka dvadesetog vijeka, i ako su pojedini elementi koncepta prisutni i danas.

Individualni suverenitet

U savremenim uslovima, pojam suvereniteta se transformiše i prelazi sa nivoa državnog suvereniteta na individualni nivo, odnosno u suverenitet pojedinca, što prije svega podrazumijeva obezbijedivanje i zaštitu osnovnih prava i sloboda. U tom smislu razvoj institucija i primjena odgovarajućih pravila koja omogućavaju slobodno djelovanje pojedinaca u okviru država i međudržavnih zajednica predstavljaju neophodan preduslov za uspostavljanje individualnog suvereniteta.

Danas legitimitet državnih vlasti ne predstavlja apsolutnu kategoriju jer dolazi do uspostavljanja tzv. liberalnog međunarodnog suvereniteta, u kome je dominantna uloga pripada pojedincima. Tako stavovi predstavnika državnih vlasti više ne mogu biti tretirani kao nacionalni stavovi, jer postaju predmet kontinuiranog posmatranja i testiranja u odnosu na zaštitu ljudskih prava i garantovanje osnovnih sloboda. Režim liberalnog međunarodnog suvereniteta čvrsto uspostavlja nadležnosti, ograničenja, prava i obaveze u okviru međunarodnog prava koje prevazilazi tradicionalni koncept nacionalnih granica i može doći i u konflikt sa individualnim državnim sistemom i poretkom. U ovakvim okvirima, države se odriču prava pozivanja na sopstveni suverenitet ukoliko naruše standarde i vrijednosti uspostavljene u liberalnom međunarodnom poretku individualnih prava i sloboda.

Sa većeg broja aspekata, transformacija suvereniteta predstavlja produženje klasične liberalne teorije, koja je usmjerena na definisanje odgovarajuće forme, obima i limita djelovanja države u cilju uspostavljanja odgovarajućih pravila, mogućnosti i slobode u djelovanju pojedinaca. Posebno u domenu ekonomskog djelovanja pojedinaca nameće se potreba za obezbijedivanje ekonomskih prava i sloboda, zasnovanih na insitucionalnom i pravnom okviru neophodnom za nezavisno donošenje odluka pojedinaca shodno sopstvenom interesu. U tom kontekstu nadležnost i kapacitet države nisu oslabljeni već su redefinisani i na nov način uobličeni.

Sa aspekta klasičnog koncepta suvereniteta, jedna od osnovnih karakteristika suverene države je bila i sopstvena valuta. U uslovima transformacije suštine koncepta u individualni suverenitet, jedna od najznačajnijih karakteristika suvereniteta postaje razvoj insitucionalnog i pravnog okvira koji omogućava nesmetano planiranje i realizaciju ekonomskih odluka pojedinaca. Monetarna nestabilnost značajno ograničava slobodu i efekte djelovanja pojedinaca u ovom

domenu. Tako je jedan od preduslova u uspostavljanju individualnog suvereniteta u zemljama sa hiperinflacionim iskustvima bilo prevazilaženje makroekonomske nestabilnosti, putem zamjene neefikasne i nestabilne domaće valute, efikasnijom inostranom valutom. U tom smislu euro valuta, kontrolisana od strane ECB, je značajno doprinijela stvaranju povoljnijeg okruženja u kontekstu individualnog suvereniteta.

Euro i suverenitet

Uspostavljanje kategorije liberalnog, međunarodnog suvereniteta - suvereniteta pojedinca, podrazumijeva obezbijedivanje i zaštitu osnovnih prava i sloboda u svim oblicima djelovanja pa i ekonomskom. Povećani rizik potencijalno neefikasnog upravljanja sopstvenom valutom, u svakom slučaju bi ograničavao realizaciju ekonomskih odluka pojedinaca u Crnoj Gori. Pri tom bi efekti ekonomske aktivnosti bili determinisani posledicama potencijalno neefikasnog korišćenja emisije funkcije monetarne politike odnosno inflatornim rizicima. Efekti neefikasnog upravljanja sopstvenom valutom bi se posebno odražavali na ekonomske tokove sa inostranstvom, gdje bi pojedinci u realizaciji ekonomskih odluka pored relativno viših transakcionih troškova snosili rizik fluktuacije deviznih kurseva i eventualne nekonvertibilnosti sopstvene valute.

Smanjenje ingerencija monetarnih vlasti u domenu monetarne politike je dovelo do veće slobode pojedinaca u ekonomskom planiranju praćene relativno uspješnijom implementacijom njihovih odluka. Benefiti uvođenja eura u Crnoj Gori u kontekstu suverenosti pojedinaca su mnogobrojni. Oni uključuju i pozitivne efekte relativno veće efikasnosti valute u obavljanju svih funkcija u odnosu na dinarsku, a posebno u realizaciji ekonomskih transakcija i očuvanju vrijednosti prihoda i imovine pojedinaca. Dakle, potencijalna nestabilnost sopstvene valute u odnosu na euro, bi mogla negativno uticati na ekonomske tokove i ekonomski status kao i na nezavisnost pojedinaca u zemlji. Takođe, monetarna nestabilnost bi uticala i na smanjenje povjerenja inostranih investitora i drugih nosilaca ekonomske aktivnosti izvan zemlje, izloženih riziku fluktuiranja deviznih kurseva, uz izostanak pozitivnih efekata priliva inostranog kapitala.

Uvođenje eura

Pozitivni rezultati nakon uvođenja njemačke marke (najprije kao paralelnog, a zatim kao jedinog sredstva plaćanja) su bili jedan od argumenata za uvođenje eura u Crnoj Gori. Uvođenje Euro valute kao zvaničnog sredstva plaćanja u Crnoj Gori je za osnovni cilj imala stabilizaciju hiperinflacije koja je u prethodnim godinama bila izazvana prije svega neodgovornom monetarnom politikom nekontrolisane primarne emisije novca.

Neadekvatno korišćenje emisione funkcije od strane monetarne vlasti, uz žrtvovanje pojedinih instrumenata monetarne politike, podrazumijevalo je i veću izloženost crnogorske ekonomije eksternim šokovima na svjetskom tržištu novca. Kao rezultat podsticano je dalje produbljivanje strukturnih slabosti kako realnog tako i finansijskog sektora ekonomije Crne Gore. Pojedinci u ekonomskom djelovanju su u ovim uslovima snosili i dodatne troškove zbog nestabilne dinarske valute, uz smanjenu slobodu izbora u ekonomskom djelovanju. Evidentna neefikasnost jugoslovenskog dinara u obavljanju osnovnih funkcija je nametnula potrebu za njegovu spontanu zamjenu efikasnijom valutom. Pri tom, pojedinci su bili prinuđeni da pronađu način za očuvanje vrijednosti sopstvenih prihoda i imovine i za obavljanje transakcija stabilnim (u ovom slučaju inostranim) novcem. Kao rezultat, sistem plaćanja uz korišćenje inostrane valute se spontano razvijao, i sve veća količina inostrane valute je bila u opticaju Crnoj Gori.

U rješavanju monetarne krize u Crnoj Gori vlasti su imale na raspolaganju nekoliko opcija: zadržavanje postojeće valute, uvođenje nove nacionalne valute, uvođenje valutnog odbora ili dolarizacija. S obzirom da nakon hiperinflacije kredibilitet monetarne vlasti nije mogao biti u kratkom roku vraćen, prve tri opcije nisu bile realne u smislu očekivanog efekta. S obzirom da je neformalan sistem korišćenja inostrane valute realno postojao i da su individue već na određeni način izabrale inostranu valutu, izbor vlasti je bio dodatno ograničen. Odluka je formalizovana donošenjem Zakona o Centralnoj banci, u martu 2001. godine, kojim je marka proglašena za zakonsko sredstvo plaćanja u Crnoj Gori, a zatim je 2002. zamijenjena eurom.

U uslovima izostanka emisione funkcije Centralna banka Crne Gore se fokusirala na regulatornu i kontrolnu funkciju u finansijskom sektoru. Uz euro, kao stabilnu valutu, ostvareni su veoma dobri rezultati u ovom domenu. (Kao rezultat smanjenja rizika u finansijskom sektoru, stopa obavezne rezerve sa početnih 100% koliko je iznosila na početku 2002. smanjena je na 23% u 2003., uz dodatno sniženje za 5% u 2004. godini. U toku 2004, bankarski sektor bilježi pozitivne pomake koji se odnose kako na rast bankarskog potencijala uz stopu od 10%, tako i na rast upotebe kredita u privredi uz stopu od 17%.) Dakle, Centralna banka Crne Gore je usmjerena na stabilan i solventan bankarski sistem kao i na obezbijedivanje efikasnog sistema plaćanja. U ovom periodu značajni rezultati su ostvareni i u institucionalnom izakonskom okviru u domenu zaštite prava i obezbijedivanju sloboda u ekonomskom djelovanju pojedinaca. Takođe, proces privatizacije u Crnoj Gori je u velikoj mjeri uticao na ponovno afirmisanje prava svojine kao osnovnog prirodnog prava pojedinca. Liberalizacija ekonomske politike i uspostavljanje pravnog okvira i insitucija su doveli do suštinskih strukturnih

promjena ekonomskog sistema u Crnoj Gori, što je rezultiralo i značajnim pozitivnim ekonomskim kretanjima.

Ukupna ekonomska kretanja u Crnoj Gori značajno pokazuju pozitivne rezultate u periodu nakon uvođenja eura, a posebno u sljedećim domenima: kretanje bruto društvenog proizvoda je bilo pozitivno, značajan rast je ostvaren u rezultatima većeg broja sektora, a naročito u oblasti turizma; značajan rast je zabilježen u nivou štednje rezidenata i odobrenih kredita, uz izuzetno dinamičan rast finansijskog sektora; nakon veoma teškog perioda dinarske hiperinflacije, stopa inflacije u Crnoj Gori je pokazala konstantan pad nakon uvođenja »dolarizacije«.

Tabela: Crna Gora - Ključni makroekonomski pokazatelji 2002.-2005.

Period	2002	2003	2004	2005
BDP (u milionima EUR)	1,301	1,433	1,535	1,642*
Rast BDP, realno (u %)	0.84	2.53	2.97	4.1**
Stopa inflacije u %(cijene na malo)	9.4	6.7	4.3	1.8
Saldo Tekućeg računa platnog bilansa (u milionima EUR)	-154	-114	-120	-141
Strane direktne investicije (u milionima EUR)	75	90	120	375
Štednja (u milionima EUR)	22	45	80	173
M21 (u millionima EUR)	402	494	547	865

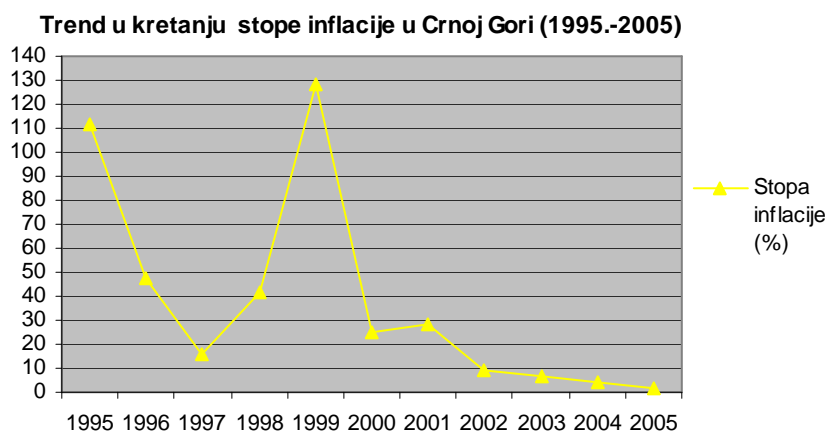
Izvor: CBCG, Godišnji izvještaji za 2004. i 2005. godinu

* Podatak se odnosi na period januar - septembar 2005. godine

** procjena

Pregled iznad prikazuje kretanje makroekonomskih pokazatelja u crnogorskoj privredi u periodu nakon uvođenja njemačke marke a zatim i eura. Kod svih kategorija uočljivi su pozitivni trendovi, a naročito u monetarnoj sferi. Pozitivni rezultati eura u domenu monetarne stabilnosti i kretanja nivoa cijena u Crnoj Gori su evidentni.

Grafik: Crna Gora – Stopa inflacije u Crnoj Gori 1995.-2005.



Makroekonomski pokazatelji crnogorske ekonomije u periodu 2002.-2005. ukazuju da su uvođenjem eura ostvareni osnovni ciljevi u prevazilaženju monetarne krize nastale u uslovima korišćenja dinarske valute. U tom smislu, u Crnoj Gori su ostvareni pozitivni rezultati u uspostavljanju dugoročne makroekonomske stabilnosti, u realizaciji reforme bankarskog sektora uz povećanje kreditnog potencijala banaka i stepena korišćenja kredita u privredi, povećanje nivoa štednje u banakama praćeno konstatnim povećanjem broja transakcija koje se realizuju kroz bankarski sistem što ukazuje na ponovno upostavljanje povjerenja građana u sistem.

Dileme koje su bile ili su još uvijek prisutne kod nekih država u vezi relativne efikasnosti Evropske centralne banke u odnosu na nacionalne monetarne vlasti svakako se ne mogu primijeniti na Crnu Goru. Iskustva sa domaćom monetarnom politikom (naročito sa emisionom funkcijom) upućuju jedino na mogućnost zamjene neefikasne domaće politike sa efikasnijom, koju vodi Evropska centralna banka. Po mom mišljenju, značaj propuštenih pozitivnih efekata eventualno efikasnog regulisanja novčane mase u opticaju veoma teško može nadmašiti značaj potencijalnog rizika neefikasnog djelovanja monetarne politike i ponovnog narušavanja makroekonomske stabilnosti.

Zaključak

U savremenim uslovima, klasični koncept suvereniteta se transformiše na više nivoa kroz izmjene procesa i struktura u regionalnom i globalnom poretku. Nacionalni suvereniteti i autonomije sada postaju ugrađene u širi okvir. Takođe, smisao

političkog autoriteta se transformiše iz efektivne kontrole teritorije u obezbijedivanje bazičnih standarda ili vrijednosti za svakog pojedinca.

Uspostavljanje liberalnog, međunarodnog suvereniteta dovelo je do transformacije suštine suvereniteta i do njegovog prelaska sa državnog na individualni nivo. Ovako uspostavljen suverenitet pojedinca, podrazumijeva obezbijedivanje i zaštitu osnovnih prava i sloboda u svakom pa i u ekonomskom djelovanju.

U klasičnom smislu, suverenitet monetarne vlasti je ograničen uvođenjem eura s obzirom na značajno ograničavanje ingerencija i instrumenata ovog domena politike u odsustvu sopstvene valute. U kontekstu transformisanog suvereniteta, nakon ekonomske krize izazvane izuzetnom makrekonomsom nestabilnošću i hiperinflacijom dinarske valute, korišćenje eura predstavlja osnov za relativno povećanje ekonomskog suvereniteta pojedinaca u Crnoj Gori.

Stabilna valuta je značajan osnov za individualno planiranje u ekonomskoj sferi kao i za donošenje racionalnih ekonomskih odluka, i njihovu nesmetanu realizaciju. Veće nadležnosti monetarne politike svakako ne bi doprinijele većoj slobodi i suverenitetu pojedinaca. Nosioци ekonomske aktivnosti bi pored prirodnog rizika u donošenju sopstvenih odluka snosili i rizik odluka donesenih u okviru djelovanja monetarne politike i direktne troškove nedovoljno efikasne domaće valute u svakodnevnim transakcijama. Intenziviranje djelovanja monetarne politike i u okviru raspoloživih instrumenata nesumnjivo dovodi do povećane regulacije, što smanjuje slobodu pojedinaca (primjer: povećana stopa obaveznih rezervi smanjuje kreditni potencijal i plasmane poslovnih banaka privredi).

Pored smanjenog rizika od inflacije, uvođenje eura je eliminisalo i rizik od fluktuacija deviznog kursa na području EU, čime se dodatno podstiče razmjena, uz smanjenje valutnih rizika i relativno veću otvorenost nacionalnih ekonomija. Uspješnija realizacija ekonomskih odluka je podstaknuta i kroz smanjenje transakcionih troškova koje je rezultiralo iz uvođenja eura. Takođe, veoma značajan pozitivan efekat korišćenja euro valute je relativno poboljšano ekonomsko okruženje u Crnoj Gori sa aspekta prirodne potrebe pojedinaca za očuvanje i uvećavanje vrijednosti sopstvene imovine. Dakle, sa aspekta pojedinaca, uvođenjem eura u Crnoj Gori ekonomska suverenost je u svakom slučaju povećana.

Literatura:

1. David Held & Anthony McGrew: "Globalization/Anti-Globalization", Polity Press, Cambridge, 2002

2. Veselin Vukotić: “Konceptijske osnove novog ekonomskog sistema u Crnoj Gori”, Institut za strateške studije i prognoze, 2005
3. Dragana Ostojić : “Emergent Approach to Choice of Money and Institutional Monetary Arrangement” –Econ 715, George Mason University, 2004
4. David Kern:” Economic Briefing (1) “-British Chamber of Commerce, 2002
5. David Held: “Changing structure of international law”
6. Enrico Collombato: “Ambiguities of a Harmonized Currency Union”
7. M. Dutta: “The Euro Revolution –Bologna Paper” -University of Bologna
8. “Annual Report 2005”, March 2005, European Central Bank, 2006
9. <http://www.cb-mn.org/Statistika/Statistika.htm>
10. <http://www.commondreams.org/view>: Naomi Klein: “Outsourcing the Friedman”
11. <http://www.globalization.org/>
12. <http://www.ecb.int>
13. <http://www.imf.org/external/>
14. <http://www.polity.co.uk/>
15. <http://www.lse.ac.uk/>

Jelena Krstajić*

Trendovi razvoja građevinskog sektora i tržišta nekretnina

Abstract

The construction sector is one of the biggest industrial employers in the European Union (EU), with 11.8 million operatives directly employed in the sector (2003 figures). This sector is strategically important providing building and infrastructure on which all sector of the economy depend. Through its provision of basic infrastructures, e.g. buildings, waste management facilities, and networks for energy and water supplies, telecommunications and transport, it is a backbone for many other social and economic activities. Despite relatively low weight in overall activity, construction plays an important role in economic growth and stimulates demand in many other areas of economy. There are links with services activities, such as architectural and engineering services and the wholesale trade of construction materials and machinery, as well as financial and real estate activities. Two of the main current trends in the sector are: industrialization and internationalization. The construction sector is currently facing stagnation in growth, resulting in increased competition. Further, many EU-15 construction companies are experiencing a strong increase in competitive pressure from companies in the ten new Member States of the EU.

The activities in the construction industry in Montenegro recorded positive movements in 2005: the value of performed construction work amounted to € 80 million, being 40% nominally higher than the year before. The average number of employees for the performance of this work was 2.4 thousand. Data on loans granted by banks for construction activity also indicate a higher activity in this sector.

Real estate activities are in the close relationship with the construction sector. The activities of real estate services are very diverse. Most of these activities are related to the secondary market concerned with existing property, although some are closely related to construction (in the primary market).

Key words: construction industry, standardization, internationalization, competition, real estate market, growth

* Zetogradnja, Podgorica

Uvod

Građevinska djelatnost u Crnoj Gori bilježi pozitivne rezultate u 2005. godini. Naime, u 2005. godini vrijednost urađenih građevinskih radova iznosila je 80 miliona eura i nominalno je bila veća za 40% u odnosu na isti period prethodne godine. Mjereno efektivnim časovima rada, građevinska aktivnost je bila viša za 19%. Ono što takođe ukazuje na veću aktivnost u ovom sektoru su i podaci o odobrenim kreditima banaka za građevinsku djelatnost¹¹¹. U prvih sedam mjeseci 2006.god., vrijednost izvršenih građevinskih radova iznosi 109 miliona eura¹¹².

S obzirom na težnje Crne Gore da postane punopravna članica Evropske unije, neophodno je upoznati se sa situacijom u Uniji, u pogledu razvoja i regulative. Pred građevinarstvom Evropske unije stoji obiman posao uvođenja u građevinsku praksu nedavno usvojenih Eurokodova za konstrukcije, a kako postoji raspoloženje da Crna Gora postane u dogledno vrijeme članica EU, to znači da i njene građevinare očekuje isti zadatak, što može donijeti i brojne šanse našoj građevinskoj industriji.

Postoji izuzetno bliska veza aktivnosti vezanih za nekretnine i sektora građevinarstva. Dio ovih aktivnosti se odnosi na sekundarno tržište i tiče se postojeće imovine, a dio je vezan za primarno tržište i u uskoj je vezi sa građevinarstvom. Poput sektora građevinarstva, crnogorsko tržište nekretnina je u ekspanziji sa konstantnim porastom zainteresovanosti domaćih i inostranih kupaca.

Sektor građevinarstva ima multiplikativni efekat na čitavu privredu, kao i na razvoj finansijskog sektora. Hipoteka (kao založno pravo na nepokretnost radi osiguranja naplate nekog potraživanja), odn. hipotekarno tržište (kao segment tržišta kapitala na kojem su svi plasmani osigurani hipotekom) je u uskoj vezi sa tržištem nekretnina i stanje na tržištu nekretnina se brzo reflektuje na hipotekarno tržište.

1. Građevinarstvo u Evropskoj uniji

Građevinski sektor je strateški važan za Evropu, obezbjeđujući objekte i infrastrukturu od koje svi ekonomski sektori zavise. Pored toga, predstavlja oslonac mnogim društvenim i ekonomskim aktivnostima. Takođe, predstavlja najvećeg evropskog poslodavca u oblasti industrije, sa 11,8 miliona operativaca direktno

¹¹¹ Izvor: Centralna banka Crne Gore, *Izveštaj glavnog ekonomiste za 2005.godinu*, str. 22.

¹¹² Izvor: Zavod za statistiku Crne Gore, Mjesečni statistički pregled Republike Crne Gore br. 9, septembar 2006.god., str. 20.

zaposlenih u sektoru, što čini 7% ukupne zaposlenosti i 28% zaposlenosti u oblasti industrije u EU-15. Procjenjuje se da 26 miliona radnika u EU-15 zavisi na neki način od građevinskog sektora. Oko 910 biliona eura je investirano u građevinarstvo 2003.god., što čini 10% GDP-a EU-15. Građevinarstvo je takođe važan sektor u ekonomiji novih država članica. U Poljskoj, Češkoj Republici i Mađarskoj, prihod je bio oko 38 biliona eura 2003.god.. Mnoge građevinske kompanije su suočene sa jakim povećanjem konkurencije zbog kompanija iz deset novih država članica¹¹³.

Najveće zemlje proizvođači u sektoru građevinarstva su Njemačka, Italija, Španija, Francuska i Velika Britanija. Međutim, nove države članice takođe igraju važnu ulogu u ovom sektoru, zahvaljujući, prije svega, niskim troškovima radne snage.

Za građevinski sektor je karakterističan veliki broj malih preduzeća, i relativno malo velikih, pri čemu većina preduzeća opslužuje relativno malo tržište u geografskom smislu. Prema veličini preduzeća, prosječno učešće u dodatnoj vrijednosti sektora u 2002.god. je: mikro (<10 zaposlenih) 34,5%, mala (10-49 zaposlenih) 31,2%, srednja (50-249 zaposlenih) 16,7% i velika preduzeća (\geq 205 zaposlenih) 17,6%¹¹⁴.

Prema veličini preduzeća, prosječno učešće u ukupnom broju zaposlenih u sektoru građevinarstva u 2002.god. je: mikro 42,6%, mala 30,6%, srednja 15,0% i velika preduzeća 11,8%¹¹⁵.

U 2002.godini u EU-25 sektor građevinarstva je ostvario dodatnu vrijednost od 384,4 biliona eura. Iste godine, Velika Britanija je imala najveći sektor građevinarstva sa 20,7 % učešća u dodatnoj vrijednosti u EU-25, a Njemačka je bila iza nje sa 16,6%¹¹⁶.

Situacija u odnosu na zaposlenost je nešto drugačija. Sektor građevinarstva u Španiji je bio najveći u ovom pogledu sa 2,2 miliona zaposlenih lica, 18,0% od ukupne vrijednosti EU-25, ispred Njemačke (15,0%), Italije (12,9%) i Francuske (12,1%). Velika Britanija, koja je imala najveći udio dodate vrijednosti u građevinarstvu u EU-25, imala je petu po veličini radnu snagu, sa samo 10,7% od EU-25 totala¹¹⁷.

Najveći građevinski segment u Evropi (posmatrane države: EU-15 plus Češka Republika, Mađarska, Poljska, Slovačka, Bugarska, Rumunija, Turska, Norveška i Švajcarska) u 2003.god. je bio nerezidencijalni (31,6%), zatim renoviranje i

¹¹³ Izvor: European Commission, Enterprise & Industry, Industry Sectors, Construction.

¹¹⁴ Izvor: Eurostat, 2006, European business facts and figures 1995-2004, str. 250.

¹¹⁵ Ibidem, str. 250.

¹¹⁶ Ibidem, str. 247.

¹¹⁷ Ibidem, str. 249.

održavanje (25,5%), nove rezidencijalne zgrade (24,5%) i civilno inženjerstvo (18,4%)¹¹⁸.

Velika važnost mikro i malih preduzeća u sektoru građevinarstva odražava značaj samozapošljavanja. Na osnovu posmatranja građevinske radne snage EU-25 u 2004.god. prema tri starosne grupe, uočava se sledeće: najmlađa starosna grupa (osobe starosti od 15 do 24 godine) činila je 12,6% građevinske radne snage, najstarija starosna grupa (50 i više godina) činila je 21,5% ukupnog broja, dok je starosna grupa od 25 do 49 godina bila najbrojnija sa učešćem od 65,9%¹¹⁹.

Poput drugih aktivnosti koje uključuju fizički rad, u građevinskom sektoru proporcija muškaraca u radnoj snazi je bila relativno visoka, 91,8% u EU-25 u 2004.god.¹²⁰.

Produktivnost rada u građevinskom sektoru EU-25 u 2002.god. je bila 31.600 € po zaposlenom, jedna od najnižih stopa u nefinansijskoj biznis ekonomiji (NACE¹²¹ podjela). Jedino je u Velikoj Britaniji produktivnost rada u građevinskom sektoru bila veća od prosejka nefinansijske biznis ekonomije¹²², jer je dostigla 60.900 € po zaposlenom u poređenju sa industrijskim prosejkom od 52.300 €. U EU-25, prosejni troškovi personala su bili 25.800 € po zaposlenom, ponovo između najnižih nivoa zabilježenih u nefinansijskoj biznis ekonomiji. Jedino u Holandiji i Velikoj Britaniji su prosejni troškovi personala u sektoru građevinarstva bili značajno veći od prosejka nefinansijske biznis ekonomije. Relativno niski nivoi produktivnosti i prosejnih troškova personala su rezultat malog učešća povremene zaposlenosti u okviru sektora.

Platama prilagođen koeficijent produktivnosti rada pokazuje u kojoj mjeri dodata vrijednost pokriva troškove personala, i na njega ne utiče povremena zaposlenost ili sati rada. U sektoru građevinarstva u 2002.god. ovaj stepen je bio 122,3% za EU-25, ukazujući na to da je dodata vrijednost bila 22,3% veća od troškova personala, što je ponovo jedan od najnižih nivoa u nefinansijskoj biznis ekonomiji (NACE)¹²³.

Jedan od pokazatelja razvoja građevinskih radova je broj novosagrađenih stanova. Broj novosagrađenih stanova u EU-25 pao je sa oko 2,7 miliona 1980.god. na oko

¹¹⁸ Prim.izvor: FIEC (European Construction Industry Federation).

Sek.zvor: Eurostat, 2006, European business facts and figures 1995-2004, str. 250.

¹¹⁹ Prim.izvor: Eurostat, Labour market, Total employment – LFS series.

Sek.zvor: Eurostat, 2006, European business facts and figures 1995-2004, str.252.

¹²⁰ Ibidem, str. 252.

¹²¹ Statistical Classification of Economic Activities in the European Community 2002.

¹²² Belgija, Češka Republika, Francuska i Latvija, 2001; Grčka, Irska i Kipar, nedostupni.

¹²³ Izvor: Eurostat, 2006, European business facts and figures 1995-2004, str. 253.

2,2 miliona 1990.god., i taj nivo je nastavio da se održava od tada. Ova relativna stabilnost od 1990.god. skriva više dinamičku situaciju, značajnu u nekim od većih država članica. Broj je jako porastao u Njemačkoj u prvoj polovini 1990-ih, djelimično zahvaljujući impulsu koji je dalo ponovno ujedinjenje, prije pada 2003.god. na nivo, koji je bio manji od polovine nivoa iz 1995.god. Ovo povećanje u Njemačkoj u prvoj polovini 1990-ih podudaralo se sa padom u većini država članica, kao i u nordijskim državama članicama i Grčkoj. Kasniji pad u broju završenih stanova i kuća u Njemačkoj pojavio se u vremenu jakog povećanja u nekoliko država članica koje su se pridružile EU u 2004 (naročito u Poljskoj, Slovačkoj, Estoniji i Češkoj Republici), kao i u Irskoj, Grčkoj, Danskoj, Švedskoj i Španiji¹²⁴.

Uvođenje Eurokodova za konstrukcije predstavlja jedan od najvažnijih koraka u stvaranju jedinstvenog tržišta graditeljskih usluga. Lideri EU smatraju da je od ključnog značaja za dalji razvoj Zajednice unificiranje standarda po kojima se gradi. Tehnički komitet CEN-a (CEN – *European Committee for Standardization*) koji je osnovan 1990.god., razvio je Eurokodove kao neobavezne predstandarde, a sada ih transformiše u Evropske standarde – EN, koji će ubuduće biti obavezni za svih 28 sadašnjih zemalja članica CEN-a.

2. Građevinarstvo Crnoj Gori

Sadašnje stanje građevinarstva u Crnoj Gori karakteriše: veliki porast investicija u održavanje i izgradnju putne mreže i ostalih infrastrukturnih objekata; značajan porast investicija u objekte visokogradnje (iako su investicije koncentrisane uglavnom u Podgorici i na Crnogorskom primorju); dolazak stranih investitora, koji zahtijevaju primjenu svjetskih standarda građenja; stvaranje zakonske infrastrukture za investicije u građevinarstvo, kriminalizovanje divlje gradnje, izrada prostornih planova, katastar nepokretnosti, itd.; uspostavljanje zakonskog sistema zaštite životne sredine, koji zahtijeva stvaranje preduslova za građevinske investicije usmjerene na rješavanje ekoloških problema.

¹²⁴ Prim.izvor: Housing statistics in the European Union, 2004.

Sek.zvor: Eurostat, 2006, European business facts and figures 1995-2004, str. 255.

2.1. SWOT analiza građevinskog sektora

SWOT analiza građevinskog sektora ima za cilj analizu njegovih snaga, slabosti, mogućnosti i opasnosti, što je prikazano u tabeli koja slijedi:

Tabela 1. SWOT analiza građevinskog sektora

SNAGE (<i>Strengths</i>)	SLABOSTI (<i>Weaknesses</i>)
Jeftina radna snaga	Nedostatak iskustva u poslovanju i upravljanju radovima prema svjetskim standardima
Iskustvo u izvođenju građevinskih radova	Nepovoljna starosna struktura rezidentne radne snage koja je iskustvo sticala na velikim poslovima
Osposobljene privatne i privatizovane firme	Nedovoljno razvijena svijest vezana za značaj znanja i standardizacije
Nova oprema i mehanizacija nekih od preduzeća	Zastarela oprema i mehanizacija nekih od preduzeća
	Nedostatak referenci evropskog i svjetskog nivoa
	Nezainteresovanost mladih ljudi za građevinske poslove niže kategorije
MOGUĆNOSTI (<i>Opportunities</i>)	OPASNOSTI (<i>Threats</i>)
Porast investicija u građevinske objekte	Zona slobodne trgovine na ex-YU prostorima može otvoriti vrata stranim građevinarima za poslove u okviru granica Crne Gore
Očekivani rast investicija u projekte usmjerene na zaštitu životne sredine (sadrže u sebi značajan dio građ. radova)	Ubrzan razvoj tehnologije i standarda u građevinarstvu, koje naše građevinarstvo nije u stanju da prati
Strani investitori koji postavljaju zahtjeve i plaćaju po svjetskim standardima	
Unifikacija građ.regulative u EU (uvođenje Eurokodova za konstrukcije)	
Zona slobodne trgovine na ex-YU prostorima (poslovi izvan granica)	

2.2. Modeli razvoja

Shodno sadašnjem stanju građevinarstva, pojedine firme bi mogle da primjenjuju sledeće modela razvoja:

- Povećanje produktivnosti rada – može se postići radom sa visoko produktivnom, tj. visoko obučenom radnom snagom, efikasnim korišćenjem resursa, uvođenjem tehnologija koje obezbeđuju veću produktivnost...
- Smještanje u nove tržišne „niše“ – građevinske firme mogu uočiti potrebe tržišta koje još nisu zadovoljene.
- Smanjenje troškova poslovanja - angažovanjem niskobudžetne radne snage, upotrebom građevinskog materijala potrebnog kvaliteta nabavljenog po nižim cijenama od prosječnih, korišćenjem niskobudžetnih materijala i tehnologija koje zadovoljavaju zahtjeve investitora...
- Stvaranje građevinskih brand-ova - građevinske firme sa dugoročnim planovima, zainteresovane za investiranje u razvoj sopstvenog brand-a (a pri tom raspoložu odgovarajućim resursima za to), neophodno je da stvore sistem upravljanja kvalitetom koji obezbeđuje da stvarni kvalitet bude u skladu sa željenim kvalitetom izvedenih radova; potrebno je uvesti sistem obilježavanja kvaliteta koji klijentima obezbeđuje lak izbor optimalnog kvaliteta; širiti svijest na tržištu o povezanosti brenda i nivoa kvaliteta.

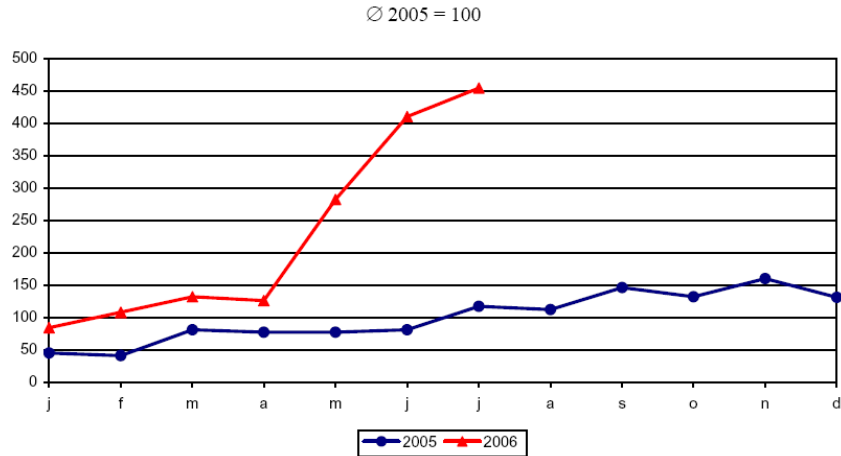
2.3. Primjena Evropskih standarda u Crnoj Gori

Pred građevinarstvom Evropske unije stoji obiman posao uvođenja u građevinsku praksu Eurokodova za konstrukcije, a kako postoji raspoloženje da Crna Gora postane u dogledno vrijeme članica EU to znači da i njene građevinare očekuje isti zadatak. Njihova primjena nije samo obaveza, već to donosi i brojne razvojne mogućnosti crnogorskoj građevinskoj industriji. Osim standardizacije, jedan od osnovnih razloga uvođenja Eurokodova je obezbeđenje povećane sigurnosti i ekonomičnosti građevinskih konstrukcija. Usvajanjem Eurokodova za konstrukcije građevinarstvo Crne Gore dobija posebnu prednost: uvođenje novih pravila postavlja sve graditelje iz EU na istu početnu poziciju - stručnjaci iz zemalja u kojima su primjenjivani nacionalni propisi sada kreću sa istog nivoa iskustva i poznavanja propisa i standarda, pa im se pruža prilika da ovladaju novim pravilima, primjene ih i usavrše, i konačno, zauzmu povoljnu poziciju na tržištu i obezbijede sebi ekspanziju.

2.4. Pozitivna kretanja

Vrijednost izvršenih građevinskih radova u Crnoj Gori u 2005.god. je bila 80 miliona eura, a u 2004.god. 57 miliona eura (u tekućim cijenama), što znači da je 2005.god. nominalno bila viša za 40% u odnosu na prethodnu godinu. Za prvih sedam mjeseci 2006.god. vrijednost izvršenih građevinskih radova iznosi 109 miliona eura¹²⁵, pa naredni grafik, na kome su prikazani indeksi za 2005.god. i prvih sedam mjeseci 2006.god., najbolje ilustruje povećanje vrijednosti izvršenih radova u tekućoj godini:

Grafik 1. Indeksi izvršenih građevinskih radova



Izvor: Zavod za statistiku Crne Gore - Mjesečni statistički pregled Republike Crne Gore br.9, septembar 2006.god., str. 20.

Tokom 2005.godine prosječna mjesečna zarada u sektoru građevinarstva je u odnosu na 2004.god. porasla za 27,5%, a zarada bez poreza i doprinosa zabilježila je rast u odnosu na 2004.god. od 34,3%. Kako su troškovi života u 2005.god. u odnosu na 2004.godinu porasli za 2,3%, proizilazi da je realna zarada bez poreza i doprinosa tokom 2005.god. porasla za 25,2%¹²⁶. Prosječne zarade u sektoru građevinarstva su takođe značajno porasle u prvih deset mjeseci 2006.god..

Prosječne cijene stanova za koje je ugovorena prodaja u novogradnji (predstavljaju nominalni izraz vrijednosti iz kupoprodajnih ugovora, bez revalorizacije istih) na nivou Crne Gore u 2005.god. bile su 813 €/m², a u 2004.god. 639 €/m². Ukupna cijena stana po 1m² u Crnoj Gori za 2005.god. u odnosu na 2004.god. je veća za 27,3%, dok je za isti period za Podgoricu takođe veća za 7,3%.

¹²⁵ Izvor: Zavod za statistiku Crne Gore, Mjesečni statistički pregled Republike Crne Gore br. 9, septembar 2006.god., str. 20.

¹²⁶ MONSTAT.

Kada je riječ o novoizgrađenim stanovima, posmatranjem perioda 2002-2005.god. može se zapaziti da je najveći broj stanova za koje je ugovorena prodaja u novogradnji u Podgorici (tj. $\approx 77\%$ u 2003.god., $\approx 63\%$ u 2004.god., $\approx 68\%$ u 2005.god. ukupnog broja u Crnoj Gori), kao i najveća korisna površina stanova, dok su cijene po $1m^2$ veće od republičkog prosjeka.

3. Tržište nekretnina u Evropskoj uniji

Tržište nekretnina je tržište koje obuhvata sve transakcije, uključujući poslove sa pravima ili kamatama vezano za zemlju i zgrade. Poslovi podrazumijevaju privremeni ili trajni transfer prava sa jedne strane na drugu uz naknadu - obično novac. Postoji izuzetno bliska veza aktivnosti vezanih za nekretnine i sektora građevinarstva. Tržište nekretnina obuhvata stambenu imovinu i komercijalno-industrijsku imovinu. Jedan od pokazatelja stepena aktivnosti na tržištu stambene imovine je stalni rast davanja zajmova za kupovinu kuća. Godišnja stopa rasta bila je niža, dok nije porasla za 7,4% u prvom kvartalu 2002.god.. Od tada, stopa rasta se povećavala svakog kvartala do dostizanja 11,1% drugog kvartala 2005.god.¹²⁷.

Procenat da vlasnik koristi svoju imovinu za stanovanje u EU¹²⁸ kreće se od 45% u Njemačkoj do 92% u Mađarskoj (podaci za 2003.god.)¹²⁹.

Sektor usluga vezanih za nekretnine EU-25 generisao je 206,5 biliona eura dodate vrijednosti u 2002.god. i zapošljavao 2,3 miliona radnika. Njegova dodata vrijednost je bila malo manja nego polovina iste građevinskog sektora, dok je radna snaga bila manja od petine radne snage građevinskog sektora. Najveći sektor usluga vezanih za nekretnine po ostvarenoj dodatoj vrijednosti u 2002.god. u EU-25 je bio u Njemačkoj (63,8 biliona eura, ili 30,9% od EU-25 totala), daleko ispred Velike Britanije (31,1 bilion eura, 15%) i Francuske (26,4 biliona eura, 12,8%)¹³⁰.

Velika preduzeća imaju relativno mali uticaj na sektor usluga vezanih za nekretnine, dok su mikro preduzeća (manje od 10 zaposlenih) dominantna. Mikro preduzeća su obezbijedila 54,7% radne snage EU-25 u 2000.god. u ovom sektoru. Mala preduzeća obezbijedila su 17,7%, preduzeća srednje veličine nekih 15,6%, a velika preduzeća svega 11,9% ukupne vrijednosti radne snage¹³¹. Vrlo veliko učešće mikro i malih preduzeća u sektoru usluga vezanih za nekretnine odražava važnost samozapošljavanja u okviru ove aktivnosti.

¹²⁷ Prim.izvor: European Central Bank.

Sek.zvor: Eurostat, 2006, European business facts and figures 1995-2004, str. 260 i 261.

¹²⁸ Češka Republika, Estonija, Italija, kipar, Litvanija, Portugal i Slovačka, nedostupni.

¹²⁹ Eurostat, 2006, European business facts and figures 1995-2004, str. 261.

¹³⁰ Ibidem, str. 261.

¹³¹ Ibidem, str. 262.

Analiza starosnih grupa radne snage pokazuje sledeću strukturu: osobe stare od 15 do 24 godine činile su samo 7,3% radne snage u EU 25 u 2004.god., starosna grupa od 25 do 49 godina 61,8%, grupa starijih osoba (godina 50 i više) imala je relativno veliko učešće u starosnoj strukturi sa 30,9%.

Što se strukture polova tiče, radna snaga je balansiraniya, sa učešćem muškaraca 49,7% ukupnog broja zaposlenih u 2004.god..

Prosječni troškovi zaposlenih u uslugama vezanim za nekretnine su bili 29.000 € po zaposlenom u EU-25 u 2002.god.. Holandija, Irska, Njemačka i Velika Britanija su imale troškove zaposlenih značajno više, dok je Malta zabilježila atipično nizak prosjek toškova zaposlenih u uslugama vezanim za nekretnine.

U ovom sektoru, u EU-25 u 2002.god., ostvarena je produktivnost rada od 89.100 € po zaposlenom. U odnosu na građevinski sektor, ovo je bilo dva i po puta više.

4. Tržište nekretnina u Crnoj Gori

Ono što je karakteristično za Crnu Goru u vezi tržišta nekretnina je to da je još uvijek relativno neotkrivena. Međutim, značajno povećanje broja turista, više stranih investicija i buduće članstvo u Evropskoj uniji značajno utiču na crnogorsko tržište nekretnina - činjenica da Crna Gora teži članstvu u EU utiče na priliv investicija iz EU u Crnu Goru. Što se cijena nekretnina tiče, crnogorsko tržište bilježi konstantan rast.

Krajem devedesetih godina prošlog i početkom ovog vijeka, normalizovanjem ekonomsko-političke situacije na ovim prostorima, počeli su da dolaze i prvi zainteresovani kupci iz inostranstva. Krajem 2001. započinje rapidan rast i razvoj tržišta nekretnina.

Osim kupaca iz Rusije, koji su većinom bili prvi strani kupci, prisutni su i kupci iz Velike Britanije, Irske i Norveške, čiji broj konstantno raste iz godine u godinu. Usled toga, tokom 2004.god., počele su sa radom na teritoriji Crne Gore mnoge inostrane *real estate* agencije (najviše iz Engleske i Irske).

Što se cijena tiče, paralelno sa rastom interesovanja kupaca rastu i cijene: poslednje dvije godine, cijene nekretnina su rasle u prosjeku od 20% godišnje (na nekim specifičnim lokacijama i preko 100% godišnje), a tendencija rasta je u znatnom usponu. Usled velikog interesovanja kupaca, većina novosagrađenih objekata na atraktivnim lokacijama se proda i prije početka same gradnje.

Crna Gora posjeduje veliki broj kuća i zemljišta koji su unikatni. Zadnjih godina, potražnja je bila za kamenim kućama koje su građene u tradicionalnom stilu, zemljištem pored obale, i novosagrađenim apartmanima. Takođe, postoji i interesovanje za seoskim imanjima na primorju, koja su smještena blizu obale. Glavni razlog su, prije svega, još uvijek niske cijene, ali i mogućnost razvoja ekoturizma. Takođe, pojavili su se i prvi kupci u unutrašnjosti Crne Gore. Najveće interesovanje vlada za krajeve oko Skadarskog jezera, Cetinje, i zimske centre na sjeveru: Bjelasica (Kolašin sa okolinom) i Durmitor (Žabljak sa okolinom). Skadarsko jezero i Cetinje se nalaze nedaleko od mora, a sa druge strane nalaze se u blizini planina i glavnog grada Podgorice. Ovdje su još uvijek cijene dosta niže i to do 200% niže nego u priobalnom pojasu, a istovremeno je riječ o izuzetnoj lokaciji i jedinstvenoj prirodi.

Što se tiče kupovine nekretnina od strane inostranih kupaca, važeći zakoni ne daju velike restrikcije: svaki inostrani kupac može postati vlasnik nekretnine (kuće, stana) na isti način kao i domaći. Nakon plaćanja poreza državi (2% od procijenjene vrijednosti kupljene nekretnine) kupac može registrovati nekretninu na svoje ime. Jedina razlika u procesu kupovine javlja se kada je u pitanju kupovina zemljišta bez izgrađenih objekata. U tom slučaju je neophodno registrovati kompaniju koja postaje vlasnik zemlje do trenutka kada se na njoj izgradi objekat, a nakon toga vlasništvo se može prenijeti na ime pojedinca. Ukoliko je nerezidentno lice osnovalo kompaniju radi kupovine zemljišta, plaća porez na dobit u visini od 9%. Ako objekat već postoji na zemlji nema ograničenja u pogledu površine zemlje koju može kupiti inostrani kupac.

Što se tržišta nekretnina tiče, zbog nižih cijena, koje konstantno rastu, Crna Gora je još uvijek znatno privlačnija za investiranje od drugih poznatih područja na Mediteranu.

Zaključak

U uslovima snažnog interesovanja stranih i domaćih investitora za Crnu Goru posebno je važno da u oblasti građevinarstva gradi svoj prepoznatljiv graditeljski identitet. Veliki investicioni ciklus koji je posljednjih godina pokrenut u Crnoj Gori, kao i planovi za realizaciju značajnih investicionih projekata u bliskoj budućnosti, generišu ubrzan ekonomski razvoj Crne Gore. Crna Gora će sve više biti privlačna destinacija domaćim i stranim investitorima, pa je stoga neophodno kroz stvaranje povoljnog zakonodavnog i prostorno-planskog okvira stvoriti povoljne uslove za realizaciju investicija. Paralelno sa izgradnjom infrastrukture, intenzivno se investira

u nove stambene objekte, turističke kapacitete, kao i objekte društvenog standarda (školski i zdravstveni objekti, objekti za sport i rekreaciju itd.).

Imajući u vidu navedene investicione planove i prioritete, kojima se pokreće ciklus ekonomskog razvoja u Crnoj Gori, građevinarstvo kao privredna grana ima veliku perspektivu, zahvaljujući pokazanoj kompetentnosti i uspješnoj realizaciji projekata.

Literatura:

1. Centralna Banka Crne Gore, 2006, *Izveštaj glavnog ekonomiste za 2005. godinu*.
2. Đorđević, Z., "Mogućnosti ekspanzije građevinarstva SCG kroz usvajanje Evrokodova".
3. Ekonomist magazin online, 2004, „Hipotekarno kreditiranje stambene izgradnje (1): Tri modela“, br. 209.
4. Ekonomist media group, 2006, *Tržište nekretnina u jugoistočnoj Evropi: Izazovi i budući razvoj*, Beograd.
5. Europe Real Estate, *Europe Real Estate yearbook 2006*.
6. European Commission – Enterprise & Industry Directorate General, July 2006, *The European e-Business Market Watch, Sector Report No.08-I, ICT and Electronic Business in the Construction Industry*.
7. European Council of Real Estate Professions, *Annual Report 2005*.
8. Eurostat, 2006, *European business facts and figures 1995-2004*.
9. Keith, S. and Heywood M., Adlington G., Perrotta L., Munro – Faure P., 2000, „Developing Real Estate Markets In Transition Economies“, UN/ECE in co-operation with the EBRD and UNCTAD.
10. Southeast Europe Economic Forum, june 2006, *The Region*.
11. Vukotić, V., 2005, *Konceptijske osnove novog ekonomskog sistema*, ISSP, Podgorica.
12. Zavod za statistiku Crne Gore, 2006, *Mjesečni statistički pregled – septembar 2006*.

Internet:

1. <http://ec.europa.eu>, *European Commission*.
2. www.cb-cg.org, *Centralna banka Crne Gore*, CBCG.
3. www.cenorm.be, *European Committee for Standardization*, CEN.
4. www.cepi.be, *Consil européen des Professions immobilières*, CEPI.
5. www.ekonomist.co.yu, *Ekonomist magazin online*.
6. www.epra.com, *European Public Real Estate Association*, EPRA.
7. www.eres.org, *European Real Estate Society*, ERES.

8. www.eu.int, *European Statistical Office*, EUROSTAT.
9. www.fiec.org, *The European Construction Industry Federation*, FIEC.
10. www.mipa.cg.yu, *Montenegrin Investment Promotion Agency*, MIPA.
11. www.monstat.cg.yu, *Zavod za statistiku Crne Gore*, MONSTAT.

Slaviša Delić*

Proporcionalni sistem oporezivanja u Crnoj Gori

Abstract

Under the influence of transition process, tax system has experienced radical changes. Today it is a different system which is more and more turned to business. However, one part of public still pleads return of old system and does not understand that those times are just part of our past. By introduction of proportional tax system on corporate income and personal income, Montenegro has sent clear signal to investors that it wants to create satisfactory business climate. Attained stability of the system encourages, yet it can't be stopped on what's done by now. It is necessary to continue with further reduction of tax rates and adoption of tax system to the needs of business.

Key words: tax system, proportional taxation, progressive taxation, corporate profit tax, personal income tax, reforms

1. Zašto proporcionalni sistem oporezivanja?

1.1 Proporcionalni sistem je pravedan

Proporcionalni sistem je pravedan jer podjednako opterećuje sve i nikome ne daje veće šanse. Progresivne poreske stope nagrađuju one koji manje rade. I kod proporcionalnog oporezivanja, oni sa većim prihodom plaćaju u apsolutnom iznosu veći porez.

1.2 Proporcionalni sistem je jednostavan i lako primjenjiv

Proporcionalni sistem je jednostavan i lako primjenjiv u praksi. Zemlje koje su uvele ovaj sistem oporezivanja su ostvarile značajan ekonomski razvoj upravo zahvaljujući jednostavnosti njegove primjene. Tako je samo tri godine nakon primjene proporcionalnog sistema oporezivanja u Estoniji od rasta GDP od -8.4% došlo do porasta od + 6.3%, u Letoniji od -5.0% do +5.3%, u Litvaniji od -15.8% do +5.1%.¹³²

* Montenegro Biznis Alijansa

¹³² Izvor: Goldman Sachs

Iskustva drugih zemalja govore u prilog primjene proporcionalnog sistema oporezivanja. Ali, sam sistem proporcionalnog oporezivanja ne može donijeti nikakvo poboljšanje, ako poreske stope nisu na nivou koji omogućavaju brži razvoj biznisa.

2. Porez na dobit pravnih lica

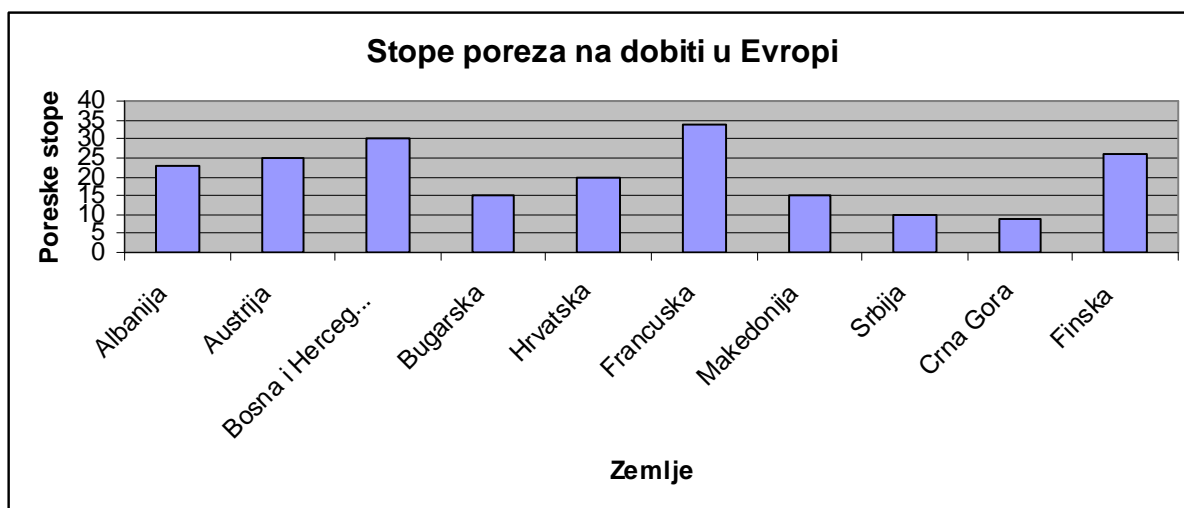
Od januara 2005. godine je na snazi izmjenjeni Zakon o porezu na dobit pravnih lica. Najveća novina koju je donio je uvođenje proporcionalnog umjesto do tada važećeg progresivnog sistema oporezivanja dobiti pravnih lica. Prije izmjene zakona, poreske stope su se kretale u intervalu od 15 do 20% u zavisnosti od ostvarenog profita, a sada je ona jedinstvena na nivou od 9%. Ova stopa je ujedno najniža u regionu, a poslije Litvanije najniža je u Evropi.

Progresivni sistem oporezivanja se nije pokazao opravdanim jer je podsticao nerealno iskazivanje dobiti preduzeća što je imalo višestruke negativne efekte na poslovanje u Crnoj Gori. Skoro dvije godine nakon primjene jedinstvene poreske stope vidljivi su pozitivni pomaci u ovoj oblasti jer su preduzeća stimulisana da iskazuju ostvarenu dobit. Porez nije više razlog da firme rade na ivici regularnosti i budu izložene zakonskim sankcijama. Ono što treba naglasiti je pozitivan uticaj niske stope poreza na dobit pravnih lica na privlačenje stranih investicija. Crna Gora je u 2005. godini imala 383 miliona eura stranih investicija¹³³ i bila je prva zemlja u Jugoistočnoj Evropi i treća zemlja u Evropi po investicijama per capita.

S obzirom da prihod po ovom osnovu ne utiče značajnije na budžet potrebno je napraviti dodatni iskorak i ići sa uvođenjem nulte stope poreza na dobit pravnih lica što bi bio odličan signal za sve investitore da je Crna Gora okrenuta stvaranju povoljnije poslovne klime. U cilju sagledavanja važnosti prvog koraka koji je napravila Crna Gora sljedećim grafikom je dat uporedni prikaz stopa poreza na dobit pravnih lica u nekim zemljama Evrope.¹³⁴

¹³³ Agencije Crne Gore za promociju investicija (MIPA)

¹³⁴ Izvor: Heritage Foundation, www.heritage.org



Na osnovu grafika se može zaključiti da visoko razvijene zemlje imaju i višu poresku stopu, dok su zemlje u tranziciji okrenute smanjenju poreskih stopa s ciljem privlačenje investicija. Ovo je imalo direktan uticaj na seljenje kapitala od zapada ka istoku i povećanje stopa rasta GDP u ovim zemljama preko 6% i više.

3. Porez na dohodak fizičkih lica

Postojeći sistem oporezivanja dohotka fizičkih lica u Crnoj Gori je progresivan, a stope se kreću u intervalu od 0 do 23%. Ovakav sistem oporezivanja destimuliše rad. Naime, onaj koji više radi i zarađuje, više plaća, dok onaj koji manje radi i zarađuje, manje plaća. Sistem je komplikovan, poreske stope su visoke sa aspekta razvoja biznisa i podstiču još uvijek visok nivo sive ekonomije tj. rada na crno.

U martu 2004. godine, Montenegro Biznis Alijansa (MBA) je pokrenula kampanju pod nazivom "10% za Crnu Goru" koja je, između ostalog, imala za cilj uvođenje proporcionalnog sistema oporezivanja i smanjenje svih poreskih stopa na nivo od 10% i niže. U aprilu 2004. godine, MBA je dostavila Vladi RCG inicijativu za smanjenje poreza i doprinosa na zarade zaposlenih. Inicijativa MBA je prihvaćena, i Vlada je u dva navrata smanjila poreze i doprinose za 10%.

Iako je tokom razgovora sa Vladom, MMF tvrdio da će smanjenje opterećenja na plate ugroziti budžetske prihode po ovom osnovu, praksa je to demantovala, a to je upravo ono što je MBA od početka tvrdila.

U julu 2006. godine MBA je predstavila analizu uvođenja proporcionalnog sistema oporezivanja kojom je predviđeno da poreska stopa bude na nivou od 10% od

januara 2007. godine. Analize koje su rađene pokazuju da je upravo stopa od 10% ta koja bi:

1. obezbjedila ubrzan ekonomski razvoj
2. omogućila značajno povećanje zaposlenosti
3. stvorila još povoljniji ambijent za nove investicije

Povećanje zaposlenosti, finansijske discipline i poreske baze su faktori koji idu u prilog primjene poreske stopa od 10% što prije.

Bržim smanjenjem poreza stvorila bi se mogućnost za brži razvoj privatnog sektora. To bi imalo pozitivan multiplikativni efekat na cjelokupnu ekonomiju i standard građana Crne Gore.

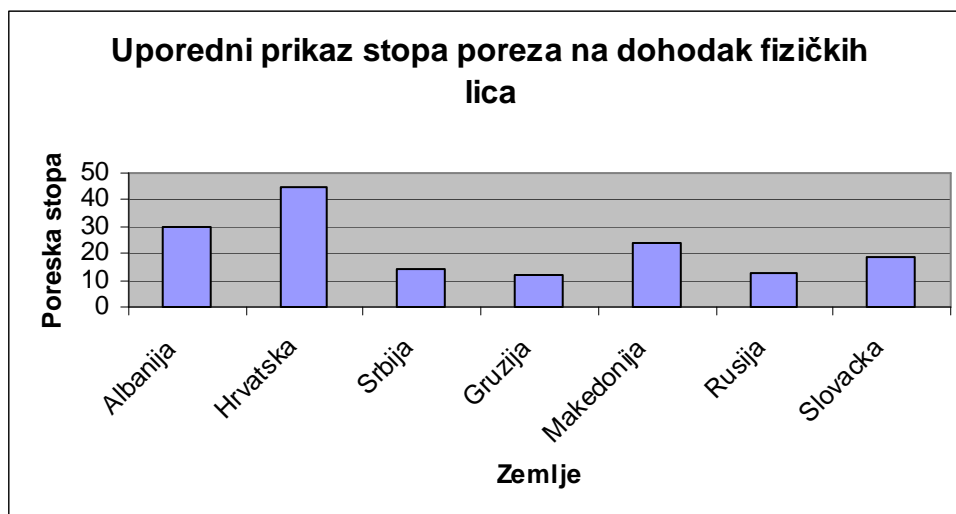
Prostor za smanjenje poreske stope na dohodak građana leži u neoporezovanim zaradama. Prema procjenama Instituta za strateške studije i projekcije (ISSP), nivo sive ekonomije iznosi oko 25% GDP. Prilikom kalkulacije uticaja na budžetske prihode po ovom osnovu, potrebno je uzeti u obzir i realan rast zarada i povećanu efikasnost rada i naplate prihoda od strane poreskih organa. Važan faktor koji bi omogućio niže poreze jeste smanjenje javne potrošnje koja je u 2006. godini planirana na nivou od 44.65%.

Takođe, predlog Alijanse je bio da se u cilju smanjenja troška rada tj. opterećenosti privatnog sektora promijeni postojeći sistem preračuna neto u bruo platu što bi imalo za posljedicu smanjenje iznosa bruto plate koja predstavlja osnovu za obračun poreza, kao i da smanjenje poreza u cjelosti ide u korist poslodavca.

Smanjenje troška rada otvara mogućnost za novo zapošljavanje, povećanje broja onih koji će raditi u okviru sistema što doprinosi povećanju prihoda u budžetu po ovom osnovu.

Vlada Crne Gore je uzimajući u obzir pomenute predloge krajem avgusta 2006. godine usvojila Izmjene i dopune zakona o porezu na dohodak fizičkih lica kojim je predviđeno da se od 01.01.2007. počne primjenjivati proporcionalni sistem oporezivanja. Predviđeno je da poreska stopa za 2007. i 2008. godinu bude 15%, da 2009. godine bude 12%, a da se 2010. godine izjednači sa stopom poreza na dobit pravnih lica na nivou od 9%. Potrebno je da novi saziv crnogorskog parlamenta usvoji izmjene zakona kako bi on počeo da se primjenjuje u januaru 2007. Iz priloženog se može vidjeti da je Vlada odlučila da promijeni sistem oporezivanja i da se Crna Gora priključi zemljama koje koriste ovaj sistem oporezivanja dohotka

građana. Naime, poreske stope su različite od države do države. U sljedećem grafiku je dat njihov uporedni prikaz.¹³⁵



Iz grafika se može vidjeti da će Crna Gora imati najnižu stopu poreza na dohodak fizičkih lica, što stvara pretpostavke stvaranja imidža Crne Gore kao destinacije pogodne za investiranje i za razvoj biznisa.

Zaključak

Crna Gora je učinila dosta u prethodnom periodu što je doprinijelo da je danas poreski ambijent značajno povoljniji. Porast investicija i dolazak inostranih kompanija u Crnu Goru govori da su dosadašnje reforme bile pozitivne. Sistem je stabilizovan i to otvara nove mogućnosti za rasterećenje privatnog sektora. Biti lider u regionu po atraktivnom ambijentu za razvoj biznisa je cilj koji nije nedostižan. Zato je veoma važno da se poreske reforme dodatno ubrzaju koje bi omogućile rast GDP od 7% godišnje. Iskustva drugih zemalja su pokazala da je vrijeme jedan od faktora koji utiču na uspjeh reformi. Crna Gora je u prilici da za relativno kratko vrijeme ispravi greške koje je pravila. Zato nema dileme koji je izbor pravi

Literatura:

15. Proporcionalni sistem oporezivanja dohotka fizičkih lica kao dio poreske reforme, Montenegro Biznis Alijansa, jun 2006.
16. Biznis agenda 2005, Montenegro Biznis Alijansa, februar 2005.

¹³⁵ Izvor: Heritage Foundation, www.heritage.org

17. FAQ 111, Agencije Crne Gore za promociju investicija, 2005.
18. Heritage Foundation, www.heritage.org
19. Analiza poreza na dohodak fizičkih lica u Crnoj Gori i mogućnosti prelaska na proporcionalno oporezivanje, ISSP, januar 2006.

Sead Osmanović*

Hipotekarne hartije od vrijednosti

Abstract

Securitization in its simplest form may be defined as a process of financing asset through the selling of bond backed primarily by the cash flow of such assets. Mortgage backed securities (MBS) represent an ownership in mortgage loan made by financial institution (commercial bank, mortgage companies) to finance the borrowers purchase of a home or other real estate. Investors purchase mortgage securities when they are issued or afterward in the secondary market. When somebody purchase an MBS it effectively lend money to the borrower/homeowner who promises to pay interest and to repay the principal. Mortgage securities can be issued and/or guaranteed by a government agency or private institutions as investment banks, financial institution and home builders. Mortgage backed securities are higher yielding fixed income investment, but they have a greater credit risk than other fixed income investment of comparable maturity. Pricing a MBS is based on three sources of uncertainty: default risk(credit risk), interest rate (IR) exposure and prepayment risk.

Key words: mortgage backed securities (MBS,) securitization, cash flow, collateral, prepayment, risk, yield, issuer, investor

Uvod

Kako imovini dati život, odnosno koliko vrijedi mrtvi kapital? Zašto su neke zemlje bogate a zašto neke siromašne?

U nekretninama je umrtvjen ogroman dio kapitala. Proces realizacije hipoteke traje godinama, i taj kapital predstavlja mrtvi kapital. Kako taj kapital staviti u funkciju ostvarivanja profita?

Povlačimo analogiju sa energijom. Uzmimo planinsko jezero. Mi o jezeru možemo razmišljati o njegovom neposrednom korišćenju, npr. vožnja cancem ili pecanje. No, ako razmišljamo o istom jezeru sa stanovišta biznisa, usredsređićemo se na njegov kapacitet za proizvodnju energije. To nam ukazuje na to da je jezero potencijal koji bi se mogao koristiti za proizvodnju kinetičke energije. Kinetička energija pokreće turbine koje proizvode mehaničku energiju, i dalje proizvodnju

* Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore

struje. To znači da nije dovoljno imovinu posmatrati onakvu kakva ona jeste već treba aktivno razmišljati o njoj.

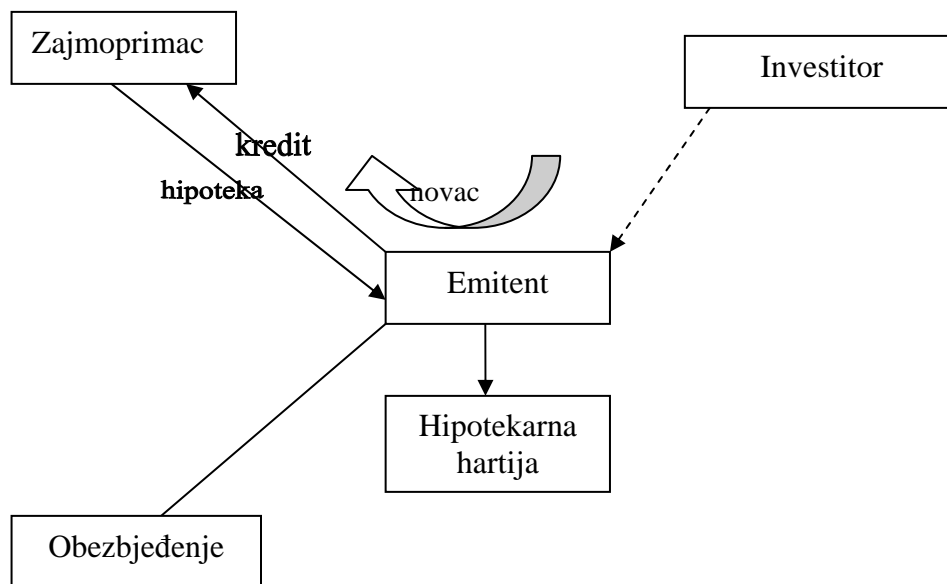
Cilj ovog rada je da predstavi mogućnost finansiranja nekretnina zaduživanjem preko tržišta kapitala.

I Razumjevanje hipotekarnih hartija od vrijednosti

Hipotekarne hartije su dužničke hartije od vrijednosti sa fiksnim prinosom, i predstavljaju mehanizam preko kojeg se nelikvidne nekretnine transformišu u veoma likvidne i utržive instrumente tržišta kapitala.

Proces izdavanja hipotekarnih hartija se naziva sekjuritizacija. Najjednostavnije se može definisati kao proces finansiranja nekretnina kroz prodaju obveznica gdje se kao jemstvo koristi keš flou od korišćenja te nekretnine. Suštinski sekjuritizacija približava nekretnine tržištu kapitala i novca.

Proces sekjuritizacije grafički možemo prikazati na sledeći način.



Usled nedostatka novčanih sredstava za izgradnju nekretnine neko lice pozajmljuje novac kod poslovne banke. Banka, nakon što izvrši procjenu rizika, daje kredit i radi garancije, opterećuje nekretninu hipotekom. Na osnovu planiranog cash flow¹³⁶ od zajmoprimca banka izdaje hipotekarne hartije, i iste prodaje investitorima na tržištu

136

kapitala. Na taj način ona opet prikuplja novčana sredstva, koja će se koristiti za davanje novih kredita.

Kao sredstvo obezbjeđena se koristi hipoteka nad nekretninom. Banka na taj način obećava investitorima da će im platiti prinos i vratiti glavnicu shodno dinamici otplate. Investitori mogu kupiti hipotekarne hartije i na sekundarnom tržištu nakon njihove primarne emisije.

U praksi obično imamo četiri komponente procesa sekjuritizacije, i to su:

- Zajmoprimac je lice koji pozajmljuje novac i on može biti graditelj nekretnine, kupac stana, graditelj poslovne zgrade, itd;
- Emitent je institucija ili lice koje pozajmljuje novac i emituje hipotekarne hartije od vrijednosti kao npr. banka, specijalizovano preduzeće, vladina agencija, zajmoprimac, itd;
- Investitor je lice koje ulaže u hartije od vrijednosti npr investicioni fond, penzioni fond, diler, fizičko ili pravno lice;
- Obezbjeđenje je hipoteka nad nekretninom.

Zavisno od toga ko emituje hipotekarne hartije, one mogu biti:

- izdate i/ili garantovane od strane državnih agencija ili državnih preduzeća. Npr. u SAD postoji agencija kao što je Ginnie MAE koja se nalazi pri vladinom sektoru za nekretnine i urbanizam, kao i državne korporacije Frenie Mae i Freddie Mac pod nadzorom Kongresa. Ove agencije su posrednici između davaoca kredita i zajmoprimca, vrše emisije hipotekarnih hartija, garantuju sredstva investitorima, vrše sekjuritizaciju kredita, i preko dilera distribuiraju hartije investitorima.
- izdate i/ili garantovane od strane privatnih lica/institucija, gdje lice/institucija koje izdaje hartiju, garantuje da će novac biti isplaćen investitoru po dospelju hipotekarne hartije. U ovu grupu spadaju poslovne banke, specilizovane agencije, dilerske kuće kao i sam zajmoprimac.

U slučaju da je zajmoprimac i emitent hartija jedno lice onda imamo samo dvije strane u procesu sekjuritizacije: Emitenta koji izdavanjem hartija prikuplja sredstva koja su mu potrebna za izgradnju nekretnine i investitora koji kupuje hipotekarne hartije, i na taj način kreditira emitenta. Hipoteka nad tom nekretninom služi kao obezbjeđenje. U ovom slučaju investitor i emitent se bez posrednika dogovore o

načinu otplate duga, stopama prinosa, periodu otplate i svim karakteristikama vezanim za ovaj aranžman¹³⁷.

Emitent hipotekarnih hartija: 1.mjesečno naplaćuje rate od zajmoprimca, i 2.mjesečno plaća dio glavnice i prinos na hartiju investitorima.

Karakteristično je da zajmoprimac ima pravo prijevremene otplate duga, ukoliko za to ima interes. Prijevremena otplata znači mogućnost da se dug u potpunosti vrati prije dospjeća zadnje rate.

II Koje su koristi od hipotekarnih hartija?

Kao mehanizam finansiranja, hipotekarne hartije doprinose ostvarivanju određenih ciljeva od njih ima veliki broj koristi, kako sa stanovišta emitenta tako i sa stanovišta investitora.

Praksa u razvijenim zemljama gdje je tržište hipotekarnih hartija doživjelo ekspanziju ukazuje da se u većini slučajeva radi o dugoročnim i veoma likvidnim hartijama.

Koristi za emitenta hipotekarne hartije su:

1. pristup novim izvorima finansiranja, što njemu daje mogućnost davanja novih kredita, i
2. omogućava se diverzifikacija izvora finansiranja.

Zašto bi neko kupio hipotekarnu hartiju?

U osnovi postoje dva osnovna razloga za kupovinu ovih hartija: diverzifikacija rizika i prinos. Prvo, hipotekarne hartije smatraju se za siguran instrument na tržištu, jer ulaganjem u ove hartije se relativno smanjuje rizik portfolia. Drugo, hipotekarne hartije u principu imaju veoma atraktivan odnos rizika i povrata na uložena sredstva. Tradicionalno ove hartije, na razvijenim tržištima, pružaju značajno veći prinos u odnosu na državne zapise i korporativne obveznice sa sličnim dospeljem. Veće stope prinosa su povezane još i sa dodatnim rizikom prijevremene otplate duga, od čega investitori nemaju mogućnost zaštite. Prinos na ove hartije može biti fiksni i fluktuirajući¹³⁸. A ono što je veoma bitno za investitore jeste mogućnost prodaje

¹³⁷ Hipoteka koncipirana našim pozitivno pravnim propisima je akcesornog tipa i kao sredstvo obezbjeđenja potraživanja nije podobna za promet (nije negocijabilna). Hipoteka se može prenositi samo cesijom potraživanja koje obezbjeđuje, i nije podobna za monetizaciju.

¹³⁸ Prinos može da fluktuiraju na taj način što se prilagođava promjenama kamatne stope na tržištu

ovih hartija na sekundarnom tržištu. U principu hipotekarne hartije su prilično likvidne, što znači da se one relativno lako mogu pretvoriti u novac.

Koje su razlike između hipotekarnih hartija i ostalih hartija od vrijednosti sa fiksnim prihodom?

Kod hipotekarnih hartija prinos i dio glavnice se investitorima isplaćuje mjesečno, kvartalno ili polugodišnje. U zadnje vrijeme u razvijenim tržištima zaživjela je praksa da se srazmjeran dio glavnice i prinos na obveznicu plaćaju mjesečno. Kod ostalih hartija sa fiksnim prihodom, kao što su npr. korporativne obveznice, prinos se plaća mjesečno dok se glavnica duga vraća po dospelju obveznice.

Primjer:

Pretpostavimo da postoji akcionarsko društvo Montenegro Investment Corporation (MIC) koji trguje sa nekretninama. Kompanija je kupila zemljište i zainteresovana je za izgradnju poslovne zgrade. Kompanija nema potreban kapital za gradnju. Kako pribaviti kapital? MIC uspeva da sklapa ugovor o kreditiranju sa NN bankom. Banka se obavezuje da će kreditirati izgradnju zgrade, a da na osnovu očekivanih prihoda od tog kredita emituje hipotekarne hartije. Emitovane hartije se prodaju investitorima na tržište i na taj način banka opet prikuplja novčana sredstva koja će se koristiti za davanje novih kredita. Investitorov ulog u kupovinu hipotekarnih hartija obezbeđen je hipotekom nad tom nekretninom.

MIC je nakon određenog perioda izgradio poslovnu zgradu i počeo da je rentira, što mu generiše priliv novca iz kojeg MIC plaća mjesečne kamate i dio glavnice ka Hypo banci. Hypo Banka na taj način stiče prihode iz kojih investitorima u hipotekarne hartije mjesečno isplaćuje prinos na te hartije i srazmjeran dio glavnice. Zainteresovani investitori mogu takođe da kupuju i prodaju hipotekarne hartije na sekundarnom tržištu.

U slučaju pada tržišne kamatne stope, MIC će izvršiti prijevremenu otplatu duga, jer je u njegovom interesu da koristi druge izvore finansiranja po nižim kamatnim stopama. Na ovaj način se skraćuje vrijeme investicija za investitore u hartije, i oni se susreću sa implicitnim rizikom ulaganja svojih sredstava po nižim stopama.

III Vrste hipotekarnih hartija od vrijednosti

U dosadašnjoj praksi razvilo se nekoliko tipova hipotekarnih hartija, koje se prema osnovnim karakteristikama mogu svrstati u sledeće grupe:

- 1) *Pass throught hipotekarne hartije* su, dužničke hartije od vrijednosti gdje izdavalac hartija mjesečno prikuplja otplate duga od zajmoprimca i taj prihod uplaćuje investitorima u smislu obaveze po hipotekarnim hartijama. Većina Pass Throught hartija su izdate i/ili garantovane od strane Ginnie Mae, Fannie Mae, ili Freddie Mac i imaju tržišni rejting AAA. Prinosa i dio glavnice za investitora se smatraju sigurnim, ali priliv može da varira od mjeseca do mjeseca, zavisno od visine prijevremene otplate zajmoprimca. Obično ove hartije se izdaju sa rokom dospjeća na 30 godina, iako se sreću izdanja na 5, 7 ili 15 godina.
- 2) *CMO (Collateralized Mortgage Obligation)* pripadaju vrsti hipotekarnih hartija koja kao jamstvo koriste Pass throught hartije ili hipotekarne kredite. Kao obezbjeđenje kod CMO se može koristiti i) hipotekarne hartije izdate od državnih agencija i ii) nesekjuritizovani hipotekarni krediti izdati ili garantovani od državnih agencija. Nakon što sve otplate od hipotekarnih kredita budu prikupljene, izdavalac hartija vrši isplatu prinosa investitoru u svakoj klasi. Investitori u zadnjim klasama ne mogu dobiti isplate prije nego što dio glavnice ne bude isplaćen investitorima predhodnih klasa. CMO su strukturirane tako da tržišni rizik i rizik prijevremene otplate može da bude prenesen iz jedne klase u drugu, što investitor treba da ima u vidu prilikom izbora klase.
- 3) *Strips* su hipotekarne hartije koje se kreiraju odvajanjem prihoda kod pass through hipotekarnih hartija kreirajuću na taj način dvije ili više hartija, svaku sa specifičnim procentom od glavnice ili od prinosa na hartiju. Npr. prihod od 8 % kod jedne pass through hartije može biti izdvojen na dvije hartije stim da će jedna imati prihod od 10% a druga od 6 %.
- 4) *Callable Pass through hipotekarne hartije* predstavljaju najnoviju vrstu hipotekarnih hartija. Kreiraju se na taj način što se pass through hartija djeli na callable class i call class. Imalac Callable klase dobija u cjelosti prihod i glavicu, dok imalac call klase ne dobija ni prihod i glavicu. Imalac Call klase ima pravo da poziva hipotekarnu Callable klase po unaprijed određenoj cijeni, nakon isteka određenog roka predviđenog za osiguranje hartije Callable klase.

IV Osnovi finansijske analize hipotekarnih hartija od vrijednosti

Kao i drugi finansijski instrumenti i hipotekarne hartije od vrijednosti su predmet analize i ocjenjivanja od strane investitora.

Praksa ukazuje da investicioni analitičari prilikom analize hipotekarnih hartija upoređuju značaj koji se pridaje stopi prinosa hartije, i značaj koji se pridaje novcu u vremenu.¹³⁹ Investitori mogu staviti hipotekarne hartije na dospelje ili na spremno za prodaju zavisno od investicione strategije. To znači da neki investitori čekaju vrijeme dospelja hartije, dok je ostali prodaju ranije. Investitori koji čekaju vrijeme dospelja hipotekarne hartije jako vode računa o stopi inflacije, jer novac zbog uticaja inflacije vrijedi manje, kao i realne kamatne stope koje se smanjuju pod uticajem inflacije. Ipak najznačajniji koeficijent koji koriste analitičari je prinos. Prinos predstavlja povraćaj na uložena sredstva, i izražen je u godišnoj stopi.

Prilikom primarne emisije hipotekarne hartije se prodaju po njihovoj nominalnoj vrijednosti ili blizu te vrijednosti. U slučaju prodaje po cijeni višoj od nominalne, kažemo da se prodaju u premiumu. U slučaju prodaje po cijeni manjoj od nominalne onda kažemo da se prodaju u diskontu. Cijena koja se plaća da bi se dobila hipotekarna hartija zavisi od tržišne kamatne stope, stope prinosa na hartiju, vrste obezbjeđenja hartije, stope prijevremene otplate, kao i ponude i potražnje za ovim instrumentom.

Cijena hipotekarnih hartija fluktuiraju sa promjenom kamatnih stopa. U principu pad kamatne stope, vodi rastu cijene hartije, a rast kamatnih stopa, vodi do pada cijene.

U analizi hipotekarnih hartija veoma je bitno dinamika vraćanja duga od strane zajmoprimca. Kad kamatne stope padaju, zajmoprimac je u prilici da prijevremeno otplaćuje dug, smanjujući na taj način prosječno trajanje investicije. To dovodi do ranije nego očekivanog vraćanja glavnice investitoru. Ovo je za investitora implicitni rizik. Investitori su u tom slučaju primorani da reinvestiraju dobijeni novac ili kapital pod nižim kamatnim stopama. Dok zajmoprimac ima mogućnost korišćenja alternativnog načina finansiranja nekretnine po nižoj kamatnoj stopi. U drugom slučaju, kada dolazi do porasta kamatnih stopa, zajmoprimci nisu stimulirani da izvrše prijevremenu otplatu duga, čime se sprječava mogućnost investitora za reinvestiranje po višim kamatnim stopama. Ovo je za investitora eksplicitni rizik.

Isplata glavnice kod hipotekarnih hartija može da varira zavisno od neodređenih prijevremenih otplata što utiče na vrijednost, na vrijeme dospelja kao i na prinos hipotekarnih hartija. U tom smislu predviđanja prijevremenih otplata su uključene u određivanje cijene, da bi se uporedila vrijednost hipotekarnih hartija sa ostalim instrumentima sa fiksnim prihodom.

Prilikom ulaganja u hipotekarne hartije treba imati u vidu još dva važna indikatora:

¹³⁹ Novac ne vrijedi isto u dva različita vremenska trenutka

1. *Koeficijent pokrivenosti duga (DSCR – Debt Service Coverage Ratio)* koji je jednak odnosu neto operativne dobiti i iznosu otplate duga. Neto operativna dobit je dobit koja se ostvaruje korišćenjem te nekretnine, npr. renta od izdavanja. Otplata duga je iznos koji zajmoprimac vraća do dospelja hartije. On označava koliko keš floua generiše nekretnina u odnosu na potrebni iznos otplate duga. Ako DSCR raste, rizik ulaganja u hartiju se smanjuje i obrtnuto. U slučaju pada ovog koeficijenta niže od 1.25 smatra se da je rizik ulaganja visok.
2. *Koeficijent zajam prema vrijednosti nekretnine (LTV- Loan To Value)*. Ukupan dug u odnosu na vrijednost nekretnine održava koliki je leveridž nekretnina. LTV se najčešće koristi zajedno sa DSCR. Ako se vrijednost LTV samostalno koristi njena pouzdanost je manja od DSCR, jer je vrijednost nekretnine često podložna promjenama.

Veoma disperzirana struktura nekretnina je veoma poželjna. Geografska disperziranost utiče na smanjenje rizika. Kada koncentrisanost nekretnina u jednoj državi je viša od 40%, onda se smatra da je koncentrisanost značajna.

Zaključak

Tržište hipotekarnih hartija je doživjelo pravu ekspanziju u razvijenim tržištima kapitala. Nemogućnost bankarskog sektora da ponudom hipotekarnih kredita zadovolji tražnju vodilo je traženju novih načina finansiranja. Graditelji nekretnina su prepoznali svoju šansu preko tržišta kapitala. Emitovanjem hipotekarnih hartija došli su do novih sredstava potrebnih za ulaganje u nekretnine. Tržište je prihvatilo ovaj instrument i kao kupci hipotekarnih hartija su se pojavili investicioni fondovi, dilerske kuće, i druga fizička i pravna lica. Rizik ulaganja u hipotekarne hartije je relativno veći, stim da u principu ove hartije daju veći prinos u odnosu na druge hartije sa fiksnim prinosom, dok je sigurnost ulaganja obezbjeđena hipotekom nad nekretninom.

Crnogorsko tržište nekretnina je postalo veoma atraktivno. Usled velike tražnje cijene nekretnina vrtoglavo rastu. Na finansijskom tržištu postoji izražena tražnja za hipotekarnim kreditima i tu tražnju bi mnoge kompanije mogle nadomjestiti emisijom hipotekarnih hartija. Hipotekarne hartije su svuda opravdale svoje bitisanje. Hoće li i kod nas, zavisi od emitenata i investitora?

Literatura:

1. Aleksandra Jovanović: *Uvod u Ekonomsku Analizu Prava*, Biblioteka Srbija, Beograd, 1998

2. Andrew Kelman: *Mortgage Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations*, New York, 2002
3. Anthony B. Sanders: *Commercial Mortgage Backed Securities*, Ohio State University, 2005
4. Dragan Lajović: *Obveznice na crnogorskom tržištu kapitala*, Miločerski Ekonomski Forum, 2006
5. Friedrich A. Hayek: *Put u ropstvo*, Global Book, Novi Sad, 1997
6. Hernando de Soto: *Tajna kapitala*, Zagreb, 2004
7. Federal Home Loan Mortgage Corporation: *Pass through certificates agreement*, New York, 1999
8. Sikandar Ali: *Comercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)*, Royal Institute of technology, Stockholm, 2004
9. The Bond Market Assosiations: *Pass throught and collateralized Mortgage Securities*, , New York, 2002
10. Jacob Boudoukh, Matthew Richardson, Richard Stanton, and Robert F. Whitelaw: *The Pricing and Hedging of Mortgage Backed Securities*, Stern School of Business, NY, 1998
11. Veselin Vukotic: *Makroekonomski Modeli i Računi*, CID, Podgorica, 2001
12. Veselin Vukotić: *Psihofilozofija biznisa*, CID, Podgorica, 2003
13. Veselin Vukotić: *Konceptualne osnove novog ekonomskog sistema u Crnoj Gori*, ISSP, Podgorica
14. Zoran Đikanović: *Regulativa tržišta kapitala u Crnoj Gori- analiza uticaja regulative na razvoj tržišta*, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2006
15. Zoran Đikanović, Neda Ivović: *Uloga regulative na tržištu kapitala*, Časopis Preduzetnička ekonomija, Podgorica, 20003C04
16. Zakon o hartijama od vrijednosti Republike Crne Gore ("Sl. list RCG", br. 28/06).
17. Zakon o hipoteci ("Službeni list RCG", br. 52/04).

Vladimir Drobnjak*

Razvoj tržišta kapitala u periodu 2001-2006 godina

Abstract

The biggest changes on the stock market in Montenegro happen between 2001-2006. After MVP shares in Montenegro constantly grow. This situation happens because the most people started to trade on the stock exchange and some big foreign investors found interest to invest in Montenegro capital market. In this text I speak about capital market facts, development of capital market, regulatory approach and framework.

Key words: Capital market facts, total capitalization, broadening the market.

U svom radu posebno ću se osvrnuti na period od početka Masovne Vaučerske Privatizacije u Crnoj Gori (2001. godina) do 2006. godine, i dati presjek značajnijih dešavanja u ovom periodu. Prije toga, dat ću kratak pregled o glavnim ciljevima sekundarnog tržišta, koji su prioriteti regulative za razvoj transparentnog i fer tržišta, kako se odvija Masovna Vaučerska Privatizacija...

Na tržištu kapitala u zemljama u tranziciji glavni učesnici imaju različite ciljeve od ciljeva učesnika u razvijenim ekonomijama, te se i njihovo ponašanje razlikuje. 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.

Glavni cilj sekundarnog tržišta je sličan onom u razvijenim ekonomijama:

- Da obezbijedi likvidnost za investitore,
- Da obezbijedi mogućnost kompanijama da izdavanjem novih emisija akcija pribave novi kapital,
- Da obezbijedi informacije investitorima o alternativnim mogućnostima investiranja,
- Da omogući nadzor nad upravljanjem kompanijom (corporate governance).

Prioriteti regulative je sličan onom u razvijenim ekonomijama: da pruži zaštitu malim akcionarima koji trguju akcijama nakon privatizacije.

* Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore

Okvir za masovnu privatizaciju

Inicijalni uslovi. Kroz distribuciju vaučera, privatizuje se veliki broj kompanija. Kao rezultat nastaju mnoge "kvazi javne" kompanije sa akcijama kojima je moguće trgovati. Mnoge od tih kompanija nemaju cilj da se dodatno finansiraju putem tržišta. Transakcije sa njihovim akcijama se uglavnom dešavaju van organizovanog tržišta, i vjerovatno se nikad neće aktivno njima trgovati na organizovanom tržištu.

Ovi programi vode razvoju privatizacionih fondova, koji akumuliraju većinu vaučera od građana i postaju glavni institucionalni vlasnici u privatizovanim preduzećima. Ovi fondovi su najvažniji učesnici u sekundarnom trgovanju akcijama privatizovanih preduzeća.

U programima masovne privatizacije, u kojima su zaposleni imali značajne privilegije kada se ulagali u preduzeća u kojima rade, nastaje jak konflikt interesa između insajdera i spoljnih vlasnika. Ova borba za kontrolu ima implikacije na sekundarne transakcije, te ih regulativa mora uzeti u obzir. Te kompanije su kontrolisane od strane organizovane grupe insajdera, dok spoljni vlasnici imaju ograničenu moć glasova i skoro da nema mogućnosti trgovanjem akcijama tog preduzeća.

Dominantna crta programa masovne privatizacije je da se kroz njih kreira mnoštvo privremenih vlasnika koji su zainteresovani da prodaju akcije pri prvoj povoljnoj ponudi. Duži period će situacija na tržištu biti da je mnogo više prodavaca, a malo kupaca, što će imati negativan uticaj na primarno tržište. Mogućnost emisije novih akcija nakon masovne privatizacije je veoma ograničena.

Glavni cilj sekundarnog trgovanja akcijama nakon masovne privatizacije je konsolidacija vlasništva, neophodna za unapređenje korporativnog upravljanja i podrška restrukturiranju privatizovanih kompanija. Sa ekonomske tačke gledišta, ove kompanije ne bi trebalo da imaju pasivne vlasnike ili institucionalne finansijske investitore sa ograničenom mogućnošću i motivom da restrukturiraju, već aktivne vlasnike. Mnoge od ovih "kvazi javnih" kompanija će postati privatne kompanije u vlasništvu aktivnih vlasnika. Neće biti stvarne trgovine njenim akcijama jer će novi vlasnik kupovati akcije od svih ostalih.

Prioriteti regulative za razvoj transparentnog i fer tržišta u okviru masovne privatizacije su:

- Zaštita prava akcionara u privatizovanim kompanijama. Ovo je osnovno u masovnoj privatizaciji u kojoj dominiraju insajderi, koji imaju interes da spriječe spoljne akcionare od uživanja istih prava na jednakoj osnovi,
- Zaštita malih investitora u privatizacionim fondovima koji akumuliraju najveći dio vaučera i postaju najvažniji institucionalni vlasnici nakon masovne privatizacije,
- Zaštita malih akcionara u priocesu konsolidacije vlasništva koja prati masovnu privatizaciju,
- Zaštita investitora koji trguju na javnom tržištu sa akcijama javnih kompanija.

Institucionalni okvir

Izgradnja institucija i infrastrukture tržišta kapitala u Crnoj Gori sprovodi se sa ciljem kreiranja takve zakonske regulative i institucionalne sredine koje doprinose efikasnom i brzom sprovođenju procesa privatizacije, kao i kanalisanju privatnog kapitala ka profitabilnim projektima. U cilju zaokruživanja institucionalnog okvira za nesmetano funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti i odvijanje procesa privatizacije, uz ranije postojeće institucije (Centralna banka, poslovne banke, osiguravajuća društva, državni fondovi, revizorske firme) formirale su se i Komisija za hartije od vrijednosti (2000. godine), Nova berza hartija od vrijednosti, Centralna Depozitarna Agencija i privatizacioni fondovi (svi 2001. godine), Montenegroberza postoji od 1994. godine.

Komisija za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore je samostalna organizacija, sa svojstvom pravnog lica, osnovana radi uređivanja i nadzora izdavanja hartija od vrijednosti i njihove trgovine, u skladu sa ciljevima i misijom IOSCO (Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrijednosti). Njena misija je da sprovodi republički Zakon o hartijama od vrijednosti u cilju zaštite investitora i održavanja fer, poštenog i efikasnog tržišta.

Misija Centralne Depozitarne Agencije (CDA) je da pruži usluge centralnog registra i depozitara za sve hartije od vrijednosti i da doprinese kompetitivnosti tržišta kapitala kroz obezbjeđivanje efikasnih usluga kliringa, saldiranja i registracije hartija od vrijednosti.

Jedan od ključnih elemenata za uspjeh Masovne Vaučerske Privatizacije je osnivanje privatizacionih fondova, koji prikupljaju vaučere od građana i njima kupuju akcije preduzeća koja se privatizuju ovim metodom. Privatizacioni fondovi tako postaju značajni institucionalni investitori u privatizovana preduzeća. Ovi fondovi su najvažniji učesnici na sekundarnom tržištu akcija privatizovanih preduzeća. U

procesu Masovne Vaučerske Privatizacije osnovano je sedam menadžment preduzeća koja su dobila dozvolu za osnivanje privatizacionog fonda i prikupljanje vaučera. Šest privatizacionih fondova je ispunilo kriterijum o minimalnom broju prikupljenih vaučera i dobilo je dozvolu za rad.

Pravni okvir tržišta kapitala u Crnoj Gori čine sledeći zakoni:

- Zakon o hartijama od vrijednosti
- Zakon o investicionim fondovima
- Zakon o privrednim društvima
- Zakon o privatizaciji privrede
- Zakon o porezima
- Zakon o insolventnosti
- Zakon o bankama
- Zakon o preuzimanju
- Zakon o privatnim penzionim fondovima
- Zakon o stranim ulaganjima
- Zakon o zalozi

Filozofija regulacije u Crnoj Gori

Cilj biznis regulacije je da se ojača konkurentnost Crne Gore kao mjesta gdje se počinje i upravlja biznisom.

Regulatorni pristup

Regulatorni pristup je usmjeren da obezbijedi «level playing field» za učesnike na tržištu ali tako da to ne bi remetilo privatni biznis.

Tržište kapitala u brojkama

U 2001. godini ukupan broj transakcija je iznosio svega 909 da bi se taj broj u 2005. godini popeo na preko 111.000. Najveći rast na tržištu kapitala se desio u 2005. godini. 2006. godina će takođe biti na nivou 2005. iako su preostala još dva mjeseca do kraja 2006. Broj transakcija je porastao 193 % u 2005. godini u odnosu na prethodnu godinu.

GODINA	BROJ TRANSAKCIJA
2001	909
2002	4.293
2003	21.323
2004	57.920
2005	111.053
JAN-OKT 2006	95.047
UKUPNO	290.545

UKUPNA PREUZIMANJA (uključujući privatizaciju) iznose **145 mil €** (oko 8.6 % od Crnogorskog GDP)

GODINA	UKUPNA TRGOVINA U MIL €
Kraj 2001	10,8
2002	14,3
2003	43,5
2004	42,8
2005	198,4
JAN-OKT 2006	185,8
UKUPNO	495,6

Širenje tržišta

- potrebno je dopuniti tržište –kratkoročnim instrumentima, hipotekarnim obveznicama, opštinskim obveznicama (koje se realizuju od 2006. godine)
- dovesti više investitora, povezati se sa regionalnim berzama
- eliminisati barijere za ulazak na tržište
- smanjenjiti troškove (porezi, sudske procedure, transakcije...)

Promet na MONTENEGROBERZI za period 01.01.2002-01.10.2006. :

Vrsta hartija	Promet u EUR	Procenat
Akcije	78.621.819,9	91,63
Obveznice	7.179.709,03	8,37

U periodu 01.01.2002-01.10.2006. promet na NOVOJ BERZI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI a.d. Podgorica bio je:

Vrsta hartija	Promet u EUR	Procenat
Akcije	244.797.970	93,90
Obveznice	15.909.337	6,10

Promet investicionim jedinicama pojedinih privatizacionih fondova u 2004. godini dat je u tabeli:

Rb	Naziv fonda	Promet	min. cijena	max. cijena
1.	ATLASMONT	31.435.160	0,0080 €	0,0160 €
2.	EURO-FOND	30.490.000	0,0070 €	0,0099 €
3.	HLT-FOND	117.425.100	0,0060 €	0,0199 €
4.	MIG	20.237.500	0,0106 €	0,0161 €
5.	MONETA	20.148.500	0,0116 €	0,0145 €
6.	TREND	42.122.500	0,0111 €	0,0172 €

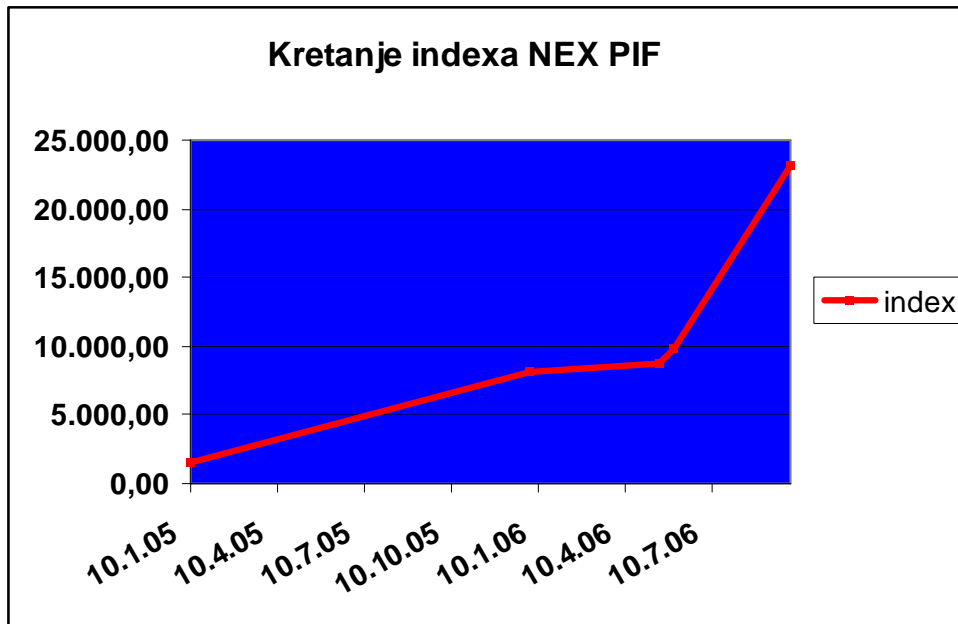
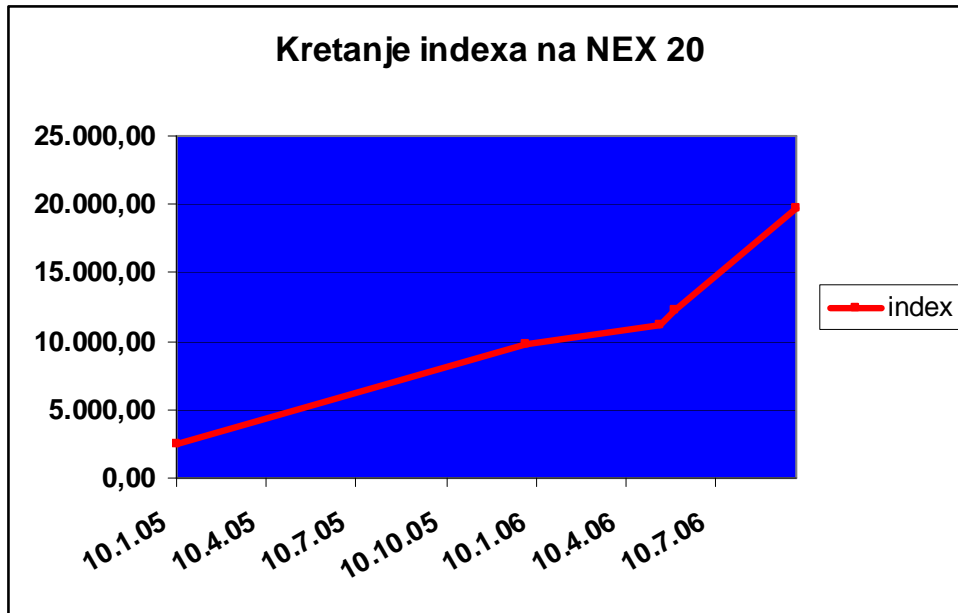
Radi poređenja zanimljivo je pogledati promet i cijene akcija investicionih fondova nakon dvije godine. Ovi podaci su sa MONTENEGROBERZE za period 01.01.2006. – 01.10.2006. :

Naziv fonda	Promet	min. cijena	max. cijena
ATLAS MONT	3.571.515,84	0,1029	0,2150
EURO FOND	2.987.614,46	0,0604	0,2950
HLT FOND	1.261.996,81	0,0370	0,1367
MIG	758.134,94	0,0616	0,2501
MONETA	684.872,46	0,0601	0,2400
TREND	1.939.207,65	0,1000	0,2899

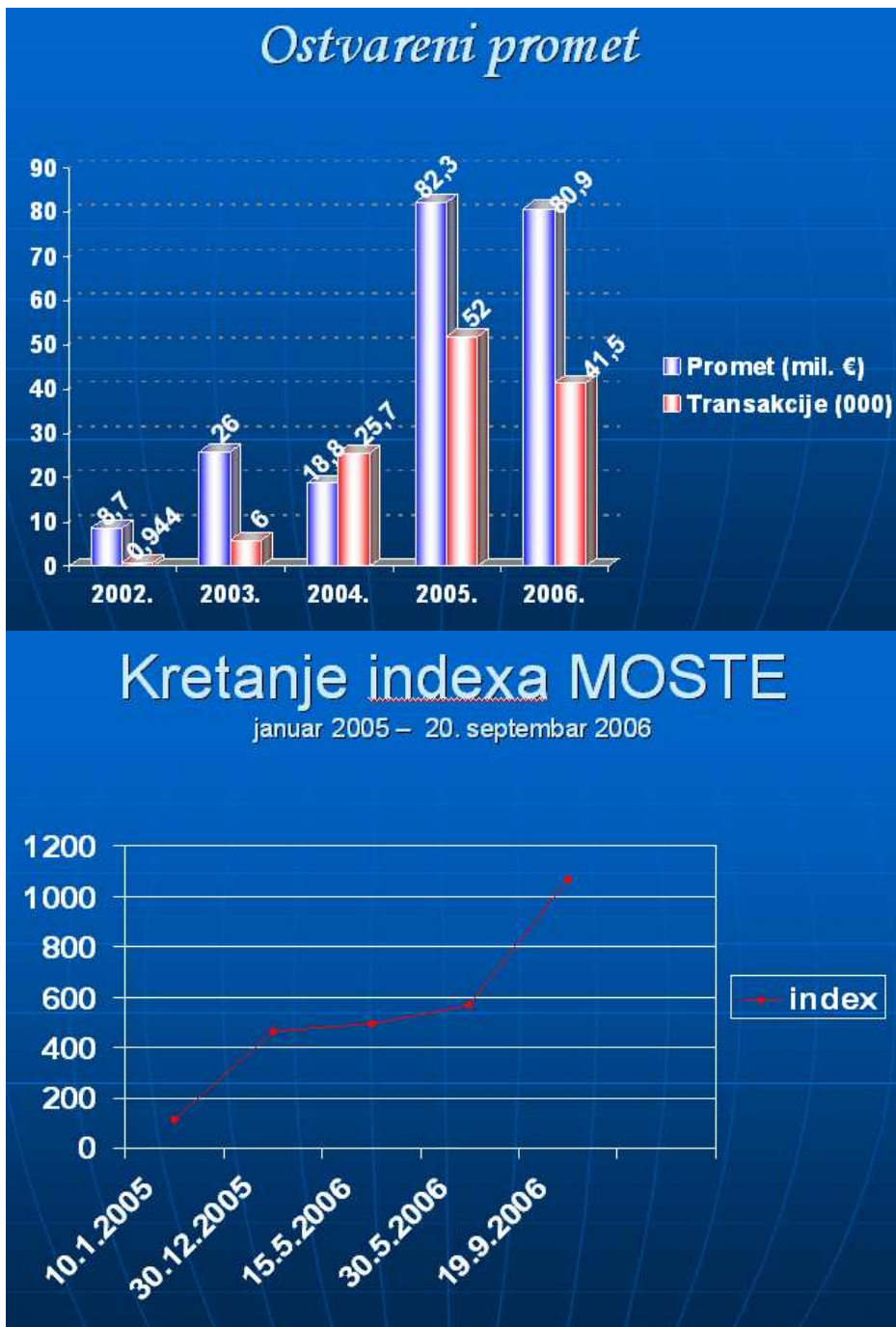
Promet i cijene akcija investicionih fondova za period 01.01.2006. – 01.10.2006. na NOVOJ BERZI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI a.d. Podgorica bio je:

Naziv fonda	Promet	min. cijena	max. cijena
ATLAS MONT	4.294.368	0,0700	0,2190
EURO FOND	7.074.671	0,0607	0,2999
HLT FOND	2.873.276	0,0371	0,1400
MIG	1.413.866	0,0620	0,2500
MONETA	2.429.019	0,0601	0,2999
TREND	4.013.002	0,1000	0,2999

Indexi najboljih 20 kompanija i indexi fondova zajedničkog ulaganja na NOVOJ BERZI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI a.d. Podgorica mogu se vidjeti na sljedećim graficima za period 10.01.2005-10.07.2006. godine:



Ostvareni promet (u periodu 2002-2006 godine) i kretanje indexa na Montenegroberzi (u periodu januar 2005-septembar 2006 godine):



Atraktivnost za strane investitore

O atraktivnosti našeg tržišta kapitala za strane investitore najbolje govori porast berzanskih indeksa u 2005. godini:

Država	Index	Porast
Crna Gora	MOSTE	450,0 %
Srbija	BELEXfm	39.6 %
Rumunija	BET	29.5 %
Bugarska	SOFIX	30.0 %
Hrvatska	CROBEX	26.0 %
Slovenija	SBI20	-7.1 %

Tržišna kapitalizacija je do jula 2006. u Crnoj Gori iznosila 2.5 milijarde €, što je iznosilo oko 148 % Crnogorskog GDP-a. Prema odnosu tržišne kapitalizacije (tržišna vrijednost firmi kojima se trguje na berzi) prema GDP Crna Gora je lider u odnosu na zemlje iz okruženja.

	Zemlja	Kapitalizacija / GDP		Zemlja	Promet / GDP
1	Crna Gora	111.60 %	1	Hrvatska	11,41 %
2	Hrvatska	93,78 %	2	Crna Gora	7.23 %
3	Bosna	70,21 %	3	Makedonija	5,02 %
4	Srbija	33,94 %	4	Srbija	2,03 %
5	Makedonija	25,95 %	5	Bosna	1,88 %
6	Albanija	-	6	Albanija	-

Tržišna kapitalizacija MONTENEGROBERZE za period 04.2004-09.2006. godine :



Poreski dio:

- Porez na dodatu vrijednost – 17 %
- Porez na dobit – 9 % (najniži u Evropi)
- Porez na lična primanja – progresivna stopa 15-23 %
- Ukoliko se reinvestira u hartije od vrijednosti – investitor se oslobađa poreza na kapitalnu dobit.

Performanse razvoja i ostvareni rezultati na tržištu kapitala u Crnoj Gori:

- ▶ rast indexa na obje berze
- ▶ rast prometa, broja transakcija
- ▶ novi investitori (domaći, strani)
- ▶ uvećanje broja kompanija na listingu

Zašto investirati na Crnogorskom tržištu?

- zakonska regulativa;
- povoljna poreska klima;
- praćenje trgovanja na berzi posredstvom Interneta u realnom vremenom;
- očekivani razvoj privatnih penzionih fondova i kanalisanje privatne štednje koja se u njima konstantno akumulira u prifitabilne investicije na tržištu kapitala;

- tendencija otvaranja kompanija za javnost- popularizacija berzanske kotacije;
- porast cijena hartija na tržištu (u prosjeku više od 50 puta).
- stabilna makroekonomska politika
- otvorena ekonomija
- čvrsta valuta

Dosadašnje funkcionisanje tržišta kapitala, imajući u vidu naročito međunarodnu komponentu investiranja trajnog kapitala i ostvareni promet od preko 500 miliona €, ukazuje na razvojne efekte ovog tržišta, podsticanje kulture štednje i investiranja, i izmjenu stava ljudi o biznisu i stvaranju profita.

OSNOVNI EKONOMSKI POKAZATELJI CRNE GORE			
	2004	2005	2006/6
GDP realni rast	2,7 %	3,7 %	6,5 %
Budžetski deficit/suficit	-2,1 %	-1,6 %	0,5 %
Stopa inflacije	4,3 %	1,8 %	1,6 %
Spoljni dug	32,7 %	31,3 %	27,1 %
Ukupni javni dug	44,8 %	42,6 %	36,9 %
Deficit tekućeg računa	9,2 %	8,6 %	7 %
Stopa nezaposlenosti	22,6 %	18,6 %	14,7 %/9

Literatura:

1. Marko Simonetti, 1997. «Issues in Regulating-Post-Privatization Securities Markets in Transitional Economies», Economic Development Institute of the World Bank
2. Laurence H. Meyer, 1999. «Increasing Global Financial Integrity: The Role of Market Discipline, Regulation and Supervision», Cato Institute
3. Veselin Vukotić, 1997. «Spontana i(li) svjesna koordinacija», Postdiplomske studije Preduzetnička ekonomija
4. www.montenegroberza.com
5. www.nex.cg.yu
6. www.scmn.cg.yu

Ivan Šćepanović*

Razvoj tržišta kapitala Crne Gore i konkurentnost između brokerskih kuća

Abstract

As a matter of fact that security market is accepted by a huge number of subjects (from country and abroad), in spite of all beginning contestation and rejection of this concept, is just a confirmation that capital market of Montenegro is the best result of economic reforms.

Generally, there are several types of competition at the Montenegrin capital market: competitiveness between Montenegrin security market and another Časopis "Preduzetnička ekonomija" Volume VI, Postdiplomske studije "Preduzetnička ekonomija", Podgorica 2004markets of this kind; competitiveness between two Montenegrin stock-exchange; competitiveness between securities; finally, competition between authorized participants of capital market.

Competition at any of these levels can just improve situation at the market and bring benefits for its participants.

Key words: capital market, market of securities, competition, brokerage house, marketing-mix

Uvod

Razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori počinje osnivanjem "Montenegroberze" kao organizovanog tržišta hartija od vrijednosti, kao i pojavom prvih ovlašćenih učesnika na njemu. Od tog perioda do danas, promjene u pravnoj regulativi koja uređuje poslovanje na tržištu kapitala, kao i reakcije tržišnih učesnika tokom vremena, doprinijele su da tržište u dobroj mjeri promijeni svoj izgled u odnosu na početni period.

Sprovođenje ekonomskih reformi, prvenstveno kroz proces privatizacije crnogorskih preduzeća i stvaranjem institucija koje podržavaju tržište i omogućavaju njegov nesmetani rad je značajno doprinijelo dinamiziranju dešavanja na crnogorskom tržištu kapitala.

* VIP broker, Podgorica

Potpuno prihvatanje tržišta hartija od vrijednosti od strane velikog broja subjekata iz zemlje i inostranstva, uprkos velikim početnim osporavanjima i odbacivanjima cjelokupnog koncepta ovog tržišta, samo je potvrda činjenice da tržište kapitala u Crnoj Gori predstavljala najbolji rezultat ekonomskih reformi.

Najveći doprinos institucija koje su postavile temelje tržišta kapitala u Crnoj Gori, je u tome što su na bazi iskustava, prvenstveno novih tržišta, formirale odgovarajući zakonski okvir unutar koga su tržišne struje svojim djelovanjem mijenjale i unapređivale tržišne prilike.

Cilj ovog rada je da predstavi upravo značaj konkurencije na svim nivoima, za razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori.

1.Pojam konkurencije i nivoi konkurencije na tržištu kapitala Crne Gore

Jedan od pojmova koji se često, ali i s razlogom povezuje sa pojmom tržišta je i pojam konkurencije. Iako nije imanentan isključivo ekonomskim pojmovima, konkurencija u biznisu dostiže svoje puno značenje.

Konkurenti su u suštini sva preduzeća koja mogu zadovoljiti istu potrebu, odnosno koja nude isti ili slični asortiman proizvoda i usluga. Preduzeće ne može kontrolisati konkurenciju, niti bilo kojim svojim činom učiniti da ona jednostavno i za sva vremena nestane, ali može svoje napore usmjeriti na njeno zaobilaženje, odnosno pozicioniranje ispred svih konkurenata. Međutim, ako se konkurenti i pobijede jednom, to ne znači da su zauvijek otpisani. Čak je vjerovatnije da će uspjeh kompanije privući nove konkurente u toj oblasti, koji će u njenom primjeru vidjeti uzor i veliku šansu za ostvarivanjem profita.

Zbog toga borba sa konkurencijom je kontinuirana i neraskidivo vezana za uspjeh preuzeća na tržištu.

Posmatrano generalno, na tržištu kapitala Crne Gore može se uočiti više tipova konkurencije, od kojih su neki očigledni i prirodni, čak i za širu javnost, dok su drugih svjesni isključivo ljudi koji bolje poznaju crnogorsko tržište kapitala.

Prvi nivo konkurencije, je konkurencija između crnogorskog tržišta hartija od vrijednosti i drugih tržišta ovog tipa, pri čemu su glavni konkurenti domaćeg tržišta, tržišta kapitala zemalja u regionu Jugoistočne Evrope. Ova konkurencija se ogleda u borbi za privlačenje što većeg broja učesnika na tržištu, u prvom redu investitora. Sve institucije koje su povezane sa tržištem kapitala jedne zemlje, naročito one koje dolaze sa mladih tržišta kakvo je crnogorsko su uključene u ovu borbu. Komisija za hartije od vrijednosti, Centralna Depozitarna Agencija, berze i brokersko-dilerska društva, ulažu napore da činjenično prezenetiraju domaćoj i stranoj javnosti tržište

kapitala svoje zemlje (u ovom, konkretnom slučaju tržište Crne Gore). Ove prezentacije uglavnom obuhvataju istorijat razvoja tržišta, njegova pravila, potencijale i prednosti koje ono ima u odnosu na konkurentna tržišta.

Interesantno je što su pomenuti naponi institucija sa tržišta, podržani i od strane neinstitucionalizovanih učesnika na tržištu, kakvi su trgovci hartijama od vrijednosti. Oni se sami trude da u svojim kontaktima sa potencijalnim investitorima iskažu prednosti crnogorskog tržišta i potencijal hartija koje se nalaze u njihovom portfoliju, svjesni činjenice da se ulaskom novih investicija na tržište, vrijednost njihovih akcija po pravilu povećava. Istovremeno, oni dobijaju mogućnost da lakše "pronađu" kupce koji potencijalno mogu kupiti njihove akcije, što izuzetno bitno na jednom malom tržištu kakvo je crnogorsko. Naime, naše tržište sa svojim segmentima, još uvijek nema potrebnu dubinu, čak ni kad je u pitanju ponuda nekih najlikvidnijih hartija, a ne treba posebno naglašavati da nije uvijek lako kupiti ili prodati neke hartije koje ne spadaju u red likvidnijih.

Lako je zaključiti da se ulaskom novih investitora na domaće tržište, mnogo više dobija nego gubi.

A ko dobija i šta?

Prvo, dobijaju postojeći vlasnici hartija od vrijednosti, bez obzira da li su oni oličeni u obliku fondova ili samo fizičkih lica koja imaju tek vaučer dobijen u procesu masovne vaučerske privatizacije, jer se ulaskom novih investitora povećava tražnja za hartijama, a time i njihova cijena.

Drugo, dobijaju brokersko-dilerska društva, ali i berze i Centralna Depozitarna Agencija, jer se privlačenjem novih investitora i ulaskom svježeg kapitala, povećava obim posla, a samom tim i prihodi pomenutih institucija.

Povećanje prometa na berzama, privlače i preduzetnike koje u poslovima berzanskog posredovanja vide dobru priliku za zaradom, pa kreću u otvaranje preduzeća koja će se baviti ovom djelatnošću. Time se na tržištu samo pojačava konkurencija između berzanskih posrednika, čime multiplikativno dolazi do novih benefita, u prvom redu za korisnike njihovih usluga.

A da li neko nešto gubi, ulaskom novih igrača na tržište?

Gubitnici se mogu tražiti na strani onih učesnika na tržištu koji su prije dolaska novih investitora, u prvom redu kapitala iz inostranstva, bili dovoljno moćni da kreiraju profil tržišta i diktiraju cijene na njemu. Međutim, oni taj svoj gubitak mogu lako da kompenziraju povećanjem vrijednosti njihovog portfolia, izazvanog

povećanom tražnjom, tako da možemo reći da i oni dobijaju i ispunjavaju svoj dugoročni cilj.

U ovom trenutku, glavna konkurencija tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore je oličena u obliku drugih tržišta sa prostora bivše Jugoslavije. Snaga tih tržišta i njihova prijetnja po domaće tržište se najbolje osjeća u periodima stagnacije i pada cijena. Tada, investitori sele svoj kapital na neka tržišta koja su atraktivnija i na kojima brže mogu doći do visokih stopa prinosa.

Glavna konkurentna prednost nekog tržišta leži u regulativi koja čini njegov pravni okvir, slobodi ulaska i izlaska sa tržišta, visini transakcionih troškova i transparentnosti.

Što se tiče prva tri elementa, tržište kapitala je dostiglo zavidan nivo atraktivnosti, dok se na transparentnosti tržišta i pristupu informacijama mora dodatno raditi u budućem periodu.

Drugi nivo konkurencije se odvija između dvije crnogorske berze.

Naime, Zakonom o hartijama od vrijednosti je predviđeno da se berze u Crnoj Gori osnovaju kao akcionarska društva, i da posluju po istim principima kao i svako drugo preduzeće, poštujuću zakonsku regulativu koja uređuje ovu oblast.

Osnovna djelatnost berzi, kao organizovanih tržišta obuhvata sledeće djelatnosti: evidentiranje prijema hartija od vrijednosti na berzansku kotaciju i slobodnu berzansku trgovinu, obezbjeđivanje uslova za trgovinu tržišnim materijalom na berzi, stvaranje uslova za povezivanje ponude i tražnje, evidentiranje poslova kupoprodaje tržišnog materijala zaključene u regulisanoj i slobodnoj berzanskoj trgovini, objavljivanje kursne liste tržišnog materijala kojim se trguje na berzi, berzanskih indeksa i ostalih informacija od značaja za rad berze.

Najveći dio prihoda berze ostvaruju naplatom provizija od ovlašćenih učesnika natržištu, za transakcije obavljene u njihovim sistemima. Pored ovih, jedan dio prihoda se ostvaruje po osnovu naknada za kotaciju kompanija na A i B listama berzi, i mjesečnih naknada za korišćenje berzanskih sistema.

Konkurencija između berzi nosi sa sobom kako pozitivne, tako i negativne posledice.

U cilju privlačenja što većeg broj korisnika njihovih usluga, berze se trude da poboljšaju performanse svojih sistema, ali i da budu cjenovno konkurentne. Postojanje dvije berze u Crnoj Gori je doprinijelo povećanju kvaliteta usluga koje

one pružaju, poboljšanju njihovog odnosa prema poslu ali i nižim transakcionim troškovima, koji se ogledaju kroz provizije koje učesnici na tržištu plaćaju berzama.

Negativne posledice konkurencije se najviše ogledaju u dijelu koji se odnosi na kotacije preduzeća na nekoj od berzanskih lista. Naime, prihodi koje berze ostvaruju po osnovu naknada za kotaciju preduzeća (jednokratne naknade za prijem na listu i mjesečne naknade za održavanje na listi) svakako nisu značajni, ali doprinos koje liste za kotaciju imaju u poslovanju berze se ne ograničavaju samo na tome.

Prijemom određene kompanije na A ili B listu jedne berze, automatski se isključuje trgovanje njenim akcijama na drugoj berzi, čime jedna berza ubira sve prihode po osnovu provizija koje plaćaju ovlašćeni učesnici za transakcije tim hartijama. Što je veći broj kompanija koje se kotiraju na listama jedne berze, veći su i prometi na samoj berzi, a time i interesovanje učesnika za sisteme za praćenje trgovanja, čime se na još jedan način povećavaju prihodi berze.

Problemi nastaju u toku procesa prijema određenih kompanija na A ili B listu. U cilju pridobijanja što većeg broja kompanija koje bi se kotirale na njihovim listama, berze znaju da fleksibilno tumače pravila za kotaciju, čime se dozvoljava prijem kompanija na liste koje realno ne ispunjavaju sve propisane uslove kotacije.

Ipak, ova pojava ne može zasijeniti prednosti koje sa sobom donosi kotacija, a koje se ogledaju u većoj transparentnosti trgovanja, dostupnosti informacija i ublažavanju tržišnih fluktuacija.

Postojanje dvije berze u Crnoj Gori, oteževa i rad brokera, naročito u dijelu trgovanja hartijama od vrijednosti koje se nalaze na listama za slobodnu trgovinu obje berze. U situaciji, kada se nekom hartijom trguje na obje berze lako može doći do greške brokera, koja može poslati pogrešne tržišne signale. Istina, ovakve situacije su sve ređe i svedene su na minimum.

Konkurencija između brokersko dilerskih društava je najizraženiji vid konkurencije na tržištu kapitala Crne Gore, i ona predstavlja predmet razmatranja u narednom dijelu ovog teksta.

Konkurencija između hartija od vrijednosti je najmanje evidentan vid konkurencije, ali svakako prisutan i na našem tržištu kapitala. Povećana tražnja za pojedinim hartijama od vrijednosti, u prvom redu akcijama, dovodi do povećanja njihove cijene, a samim tim i vrijednosti preduzeća.

Benefite od povećanja vrijednosti akcija imaju prevashodno njihovi vlasnici, ali i menadžeri tih kompanija. Vođenjem dobre poslovne politike, uz maksimalnu

transparentnost tokom rada, koja ne ugrožava domen poslovne tajne, menadžment kompanija doprinosi većem interesovanju za akcije tih firmi. Tako se povećava tržišna vrijednost kompanija, čime sami menadžment dobija na cijeni. S toga ne treba da čude napori članova uprave da na sve moguće načine privuku investitore i učine svoju kompaniju atraktivnijom.

2. Konkurencija između ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore

Konkurencija između ovlašćenih učesnika na tržištu kapitala je najočigledniji vid konkurencije, kojeg lako primjećuje kako stručna tako i laička javnost. Trenutno na crnogorskom tržištu posluje petnaest brokersko-dilerskih društava, što nikako nije mala brojka za jedno malo tržište, kakvo je naše, a može se očekivati da taj broj u budućnosti bude još veći.

Koji su razlozi koji su doprinijeli otvaranju ovolikog broja brokersko dilerskih društava?

Kontinuirani razvoj tržišta kapitala i povećanje prometa iz godine u godinu, privlači sve veći broj preduzetnika, koji u poslovima berzanskog posredništva vide dobru priliku za zaradom. To je jedan prirodan proces, koji je prisutan i u svim ostalim djelatnostima. Uspjeh i profitabilnost neke kompanije, bez obzira na njenu osnovnu djelatnost, privlači konkurente koji vide priliku za ostvarivanje profita upravo u toj djelatnosti.

Međutim, to nije jedini motiv koji pokreće preduzetnike da krenu u ovaj biznis. Ukoliko se posmatra vlasnička struktura brokersko-dilerskih društava u Crnoj Gori, može se uočiti da su njihovi akcionari mahom ljudi koji su već duže vrijeme aktivni učesnici na tržištu. Otvaranjem brokerske kuće, oni skraćuju put do informacija i pruža im se mogućnost da brže reaguju na neke tržišne impulse.

Ulazak svakog novog učesnika na tržište, i aktivnosti svakog od njih dovode do ponovne raspodjele tržišnog kolača.

Za potrebe analize konkurencije između brokersko-dilerskih društava u Crnoj Gori, posmatraćemo elemente marketing mixa koje koriste ove kompanije u obavljanju njihove djelatnosti. Ovaj pristup je izabran iz razloga što marketing mix nekog preduzeća objedinjuje sve varijable posredstvom kojih se kreira ukupna ponuda tog preduzeća.

2.1. Usluge koje pružaju brokersko-dilerska društva

Polazeći od proizvoda i usluga, kao bazičnog elementa marketing mixa, na koji se nadograđuju ostali instrumenti, lako se da primijetiti da pružanje posredničkih usluga u oblasti trgovine hartijama od vrijednosti predstavlja osnovnu djelatnost ovim društvima. To je u suštini ono po čemu se brokerske kuće prepoznaju u najširoj javnosti, jer da bi neko trgovao na berzi, mora koristiti usluge ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti.

Intezivnija trgovina hartijama od vrijednosti na crnogorskim berzama počinje procesom masovne vaučerske privatizacije. Ako se poredi period 2001-2002 godine na crnogorskom tržištu kapitala sa današnjim stanjem, lako se uočava da je tada vladalo mnogo manje interesovanja za berzanska dešavanja, manje je lica aktivno učestvovalo u njima, dok su prometi bili višestruko niži. Tada je na tržištu brokerskih usluga vladala i slabija konkurencija, tako da se posao brokera svodio na prijem i realizaciju naloga datih od strane klijenata, čime se nije izlazilo iz područja djelovanja "deep discount"¹⁴⁰ brokera.

Težeći da prošire bazu svojih klijenata brokersko dilerska društva su pokušala da obogate portfolio svojih usluga, uvodeći neke nove, prvenstveno one koje se nalaze u domenu investicionog savjetovanja. Istovremeno, ulagali su se naponi u da se edukativno-promotivnim aktivnostima tržište kapitala Crne Gore približi potencijalnim klijentima iz zemlje i inostranstva, s ciljem da se u dužem roku dođe do većeg obima posla.

Jačanje konkurencije je ne samo doprinijelo da gore pomenute aktivnosti dobiju karakter standardnih usluga, već i da se uvedu i neke nove, čime se sve više brokerskih društava svrstava u red "discount"¹⁴¹ brokera.

Najnovije usluge koje pružaju brokersko dilerska društva su dobrim dijelom podstaknuta tražnjom investitora, naročito onih koji dolaze iz inostranstva. Sada je teško pridobiti nekog klijenta, a da mu se ne pruže potrebne analize koje bi mu pomogle u donošenju investicionih odluka. Tako sve više ovlašćenih učesnika na tržištu uvodi posebni sektor koji se bavi isključivo analizom tržišta, hartija od vrijednosti i njihovih emitenata.

¹⁴⁰ Pojam "deep discount" brokera podrazumijeva obavljanje osnovnih brokerskih usluga, a to su prijem i realizacija naloga u ime i za račun klijenta. Kako su ove usluge po pravilu i najjeftinije, jasno je zbog čega je ustanovljen ovaj termin.

¹⁴¹ Pojam "discount" brokera podrazumijeva ponudu nešto šireg asortimana brokerskih usluga, koji pored prijema i realizacije naloga u ime i za račun klijenta obuhvataju i usluge investicionog savjetovanja.

Poslednji iskorak u ovoj oblasti je učinjen od strane pojedinih brokerskih kuća, koje su prepoznale mogućnosti i benefite koje nosi Internet. Na njihovim web stranicama investitori mogu pronaći veliki broj informacija, analiza i izvještaja koje im mogu pomoći u donošenju investicionih odluka.

Interesantno je istaći da postojeći zakonski okvir ne dozvoljava brokerskim kućama da urade onaj poslednji iskorak koji bi ih doveo do pozicije "full service"¹⁴² brokera, iako za tim postoji tražnja.

Naime, veliki broj potencijalnih klijenta, naročito onih iz inostranstva, zbog nedovoljnog poznavanja našeg tržišta, traže od brokera usluge koje spadaju u domen upravljanja portfoliom, odnosno usluge na bazi "trust agreement"- a. Međutim, crnogorskim Zakonom o hartijama od vrijednosti je onemogućeno da jedno pravno lice istovremeno obavlja poslove ovlašćenog ulesnika na tržištu hartija od vrijednosti i portfolio menadžera.

Međutim, uvođenje novih usluga nije jedini vid borbe za tržište. I drugi instrumenti marketing mixa imaju značajnu ulogu u tržišnoj utakmici.

2.2. Cijene brokerskih usluga

Cijena usluga, odnosno u ovom konkretnom slučaju, visina naknada za usluge brokerskih kuća je jedini instrument marketing mixa koji se kvantitativno izražava i predstavlja vrijednost usluga na tržištu.

Što se tiče tržišta kapitala Crne Gore i sa njim povezanog tržišta brokerskih usluga, može se reći da neme izražene cjenovne konkurencije. To se primjećuje u visini naknada koje brokersko-dilerska društva naplaćuju korisnicima svojih usluga, jer su te naknade u dobroj mjeri ujednačene.

Istina, u kratkoj istoriji tržišta kapitala Crne Gore, zabilježeni su slučajevi kada su pojedini predstavnici pokušali atraktivnom cjenovnom politikom privući klijente. Međutim, ti pojedinačni slučajevi snižavanja cijena brokerskih usluga, zapravo poprimaju formu cjenovne diskriminacije klijenata. Naime, u cilju privlačenja određene klijentele, u prvom redu finansijski snažnijih investitora, koji su zainteresovani za velike poslove, ili neke druge grupe klijenata koja je u određenom trenutku izuzetno značajna za poslove brokersko-dilerskog društva, ova društva nude povlašćenim grupama svoje usluge po znatno povoljnijim uslovima.

¹⁴² "Full service"brokeri nude širok asortiman usluga, uključujući i usluge upravljanja portfeljom za račun klijenata.

Ipak, ne može se reći da cjenovna konkurentnost predstavlja preovlađujući instrument u borbi za tržište, iako su klijenti po pravilu veoma osjetljivi na cijenu proizvoda i usluga.

To se može objasniti relativnom neelastičnošću tražnje za brokerskim uslugama. Korisnost, tj profit koji klijent ostvaruje korišćenjem usluga ovlašćenog učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, očigledno se vrednuje mnogo više nego trošak korišćenja tih usluga. To u suštini znači da klijenti mnogo više vrednuju savjete brokera, njihovu umješnost na berzi, te konačno odnos prema samoj klijenteli, nego provizije koje plaćaju za korišćenje pomenutih usluga. Ipak, to ne znači da brokerska društva mogu zaračunavati neograničeno visoke provizije za svoje usluge, jer će se time samo odbiti klijenti. Potrebno je imati osjećaj pri određivanju visine naknada, ne težeći maksimizaciji profita na kratak rok u svakom pojedinačnom slučaju, što će klijenti svakako znati da cijene.

2.3. Promocija brokersko-dilerskih društava

Promotivne aktivnosti koje se vrše od strane brokersko-dilerskih društava, obuhvataju sve oblike komunikacije sa potencijalnim i postojećim korisnicima njihovih usluga, a koji imaju za cilj uticanje na njihove stavove i ponašanje. Jednostavno rečeno, promotivnim aktivnostima se ulažu naponi da se klijenti informišu i ubijede u neophodnost i prednosti korišćenja usluga određenog brokera. Time ovlašćeni učesnici na tržištu pokušavaju uticati na formiranje odluka od strane potencijalnih klijenata u pravcu koji će tim brokerima neizostavno donijeti korist.

Promocioni mix korišćen od strane brokersko-dilerskih društava, kao i kod sotalih preduzeća, predstavlja kombinaciju promocijnih sredstava koji se koriste u cilju ostvarenje planiranih ciljeva. Promocionog mix korišćeni od strane brokerskih kuća obuhvata sledeće elemente:

- privrednu propaganda, koja predstavlja komuniciranje sa klijentima posredstvom različitih medija, i najčešće se javlja kao kombinacija upotrebe elektronskih i štampanih medija;
- odnosi sa javnošću, podrazumijevaju komunikaciju društva sa javnošću, u cilju izgradnje pozitivnog stava prema brokerskoj kući, obično se javlja u okviru novinskih članaka i reportaža elektronskih medija;
- lična prodaja, kao oblik promotivne aktivnosti, najlakše se objašnjava kao direktna komunikacija između davaoca i korisnika usluga, (u ovm slučaju između brokerske kuće i njenog klijenta), a najčešće se koristi prilikom kontakta sa klijentima koji do tada nisu imali mnogo kontakta sa tržištem kapitala Crne Gore, kao što su to finansijski jaki klijenti ili klijenti koji dolaze sa drugih područja.

Promocija, kao dio marketing mixa, koji se koristi od strane brokerskih kuća, najveći stepen eksploatacije doživljava upravo u posljednjem periodu. Ovo se može objasniti pojavom novih brokerskih kuća koje su pojačale konkurenciju na tržištu brokerskih usluga, tako da sve brokerske kuće teže na bilo koji način privući pažnju potencijalnih klijenata.

Godinu, ili dvije unazad, bilo je veoma teško naići na bilo kakvu reklamnu poruku, koja bi promovisala aktivnosti neke brokerske kuće, dok je danas situacija potpuno drugačija. Ne samo da se koriste standardni mediji da bi se prenijele poruke klijentima, već se sve više koriste i neki novi (Internet, bilbordi itd.), pojačani i propagadnim aktivnostima u inostranstvu (organizovanjem i prisustvovanjem konferencijama ili promocijama) i sponzorstvima različitih kulturnih, naučnih, sportskih i drugih dešavanja.

2.4. Distribucija brokerskih usluga

Kada je riječ o kanalima prodaje brokerskih usluga kao instrumentu marketing mixa, tu se ne može govoriti o distribuciji u klasičnom smislu riječu, koji se uglavnom odnosi na kanale prodaje fizički opipljivih proizvoda.

Ipak, u cilju stvaranja što potpunije ponude, brokersko dilerska društva značajnu pažnju posvećuju izgradnji efikasne mreže za distribuciju svojih usluga. To se uglavnom postiže otvaranjem velikog broja poslovnica i filijala na čitavom području Crne Gore.

Efikasna mreža poslovnica omogućava pojednostavljenje transakcija i savladavanje barijera koje stoje na putu njihove realizacije. Te barijere se uglavnom odnose na razlike u informisanosti (npr. Posjedovanje različitih podataka o cijenama akcija na berzi), prostorne i vremenske razlike (npr. nekome na Žabljaku nije uvijek jednostavno doći u Podgoricu da izda nalog za prodaju svojih akcija, a to iziskuje i dodatne troškove). Dobro kreirani kanali prodaje omogućavaju kontakt između brokera i korisnika njihovih usluga, čak i u situaciji u kojoj ova dva lica nisu nikad ostvarila direktan kontakt.

Jedan dobar način distribucije, a koji je u posljednje vrijeme sve više prihvaćen predstavlja i pružanje on-line brokerskih usluga. To prevashodno znači, da klijenti informacije neophodne za donošenje investicionih odluka mogu naći na web prezentacijama brokerskih kuća, dok se komunikacija između brokera i klijenta u dobroj mjeri odvija elektronski.

Analizom marketing mixa i njegovih instrumenata korišćenih od strane brokersko-dilerskih društava se ne zaokružuju napori ovih kompanija za što bolje pozicioniranje na tržištu.

Borba za sticanje komparativnih prednosti se u poslednje vrijeme širi i na privlačenje odgovarajućeg kadra, prvenstveno već obučениh brokera i analitičara, koji su radili na sličnim poslovima, stekli određena iskustva i znanja. Tako otvaranje novog radnog mjesta u bilo kojoj brokerskoj kući, predstavlja početak "prelaznog roka" u kojem prvenstveno brokeri dobijaju bolje ponude za nastavak svoje karijere. Ova pojava je bila gotovo nezamisliva do par mjeseci unazad, dok sada ne izaziva nikakvo čuđenje. Deficit brokerskog kadra na tržištu znanja i otvaranje novih brokerskih kuća su u dobroj mjeri doprinijeli toj pojavi. Brokerska kuća koja privuče lice koje je već radilo brokerski posao dobija iskusnog radnika, koji sa sobom donosi informacije, poznanstva i određeni portfolio klijenta.

Međutim, preuzimanjem kadra se ne završava process "otimanja" od drugih brokerskih kuća. Naime, na tržištu brokerskih usluga sve veći značaj se pridaje benchmarkingu i učenju na osnovu najboljih iskustava ostalih učesnika na tržištu. Ideje koje su uspješno sprovedene od strane jedne brokerske kuće, automatski postaju predmet razmatranja i primjene od strane ostalih, što je još jedan dokaz jake konkurencije, koja neizostavno prati svaki učinjen korak.

2.5 Rezultati konkurencije na tržištu brokerskih usluga

Konkurencija predstavlja neizostavni dio marketing okruženja svake kompanije, na koji se mora računati u svim projekcijama preduzeća. Od odnosa snaga između konkurenata zavisi pozicioniranje svakog od njih i raspodjela tržišnog učešća.

Jaka konkurencija na tržištu kapitala Crne Gore, prisutna na svim nivoima, donosi značajne benefite, naročito za korisnike usluga brokerskih kuća:

- pojačava se asortiman usluga koje stoje na raspolaganju učesnicima na tržištu;
- gube se monopolske pozicije koje su bile u vlasništvu određenih brokerskih kuća;
- snižavaju se transakcioni troškovi;
- napori na povećanju transparentnosti daju sve bolje rezultate;
- upotpunjuju se pravila koja regulišu ovu oblast;
- smanjuju se mogućnosti za malverzacije od strane pojedinih učesnika na tržištu.

Sve navedene prednosti konkurencije će u budućnosti još više dolaziti do izražaja, a na tržištu će opstati samo oni koji će uspjeti da naprave najbolju kombinaciju u okviru svog marketing mixa.

Zaključak

Razvoj tržišta kapitala svake zemlje je praćen i razvojem tržišta brokerskih usluga. Tako je i tržište brokerskih usluga u Crnoj Gori, od svog nastanka do danas doživjelo značajne promjene. U prvom redu, mijenja se stav samih brokera, koji više ne čekaju da im klijenti sami dođu, već im idu u susret, i teže da ih privuku kreiranjem bolje ponude.

Postavlja se pitanje kako će izgledati tržište brokerskih usluga u Crnoj Gori i da li će se neka brokersko-dilerska društva zbog sve jačeg pritiska konkurencije ugasiti?

Na drugi dio ovog pitanja se ne mora nužno dati pozitivan odgovor, iako bi to bila potvrda jednog prirodnog procesa. Razvoj tržišta brokerskih usluga na području Crne Gore je neraskidivo vezan sa sudbinom njenog tržišta kapitala. Ukoliko naše berze naprave bližu saradnju sa drugim tržištima u regionu i time dodatno otvore naše tržište, broj berzanskih posrednika ne mora biti veći, ali kvalitet njihovih usluga zasigurno mora. Ovo znači, da bi u tom slučaju mogli očekivati i ulazak novih subjekata na tržište brokerskih usluga, ali i učešće naših brokerskih kuća na drugim tržištima kapitala. Tada bi investitorima na raspolaganju bio širi dijapazon brokerskih usluga, ali i više tržišnog materijala raspoloživog za trgovinu.

U suprotnom, da li crnogoskom tržištu prijeti slovački model, odnosno da li će obim trgovanja na crnogorskim berzama biti sveden na minimum nakon završetka privatizacije?

S obzirom na postojeće tendencije, koje vladaju tržištima kapitala širom svijeta, može se ipak zaključiti da trgovanje hartijama od vrijednosti na crnogorskom tržištu kapitala ne mora imati rok usko vezan za završetak procesa privatizacije. Naime, sve veći broj primjera integracije između berzi širom svijeta, učestali predlozi o primjeni takve prakse i među tržištima regiona, pojava novih finansijskih instrumenta, kao i sve značajnije učešće institucionalizovanih investitora, ukazuju na velike mogućnosti daljeg razvoja tržišta kapitala Crne Gore, a sa tim i tržišta brokerskih usluga.

Literatura:

1. Prof. dr Božo Mihailović: “*Marketing menadžment*”, Obod Cetinje i CPI Podgorica, Cetinje 2003;
2. mr Kenan Hrapović: “*Informacioni sistem za trgovanje hartijama od vrijednosti u Crnoj Gori*”, Časopis “Preduzetnička ekonomija” Volume VI, Postdiplomske studije “Preduzetnička ekonomija”, Podgorica 2004;
3. Jelena Janjušević: “Tržište kapitala Crne Gore – primjer uspješnih reformskih procesa”, Časopis “Preduzetnička ekonomija” Volume VIII, Postdiplomske studije “Preduzetnička ekonomija”, Podgorica 2005;
4. www.montenegroberza.com
5. www.nex.cg.yu
6. www.scmn.cg.yu

Sanja Radusinović*

Konkurencija u pružanju telekomunikacionih usluga

Abstract

Telecommunications is now acknowledged as one of the prime movers of the modern day economy. It is a vital infrastructure, affecting all national and public interests. Telecommunications is also technology intensive, which means that the administration of the policy in the telecom sector should strive to facilitate the inflow of technology so that a country does not lag behind in getting the full advantage of the emerging new technologies. The rapid technological transformation and the progressive market liberalization of telecommunications sector have resulted in a number of important regulatory developments that can ensure fair competition in the market place.

Key words: telecommunications, regulation, liberalization, competition

Uvod

Kao privredna grana u kojoj se povećavaju obim i vrijednost poslovanja, najvažniji je posredan uticaj koji telekomunikacije imaju na privredu u cjelini, koji se ogleda u smanjivanju troškova poslovanja svih privrednih subjekata i otvaranju novih načina za obavljanje postojećih privrednih djelatnosti i pokretanje novih. Najbolja ilustracija važnosti sektora telekomunikacija je razrješavanje spora u okviru Svjetske trgovinske organizacije (STO), između SAD-a i Meksika, povodom politike koju je Meksiko sprovodio u oblasti telekomunikacija. Naime, SAD su uložile primjedbu na zaštitu nacionalnog telekomunikacionog monopoliste od strane Meksika, i otežavanju pristupa stranim telekomunikacionim operatorima. Spor je trajao od novembra 2000. godine do juna 2004. godine, kada je postignut dogovor da Meksiko uskladi svoju praksu sa preporukama Svjetske trgovinske organizacije. S obzirom da se 97% svjetske trgovine odvija u okviru STO, ovaj podatak je najbolji dokaz da ulaganje u sektor telekomunikacija predstavlja jedan od osnovnih pokretača ekonomskog napretka.

S obzirom da su savremene telekomunikacije ključni nosilac razvoja društva, država bi trebala da omogući dostupnost telekomunikacionih servisa svim korisnicima na konkurentnom i liberalizovanom tržištu i da objezbjeđuje i unapređuje pravno

* Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore

okruženje za uspješan i siguran razvoj telekomunikacija u skladu sa najboljim evropskim iskustvima.

Iako je liberalizacija proces transformacije monopola u slobodno tržište, liberalizovano tržište ne nastaje odjednom, prostim ukidanjem monopola, već se gradi u dugom periodu vremena uz snažnu podršku najodgovornijih društvenih činilaca. U vremenu koje je iza nas je dugo preovladavalo mišljenje da je monopol bio koristan u periodu izgradnje telekomunikacione infrastrukture, u uslovima sporo promjenljive tehnološke osnove – u prvoj polovini XX vijeka. Ali...Šta donosi konkurencija? Bržu primjenu novih tehnologija, raznovrsnije usluge i sprječavanje dominacije jednog operatora. Naime, brze promjene u informaciono – komunikacionim tehnologijama omogućile su niz novih komunikacionih servisa. Ma koliko bila velika, jedna kompanija nije u stanju da zadovolji veliki broj novih i raznovrsnih potreba svojih klijenata. Da bi postojalo dobro uređeno tržište neophodno je postojanje optimalnog konkurentskog pritiska među učesnicima. Istraživanja stručnjaka u STO pokazuju da bivši monopolista u uslovima liberalizovanog tržišta telekomunikacija ostvaruje veći obim posla i povećan nivo ukupnih prihoda, iako mu se smanjuje udio učešća na tržištu. Upravo to je rezultat konkurencije na liberalizovanom tržištu, jer novi operatori uvode nove usluge, povećavajući na taj način ukupnu vrijednost usluga na tržištu. Bivši monopolista u tržišnim uslovima, čak i kada kasni sa uvođenjem novih usluga u odnosu na konkurenciju, vrlo brzo usvaja nove tehnologije i ima priliku da ih koristi efikasnije zbog postojećeg učešća na tržištu. Liberalizacija telekomunikacionog tržišta je prije svega motivisana željom da se krajnjim korisnicima pruži veći broj usluga po povoljnijim cijenama, što će uticati na povećanje konkurentnosti privrede i standarda stanovništva.

Crna Gora – regulatorni okvir i otvorena pitanja

Zakon o telekomunikacijama (donijet 27. decembra 2000. godine), osim što propisuje uloge raznih učesnika u sektoru telekomunikacija i pravila za licenciranje telekomunikacionih mreža i servisa, sadrži i određene mjere zaštite korisnika, kaznene mjere i određene tehničke smjernice. S obzirom na neka rješenja pomenutog Zakona, ne može se reći da je na takav način kreirani institucionalni okvir regulacije u potpunosti u skladu sa principima iz Direktiva EU o nezavisnosti regulatora od Vlade. Prema EU direktivama koje se odnose na regulatorni okvir, Vladi je legitimno dodijeliti značajnu ulogu u kreiranju politike sektora, a na regulatoru je da je primjenjuje. Naš zakon sa pojedinim svojim članovima ipak propušta da obezbijedi konkretnu nezavisnost Agencije. Parlament nije uključen u rad Agencije, što predstavlja zanemarivanje njegove značajne uloge u odobravanju politike koja je predložena od strane Ministarstva ekonomije i Vlade. Parlament bi u potpunosti mogao da predstavlja vrhovno tijelo kojem bi regulator bio odgovoran,

čime bi se dovelo do jasnijeg stepena nezavisnosti Agencije od Vlade. Kada je u pitanju finansiranje Agencije treba stvoriti mogućnost da se ostvareni višak dalje iskoristi za ojačavanje pozicije Regulatora, promociju pozitivne evropske prakse i istraživanje.

Od formiranja Agencije, postignut je značajan napredak u nekim kritičnim oblastima, ali je prema zahtjevima EU, ostvarivanje konkurentskog tržišta u gotovo svim segmentima sektora još uvijek daleko. Još uvijek postoji značajan raskorak između telekomunikacionih servisa koji su dostupni u Crnoj Gori i njenog regulatornog okvira. Postojeći zakonski okvir još uvijek nije u potpunosti harmonizovan sa evropskim okvirom za elektronske komunikacije. Shodno Direktivama EU iz oblasti elektronskih komunikacija, crnogorskom tržištu i njegovim novim učesnicima je neophodno omogućiti jasnu i transparentnu proceduru za brzo i jednostavno izdavanje dozvole za obavljanje djelatnosti koju žele da obavljaju na osnovu svojih poslovnih procjena.

Postojeći režim licenciranja koji dozvoljava da regulatorno tijelo zahtijeva posebne licence za određene aktivnosti nije u skladu sa odredbama EU Direktive o autorizaciji. Prema Članu 3(2) ove Direktive, pružanje mreža ili servisa elektronskih komunikacija može biti predmet generalnog ovlašćenja (autorizacije). Od operatora se ne mora zahtijevati da pribave eksplicitnu odluku ili neki drugi administrativni akt od Regulatora prije nego što počnu da primjenjuju svoja prava koja proizilaze iz autorizacije. Naknade za licence koje se trenutno naplaćuju prevazilaze administrativne troškove njihovog izdavanja, što predstavlja značajnu prepreku za ulazak na tržište.

Prema crnogorskom Zakonu o telekomunikacijama, uslov za regulatornu intervenciju jeste postojanje značajne moći na tržištu (Strong Market Position - SMP), što se definiše kao "pozicija javnog telekomunikacionog operatora ili javnog pružaoca telekomunikacionih servisa koji ima 25% ili više udjela na tržištu Republike u bilo kojoj od svojih aktivnosti, u vezi sa brojem korisnika određenih servisa." Iako stari evropski okvir takođe postavlja 25% udjela na tržištu kao prag za regulatornu intervenciju, novi okvir koji je više povezan sa konceptom dominacije iz zakonu EU o konkurenciji zahtijeva da regulatorna tijela definišu i analiziraju tržišta prema principima Zakona o konkurenciji. Osim udjela na tržištu nekog preduzeća, kod ocjene tržišne moći moraju se uzeti u obzir i neki kvalitativni kriterijumi, kao što su finansijska moć, veze sa raznim tržištima, barijere za ulazak na tržište i strukturalne veze sa drugim kompanijama.

Kada su u pitanju obaveze, evropski regulatorni okvir predviđa jedan sveobuhvatni skup sredstava koja stoje na raspolaganju nacionalnim regulatornim tijelima. Članovi od 9 do 13 EU Direktive o pristupu definiše grupu obaveza (takozvanih

"raspoloživih pravnih sredstava") koje nacionalna regulatorna tijela mogu da nametnu u slučajevima kada je operator označen kao operator sa SMP. To su transparentnost, nediskriminatornost, razdvojeno računovodstvo, obaveza davanja pristupa i kontrole cijena. Nacionalna regulatorna tijela imaju diskreciono pravo da odaberu odgovarajuću obavezu, a nametnute obaveze moraju zavisiti od prirode identifikovanog problema, i moraju biti proporcionalne i opravdane, u skladu sa ciljevima iz regulatornog okvira. Crnogorski Zakon o telekomunikacijama je nepotpun i prilično nejasan po pitanju obaveza koje se mogu nametnuti operatorima sa SMP.

Prema Zakonu o telekomunikacijama, Agencija za telekomunikacije će, uz konsultacije sa relevantnim operatorima ili pružaoциma servisa, utvrditi poseban režim regulacije cijena koji će važiti za javne telekomunikacione operatore i pružaoce javnih telekomunikacionih servisa sa SMP. Za razliku od toga, po EU Direktivi o univerzalnom servisu (Član 17), regulatorna kontrola servisa na nivou maloprodaje je samo krajnja mjera ukoliko se mjere koje se odnose na nivo veleprodaje ili na odabir operatora smatraju nedovoljnim da se postignu ciljevi iz regulatornog okvira.

Tarifna struktura je još uvijek krajnje neizbalansirana (cijene poziva u lokalnom saobraćaju su ispod troškova tog servisa i u velikoj mjeri se subvencioniraju iz prihoda "T-coma" od međunarodnog saobraćaja) uprkos procesu rebalansiranja tarifa koji je počeo 2005. godine. Prve promjene u visini tarifa stupile su na snagu početkom 2005. godine. One su vodile ka smanjenju cijena poziva u nacionalnom i međunarodnom saobraćaju, i povećanju mjesečne naknade za pretplatničke linije i cijene poziva u lokalnom saobraćaju. Ove promjene su značajan korak u pravom smjeru: predviđeni su i dalji koraci u tom pravcu do 2010. godine. Cijene se neće mijenjati do početka 2007. godine: poslije toga će se primijeniti gornji limit cijena. "T-com" je najavio novi rebalans tarifa, po kojem će biti povećane cijene lokalnih a smanjene cijene međunarodnih poziva i poziva prema mobilnoj mreži, uz komentar da nisu sigurni da li će dobiti saglasnost Agencije.

Na kraju, treba istaći potrebu daljeg jačanja relacija između nacionalnih operatora zemalja regiona i ekspertsku pomoć od strane EU. Osim navedenih pitanja treba iskoristiti priliku i iz prve ruke dobiti informaciju o rješavanju problema koji se naziru u skorijoj budućnosti, kao što je potreba snižavanja roaming tarifa¹⁴³.

¹⁴³ Viviane Reding, informacioni načelnik EU: Ne postoji veza između iznosa kojeg korisnici plaćaju i iznosa troškova operatora. Korisnici mobilne telefonije plaćaju pet puta veći iznos od iznosa troškova, što nije normalno i što pod hitno treba mijenjati

Crna Gora – konkurentno telekomunikaciono tržište?

Tržište fiksne telefonije

"T-com" je de facto monopolista fiksne telefonije na telekomunikacionom tržištu Crne Gore, jer je jedini javni telekomunikacioni operator koji ima licencu za pružanje telekomunikacionih servisa fiksne mreže i licencu za obavljanje međunarodnog saobraćaja.

Crnogorski Telekom pruža usluge fiksne telefonije i interneta objedinjene brendom "T-com", kao i usluge mobilne telefonije preko kompanije "T-mobile". Osim objezbjeđivanja telekomunikacionih usluga, djelatnost kompanije obuhvata održavanje i eksploataciju telekomunikacionog sistema na području Crne Gore i razvoj telekomunikacionih tehnologija. Na ovom tržištu su prisutni trendovi identični onima koji se mogu vidjeti i na prostoru EU. To su opadanje broja korisnika, uz povećanje prihoda (na EU nivou prihod se procjenjuje na oko 85.8 milijardi €¹⁴⁴). Pored toga zapaža se da je po broju korisnika naše tržište još uvijek daleko od EU prosjeka. Glavne kočnice razvoja ovog segmenta sektora, u smislu dostizanja EU standarada, su: odsustvo konkurencije (u formi jednog ili više alternativnih operatora, što je EU praksa), značajno smanjenje investicija Telekomu kada su u pitanju razvoj mreže, nebalansiranost tarifa (lokalni pozivi su daleko ispod EU prosjeka, dok su međunarodni pozivi višestruko veći) kao posledica "čuvanja socijalnog mira", nerealno visoke interekonekzione tarife u referentnoj interkonektivnoj ponudi (RIP) "T-coma" i nezaokruženost pravnih propisa u smislu pravilnika o razvezivanju lokalne petlje.

Tržište mobilne telefonije

Oblast mobilne telefonije je onaj segment telekomunikacionog sektora koji ostvaruje najdinamičniji razvoj (slika 1.)¹⁴⁵. Tržište mobilne telefonije u Crnoj Gori ima karakteristike duopola, i čine ga: "ProMonte GSM", koja je 100% vlasništvo "Telenor Mobile Communications AS", najvećeg provajdera telekomunikacionih servisa u Norveškoj i "T-mobile" koji je u vlasništvu "Crnogorskog Telekomu".

Na kraju oktobra 2006. godine ukupan broj korisnika mobilne telefonije u Crnoj Gori je iznosio 735.591 (penetracija 118,62%). Od ovog broja, 612.523 (83,27%) je prepaid korisnika, dok je postpaid pretplatnika 123.068 (16,73%). Od ukupnog broja korisnika mobilne telefonije u Crnoj Gori, 458.900 (62,39%) korisnika je imao

¹⁴⁴ Vidi: 11th Implementation Report from the European Commission, February 2006

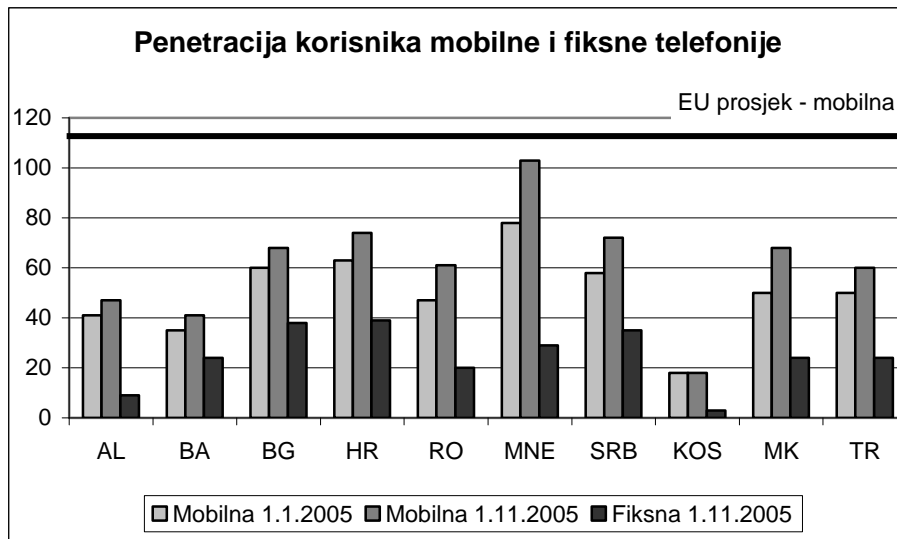
¹⁴⁵ Vidi: Report 2 – Country Comparative Report Supply of services in monitoring of South East Europe - telecommunications services sector and related aspects, Cullen International, Maj 22, 2006

"ProMonte" a 276.691 (37,61%) korisnika je imao "T-mobile". Od ukupnog broja pripaid korisnika, "ProMonte" je imao 396.979 (64,81%) a "T-mobile" 215.544 (35,19%) korisnika. Od ukupnog broja postpaid korisnika, "ProMonte" je imao 61.921 (50,31%) korisnika, dok je "T-mobile" imao 61.147 (49,69%) korisnika.

Tokom septembra mjeseca tekuće godine, registrovano je 47.255.046 SMS poruka. Od ovog broja, korisnici 069 mreže ("ProMonte") su ostvarili 32.278.307 (68,31%), a korisnici 067 mreže ("T-mobile") su ostvarili 14.976.739 SMS poruka (31,69%). Ukupni odlazni saobraćaj "ProMontea" je iznosio 30.476.344 minuta (58,65%), a "T-mobile" 21.487.009 minuta (41,35%)¹⁴⁶.

Osnovni problemi koji se mogu sagledati u ovom sektoru su skroman procenat učešća postpaid pretplatnika, smanjenje obima investicija u infrastrukturu i "nezainteresovanost" postojećih operatora za promocijom svih mogućnosti pristupa Internetu posredstvom GPRS i EDGE tehnologije, kao i implementaciju za naše prostore nove UMTS tehnologije.

Slika 1: Penetracija korisnika mobilne i fiksne telefonije



Izvor: Report 2 – Country Comparative Report Supply of services in monitoring of South East Europe - telecommunications services sector and related aspects, Cullen International, Maj 22, 2006

Tržište Internet komunikacija

Djelatnost Internet servisa na teritoriji Crne Gore obavljaju dva Internet provajdera - "T-com" i "MonteSky". "T-com" je počeo sa radom 1997. godine, a licencu za

¹⁴⁶ Izvještaj o stanju telekomunikacionog tržišta mobilnih operatora za mjesec oktobar 2006. godine; dostupno na sajtu www.agentel.cg.yu

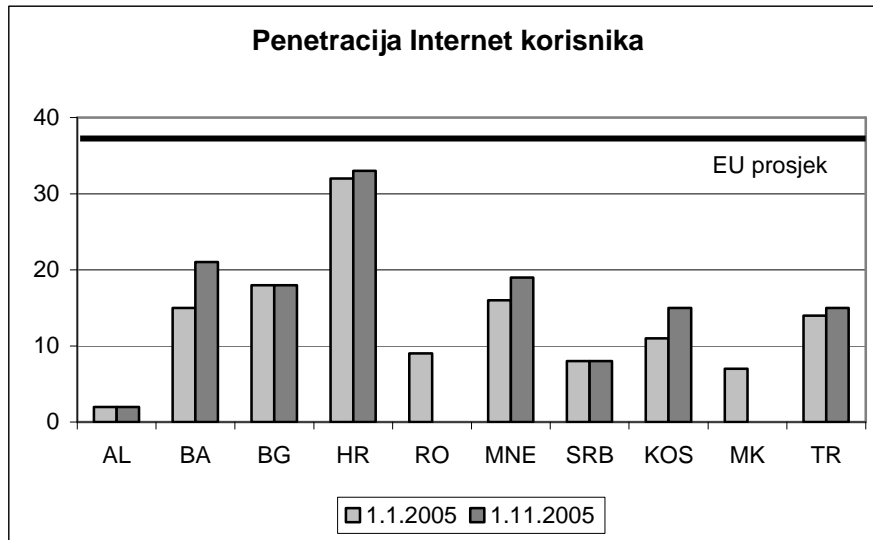
obavljanje djelatnosti je dobio od Agencije za telekomunikacije početkom 2002. godine. Njegov početak karakteriše joint venture aranžman između "Telekoma CG", Vlade Crne Gore i dva privatna investitora, sa učešćima 25%, 15% i 25% respektivno. Februara 2004. godine "Telekom CG" je od privatnih vlasnika otkupio 60% akcija, a tokom 2005. godine ostatak akcija od Vlade Crne Gore. Ukupan ostvareni prihod u 2005. godini je oko 4 miliona €, uz procjenu od oko 100.000 korisnika. Na kraju 2005 godine ICG je imao oko 120 iznajmljenih linija, preko 60.000 dial-up korisnika i oko 1.900 raspoloživih pristupnih linija.

Drugi Internet provajder, "MonteSky", je počeo sa radom krajem 2003. godine, a licencu za obavljanje djelatnosti je dobio od strane Agencije za telekomunikacije, početkom 2002. godine. "Informatika Montenegro", vlasnik "MonteSky", bavi se implementacijom internet tehnologija i integracijom sistema, i jedini je trenutni konkurent "T-coma". Agencija za telekomunikacije je izdala još pet licenci za obavljanje djelatnosti Internet provajdera, ali oni još nisu počeli sa radom, ili imaju beznačajno učešće na tržištu.

Ovaj segment karakteriše značajno zaostajanje za EU prosjekom, u smislu i prihoda i penetracije broja korisnika (Slika 2.)¹⁴⁷ Pored složene ekonomske situacije u proteklim godinama, glavni razlozi leže u postojanju takse za pružanje međunarodnog telekomunikacionog saobraćaja čije je postojanje i nivo koji je utvrđen uredbom Vlade, potpuno nepoznat EU praksi. Na taj način su novi operatori osuđeni da koriste usluge Crnogorskog Telekoma, koja ne pokazuje ambiciju da potpomogne razvoj ovog tržišta, već koristi svoj monopolistički položaj i otežava razvoj "slabašne konkurencije".

¹⁴⁷ Vidi: Report 2 – Country Comparative Report Supply of services in monitoring of South East Europe - telecommunications services sector and related aspects, Cullen International, Maj 22, 2006

Slika 2: Penetracija Internet korisnika



Izvor: Report 2 – Country Comparative Report Supply of services in monitoring of South East Europe - telecommunications services sector and related aspects, Cullen International, Maj 22, 2006

Crna Gora – spremnost za nove telekomunikacione usluge?

Korisnici tradicionalnih pružalaca telekomunikacionih usluga u zemljama EU imaju mogućnost izbora alternativnih provajdera fiksne telefonije pozivom na odgovarajući broj (*carrier selection*) ili rutiranjem svih fiksnih telefonskih poziva kroz mrežu alternativnih operatera (*carrier pre-selection*). Nijedna od ovih opcija ne isključuje mogućnost da korisnik i dalje koristi neke telekomunikacione servise tradicionalnog operatera fiksne telefonije.

U septembru 2005, gotovo 32% korisnika u EU15 je koristilo alternativne operatore za međunarodne pozive, dok ih skoro 23% koristi i za lokalne pozive¹⁴⁸. U isto vrijeme direktni pristup posredstvom mreža alternativnih operatera koristi 7.7% EU15 korisnika. Samo prošle godine broj korisnika alternativnih operatera je porastao za 1.2% za direktni pristup, 1.6% za međunarodne pozive i 3.7% za lokalne pozive¹⁴⁹ (procenti se odnose na ukupan broj korisnika).

Korisnici usluga fiksne telefonije u Crnoj Gori su uskraćeni za mogućnost izbora alternativnog operatera. Razlozi za to su paramonopol Crnogorskog Telekomu koji proizilazi iz: nedostatka odgovarajuće regulative (pravilnika o razvezivanju lokalne petlje, pravilnika o VoIP operatorima, pravilnika o prenosivosti broja,...), nerealno

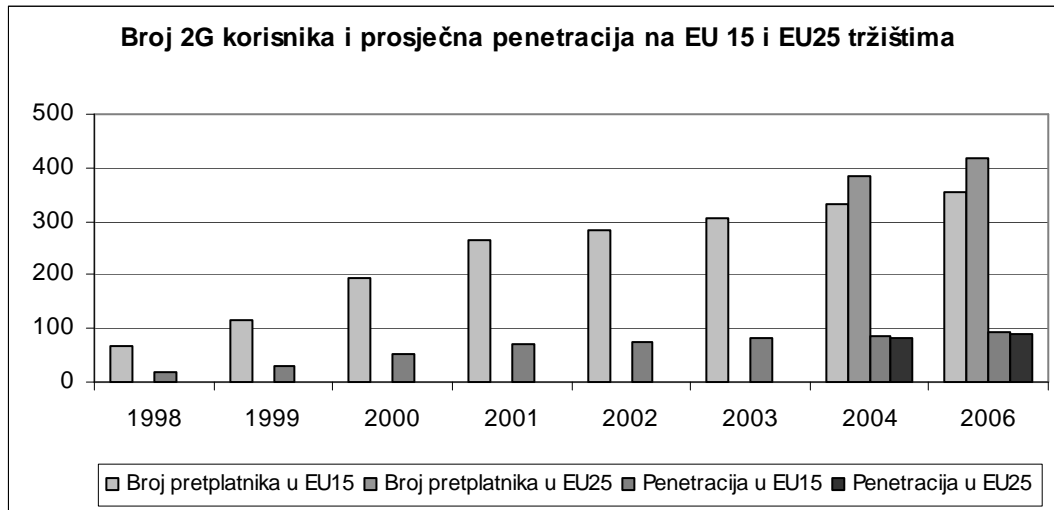
¹⁴⁸ Vidi: 11th Implementation Report from the European Commission, February 2006

¹⁴⁹ Ibid

visokih cijena interkonekcije prema mreži Crnogorskog Telekoma, postojana destimulativne Vladine takse za pružanje međunarodnog telekomunikacionog saobraćaja (koji uključuje ne samo govorni servis, već i prenos podataka tj. pristup globalnom Internetu), neizbalansiranosti tarifa (koje nijesu dobijene na bazi troškovnih modela, već kompromisima u fazi privatizacije Telekoma i težnje za očuvanjem socijalnog mira) i niska cijene mjesečne pretplate, odsustva zainteresovanosti Vlade da promoviše odgovarajuće resurse javnih preduzeća i afirmiše još uvijek neiskorišćene potencijale tržišta fiksne telefonije (još uvijek su dominantni korisnici fizička lica) kod nas i neprihvatljivost postojanja različitih tarifa za fizička i pravna lica. U svakom slučaju problem ne leži u tehnologiji (na raspolaganju je više mogućih rješenja čija je ekonomska isplativost nesporna), nezainteresovanosti korisnika (sve analize pokazuju da je trenutno veliki broj korisnika zainteresovan za korišćenje VoIP za recimo međunarodne pozive) i malom tržištu kao što se želi prikazati, čak i od strane onih krugova koji bi trebali da stimulišu konkurenciju i liberalizaciju telekomunikacionog tržišta.

Tržište mobilnih telekomunikacija u zemljama EU bilježi stalni porast broju korisnika, ostvarenih prihoda i broja operatora (koji su vlasnici sopstvene mreže ili igraju ulogu virtuelnih operatora), slika 3¹⁵⁰.

Slika 3: Broj 2G korisnika i prosječna penetracija na EU15 i EU25 tržištima



zvor: 11th Implementation Report from the European Commission, February 2006

¹⁵⁰ Ibid

Pored operatora koji nude usluge druge generacije mobilne telefonije (GSM, GPRS i EDGE) u gotovo svim zemljama Evrope (izuzetak su Slovačka i Litvanija) korisnicima su na raspolaganju i servisi treće generacije (UMTS tehnologija), koji pored tradicionalnih servisa prenosa govora i prenosa poruka (SMS, MMS) uključuju različite multimedijalne servise i mnogo efikasniji pristup Internetu. Novi 3G servisi i aplikacije će svakako biti podložni različitim regionalnim trendovima u smislu porasta broja korisnika. Najbolji primjer za to je Japan, gdje predviđanja govore o izuzetnoj stopi rasta servisa personalizovanog pristupa vijestima, sportskim informacijama, igrama i slično – do nivoa od 36% svih 3G prihoda, ispred govora (28%), mobilnog pristupa Internetu (14%) i MMS-a (13%). S druge strane, s pravom se može očekivati da 3G tehnologija ima značajnu ulogu u smanjivanju "digitalnog jaza" između regiona i kultura, jer se 3G mreže mogu smatrati efikasnim sredstvom za ostvarivanje ciljeva univerzalnog pristupa i omogućavanje naprednijih servisa i u manje naseljenim oblastima.

Interesantno je navesti primjer iz Velike Britanije gdje su Vodafone UK, jedan od najvećih operatora mobilne telefonije u Evropi, i British Sky Broadcasting (televizija Sky) potpisali ugovor zahvaljujući kojem korisnici Vodafone 3G mreže mogu da gledaju televizijske programe preko svojih mobilnih terminala. U ponudi su dva paketa programa, među kojima su i Sky News, Sky Sports, Sky One, MTV, Cartoon Network, Discovery Channel itd. Većina programa će biti isti kao i "konvencionalni" TV programi, dok će jedan broj biti prilagođen korisnicima mobilnih terminala i sastojati se od blokova informativnih i zabavnih emisija koji će se konstantno ažurirati. Cijena jednog programskog paketa je 5 funti mjesečno (oko 7,3 eura). Velika Britanija trenutno ima oko 75% pokrivenosti 3G mrežama i smatra se da će ovaj ugovor značajno povećati broj korisnika.

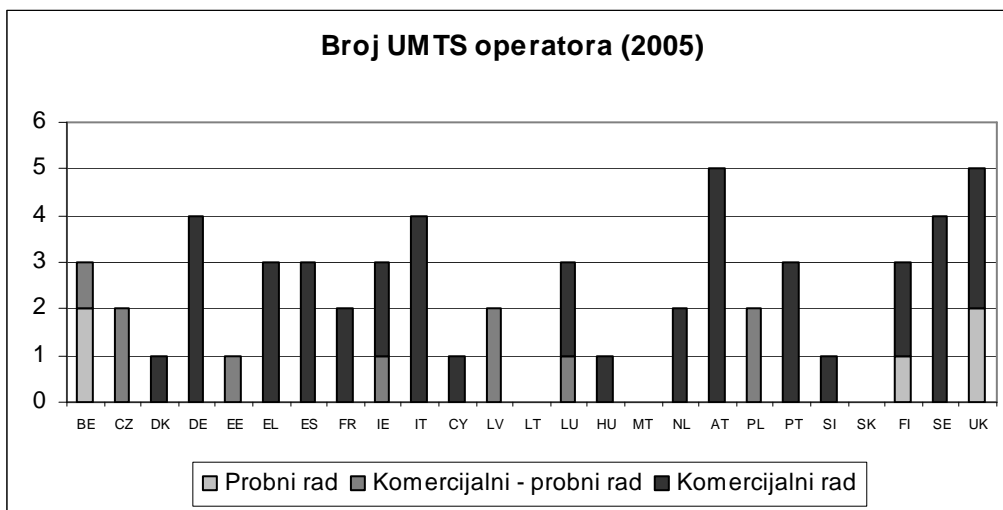
Broj operatora u zemljama EU koje su otvorile tržište za 3G tehnologiju (UMTS - WCDMA) se kreće od jednog do pet (Austrija, Velika Britanija,...), slika 4¹⁵¹.

Tržište mobilnih telekomunikacija u Crnoj Gori je najdinamičnije u kompletnom sektoru. Od ulaska na tržište drugog operatora (T-mobile, 2000. godine) bili smo svjedoci naglog napretka mreža, uvođenja novih servisa (SMS,...) i tarifnih paketa, otvaranja novih radnih mjesta, pada cijena poziva i mjesečnih naknada za postpaid korisnike. Međutim, od preuzimanja Promontea (sada je u 100% vlasništvu Telenora) i prodaje Telekomu Crne Gore, zapaža se lagana stagnacija u razvoju mreža, a pogotovu u planovima za implementaciju novih tehnologija. Trenutni servisi koji se nude kao podlogu imaju ranija ulaganja ili neminovnost na tržištu mobilne telekomunikacione opreme (GPRS, EDGE). Stvoren je svojevrsni duopol

¹⁵¹ Ibid

(koji nije stran u praksi drugih država) koji u sadašnjem trenutku koči dalji razvoj tržišta u smislu novih servisa koji su jedan od preduslova stvaranju imidža referentne turističke destinacije (za koje su potrebne investicije u nove tehnologije), promjene strukture korisnika (ogroman broj prepaid korisnika u odnosu na postpaid korisnike nije znak ekonomske moći jednog društva) i daljeg povećanja prihoda.

Slika 4: Broj operatora koji komercijalno nude UMTS servis (septembar 2005)



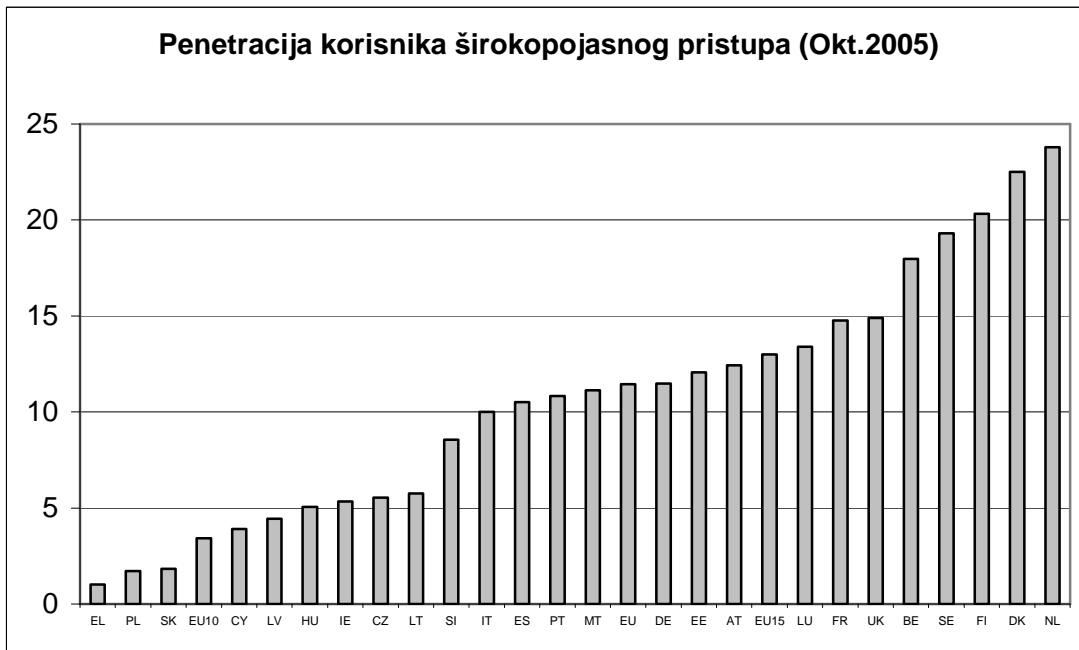
Izvor: 11th Implementation Report from the European Commission, February 2006

Rješenje je svakako u uvođenju konkurencije u liku neke od najmoćnijih svjetskih kompanija, kroz nastupajuću dodjelu licenci za pružanje servisa 3G mobilne telefonije. Agencija za telekomunikacije je 10.11.2006. godine raspisala tender koji je otvorio mogućnost podizanja tri 3G mreže, pri čemu bi se novom operatoru pružila mogućnost da zakupi i slobodne frekvencije u 2G opsegu koje nijesu dodijeljene postojećim operatorima. To svakako podrazumijeva da nosioci politike sektora ovome pristupe ozbiljno, bez predrasuda, neutralno i promišljeno. Od regulatora se očekuje da uredi regulatorni okvir tako da se minimiziraju troškovi postavljanja mreže i olakša posao obezbjeđivanja šireg pokrivanja, kao i specifičnih "društveno korisnih" servisa i aplikacija (npr. elektronsko zdravstvo i elektronsko obrazovanje). Paušalne konstatacije o cijenama u mobilnoj telefoniji kod nas koje su navodno ispod evropskog prosjeka ili mišljenje da će postojeći operatori "ugušiti" novog operatora, iako besmislene kada dolaze od nosioca politike sektora mogu predstavljati loš znak potencijalnim investitorima¹⁵².

¹⁵² Vidi: dnevne listove Republika (19.08.2005.godine) i Vijesti (14.08.2006.godine)

Tržište širokopojasnog pristupa (broadband access) u EU iz godine u godinu bilježi značajan porast broja korisnika i ostvarenog profita (slika 5)¹⁵³. Razlozi za to su visok stepen informatičke kulture građana, ekonomska razvijenost i regulatorna rješenja data u odgovarajućim EU preporukama. Kao operatori na ovom tržištu pored tradicionalnih operatora (Crnogorskog Telekom) se sve češće pojavljuju manje kompanije koje zakupom resursa tradicionalnih operatora (DSL operatori) ili postavljanjem sopstvene infrastrukture (WLL, WiMAX ili CaTV) iz godine u godinu preuzimaju sve veći dio tržišta.

Slika 9: Penetracija korisnika širokopojasnog pristupa (oktobar 2005)



Izvor: 11th Implementation Report from the European Commission, February 2006

Kod nas je stvar sasvim drugačija. Prisutna je potpuna dominacija "T-coma" koji u svojoj ponudi nudi ADSL servis i pristup Internetu posredstvom iznajmljenih linija. Osnovni razlozi za to i moguća rješenja su već pomenuta u dijelu u kojemu je bilo riječi o pružanju fiksnih telefonskih usluga. Pored toga, treba istaći potrebu za jednom širokom akcijom promocije mogućnosti informatičkih tehnologija i podizanja nivoa informatičke kulture, koju bi osim države finansirali Regulator i svi dominantni telekomunikacioni operatori. To bi bila jedna zajednička investicija u podizanje kvaliteta najograničenijeg resursa našeg sektora, a to je korisnik. Takođe, od nosioca politike sektora se očekuje da na najbolji mogući način promoviše ovaj segment sektora sa najvećim potencijalom za brzu dobit. Time bi se na najbolji

¹⁵³ Vidi: 11th Implementation Report from the European Commission, February 2006.

mogući način mogao popraviti poražavajući podatak penetracije broja korisnika Interneta kod nas, broja širokopojasnih pristupnih linija i nivoa prisutnosti Interneta na nivou lokalnih zajednica, koji su daleko od EU prosjeka.

Evropska komisija je u julu mjesecu tekuće godine iznijela predlog Zakona kojim bi trebao da za skoro 70% budu smanjene cijene korišćenja mobilnih telefona u inostranstvu, tzv. roming, tokom putovanja kroz zemlje EU. Komisija planira da kompanije koje pružaju usluge u oblasti mobilne telefonije na teritoriji Unije natjera da smanje tarife za roming.

Umjesto zaključka...

U Crnoj Gori, kada je pitanju mogućnost uvođenja novog operatora na telekomunikacionom tržištu, najveći problem je u tome što svi oni koji se protive toj ideji zaboravljaju na krajnje korisnike tj. kupce telekomunikacionih usluga.¹⁵⁴

Za očekivati je da onaj ko ne radi na usavršavanju ukupne ponude i nema dobar proizvod zazire od konkurencije, i spas traži u državi i njenim pravilima kojima će postaviti barijeru za ulazak novih učesnika. Jasno je da i je najjednostavnija dječja igra gotovo nezamisliva bez vrlo jasnih pravila ponašanja za sve koji u igri učestvuju, kao i za one koji je žele samo pratiti. Ali je čak i odsudstvo pravila bolje od promjene pravila u toku same igre. Lenjin je često isticao da bi ljudi mijenjali i geometrijske aksiome kada bi to bilo u njihovom interesu. Zato, na liberalizovanom tržištu Agencija za telekomunikacije je sudija, koja treba da osluškuje tržište i da se isključivo rukovodi interesom korisnika telekomunikacionih usluga.

"Neki prinčevi ne žele da se promijene ni po koju cijenu. Zbog toga oni doživljavaju neuspjeh kada se sreća promijeni. Duboko sam uvjeren da oni koji prilagođavaju svoj način ponašanja vremenu i okolini prosperiraju, a oni koji to ne čine propadaju. Time se objašnjava zbog čega je prosperitet prolazna kategorija. Kada se vrijeme i okolnosti promijene, svi koji se ne prilagode biće uništeni. Održavajte svoj stil i strukturu u skladu sa vremenom."

Nikolo Makijaveli

¹⁵⁴ Poruka Mahatme Gandhi indijskim imigrantima u Johannesburgu u Južnoj Africi, 1890. godine:

- Kupac ne zavisi od nas, mi zavisimo od njega.
- Kupac ne prekida naš posao. On je njegov cilj.
- Kupac nije stranac u našem poslovanju. On je njegov dio.
- Mi kupcu ne činimo uslugu služeći ga.
- Kupac čini uslugu nama time što nam dozvoljavamo da ga služimo.

Literatura

1. 11th Implementation Report from the European Commission, February 2006
2. Izvještaj o stanju telekomunikacionog tržišta mobilnih operatora za mjesec oktobar 2006. godine
3. Noam, Eli – Telecommunications in Europe, Oxford University Press, 1992.
4. Radusinović, Sanja – Radusinović, Igor – Kuda ide sektor telekomunikacija Crne Gore?, Zbornik radova Miločerskog ekonomskog foruma 2006. godine
5. Report 2 – Country Comparative Report Supply of services in monitoring of South East Europe - telecommunications services sector and related aspects, Cullen International, Maj 22, 2006
6. Strategija razvoja sektora elektronskih komunikacija, Vlada Republike Crne Gore, jun 2006

Slaven Popović*

Penny stocks : Jeftina kupovina, loša investicija

Abstract

Penny stocks, or shares with market price under 1 \$ usually, tend to be a very interesting phenomenon in today's capital markets. When choosing to invest in a penny stock, investors should beware of using only the share's low price in absolute terms, since that can be a completely wrong guideline. Penny stocks usually trade in low volumes, allowing a small amount of investment activity to generate wild swings in value. That can create a false signal that a rise in share price is backed by a real improvement of company's business. It can also open space for many fraudsters and do damage to small investors.

Keywords : Penny stock, risk, loss, pink list, shell company, fraud, reward.

1. Uvod

„Penny stock“ je termin koji je nastao na Wall Streetu i koristi se za označavanje akcije čija je cijena manja od jednog (a u nekim slučajevima pet) dolara. Među kompanijama čije se akcije trguju po ovakvim cijenama mogu se naći i neke veoma dobre, kao što su jedne od vodećih Internet marki (eToys.com, CBS MarketWatch, ili iVillage). Ali, u većini slučajeva, radi se o kompanijama čija je cijena akcije pala toliko nisko (uglavnom) kao posljedica lošeg poslovanja, da su izgubile svu pažnju potencijalnih investitora i bilježe male ukupne vrijednosti trgovanja.

2. Različita zainteresovanost velikih i malih investitora

First Call, konsultantska kuća u oblasti tržišta kapitala iz Bostona, dugo vremena prati ovakve akcije. „Penny-stock status može biti privlačan investitorima. Ali ako samo vrlo, vrlo niska cijena akcije može da vas navede da pomislite da je to dobra kupovina, onda bolje razmislite još jednom“, kaže Chuck Hill, direktor sektora istraživanja u First Callu.¹⁵⁵

Menadžeri investicionih ili penzionih fondova, ili drugih velikih institucionalnih investitora obično nisu uopšte zainteresovani za ove akcije. Osnovni problem za njih predstavlja nelikvidnost ovih akcija. Jednostavno, za ovako velike investitore

* Monte Adria Broker, Podgorica

¹⁵⁵ „A Danger Zone for Dirt-Cheap Net Stocks“, *Business Week*, November 2nd, 2000

premalo je akcija u opticaju da bi mogli pri kupovini da nesmetano prikupe dovoljnu količinu akcija, a da pri tome ne izazovu porast cijene. Takođe, pri prodaji akcija gotovo da je nemoguće ne izazvati pad cijene akcije. U nekim velikim fondovima je, čak, pravilo da se ne investira u kompanije čija je tržišna kapitalizacija ispod 100 miliona američkih dolara.

Percepcija je takođe dio problema. Vrlo niska cijena akcije često šalje signal velikim investitorima da je kompanija u lošem stanju. Iako niska cijena akcije ne znači da se kompanija nalazi pred bankrotom, signal koji ona šalje može da ima približno istu jačinu. Tu se problem produbljuje: zbog nezainteresovanosti fondova za ove kompanije, analitičari prestaju da ih aktivno prate. Bez toga, čak i kompanije koje pokazuju znake oporavka teško izbijaju u prvi plan i privuku dodatni kapital koji im je potreban za dalje uspješno poslovanje. Ono što može da uslijedi je masovna prodaja akcija među većinom akcionara kompanije i dodatno gubljenje povjerenja investitora u akciju.

Na najrazvijenijim svjetskim berzama, kakav je NASDAQ, ako cijena akcije bude ispod jednog dolara u trideset uzastopnih dana, onda ona može biti delistirana sa berze. Takva odluka se nikad ne donosi odjednom. Ona je posljedica jednog dugačkog procesa, onog koji svi investitori žele da izbjegnu ne samo zbog poražavajuće činjenice da su kupili akciju koja je sada dostigla istorijski najniži nivo cijene, već i zbog toga što u tom slučaju postoji velika šansa da njena cijena nikad više neće rasti kao u prošlosti.

Sljedeća tabela pokazuje uslove koje jedna kompanija treba da zadovolji da bi bila listirana na NASDAQ-u :

Tabela 1: Standardi za kontinuirani listing na NASDAQ-u

KRITERIJUM	STANDARD
Neto imovina	\$ 4 miliona
Tržišna kapitalizacija	\$ 20 miliona
Broj akcija u slobodnom tečaju	750000
Tržišna vrijednost slobodnog tečaja akcija	\$ 5 miliona
Minimalna tražnja za akcijom	\$ 1
Broj akcionara	400
Broj market-makera	2
Corporate governance	Pažljivo kontrolisano

Izvor : NASDAQ

Kada se delistira jedna kompanija sa NASDAQ-a, ona biva prebačena na tzv. pink listu, gdje se smiješta u istu grupu sa velikim brojem kompanija koje se ne trguju na glavnoj listi i imaju, u slučaju NASDAQ-a, u prosjeku par stotina akcija u ukupnom dnevnom prometu. Tada postaju „Wall Street Orphans“, odnosno, „siročad“ Wall Streeta. U ovom statusu kompanije mogu stajati godinama, međutim, mnoge od njih nemaju to vrijeme na raspolaganju i bakrot je čest slučaj među njima. Da bi to izbjegle, potreban im je proboj u centar pažnje tržišta kapitala, kako bi preko njega privukli potrebna sredstva za dalji opstanak i razvoj. Bez toga, imaju male šanse za uspjeh.

Prema svemu navedenom, ne treba da čudi napor koji berze ulažu da bi pomogle kompanijama da izbjegnu delistiranje, koje podstiče upravo onu neefikasnost koju su berze samim svojim nastankom trebale da eliminišu. Nijedan ozbiljan analitičar neće procjenjivati delistirane akcije i nijedan diler sa njom neće trgovati. Internet newsletter „Global Penny Stocks“ pravi nedjeljne analize penny stocksa. „Delistiranje je poput direktnog prebacivanja automobila iz salona na otpad“, kaže George Schlieben, autor tog newslettera. „Kao da akcije jedne kompanije zatvorite u neki mračan podrum, a investitori, čija je pažnja usmjerena negdje sasvim drugo, su jedini koji znaju za nju“, smatra Schlieben.¹⁵⁶

Američka konsultantska kuća Pegasus Research International takođe je napravila brojne analize ove kategorije akcija. Njen predsjednik, Greg Kyle, kaže: „Mali investitori ne treba da očekuju puno kada neke od ovih kompanija budu ipak preuzete od strane većih“. U većini slučajeva, prilikom preuzimanja, cijena akcije nije ni blizu svom istorijskom maksimumu. Čak i kada je cijena vrlo niska, potencijalni investitori koji imaju u planu da preuzmu kompaniju neće to učiniti sve dok kompanija ne prijavi bankrot i rasproda svu svoju imovinu. Krajnja solucija za male investitore često je prodaja akcija po cijenama veoma blizu nuli. Charles Schwab, američka brokerska kuća, klijentima u ovakvim slučajevima ne naplaćuje brokersku proviziju.

3. Osvrt na Crnu Goru

U Crnoj Gori, čije je tržište kapitala bilježilo ubrzan rast u periodu od 2001. godine do danas, penny stocks su takođe ostavile dubok trag. Akcionarska društva Ciglane „Rudeš“, „Izbor Bar“, „Napredak Kotor“, ili Rudnik mrkog uglja iz Berana, su samo neki od primjera koji pripadaju ovoj kategoriji. Naime, u periodu najvećeg mjesečnog prometa na berzama u toku 2006. godine i dvocifrenog mjesečnog rasta

¹⁵⁶ „Swallowed by Wall Street's Scrap Heap“, *Business Week*, Maj 2006.

berzanskih indeksa u toku jula i avgusta, došlo je do naglog povećanja cijena njihovih akcija i ukupne prometovane vrijednosti, a takvi događaji nisu bili zasnovani na nekoj velikoj (ili bilo kakvoj) promjeni u poslovanju kompanije ili bitnoj izmjeni vlasničke strukture u kompanijama. Štaviše, opšti utisak je da su ovi skokovi bili izazvani najviše zahvaljujući glasinama o nekom očekivanom velikom događaju koji će kompaniju dovesti u žižu interesovanja investitora i tako uticati na veliki skok cijene akcije. Kako je glasina informacija koja se vrlo brzo širi, tako je i tražnja za ovim akcijama dostigla neslućene razmjere u veoma kratkom roku. Sljedeće tabele pokazuju prosječne vrijednosti akcije i obime trgovanja četiri gorenavedene akcije u 11 mjeseci 2006. godine¹⁵⁷ :

Tabela 2: Prosječne mjesečne vrijednosti akcije i ukupna vrijednost prometa za odabrane akcije

Mjesec	Ciglana "Rudeš"		"Izbor Bar"	
	Prosječna cijena(€)	Ukupna vrijednost(€)	Prosječna cijena(€)	Ukupna vrijednost(€)
Januar	-	-	-	-
Februar	-	-	-	-
Mart	-	-	-	-
April	-	-	-	-
Maj	-	-	-	-
Jun	-	-	-	-
Jul	-	-	0.0116	33,838
Avgust	0.7067	25,256	0.0212	440,116
Septembar	0.6389	41,632	0.0231	100,889
Oktobar	0.1210	4,482	0.0160	17,795
Novembar	0.1078	212	0.0125	3,904

Mjesec	"Napredak" Kotor		"Rudnik mrkog uglja"	
	Prosječna cijena(€)	Ukupna vrijednost(€)	Prosječna cijena(€)	Ukupna vrijednost(€)
Januar	-	-	-	-
Februar	0.0039	1,473		-
Mart	0.0036	459		-
April	0.0043	521		-
Maj	0.0088	15,600		-
Jun	0.0145	19,296		-
Jul	0.0272	53,126		-
Avgust	0.0543	170,208	0.1398	262,634
Septembar	0.0507	52,259	0.1683	50,742
Oktobar	0.0365	7,023	0.1057	6,693
Novembar	0.0332	2,968	0.0750	75

¹⁵⁷ Izvor : NEX Montenegro

Uzimajući u obzir skoro nepromijenjeno stanje u kompanijama tokom ljeta 2006. godine, ovi podaci nedvosmisleno ukazuju da fenomen kupovine penny stocka pokazuje sve svoje osobine i u Crnoj Gori. Naime, kod kupovine ovakvih akcija najveći broj investitora spada u kategoriju „malih“, odnosno, svaki investitor pojedinačno ne posjeduje značajan udio u vlasništvu kompanije i njegov cilj je isključivo ostvarivanje kapitalne dobiti, a ne, na primjer, ulazak u Odbor direktora kompanije i unaprijeđenje njenog poslovanja. Dalje, ono što je mnogo važnije, je da većina ovih investitora dosta slabo informisana o samom poslovanju kompanije, njenim perspektivama razvoja ili procjenama opravdanosti kupovine njenih akcija. (Čest slučaj je i da se mali investitori opredjeljuju za kupovinu akcije isključivo na osnovu ocjene kretanja njene cijene u kratkom prethodnom roku).

Ono što, u kratkom roku, omogućava priroda jednog penny stocka je mogućnost velikog skoka cijene akcije koji se ostvaruje sa relativno malim ulaganjima, a o osnovni razlog je nelikvidnost ovakve akcije. Penny stocks se, dakle, trguju u malim obimima i ulaganja koja kod bilo hartije srednje tržišne kapitalizacije ne izazivaju značajne promjene u cijeni, kod njih na nju mogu značajno da utiču. Međutim, s obzirom da iza ovakvog skoka cijene ne stoji snažna dugoročna tražnja, ova nagla pomjeranja u cijeni akcije su kratkog roka i ona se brzo vraća na stari nivo i udaljava od svoje maksimalno dostignute vrijednosti.

Crna Gora je upravo i udžbenički primjer jednog fenomena koji je prisutan na svim tržištima kapitala u svijetu. Naime, penny stocks se po pravilu trguju u mahovima i u istovjetnim, kratkim vremenskim intervalima ove akcije zajedno dostižu rekordne vrijednosti. Ovome umnogome pomaže i povoljan investicioni trenutak, kada mali investitori procijene da je vrijeme da intenziviraju svoje kupovine. S obzirom da su četiri gorenavedene akcije imale najveći promet u toku jula i avgusta mjeseca među akcijama sa cijenom nižom od 0.35 € na početku posmatranog perioda, može se reći da su one pravi reprezentanti penny stocksa na crnogorskom tržištu kapitala.

Ono što je, dakle, bio slučaj u Crnoj Gori, je da su sve ove četiri akcije dostigle svoje rekordne vrijednosti u periodu od samo sedam dana (24.08.2006.-01.09.2006. godine), a takođe, to su bile nedjelje sa najvećim obimom u njihovom trgovanju¹⁵⁸. Ne govoreći o kvalitetu kompanija koje su predmet analize, napomenuću da je početkom novembra 2006. godine svaka od ove četiri kompanije izgubila preko 50% svoje vrijednosti, što se, opet, ne pripisuje njihovom slabom poslovanju, već isuviše brzom „pucanju balona“ koji je čest slučaj kod penny stocksa svuda u svijetu.

¹⁵⁸ Izvor : NEX Montenegro

4. Opasnost od prevare

U junu 2005. godine, dva čovjeka, od kojih je jedan po zanimanju promoter akcija (Bryan Kos), a drugi preduzetnik (Donald E. Oehmke), su spojila malu privatnu agenciju za zapošljavanje sa jednom shell kompanijom¹⁵⁹ sa Wall Streeta koju je kontrolisao Oehmke. Sa novom kompanijom, pod novim imenom – Concorde America, ali sa naslijeđenim mjestom na berzi od jedne od njenih prethodnica koja se trgovala na pink listi NYSE-a, njih dvojica su organizovali jednu agresivnu promotivnu kampanju za novu akciju, u kojoj su koristili lažne analize finansijskih izvještaja, netačne izjava za štampu i brojne e-maileve neiskrene sadržine. Uspjeli su da cijenu akcije povećaju sa 3\$ u Junu na 8.9\$ na početku Avgusta. Na dan kada je američka Securities And Exchange Commission (SEC) reagovala i pokrenula istragu, njih dvojica su već bili prodali sve svoje akcije i na taj način zaradili 11.3 miliona \$ (Oehmke) i 1.7 miliona \$ (Ros). Sljedećeg dana cijena akcije je bila 2.51\$.

Američki web-sajtspamstocktracker.com, napravio je eksperiment u kome je „virtuelno“ investirao u 1,000 različitih akcija, nakon što je za svaku od njih dobio savjet putem e-maila da je to dobra kupovina. Rezultat je bio sljedeći : da je investicija od 69,000\$ autora sajta, Joshua Cyra, bila stvarna, on bi u toku perioda od 15 mjeseci izgubio preko 46,000\$, odnosno preko 66% investiranog kapitala. Cyr kaže da cijene akcija ovakvih kompanija u jednom momentu naglo porastu, a onda brzo izgube i preko 90% vrijednosti. Kompanije koje su instrument prevare često znaju da budu stvarne, dobro poslujuće kompanije, koje međutim, nisu ni svjesne da ih neko lažno predstavlja preko Interneta i na taj način stvara ogromnu tražnju za njima. Naravno, onaj ko lansira ove netačne informacije, pred sam početak ovakve promotivne kampanje kupuje veliku količinu akcija po još uvijek niskoj cijeni, a onda nastoji da proda svaku akciju vrlo brzo, čim ona dostigne izuzetno visoku cijenu.

Penny stocks pružaju svima priliku da se uključe u trku za profitom, kako malim investitorima, tako i najrazličitijim špekulantima. Među njima se našao i petnaestogodišnji dječak iz Pensilvanije, Jonathan Lebed. Naime, njemu je SEC tokom 2000. godine naredila da vrati svih 272,826 \$ koje je zaradio tako što je koristio Internet da bi vještački podigao cijene svojih akcija.

5. Zaključak

Penny stocks su posebna grupa akcija kod kojih je potrebno i više analiza i opreznosti prilikom ulaganja nego što je to slučaj sa velikim, likvidnim hartijama. Naravno, među ovakvim akcijama može biti i onih koje nose mali rizik investiranja,

¹⁵⁹ Shell kompanija je ona koja više nema stvarnu imovinu, ali je i dalje listirana na berzi

ali one su ipak rijetke. Ono što je do sada po pravilu bio slučaj u svijetu, a i Crnoj Gori, je da ovakve akcije privlače investitore koji se više oslanjaju na faktore koji nemaju puno dodira sa investicionim analizama i berzu posmatraju kao izvjesnu vrstu kocke.

Berza, naravno, može i biti kocka, ali to je ona vrsta kocke u kojoj ipak pobjeđuje sposobniji i spremniji da brzo prikupi i prihvati nove informacije i promjene. Penny stocks – ono što je jeftino, ne mora uvijek i da bude dobro.

Literatura :

1. Bowser, Max, *Penny Stock Winners*, Marathon International Book Company, (March 1, 2000)
2. Frick Robert, and Lynne Vellenga Marry, *Keys to Risks and Rewards of Penny Stocks*, Barron's Educational Series (May 1990)
3. Colobatto, Enrico, *The Rational Foundations of Economic Behavior*, MacMillan, 1996
4. Holtzclaw, Dan, *The Little Black Book of Microcap Investing: Beat the Market with NASDAQ/AMEX Microcap Stocks, OTCBB Penny Stocks, and Pink Sheet Stocks*, Greek Financial Services; 1st edition (August 18, 2006)
5. Holtzclaw, Dan, *Penny Stocks: The Next American Gold Rush*, Greek Financial Services (October 11, 1999)
6. Pejovich, Svetozar, *Economic Analysis of Institutions and Systems*, Dordrecht-Kluwer Academic Publishers, 1995
7. Vukotić, Veselin, *Makroekonomski računi i modeli*, CID, Podgorica, 2000
8. Vukotić, Veselin, *Psihofilozofija biznisa*, CID, Podgorica, 2003

Članci:

1. „A Danger Zone for Dirt-Cheap Net Stocks“, *Business Week*, November 2nd, 2000
2. „Pump and dump ”, *The Economist*, August 24th 2006
3. „Swallowed by Wall Street's Scrap Heap“, *Business Week*, May 2nd, 2001
4. „Wall Street's Dirty Rotten Little Scoundrels“, *Business Week*, March 21st, 2005
5. Djikanović, Zoran, Privatization in economic theory, *Entrepreneurial economy*, Volume VII, Postgraduate Studies “ Entrepreneurial economy”, 2004
6. Vukotić, Veselin, Mentalni resursi razvoja, *Vijesti*, maj 2006

Maja Barada*
Sandra Tinaj*

Ekonomске slobode, nužan i dovoljan uslov za rast stranih investicija

Abstract

Direct foreign investments are promoters of economic development and there is no doubt that there are important for economy in transition.

How to reach direct investments? Direct investment will be reached by high level of economic freedom. Economic freedom is necessary and sufficient conditions for increasing of direct foreign investments. There is a flow of capital in countries which has the most favorable ambient for it's multiply. This favorable ambient should not subtend use and mobile of capital. This kind of environment we can get only with liberalistic economy, which means economy with high level of economic freedom.

Key words: direct foreign invetsment, economic freedom, regulation, state, private property

Uvod

Strane direktne investicije su promoteri privrednog razvoja i njihov značaj za zemlje u tranziciji je neosporan. Kada govorimo o stranim direktnim investicijama, mora se shvatiti da se njihov značaj ne iscrpljuje samo funkcijom dodatnog izvora kapitala za zemlju. To jeste veoma važan razlog za privlačenje stranih direktnih investicija, posebno u situacijama kada je niska akumulativna sposobnost privrede, ali nije jedini. Ostali razlozi ili razvojni efekti stranih investicija su: jačanje konkurentnosti domaće privrede, rast izvoza, transfer moderne tehnologije, rast društvenog proizvoda, poboljšanje kvaliteta menadžmenta, poboljšanje kvalifikovanosti radne snage i sl.

Kako do stranih investicija? Velikim stepenom ekonomskih sloboda. Ekonomске slobode su nužan i dovoljan uslov za rast stranih investicija. Kapital dolazi u one zemlje u kojima je najpovoljniji ambijent za njegovu oplodnju. Povoljan ambijent za oplodnju kapitala čini onaj ambijent koji u najmanjoj mjeri ograničava njegovu upotrebu i mobilnost. Ovakav ambijent pruža samo liberalno orjentisana ekonomija

* MIPA
* MIPA

koja podrazumijeva visok stepen ekonomskih sloboda. Jednostavno govoreći i na osnovu jedne zdravorazumske intuicije, liberalna ekonomija predstavlja ekonomiju koja u najvećoj mogućoj mjeri omogućava ljudima da rade šta hoće, slijedeći svoj lični interes u skladu sa tržišnim pravilima do kojih su spontano došli proizvođači i saradujući. Liberalna ekonomija znači slobodu pojedinca i nepovredivost privatne svojine. Liberalno orjentisana ekonomija, tj. ekonomija velikog stepena ekonomskih sloboda, znači da pojedinac samostalno odlučuje o korisnosti svojih projekata. Pojedinac odlučuje o korisnosti svojih projekata, koji su izloženi konkurenciji koja vlada u društvu i da bi se isti održali, moraju se usavršavati, što povećava ukupnu moć društva.

Između ekonomskih sloboda i stranih investicija postoji korelacija. Data konstatacija će biti objašnjena i dokazana u ovom radu. Tačnije, da ne zvučimo pretenciozno daćemo sve od sebe da datu konstataciju objasnimo i dokažemo u narednom dijelu. Rad će biti koncipiran na sledeći način: čitav rad će predstavljati jednu cjelinu, tema će biti koncizno izlagana, pri čemu će se napraviti par osvrti i dodatnih komentara. Rad će se sastojati iz tri poglavlja, uvoda, poglavlja koje se usko fokusira na temu i zaključka.

Šta su strane direktne investicije, a šta ekonomske slobode? Direktne strane investicije su prekogranične investicije u kojima rezident jedne države (direktni investitor) stiče trajan interes u preduzeću koje posluje u drugoj državi. Po konvenciji, direktna investicija je ostvarena kada investitor posjeduje 10% ili više akcija preduzeća ili pravo glasa u preduzeću. Ekonomske slobode predstavljaju odsustvo državne prinude ili ograničenje nad proizvodnjom, raspodjelom i potrošnjom dobara i usluga¹⁶⁰. Analiza ekonomskih sloboda podrazumijeva anлізу 50 faktora koji se mogu grupisati ¹⁶¹:

1. Trgovinska politika,
2. Porezi,
3. Državne intervencije u privredi,
4. Monetarna politika,
5. Tokovi kapitala i strana ulaganja,
6. Bankarstvo,
7. Kontrola nadnica i cijena,
8. Vlasnička prava,
9. Regulacija,
10. Siva ekonomija.

¹⁶⁰ Heritage Foundation

¹⁶¹ Heritage Foundation

Svaki od ovih faktora pojedinačno i sublimirano utiče na strane investicije i iz analize uticaja svakog od njih smo izvukli sledeću poruku - tržišta što više, države koliko mora.

Trgovinska politika

Trgovinska politika je naziv za posebnu sferu ekonomske politike, koja ispituje svrsishodnost te politike, razrađuje njene akcije i predlaže određene mjere¹⁶². Trgovinska politika može podsticati trgovinsku djelatnost i time doprinositi opštem napretku zemlje. Klasična ekonomska teorija tvrdi da je međunarodna trgovina korisna za sve zemlje i njihove građane. Takvo uvjerenje se zasniva na ideji "komparativnih prednosti" – svaka zemlja treba da se opredijeli za proizvodnju onoga što joj najbolje uspijeva, da razmjenjuje te proizvode za druge, kako bi se u globalnoj ekonomiji postigla najefikasnija raspodjela resursa i najviši nivo proizvodnje i rasta u svim zemljama. Kako doći do situacije u kojoj svi proizvode, zasnovano na komparativnim prednostima? Jednostavno, slobodnim tržištem. Na slobodnom tržištu će se za kratak period iskristalisati situacija. Oni koji budu najbolji i najefikasniji u svojoj oblasti, opstaće na tržištu, ostali će na osnovu rezultata koje plasira tržište morati da rade na svojoj efikasnosti ili usmjere sredstva tamo gdje će postizati bolje rezultate, što će povećati nivo korisnosti na globalnom nivou.

Kako trgovinska politika jedne zemlje utiče na direktne strane investicije? Zemlja nije interesantna stranom investitoru ukoliko u njoj postoje bilo kakva trgovinska ograničenja i barijere. Strani investitor želi da plasira svoje proizvode isključivo na slobodnom i korektnom tržištu. Pođimo od jednostavne biznis logike i dva hipotetička primjera. Strani investitor želi da proizvodi čokolade u Crnoj Gori, sa namjerom da ih prodaje na domaćem i inostranom tržištu. On dolazi u Crnu Goru i nailazi na situaciju u kojoj država stimuliše domaćeg proizvođača, daje mu mogućnost bezcarinskog izvoza i ne postavlja mu zahtjeve za ispunjenje određenih standarda. S druge strane, strani investitor se suočava sa postojanjem izvoznih barijera, ne raspolaže nikavim podsticajima i mora da posluje u skladu sa nizom obavezivajućih standarda npr. ekoloških. Da li mislite da će taj investitor zaista prihvatiti ta ograničenja i doći u Crnu Goru? Apsurd. Slična situacija, strani investitor planira da izgradi fabriku i proizvodi prehrambene proizvode u Crnoj Gori zbog njenog statusa ekološke države i u tom slučaju, zbog odgovarajućeg kvaliteta proizvodnje on želi da uvozi određenu količinu sirovina iz inostranstva. Međutim, Vlada štiti domaće poljoprivrednike i uvodi količinske i carinske barijere, što uvoz čini skupljim. Da li mislite da će se u toj situaciji strani investitor odlučiti za

¹⁶² Ekonomski leksikon

izgradnju fabrike u Crnoj Gori? Da li iko sumnja u tvrdnju da slobode u trgovinskoj politici, između ostalog dovode do rasta investicija.?

Porezi

Postoji veliki broj definicija poreza u zavisnosti od aspekta posmatranja. Ona definicija koja je nama bila jako prijemčljiva je, porez je dio dohotka ili imovine što ga država silom svoje vlasti oduzima, za pokriće svojih rashoda ili u druge svrhe od fizičkih ili pravnih osoba, bez vršenja neke neposredne protiv-činidbe¹⁶³. Prema tome, osnovne karakteristike poreskih davanja su:

- Da ih naplaćuje država ili druga društvena ili politička zajednica,
- Da nisu dobrovoljnji
- Da nema neposredne protiv-činidbe.

Situacija je potpuno jasna, kada je u pitanju interakcija između visine stranih investicija i visine poreza, tačnije, interakcija između nivoa biznis aktivnosti i iznosa investicija bilo domaćih ili stranih i nivoa poreza. Njihov odnos je obrnuto proporcionalan. Porezi, destimulativno utiču na investicije i na privrednu aktivnost, uopšte. Razlog tome je evidentan, porezi predstavljaju rashode poslovanja i manji dio profita ostaje nakon završenog procesa oporezivanja. Kapital je mobilan, on se kreće iz jedne djelatnosti u drugu, iz jedne zemlje u drugu isključivo zbog profita. Ako neko zbog visokih poreskih stopa ne može da ostvari zadovoljavajući profit, ili ako zbog istih, u jednoj zemlji može ostvariti veći profit nego u drugoj, nesumnjivo je da će njegov izbor biti zemlja većeg profita. Danas u svijetu postoji konkurencija u privlačenju stranih investicija. Ova konkurencija postoji i u pogledu snižavanja poreskih stopa. Ne želimo da zvučimo pretenciozno, ali mi preudiciramo tendenciju njihovog nestajanja.

Državna intervencija

Državne intervencije u privredi predstavljaju svaku aktivnost države koja ograničava alokativnu funkciju tržišta. Tu se podrazumijevaju porezi, subvencije, carine, kvote i druge vrste regulacije i kontrole. Svaka intervencija države, dovodi od neefikasne alokacije resursa i to iz sledećeg razloga. Osnovni tržišni signal je cijena. Na osnovu cijene kompanije alociraju svoja sredstva na proizvodnju jednog ili drugog proizvoda. Opet polazimo od hipotetickog primjera, na tržištu postoji kompanija, koja je u državnom vlasništvu i koja prodaje proizvode po cijeni koja je subvencionisana. Ova kompanija prodaje proizvode na tržištu po cijeni koštanja od €2, dok država subvencionise razliku u cijeni od €1 da bi kompanija ostvarila profit.

¹⁶³ Enciklopedije leksikografskog zavoda, 1969

Ovaj €1 ne plaća niko, do stanovništvo, tako da njih ovaj proizvod svejedno košta tri eura, a stvara se prividna slika da je dati proizvod jeftin. Šta se dešava u ovoj situaciji? Kompanija koja bi mogla isti proizvod da proizvodi po cijeni koštanja od €1.80 i da ga prodaje za €2.5, jer se zadovoljava manjom maržom i jer je pod uticajem cjenovne konkurencije drugih kompanija, ne ulazi na tržište jer joj nije isplativo da prodaje proizvod po €2 eura i nije cjenovno konkurentna subvencionisanoj kompaniji. Ovakvom reakcijom, mi isključujemo efikasnijeg učesnika i realno nižu cijenu sa tržišta i onemogućujemo ulazak stranog kapitala u ovu djelatnost.

Monetarna politika

Monetarna politika je skup pravila, mjera, propisa i instrumenata kojima su u monetarnoj sferi društvene reprodukcije reguliše nivo, struktura i dinamika novčane mase kao i cirkulacija novca u pomenutim kanalima reprodukcije. Monetarna politika ima ogromne konsekvence na privrednu djelatnost i strani investitori je posmatraju sa velikom dozom budnosti i pažnje. Većina odluka stranih investitora je između ostalog bazirana i na monetarnim performansama zemlje u koju žele da ulažu. Kada je monetarna politika prepuštena u velikoj mjeri tržištu, postoji manja opanost od drastičnih nepravilosti, kao što je visoka stope inflacije. U situacijama kada kreatori monetarne politike imaju veliki prostor za intervencije na tržištu imaju ujedno i veliki prostor za pravljenje velikih grešaka, koje imaju negativne dugoročne implikacije na poslovanje. Ukoliko monetarna sfera nije u dovoljnoj mjeri liberalizovana, kreatori ove politike imaju mogućnost da emituju veću količinu novca radi pokrivanja javne potrošnje. Ova količina novca ne odgovara zahtjevima tržišta, posledica toga je inflacija i devalvacija valute. Strani investitor se suočava sa inflatornim i kursnim rizikom. Povećanjem cijena ne može da prati inflaciju i ostvaruje inflatorne gubitke. Pored ovoga, investitor je novac za projekat pozajmio u inostranoj valuti i u njoj ga servisira, dok svoje proizvode i dalje prodaje u domaćoj. Konsekvence su evidentne i nesumnjivo je da je ovo nezavidna situacija u koju ne želi da zapadne nijedan ozbiljan investitor. Liberalizacija ove sfere ne garantuje potpunu stabilnost, i normalno je da uvijek postoje komercijalni rizici, ali se bar isključuje postojanje nestabilnosti kao rezultat ljudskog neznanja i dominacije interesa pojedinaca.

Tokovi kapitala i strana ulaganja

Kada određena kompanija pokazuje interesovanje za datu zemlju, važan ili bitan segment u donošenju odluke je postojeća situacija zemlje po pitanju stranih ulaganja i tokova kapitala. Stranim kompanijama je jako bitna informacijama o utiscima postojećih stranih investitora u zemlji i njihovom tretmanu. U ovoj kategoriji koja je bitna u kreiranju slike o ekonomskim slobodama jedne zemlje, važno mjesto

zauzima odnos između tretmana domaćih i stranih investicija. Najpovoljnija situacija u ovoj priči je nacionalni tretman stranaca koji obezbeđuje potpuno jednake uslove za poslovanje domaćih i stranih kompanija. Zašto je ovaj tretman bitan? Zato što svako povlašćeno tretiranje domaćih, ili pak diskriminacija stranih kompanija, povećava konkurentnost domaćih i smanjuje konkurentnosti stranih kompanija. Ovo nije ambijent fer i korektne tržišne utakmice i ponovo imamo problem narušavanja alokativne funkcije tržišta i neefikasne alokacije. Kapital će pristati da se stacionira u zemlji, ako mu se ne ograničava mobilnosti tj. ne ograničava izlazak iz zemlje u trenutku kada je profitabilnija prilika na drugoj strani, ili mu se ne ograničava prelazak iz jedne sfere djelovanja u drugo bez prisustva visokih transakcionih troškova. Nasilni ili regulativni vidovi ograničavanja kapitala nisu uputni, jedina stvar koja može kapital zadržati i stacionirati duži vremenski period, jeste profitabilnost.

Bankarstvo

Jednostavno rečeno, bankarstvo je poslovanje koje obuhvata držanje depozita i posuđivanje novca za čiju realizaciju postoji veliki broj sredstava. Bankari posluju s svojim dugom i dugom drugih ljudi. Po pitanju veze između stranih investicija i bankarstva postoje dva aspekta posmatranja. Prvi je kvalitet i asortiman usluga koje bankarski sektor u datoj zemlji nudi, a drugi aspekt je mogućnost ulaska i poslovanja u pomenutom sektoru. Po pitanju prvog aspekta, sam dolazak stranog investitora je uslovljen kvalitetom i asortimanom usluga koje nudi bankarski sektor. Svaka inostrana investicija podrazumijeva situaciju koja obuhvata veliki broj transakcija, brzo servisiranje kredita, često i neke operacije na finansijskom tržištu i iz tog razloga veoma je bitno da je u zemlji koja želi da privuče strane investicije, prisutno razvijeno bankarstvo koje ima sposobnost raspolaganja širokim dijapazonom finansijskih instrumenata i djelovanja. Drugi aspekt posmatranja možemo proizvesti iz prvog. Da bi zemlja obezbijedila ovakvo bankarstvo ona mora biti spremna da propiše fleksibilniju regulativu za osnivanje banaka, regulativu koja će omogućiti i velikom broju inostranih banaka, koje imaju pristup međunarodnom tržištu kapitala, da posluju na njenoj teritoriji, jer je to jedini način za dolaženje do efikasnog bankarskog sektora. Konkurencija tj. sloboda ekonomskog djelovanja i u bankarskom sektoru je jedini način za dolaženje do kvalitetnih usluga u istom.

Kontrola nadnica i cijena

Sama riječ kontrola ima negativnu konotaciju i izaziva negativnu emociju. Činjenica je da niko ne želi da bude kontrolisan. Kontrola podrazumijeva ograničavanje slobode i u isto vrijeme postojanje autoriteta, postojanje nama nadređenog. Kakve implikacije ima kontrola nadnica i cijena na direktne strane investicije? U skladu sa svim prethodno navedenim, svaka kontrola nadnica i cijena i ograničavanje u bilo

kom smislu stvara negativnu sliku o ekonomskim slobodama u zemlji i samim tim utiče na smanjenje ili pak nepostojanje investicija. Investitor ulaže svoj kapital s osnovnim ciljem sticanja profita, a šta se dešava s istim ako svakom zaposlenom mora da ponudi tačno određenu nadnicu koju je odredila država i koja nije u skladu sa njegovim stvarnim učinkom? Da li će zaista neko uložiti svoj novac i pustiti državu da odlučuje umjesto njega? Naravno da ne. Za kompaniju nadnice zaposlenima predstavljaju trošak i ona, tržišnom logikom pokušava da troškove svede na minimum, u cilju poboljšanja svoje konkurentnosti. Isto tako, kontrola plata ne dozvoljava izdvajanje najboljih i najproduktivnijih, ne dozvoljava motivaciju kvalitetnog kadra. Bolje rečeno, ko će biti uopšte motivisan da radi ako ima zagaranovanu plata koja se neće promijeniti sa promjenom učinka i koja će biti ista kao i drugima koji ulažu manje napora i koji su neefikasni. Isto se dešava i sa cijenom proizvoda. Zašto bi neko prodavao svoje proizvode po kontrolisanoj cijeni, koja je ispod tržišne, ako zna da ih može prodati po višoj, tržišnoj cijeni? Cijena je osnovni signal na tržištu. Ona omogućava proizvođačima da donesu odluku o tome šta da proizvode i u kojim količinama i potrošačima za koji proizvod da se odluče. Promjene cijena obavještavaju o promjeni preferencija i jednih i drugih i na taj način dovodi do efikasne alokacije resursa. Kada je cijena kontrolisana ona daje pogrešne signale i jednoj i drugoj strani i dovodi do lociranaj proizvodnje u realno ne produktivne i nekonkurentske grane privrede. S druge strane, cijena za kompaniju predstavlja prihod tj. kontrolom cijena, kontroliše se i prihod. Ko bi pristao na ovakav tretman, ako postoji alternativa?

Vlasnička prava

Vlasnička prava nisu neke stvari, nego odnosi ovlašćenja među pojedincima.¹⁶⁴ Bitnost zaštite vlasničkih prava nije bitan segment samo za strane investitore, to je bitna činjenica za sve ljude koji djeluju u određenoj zemlji. Možda je i suvišno govoriti o značaju istog. Strane kompanije dolaze u neku zemlju samo onda kada su sigurni da ce im sva prava biti garantovana i da će imati potpunu slobodu djelovanja u skladu sa svojim pravima. Da li bi bilo koji investitor došao u zemlju gdje je eksproprijacija stvar prakse? Još bolje, da li bi bilo ko od građana te zemlje učinio isto da se nalazi na mjesto ove kompanije? Mislimo da je ovim pitanjem, dat i odgovor.

¹⁶⁴ Pejović, S., - "Economic Analysis of Institutions and System"; Klower Academic Publisher Gron Dordrecht.

Regulacija

Najopštije rečeno, regulacija predstavlja svako ograničavanje ili sputavanje privredne aktivnosti. Regulacija je kroz prethodni tekst u mnogome objašnjena. Poreske stope, carine, ograničenja aktivnosti kroz mjere i propise i sl. predstavljaju regulaciju. Ona je destimulativna, jer ne samo što komplikuje procese obavljanja privredne djelatnosti, već ih i poskupljuje. Npr. ako je u zemlji regulacija osnivanja biznisa kompleksna i nejasno definisana, strani investitor će steći loš utisak o sistemu zemlje, što će se negativno odraziti na njegovu odluku o ulaganju. U okviru ove sfere se posmatra i stepen korupcije i transparentnost zemlje. Zašto su korupcija i transparentnost bitni za strane investitore? Korupcija poskupljuje procese, čini ih neizvjesnim i ambijent stvara nekonkurentnim. Npr. ako investitor dolazi u zemlju u kojoj dominira korupcija, tačnije pravni sistem ne funkcioniše, on nije u mogućnosti da ostvari svoja prava što mu usporava proces djelovanja ili ga čak onemogućuje. Transparentnost djelovanja, prvenstveno političkog vrha, ostavlja utisak zemlje koja želi privredni rast u kojoj su uloge, nadležnosti i odgovornosti pojedinaca u sistemu jasno precizirani.

Siva ekonomija

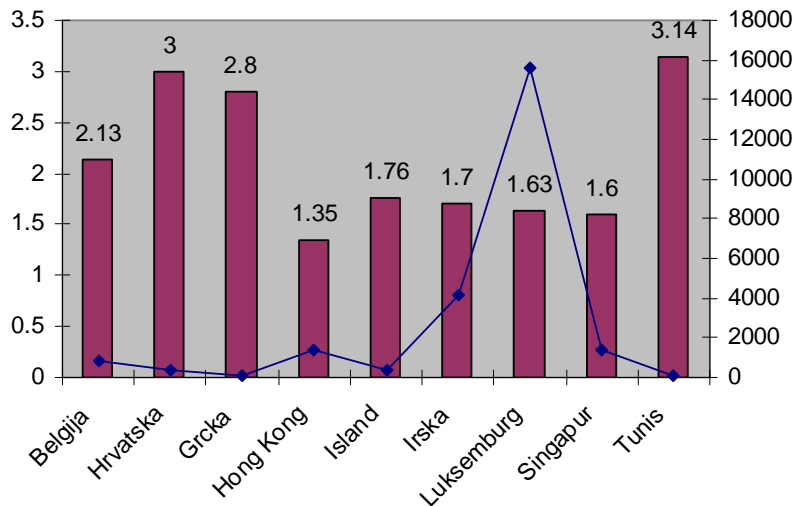
Široko rasprostranjen i prihvaćen pojam siva ekonomija veoma teško se može precizno definisati budući da se, u najširem smislu siva ekonomija manifestuje kroz niz pojava oblika i modaliteta obavljanja ekonomskih aktivnosti ili transakcija na načine koji odstupaju od legitimnih normi. U smislu rečenog siva ekonomija se može različito klasifikovati u zavisnosti od izabranih kriterijumima ili dominantnih aspekata posmatranja (ekonomskih, finansijskih i pravnih u prvom redu ili socijalnih, psiholoških i organizacionih u drugom). Siva ekonomija u suštini, podrazumijeva obavljanje ekonomske aktivnosti mimo odgovarajuće pravne regulative ili protivno pozitivnim propisima. U ekonomskom smislu, ključne generatore sive ekonomije, prema prilično rasprostranjenim shvatanjima predstavljaju, kako neodmjeren poreski sistem, tako i pretjerana regulativa u domenu privređivanja. Kao ekonomske posledice takvog njihovog dejstva, javljaju se gušenje regularne poslovne aktivnosti i preusmjeravanje u tzv. neformalnu zonu. Poslovanje u pomenutoj zoni donekle predstavlja i spontanu tržišnu reakciju na neprirodni intervencionizam, odnosno neprikladno uplitanje države u ekonomske tokove. Veliko prisustvo sive ekonomije, strani kapital tretira kao nepovoljan ekonomski ambijent i to iz sledećeg razloga: strani kapital zna da je prisustvo sive ekonomije indikator pretjerane regulative, visokih poreza i velikog stepena neizvjesnosti. Strani kapital ne posluje u uslovima koji podrazumijevaju veliki stepen neizvjesnosti jer to utiče na povećanje troškova odlučivanja.

Statistička potvrda rečenog

Da ne bi naša priča imala deskriptivan karakter bez argumenata iz prakse, naredna tabela i grafik će prikazati odnos između stranih investicija i stepena ekonomskih sloboda na određenom broju zemalja. Ono što moramo napomenuti, a što predstavlja rezultat našeg istraživanja jeste da skoro ne postoje odstupanja, preciznije rečeno sve zemlje, koje su liberalno orjentisane i imaju veliki stepen ekonomskih sloboda karakteriše ogroman priliv stranih investicija. U zemljama u kojima je evidentiran nizak nivo ekonomski sloboda, karakteriše i nizak nivo stranih investicija.

Zemlja ¹⁶⁵	Indeks ekonomskih sloboda	Ukupne investicije	Investicije per capita
Hong Kong	1.35	9.700.000.000	1425.8
Singapur	1.6	5.800.000.000	1385.8
Luksemburg	1.63	7.000.000.000	15614.54
Estonija	1.65	688.200.000	507.5
Irska	1.7	16.400.000.000	4137.65
Island	1.76	118.000.000	409.01
Belgija	2.13	8700.000.000	838.79
Mađarska	2.4	597.600.000	58.9
Grcka	2.8	607.000.000	55.08
Albanija	2.93	209.000.000	66.349
Hrvatska	3	1600.000.000	358.34
Tunis	3.14	703.600.000	71.93
Bosna i Hercegovina	3.16	321.000.000	78.06
Ukrajina	3.21	618.000.000	12.68
Tanzanija	3.41	333.600.000	9.48

¹⁶⁵ Heritage Foundation, Indeks ekonomskih sloboda se mjeri od 1 do 5, tako da su veće ekonomske slobode što je indeks bliži 1, a ekonomskih sloboda nema ako je indeks 5.



Crna Gora u priči o ekonomskim slobodama i stranim direktnim investicijama

U godišnjim publikacijama Heritidž fondacije i Frejzer instituta Crna Gora je posmatrana u kontekstu Srbije i Crne Gore, tako da te ocjene ne možemo koristiti kao adekvatne. Međutim, da je Crna Gora mogla biti posmatrana odvojeno od Srbije prema Godišnjem izvještaju ekonomskih sloboda Frejzen instituta za 2005., dobila bi ocjenu 6.0, što je odmah svrstava u prvih 86 zemalja svijeta (od 127 obuhvaćenih ovim istraživanjem).

Trgovinska politika u Crnoj Gori je doživjela ekspanziju liberalizacije. I u ovoj sferi ekonomske slobode imaju dominantno mjesto. Činjenica koja govori u prilog ovome je nepostojenje carina na izvoz i prosječna carina od 6% koja predstavlja jednu od najnižih. Mi iskreno vjerujemo u tendenciju pada carinske stope, čak i potpunog ukidanja.

Crna Gora po pitanju poreza predstavlja veoma atraktivan ambijent za strana ulaganja i privređivanje, uopšte. Poreska politika sve više postaje «liberalna» u smislu postojanja niskih poreskih stopa u odnosu na zemlje u okruženju. Tačnije, Crna Gora ima najnižu stopu poreza na dobit od 9 % i relativno nisku stopu poreza na dodatnu vrijednost od 17% i 7% i to je u ovoj sferi čini jako konkurentnom.

Crna Gora je jako brzo privela kraju proces privatizacije i na taj način uspjela da u velikoj mjeri isključi državu iz tržišne utakmice. Do danas, više od 80% ukupne privrede je privatizovano. Istina je da postoje još sektora u kojima država igra glavnu ulogu, kao što je sektor energetike, ali se u skorije vrijeme planira i njihova privatizacija. Dominacija privatne svojine je značajan signal za strane investitore, jer

je domacija privatne svojine u mnogome indikator postojanja i razvijenosti tržišne privrede.

Po pitanju monetarne politike Crna Gora ima specifičnu situaciju. Iako još uvijek nije članica Evropske unije u Crnoj Gori se koristi euro kao jedino zvanično sredstvo plaćanja. Na taj način reducirana je uloga Centralne banke i mogućnosti utcaja ljudskog faktora u kreiranju inflaciju. Euro smanjuje inflatorni rizik i eliminiše kursni. Euro, kao oficijelno sredstvo plaćanja u Crnoj Gori ima za rezultat i niske transakcione troškove. Niži transakcioni troškovi znače brži, lakši i jeftiniji i time efikasniji tok resursa od neefikasnih ka efikasnim upotrebama.¹⁶⁶

Liberalizacija tokova kapitala, a samim tim i priliv staranog kapitala u Crnu Goru sve više dobija na značaju. Za Crnu Goru se može reći da ima jednu veliku prednost u odnosu na druge zemlje u okruženju, a ta prednost je razvijeno tržište kapitala. Razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori bio je jedan od uspješnijih projekata u procesu tranzicije. Procjenjuje se da je od ukupnog iznosa stranih investicija u 2005. godini skoro 50% su bile tkz. portfolio investicije tj. investicije preko tržišta kapitala. Funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori je dobar signal za strane investitore, jer je razvijenost tržišta kapitala indikator prisutnosti i funkcionisanja tržišne privrede jedne zemlje.

Kada govorimo o bankarskom sektoru u Crnoj Gori, moramo napomenuti činjenicu da su banke 100% u privatnom vlasništvu. Ovo podarzumijeva stvorene uslove za tržišnu konkurenciju koja je nužan uslov za dalji razvoj ovog sektora. Važan segment vezan za ovaj sektor jeste povjerenje građana u bankarski sektor. Imajući u vidu sva dešavanja u prethodnoj deceniji, građani se relativno brzo vratili to povjerenje što potvrđuje konstantan rast depozita građana kod banaka. Ono što još uvijek predstavlja hendikep u bankarskom sektoru jeste nedovoljna razvijenost pojedinih finansijskih instrumenata, ali s obzirom na veliku prisutnost renomiranih stranih banaka u Crnoj Gori računamo na rapidno poboljšanje i u ovoj sferi.

Kontrola nadnica pripada sferi crnogorske ekonomije koja nije u velikoj mjeri liberalizovana. Zakon o radu je ograničavajući faktor liberalizacije ovog segmenta. Radno zakonodavstvo nije fleksibilno i ne doprinosi povoljnosti crnogorskog ambijenta za strane investicije. Ovo zakonodavstvo propisuje isuviše mjera i ograničenja, favorizuje radnike i u određenoj mjeri onemogućuje poslodavca da vodi kadrovsku politiku.

U Crnoj Gori ne postoji mogućnost eksproprijacije privatne svojine. Ipak, zaštitu vlasničkih prava ne možemo ocijeniti kao zadovoljavajuću jer još uvijek u dovoljnoj

¹⁶⁶ Prokopijević, M., Konstitucionalna ekonomija, Beograd, 2000.

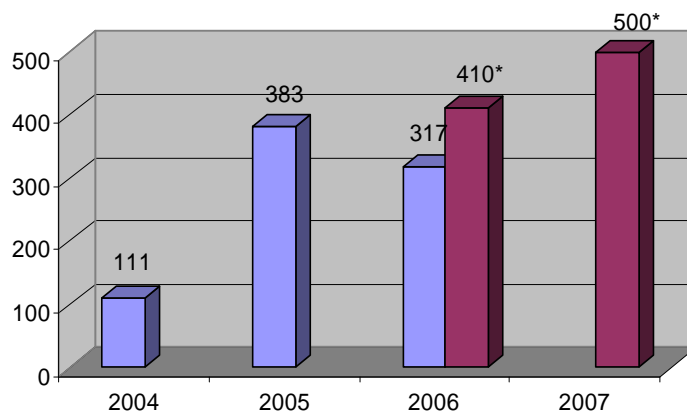
mjeri ne postoji zaštita ugovora i povjerilaca. Osnovni zakoni koji se odnose na zaštitu vlasništva, povjerilaca i manjinskih vlasnika su donešeni, ali postoje problemi u njihovoj implementaciji.

Imajući u vidu značaj rizika korupcije koji strani investitori navode kao razlog neinvestiranja u region tranzicionih zemalja, Crna Gora je malo pažnje posvetila ovom problemu. Crna Gora po pitanju korupcije ima loš rejting što nije rezultat samo postojeće situacije, nego i percepcije i predrasuda koje strani investitori imaju o balkanskim zemljama, uopšte. U Crnoj Gori je usvojen Program borbe protiv korupcije i organizovanog kriminala koji predstavlja pokazatelj ozbiljnih namjera Vlade u borbi protiv ova dva netržišna fenomena.

Prisutnost sive ekonomije u Crnoj Gori ima opadajući trend što govori o poboljšanju privrednog ambijenta. U 2000. godini siva ekonomija je predstavljala 30% GDP, dok je u 2004. taj procenat iznosio 15%.

Trend rasta investicija u Crnoj Gori je prikazan na sledećem grafiku. Rast stranih investicija, kao rezultat povećanja ekonomskih sloboda u Crnoj Gori je evidentan, i to je pokazatelj da smo po pitanju privlačenja stranih investicija zasita na pravom putu.

Investicije u Crnoj Gori



*- projekcije iznosa investicija

Zaključak

Činjenice govore više od bilo kakvih konstatacija. Zemalje sa velikim stepenom ekonomskih sloboda ostvaruju iz godine u godinu sve veći prosperitet, bilo da je isti zasnovan na domaćem ili inostranom kapitalu. Nasuprot tome, sve one zemlje koje i dalje vjeruju u protekcionizam ispred sebe imaju ekonomije koje se nalaze u fazi dugotrajnih recesija ili stagnacija i na Vladama tih zemalja je da promijene kolosjek ili i dalje ostanu na uzaludnom putu državnog protekcionizma.

Rad ćemo završiti riječima Adam Smit "malo šta, osim mira, tržišta, niskih poreza i podnošljivo dobrog pravosuđa, potrebno da zemlju uzdigne iz najnižeg varvarizma do najvišeg stepena prosperiteta ". Ne sumnjivo je da smo daleko od stepena varvarstva, ali da još uvijek nismo toliko blizu prosperitetu. Međutim, ako nam i dalje ekonomske slobode budu smjernica, Crna Gora je nesumnjivo na pravom putu.

Literatura:

1. Svetozar Pejović, *Economic Analysis of Institutions and System*, Klower Academic Publisher Gron Dordrecht, 1998.
2. Miroslav Prokopijević, *Konstitucionalna ekonomija*, E press, Beograd, 2000.
3. Adam Smith, *Bogastvo naroda*, Global book, Novi Sad, 1998.
4. Ludwig von Mises, Fridrich A. Hajek, *O slobodnom tržištu*, Mate, Zagreb, 1997.
5. Index of Economic Freedom, Heritage Foundation, Washington DC, 2005.
6. Vladimir Kavarić, Petar Ivanović, *Index of Economic Freedom for Montenegro*, Podgorica, 2006.
7. Montenegrin Investment Promotion Agency, 111 FAQ, Podgorica, 2005.
8. Časopis "Ekonomist", više brojeva;
9. Časopis "Katalaksija", više brojeva;
10. www.wikipedia.com

Radmila Mihović*

Podsticajne mjere za privlačenje stranih direktnih investicija – unaprijedjuju ili smanjuju konkurentnost zemlje?

Abstract

This paper reviews the definition and the types of foreign direct investment incentives as one of the instruments for attracting foreign direct investment, very often used in practice by different countries. But the main purpose of this paper is to pull attention to critical points of implementation of these incentives as unefficient way of attracting foreign direct investment. Even though the situation and trends in Western Balkan countries lead to need of implementation of FDI incentives this paper proves opposite and explains negative long term effect of FDI incentives.

Key words: Foreign direct investment, incentives for attracting FDI, competition, efficiency

Uvod

Uticaj stranih direktnih investicija najčešće se ogleda u rastu zaposlenosti, izvoza, poreskih prihoda, uvođenju modernih tehnologija, poboljšanju kvaliteta menadžmenta i izdizanju kvalifikacione strukture radne snage na viši nivo. Strane direktne investicije imaju veliki značaj za zemlje jugoistočne Evrope koje još uvijek nisu okončale proces tranzicije. Najbolji primjer značaja stranih direktnih investicija je Republika Češka sa ostvarenih 40 milijardi registrovanih stranih direktnih investicija od 1993. do 2005. godine.

Kako se proces transformacije vlasništva u zemljama Centralne Evrope privodi kraju, sužava se prostor za strane direktne investicije. Istovremeno centar interesovanja seli se ka zemljama jugoistočne Evrope i u okviru njih ka zemljama Zapadnog Balkana. Crna Gora se u ovoj oblasti susreće sa značajnom konkurencijom zemalja iz okruženja. S obzirom da su zemlje Zapadnog Balkana prilično slične i da je svakoj od njih primarni cilj da privuče što više SDI, konkurencija među njima je prilično pooštrena.

Jedan od često korišćenih instrumenta za privlačenje SDI jesu podsticajne mjere koje uvodi Vlada jedne zemlje. Cilj ovog rada nije da opravda uvođenje istih, niti da dokaže da su ove mjere Crnoj Gori nepotrebne. Dilema koju istraživanje ove teme nameće trebalo bi da rezultira u osmišljavanju jedinstvenog modela za privlačenje

* MIPA

SDI koji bi Crnu Goru učinio atraktivnijom investicionom destinacijom od zemalja iz okruženja.

U prvom dijelu rada jasno ću definisati podsticajne mjere kao i vrste ovih mjera koje se u praksi najčešće koriste. Nakon toga biće riječi o negativnim efektima uvođenja podsticajnih mjera, a kao primjer pozitivnih efekata naveden je slučaj Republike Češke. Takođe su navedeni primjeri pojedinih zemalja Zapadnog Balkana i mjere koje su njihove Vlade sprovele u cilju privlačenja SDI. Iako ovaj trend ukazuje na potrebu uvođenja istih mjera i u Crnu Goru ovaj rad dokazuje njihovu neefikasnost u dugom roku i previsoku cijenu.

Šta su podsticajne mjere?

Podsticajne mjere za privlačenje stranih investicija su sve one povlastice uvedene od strane Vlade jedne zemlje koje se odnose samo na strane investitore a koje direktnim uticajem na cijenu i rizik sprovođenja tih investicija utiču na odluke o lociranju i veličini stranih investicija. Kao što je već rečeno ove mjere se ne odnose na domaće investitore.

Prije nego objasnimo osnovne vrste mjera bitno je reći da podsticajne mjere mogu biti namijenjene određenoj grupi investitora tj. targetne mjere i opšte koje nisu usmjerene na pojedinu grupu investitora već generalno određuju investicioni ambijent jedne zemlje.

Podsticajne mjere se obično dijele na finansijske, fiskalne i regulatorne povlastice.

Glavna karakteristika *finansijskih podsticajnih mjera* jeste da Vlada finansijskom podrškom stranom investitoru poboljšava uslove za investiranje. Ove povlastice se u većini slučajeva sprovode nakon što je investitor donio odluku o investiranju. Tipični primjeri ovakvih podsticajnih mjera su:

- **Izgradnja ili poboljšanje postojeće infrastrukture** Jedan od načina za povećavanja atraktivnosti određene lokacije jeste poboljšanje njene infrastrukture. Vlada ulaže u izgradnju ili saniranje puteva, sistema vodosnadbijevanja, obezbjeđuje snadbjevenost električnom energijom, obezbjeđuje ili sanira kanalizacionu infrastrukturu i sl. Dakle Vlada znatnim ulaganjima osposobljava lokaciju za potrebe određene investicije.
- **Obuka radne snage** Vlada takođe može učestvovati ili u potpunosti snositi troškove obuke radne snage za određeni investicioni projekat.

- **Učešće u troškovima selidbe** Značajanu povlasticu za investitora predstavlja finansijska pomoć Vlade u snošenju troškova selidbe odnosno izmještanja u zemlju domaćina. Često se dešava da strani investitor dovede određeni broj svojih radnika a najčešće je to menadžment kompanije zbog čega investitor snosi dodatne troškove.
- **Administrativna pomoć** Ova pomoć ogleda se u osnivanju vladine agencije za promociju stranih investicija koja stranom investitoru obezbjeđuje sve potrebne informacije, u znatnoj mjeri olakšava proces dobijanja potrebnih dozvola i licenci i pruža širok spektar usluga koje bi u suprotnom strani investitor morao sam obavljati.
- **Privremene subvencije za plate** Vlada pruža pomoć stranom investitoru u početnom periodu osnivanja kroz privremeno učešće u troškovima koji se odnose na plate zaposlenih.

Finansijske podsticajne mjere odnose se i na prodaju zemljišta investitoru po cijeni koja je znatno niža od tržišne, zatim kreditiranje investitora kada je to neophodno, i učešće u troškovima koji se odnose na start-up period.

Pored finansijskih postoje i *fiskalne podsticajne mjere* koje se tiču poreskih povlastica za stranog investitora i ne predstavljaju direktan odliv finansijskih sredstava za Vladu kao što je slučaj sa finansijskim podsticajnim mjerama. Postoji više načina na koje Vlada može sprovesti ove mjere i time umanjiti poresku obavezu stranog investitora, od kojih su najvažniji sledeći:

- **Smanjena stopa poreza na dobit**
- **Tax holiday** podrazumijeva izuzimanje stranog investitora od plaćanja poreza za određeni period. Ovaj period se obično odnosi na period osnivanja kompanije od strane stranog investitora.
- **Poreski privilegovani region ili sektor** U cilju privlačenja stranog kapitala u manje razvijeni region ili u određeni privredni sektor Vlada donosi odluke o manjoj poreskoj stopi za iste ili o potpunom izuzimanju od oporezivanja na određeni period.
- **Ubrzana amortizacija** dozvoljava stranom investitoru da amortizuje svoja osnovna sredstva prije isteka njihovog ekonomskog roka trajanja koji inače predstavlja osnov za obračun amortizacije i na taj način umanja svoju poresku osnovicu.

- **Investicioni poreski krediti** predstavljaju umanjenje poreske osnovice za određeni procenat izvršenih investicija na primjer, u osnovna sredstva i u razvoj i istraživanje.
- **Poreske povlastice za reinvestiranu dobit** podstiču strane investitore da osvarenu dobit zadrže u zemlju domaćina i time doprinosu domaćoj ekonomiji.
- **Neoporezivi transfer dobiti u zemlju porijekla investitora**
- **Povoljne carinske stope**

Što se tiče *regulatornih podsticajnih mjera* one se odnose na skraćivanje određenih procedura i izuzimanja investitora od primjene nekih regulativa koje otežavaju obavljanje biznisa u zemlji domaćina. Čest je slučaj da opštine nameću različite procedure tako da to u mnogome otežava poslovanje stranog investitora.

Efekti uvođenja podsticajnih mjera

S obzirom da uvođenje podsticajnih mjera za privlačenja SDI zahtjeva znatna finansijska sredstva veoma je bitno analizirati rizik i efekte koje ovaj proces nosi za sobom. Moramo imati u vidu da u tu svrhu Vlada mora angažovati stručnjake što takođe iziskuje određena sredstva. Neizvodljivo kvantificiranje efekata podsticajnih mjera dovodi u pitanje izradu cost-benefit analize koja predstavlja ključni korak u procesu donošenja odluke za sprovođenje podsticajnih mjera.

Uvođeci podsticajne mjere svaka Vlada susreće se sa rizikom da velika sredstva utroši na investitore koji bi svakako nastupili na tom tržištu bez obzira na povlastice koje su im ponuđene. Skoro da je nemoguće izmjeriti ovaj rizik i postići toliki nivo preciznosti u procjeni namjera potencijalnih investitora čime bi ovaj rizik bio sveden na minimum.

Vremenska komponenta igra značajnu ulogu u sprovođenju podsticajnih mjera. Kako praksa pokazuje one se najčešće odnose na period osnivanja kompanije i imaju za cilj snižavanje početnih troškova kompanije stranog investitora. Ovakve mjere možda mogu imati za posledicu dolazak stranih investitora ali isto tako i njihovo ubrzo izmiještanje i traganje za boljim uslovima investiranja. Dakle, ove mjere imaju krajnje kratkoročan efekat tj. postižu cilj u kratkom roku ali su zato neefikasne jer njihova cijena premašuje koristi koje zemlja domaćin može steći.

Kao što je navedeno u definiciji podsticajne mjere se odnose samo na strane investitore što znači da su domaći investitori uskraćeni ovih povlastica. Logično se nameće pitanje da li je ovakva politika Vlade diskriminaciona politika i koliko se ona uklapa u tržišno orijentisane ekonomije? S obzirom da je cilj procesa tranzicije prelazak iz planirane u tržišno orijentisanu ekonomiju u kojoj se cijene dobara i usluga formiraju tržišno uz visok nivo konkurencije, zaključak je da uvođenje podsticajnih mjera ovaj proces vraća korak u nazad.

Praksa je dokazala da podsticajne mjere kao faktor privlačenja stranih direktnih investicija dolaze tek nakon makroekonomske stabilnosti, veličine tržišta, nivoa korumpiranosti društva, funkcionisanja pravnog sistema, otvorenosti ekonomije, kvalifikacione strukture stanovništva. Međutim one igraju značajnu ulogu u privlačenju SDI u slučaju kad konkurentne zemlje imaju približno iste navedene faktore. Da li je ovo slučaj sa zemljama Zapadnog Balkana? Ukoliko jeste podsticajne mjere predstavljaju jedan od mogućih načina sticanja konkurentne prednosti Crne Gore u odnosu na zemlje iz okruženja. Zemlje iz okruženja već su započele ovu tržišnu utakmicu tako da je svaka od njih uvela određene povlastice za strane investitore:

Srbija- Krajem juna ove godine Srbija je pokrenula program podrške investicionim projektima u sektoru proizvodnje, sektoru međunarodnih usluga (call centri, distributivni i dizajnerski centri) i sektoru razvoja i istraživanja. Ova podrška ogleda se kroz obezbjeđivanje nepovratnih fondova u iznosu od 2000 do 10000 eura po svakom novom zaposlenom. Bitno je naglasiti da je stopa poreza na dobit u Srbiji **10%**.

Makedonija- U Makedoniji strani investitori imaju pravo na izuzeće od plaćanja poreza na dobit tokom prve tri godine poslovanja. Neophodan uslov za uživanje ove povlastice je iznos investicije koji je namnjan 20% ukupnog kapitala. Takođe postoji poreski kredit koji se odnosi na umanjenje poreske obaveze za čitav iznos sredstava investiranih u opremu namijenjenu zaštiti životne sredine. Vlada u Makedoniji je propisala mjeru kojom se ne naplaćuje carina na uvoz rezervnih djelova i opreme ako je njihov iznos veći od 20% ukupne investicije. Stopa poreza na dobit je **15%**.

Bosna i Hercegovina- Ako iznos strane investicije prelazi 20% kapitala kompanije i ukoliko je u pitanju greenfield investicija investitor je izuzet od plaćanja poreza na dobit u periodu od pet godina. Uvoz opreme kao dio stranih investicija je u potpunosti oslobođen plaćanja carine dok je stopa poreza na dobit **30%**.

Albanija- Veoma atraktivna podsticajna mjera u Albaniji odnosi se cijene zemljišta od samo 1 €/m². U cilju privlačenja stranih investitora u oblasti turizma svaki investitor je oslobođen plaćanja carina i akciza na uvezenu robu u svrhu investiranja

u izgradnju, rekonstrukciju, adaptaciju hotela, motela, turističkih sela, restorana ... Strani investitori mogu iskoristiti šansu izuzeće od plaćanja poreza na dobit pet godina po završetku razvojne faze investicije a sledećih pet godina ova obaveza je umanjena za 50%. Stopa poreza na dobit u Albaniji je **20%**.

Primjer Češke Republike

Kao što je već rečeno u uvodu primjer uspješnog sprovođenja podsticajnih mjera za privlačenje stranih direktnih investicija predstavlja Republika Češka. Programi podsticajnih mjera koje je ova republika sprovela i koji su još uvijek na snazi urodili su plodom i rezultirali najvišim uplivom stranog kapitala u Centralnoj Evropi u poslednjih deset godina.

Vlada Republike Češke fokusirala se na tri programa:

1. Razvoj tehnoloških centara i podrška razvoju poslovnih usluga

Cilj sprovedenih podsticajnih mjera u okviru ovog programa je razvoj modernih tehnologija i proizvodnje inovativnih proizvoda, kao i razvoj softvera, ekspertskih centara i usluga koje zahtijevaju upotrebu visoko-tehnoloških znanja.

Ove podsticajne mjere ogledaju se u finansiranju 40 % (60% u slučaju malih i 50% u slučaju srednjih preduzeća) ostvarenih troškova koji se odnose na kupovinu osnovnih sredstava u prvih pet godina ili troškova zarada zaposlenih u toku prve tri godine.

Ovim mjerama obuhvaćeni su i troškovi obuke radnika i to učešće od 35 % za specijalizovanu obuku i 60 % za opštu obuku. Pored povlastica koje je ponudila Vlada je odredila naravno i kriterijume koje investitor mora zadovoljiti da bi mogao učestvovati

u ovom programu. Naravno da investicije moraju biti iz navedene oblasti, određen je i neophodni iznos investicije, zatim broj novih radnih mjesta koji mora biti kreiran kao i dio investicije koji mora biti finansirana vlastitim sredstvima investitora.

2. Razvoj sektora proizvodnje

Sprovedene mjere u ovoj oblasti odnose se na oslobađanje od plaćanja poreza na dobit čitavih 10 godina za novo osnovane kompanije i djelimično oslobađanje od ove poreske obaveze za isti period ali za već postojeće kompanije. Takođe postoji mjera u kojoj investitor dobija 200 000 čeških koruna za svakog novo zaposlenog u određenoj geografskoj regiji. Isto tako Vlada sa svojih 35 % finansira troškove obuke radnika u regijama u kojima je zaposlenost niža od prosječne stope zaposlenosti u zemlji.

3. Podrška u kreiranju novih radnih mjesta

Da bi podstakla kreiranje novih radnih mjesta i time riješila postojeći problem visoke nezaposlenosti u zemlji Vlada Češke republike se odlučila da za svakog novo zaposlenog dodijeli 200 000 koruna s tim da ova subvencija ne smije preći 40% dvogodišnjih troškova zarade. I u sklopu ovog programa ponudila je 35% učešća u troškovima obuke radnika.

Zaključak

Kao što je već rečeno, uvođenje podsticajnih mjera kao efikasnog faktora povećanja stranih direktnih investicija je veoma diskutabilno. Ove mjere mogu izazvati pozitivne efekte samo u slučaju kada nekoliko zemalja iz jedne regije imaju identične ostale uslove privredjivanja i kada su podsticajne mjere te koje treba da presude u odluci stranog investitora da se opredijeli za jednu od zemalja. Medjutim treba naglasiti da je ovaj pozitivan efekat kratkoročnog karaktera. Zemlja koja uspije da ovim mjerama privuče strane investitore mora biti u stanju da nakon toga nastavi sa finansiranjem tih mjera što predstavlja isuviše skupu politiku.

Uvođenje podsticajnih mjera može se posmatrati sa dva aspekta tako da jedan vodi ka tome da podsticajne mjere kao planski instrument vlade u privlačenju stranih investicija zaista smanjuju konkurentnost zemlje koja ih primjenjuje. Na ovaj način Vlada u okviru svoje politike kreira investicioni ambijent čime preuzima ulogu tržišta i uskraćuje tržišno nadmetanje između stranih i domaćih investitora koji nisu u mogućnosti da koriste benefite podsticajnih mjera. Zbog visoke cijene ovakve politike ekonomija jedne zemlje postaje manje konkurentna investiciona destinacija. Gledano sa ovog aspekta, uvođenje podsticajnih mjera predstavlja klasičan primjer protekzionizma što nikako ne vodi otvorenoj ekonomiji.

Posmatrano na kratak rok tržišno nadmetanje zemalja iz okruženja u uvođenju podsticajnih mjera može imati pozitivne posledice. Zapravo, takmičenje zemalja u ponudjenoj stopi poreza na dobit, carinama, taksama vodi ka tržišnom formiranju cijena javnog servisa koje te zemlje nude. Medjutim kao što je već rečeno ovaj pozitivan efekat se odnosi samo na kratak period uvođenja ovih mjera. Nakon toga tržišno nadmetanje prestaje i ova cijena više ne predstavlja realnu cijenu već cijenu koju treba vještački održavati uz velika finansijska sredstva.

Literatura:

1. MIPA, *Operativni i marketinski plan*, 2006
2. MIPA, *III FAQ*, 2005
3. NVO „ELIT –Ekonomska laboratorija za istraživanje“, *Montenegro journal of Economics*, 2005
4. CzechInvest, *Investment Oportunities: Automotive Industry in the Czech Republic*, 2006
5. MIGA and FIAS, *Competing for FDI*, 2005
6. Magnus Blomstrom and Ari Kokko, *Working paper 168 - The Economics of International Investment Incentives*, 2003
7. Louis T. Wells, Jr., Nancy J. Allen, Jacques Morisset, Neda Pirneria, *Working paper 15 - Using Tax Incentives to Compete for Foreign Investment*, 2001
8. www.czechinvest.org
9. www.siepa.sr.gov.yu
10. www.macinvest.org.mk
11. www.albinvest.gov.al

Dragiša Dragnić*
Jelena Radonjić*

Crna Gora u savremenim FDI trendovima: Case Study: Crnogorski Telekom AD

Abstract

For about three decades a powerful trend of globalization is changing basically every aspect of our reality: political, economical, cultural etc. Montenegro, as a developing country is challenged by these tendencies especially in the economic field.

The following paper deals with economic globalization trends in Montenegro and one of its essential aspects: foreign direct investments (FDI). It contains an overview of key macroeconomic features that should demonstrate whether Montenegrin economy has a positive investment climate; whether it is able to attract significant amount of FDI and hence, successfully compete on the global market of free capital.

Case Study of Crnogorski Telekom AD should demonstrate the result of all the efforts done in the field of FDI attraction activities, and at the same time, analyze the explicit benefits that Montenegro had from the arrival of one of the most significant foreign investors that is Deutsche Telekom.

Key words: globalization, transition economy, foreign direct investments, economic growth, transnational company

1. Uvod

Već otprilike tri decenije traje snažan trend globalizacije svih aspekata naše stvarnosti: političke, ekonomske, kulturne itd. On je zapravo počeo sa pojavom međunarodnih, nadnacionalnih institucija koje su nametnule opšte i zajedničke standarde u domenu međunarodnih odnosa.

Ekonomska globalizacija, uopšteno govoreći, za ambiciju ima da cijeli svijet prihvati tržišnu utakmicu, sa slobodnim tržištem kao krajnjim produktom, slobodnim protokom ideja, jedinstvenom valutom. Jednom riječju, ekonomska globalizacija ima za cilj postojanje jedinstvenog, integrisanog svjetskog tržišta na kojem robe i

* MIPA
* T-Com

usluge slobodno prelaze granice. To vodi jačanju konkurencije, povećanju ekonomske efikasnosti i rastu, a u krajnjoj liniji je u interesu većine svjetskog stanovništva.

Transnacionalne kompanije su odigrale značajnu ulogu i doprinijele jačanju, afirmisanju i širenju globalizacionih procesa prvenstveno kroz ekspanziju tokova stranih direktnih investicija.

Ovaj rad tretira pitanje stranih direktnih investicija kao jednog od najznačajnijih ekonomskih globalizacionih trendova sa kojim se suočava Crna Gora kao zemlja u tranziciji. Poseban dio se odnosi na pregled osnovnih faktora privlačenja FDI i položaj Crne Gore koja pretenduje da postane jedna od najatraktivnijih biznis destinacija u regionu. Case Study Crogorski Telekom AD treba da na konkretnom primjeru pokaže rezultat svih napora učinjenih na polju privlačenja FDI i istovremeno, analizira konkretne benefite, koje je Crna Gora dobila dolaskom tako značajnog stranog investitora kakav je Deutsche Telekom.

Rad je koncipiran u pet djelova:

1. Uvod
2. Što su strane direktne investicije?
3. Faktori privlačenja FDI u tranzicionim zemljama i primjer Crne Gore
4. Case Study: Crnogorski Telekom AD
5. Zaključak

2. Što su strane direktne investicije?

Strane direktne investicije se definišu kao dugoročne investicije kod kojih privredni subjekt (fizičko ili pravno lice), rezident jedne države stiče trajan interes u preduzeću koje posluje u drugoj državi. Trajan interes podrazumijeva namjeru stranog direktnog investitora da dugoročno upravlja uloženim sredstvima. Samim tim, FDI podrazumijeva odnos kompanije-investitora tj. "majke kompanije" i kompanije u koju se investira - "kćerke kompanije", koje zajedno grade transnacionalnu kompaniju (transnational company - TNC). Pri tome, ono što posebno karakteriše FDI kao takvu, jeste kontrola koju majka kompanija ima nad kćerkom kompanijom. Kontrola se definiše kao udio od 10% ili više u kompaniji-podružnici. Upravo ovaj detalj distincira strane direktne investicije od svih ostalih vrsta investicija (npr. portfolio investicije).

Značaj stranih direktnih investicija za zemlje u tranziciji, samim tim i za Crnu Goru, je višestruk. FDI utiču na porast proizvodnje odnosno ekonomski rast, podstiču

konkurenciju i samim tim porast efikasnosti i pad cijena, rast zaposlenosti i životnog standarda, razvoj infrastrukture, transfer tehnologije i knowhow-a, razvoj ljudskog kapitala itd. Ono što je najvažnije za tranzicione zemlje, FDI povećavaju kapital kojim jedna zemlja raspolaže, jer u takvim ekonomijama ne postoji dovoljno domaće štednje koja bi finansirala ekonomski rast.

Zbog svega toga, u Agendi ekonomskih reformi 2005-2007 Vlade Crne Gore, privlačenje stranih investicija je označeno kao jedan od primarnih ciljeva.

3. Faktori privlačenja FDI u tranzicionim zemljama i primjer Crne Gore

Prije nego se osvrnemo na analizu pojedinih faktora, uvijek treba voditi računa da ono što pokreće investitore da ulažu u neku zemlju jeste profit. Vrlo jednostavno, nema profita - nema investicija. Zato zemlje u razvoju moraju da ispune mnoge kriterijume, da bi uopšte bile uzete u razmatranje za potencijalno investiranje.

Politička stabilnost, makroekonomska politika i reforme

Investicione odluke su u velikoj mjeri određene ekonomskim i političkim rizicima. Investitori žele da svoje poslovne aktivnosti sprovode u predvidivim i nediskriminatornim uslovima bez preuzimanja nepotrebnog rizika. Stabilno makroekonomsko okruženje, koje se manifestuje u stabilnom privrednom rastu, niskim stopama inflacije, stabilnom deviznom kursu itd, smanjuje rizike investiranja i omogućava investiciono planiranje. Kada su u pitanju tranzicione ekonomije, sprovedene reforme i privrženost Vlada da istraju u reformskim programima daju pozitivne signale investitorima. Liberalizacija trgovine, odnosno ukidanje trgovinskih kontrola i kvota, adekvatna carinska politika, utiču na povećanje stranih investicija, tim prije što se one i dešavaju u biznisima koji su ili izvozno-orjentisani ili traže uvozne impute.

Crna Gora se smatra politički stabilnom zemljom. Značajan datum u istoriji Crne Gore, predstavlja 29 jun 2006, kada je primljena kao 192 članica u Ujedinjene nacije, čime je postala najmladja nezavisna zemlja u svijetu, što joj je dodatno pomoglo u pozicioniranju na svjetskoj mapi atraktivnih lokacija za privlačenje FDI.

U poslednjih nekoliko godina, Crna Gora je napravila značajan progres u uspostavljanju atraktivnog biznis okruženja. Vlada je zamijenila dinar prvobitno sa njemačkom markom, a zatim sa eurom, čime je značajno smanjila valutni rizik kompanijama, koje se bave biznisom u Crnoj Gori.

Inflacija je značajno smanjena dostižući nivo od 1.8 procenata u 2005 godini i 1,6 procenata za prvih 6 mjeseci 2006. Kreditni rejting se poboljšao sa BB na BB+. U godišnjem izvještaju o ekonomskim slobodama „Fraser Institute“ u saradnji sa Centrom za preduzetništvo i ekonomski razvoj Crna Gora je dobila ocjenu 6,4 što je pozicioniralo u prvih 65 zemalja na svijetu.

Prosječna carinska stopa je 6 %. Kretanje roba i kapitala je slobodno i stopa poreza na dobit pravnih lica iznosi 9 %. Stopa poreza na prihod fizickih lica iznosi između 15,5 i 23.5 %. Stopa poreza da dodatu vrijednost iznosi 17 % , s tim što je u 2005 godini uvedena smanjena stopa od 7 % za osnovne životne namjernice, knjige i turističke usluge. Poreska politika je veoma povoljna, a poreske stope niske u poredjenju sa ostatkom Evrope.

Prema izvještaju svjetske banke “Doing Business in 2006” Srbija i Crna Gora je ocijenjena kao zemlja, koja prednjači u sprovođenju reformi.

Institucije, zakoni, vladavina prava

Investitori svakodnevno svojim investicionom odlukama potvrđuju da su investicije i vladavina zakona, odnosno jasna i unaprijed poznata pravila igre ključan faktor u procesu investicionog odlučivanja. Institucije su jedan od najvažnijih faktora privlačenja investicija, jer opredjeljuju okruženje u kome biznisi posluju. Odsustvo vladavine zakona i neefikasne procedure daju signal investitorima da računaju i na neke druge troškove koji mogu da budu odlučujući faktor u odabiru druge lokacije za investiranje. Strani investitori u najvećem broju dolaze iz razvijenih ekonomija u kojima ovi problemi nijesu karakteristika i traže slične uslove poslovanja i van svojih zemalja.

Crna Gora napreduje u reformisanju svojih komercijalnih zakona u poslednjih nekoliko godina da bi brzinom i fleksibilnošću odgovorila na promjene u poslovnom okruženju. Možete osnovati Društvo sa ograničenom odgovornošću (DOO) za 4 radna dana, sa osnovačkim kapitalom od 1 euro i to podnošenjem tri dokumenta.

Faktor aglomeracije

Faktor aglomeracije se javlja kada postoje benefiti lociranja investicija pored drugih investicionih aktivnosti, zbog pozitivnih eksternalija. Strani investitori mogu biti privučeni lokacijama na kojima već postoje značajne strane investicije. U slučaju kada postoji malo informacija o zemlji, strani investitori mogu da se rukovode odlukama drugih investitora u prošlosti kada biraju lokacije za investiranje.

Takođe, kada investiraju na lokacijama gdje već postoje strani investitori oni imaju benefite od tog prisustva. Neke od najznačajnijih eksternalija su: tehnološki razvoj, specijalizovana radna snaga i intermedijalni imputi (npr. investicija proizvođača automobila na inostranom tržištu će možda dovesti do investicija kompanija koje se bave proizvodnjom djelova za automobile na istom). Po teoriji aglomeracije, kada jednom zemlja privuče prvi krug stranih investitora, proces će biti samo-inicirajući, bez potrebe da se u politikama koje se tiču stranih investitora nešto mijenja. U tom smislu, stok investicija u prošlosti može biti vrlo dobar indikator budućih investicija.

Crna Gora se svakako ne nalazi u prvom krugu, jer je privukla značajan broj stranih investitora. Investicije dolaze iz 58 zemalja svijeta do sada i nijedna zemlja ne dominira. Najveće investicije u 2005 su prikazane u sledećoj tabeli:

Tabela 1 : Investicije po zemlji porijekla

Zemlja	Ukupno (u mil. €)
Madjarska	147.67
Austrija	63.55
Velika Britanija	36.09
Slovenija	22.89
Švajcarska	14.61
Rusija	14.03
Italija	6.34
Irska	3.91
Japan	2.36

Izvor: MIPA (www.mipa.cg.yu)

Takodje stok investicija u prošlosti pokazuje rastući trend, **FDI za prvih 9 mjeseci 2006 iznosile su 317 miliona eura**. Osnivanjem Nacionalne agencije za promociju investicija u martu 2005, Crna Gora je dokazala da je pitanje privlačenja FDI od strateške važnosti za budući razvoj zemlje.

Tabela 2 : FDI u Crnoj Gori

	2002	2003	2004	2005
FDI (mil. €)	182.90	213.62	111.08	382,8

Izvor: MIPA (www.mipa.cg.yu)

Veličina tržišta, razvojni potencijal i lokacija

Veličina tržišta i razvojni potencijal predstavlja značajan faktor investicionih odluka. Najčešće se kao parametar veličine tržišta uzima društveni proizvod po glavi

stanovnika. Najbolji primjer uticaja faktora tržišta na tokove kapitala je Kina, gdje je veliki broj multinacionalnih kompanija preusmjerio svoje investicije sa drugih zemalja u razvoju upravo zbog ovog faktora. Međutim, ovo ne znači da investicije motivisane ekspanzijom tržišta isključuju mala tržišta. Sporazumi o slobodnoj trgovini i šeme regionalnih integracija omogućavaju i malim ekonomijama da konkurišu kao lokacije ovih investicija.

Crna Gora, predstavlja malo tržište i možda po ovom faktoru nije dovoljno privlačna za investitore. Da li je baš tako? Svakako da nije, sve više investitori uvidjaju da je Crna Gora mali, ali otvoren sistem u kome mogu da proizvode i izvoze sa niskim troškovima, tako da cijeli svijet zapravo predstavlja njihovo tržište.

Radna snaga

Trošak radne snage predstavlja odlučujući faktor kod izvozno orjentisanih investitora, koji imaju za cilj da organizovanjem proizvodnje u drugim zemljama dođu do jeftinijih proizvodnih inputa i time do konkurentnog proizvoda na međunarodnom tržištu. Jeftina radna snaga je jedan od najznačajnijih faktora privlačenja investicija u tranzicione ekonomije. Međutim, istraživanja pokazuju da investitori sve više analiziraju trošak radne snage u odnosu na produktivnost. Analiza ovog faktora investicionog odlučivanja pokazuje da investitori posvećuju sve više pažnje obučenosti radnika i njihovoj produktivnosti, a manje trošku radne snage per se.

Troškovi radne snage u Crnoj Gori su niski. Ovi troškovi jesu bitni, ali ne i presudni za izbor zemlje kao lokacije za investiranje. Crna Gora treba da razvija kvalitetniju i produktivniju radnu snagu. Jedan od izazova sa kojim Crna Gora treba da se suoči jeste deregulacija tržišta radne snage.

Infrastruktura

Infrastruktura je takođe važna za privlačenje stranih investicija. Dostupnost električne energije i vode, transportni sistem i razvijene telekomunikacije predstavljaju preduslove investicija uopšte. Zemlje u razvoju karakterišu „uska grla“ kada je u pitanju infrastruktura. Mogućnost i brzina da se riješe ovi problemi u velikoj mjeri opredjeljuje uspjeh privlačenja FDI u ove zemlje.

Infrastruktura u Crnoj Gori predstavlja jedan od budućih izazova i mogućnosti za biznis. Autoputevi, mostovi, tuneli, rekonstrukcija vodovodnog sistema, male hidro-elektrane su samo od nekih planiranih projekata, sa kojima će se Crna Gora susresti u budućnosti.

Promocija investicija

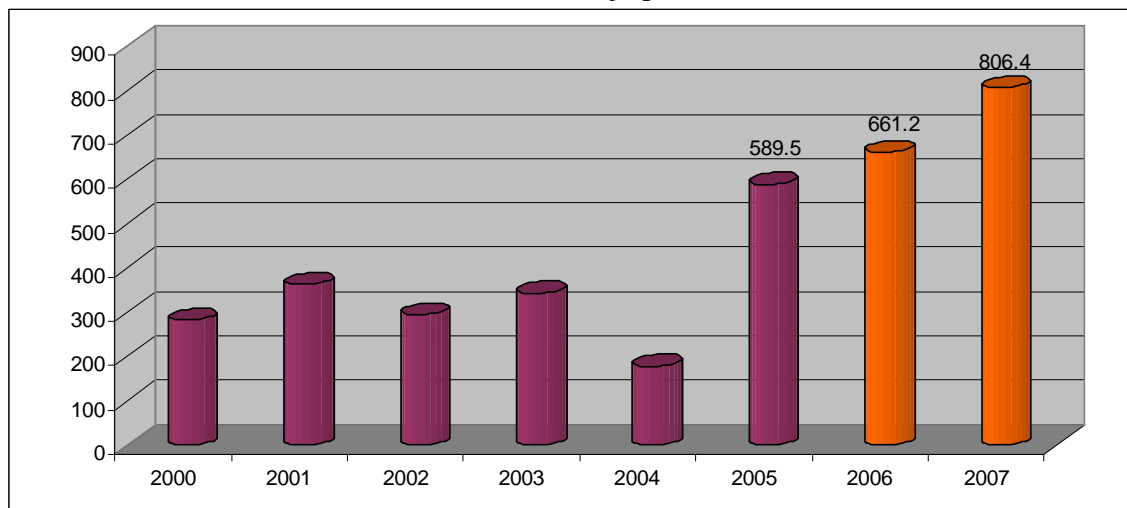
Zemlje koje žele da privuku strane investitore fokusiraju se na mjere promocije investicija i poboljšavanje usluga investitorima nakon njihove inicijalne investicije. Ove mjere promocije investicija jesu jedan od faktora, ali iskustvo je pokazalo da ih investitori analiziraju tek onda kada su ostali elementi na mjestu (ekonomska i politička stabilnost, institucije, lokacija). Usluge investitorima nakon njihove inicijalne investicije su vrlo bitne, jer ohrabruju investitore da ponovo investiraju. Sa druge strane, restrikcije koje se odnose na strane investicije, kao što su propisivanje potrebnih dozvola za obavljanje aktivnosti ili restrikcije u vezi sa repatrijacijom profita, su vrlo „efikasne“ kada je u pitanju spriječavanje priliva privatnog stranog kapitala.

Vlada Crne Gore je, marta 2005, osnovala Crnogorsku agenciju za promociju investicija (MIPA).

U osnovi MIPA ima 4 funkcije:

- Izgrađuje imidž Crne Gore, kao atraktivne destinacije za obavljanje biznisa;
- Pomaže investitorima u uspostavljanju biznisa;
- Predlaže Vladi otklanjanje barijera u obavljanju biznisa;
- Obradjuje i prezentira Vladi statističke podatke o investicijama.

Grafik 1: Investicije po stanovniku (u €)



Izvor: MIPA (www.mipa.cg.yu)

4. Case study: Crnogorski Telekom AD

Crnogorski Telekom je vodeći operater u oblasti telekomunikacija u Crnoj Gori. Kao posebno preduzeće posluje od kraja 1998. godine, do kada je bio u sklopu PTT Crne Gore. Kao kćerke-kompanije Crnogorskog Telekom, 1997.godine osnovan je internet provajder Internet Crna Gora, a 2000. godine mobilni operater Monet GSM. Većinski vlasnik kompanije je, sve do 2005. godine, bila država.

Djelatnost kompanije obuhvata održavanje i eksploataciju telekomunikacionog sistema na području Crne Gore, razvoj telekomunikacionih tehnologija i obezbjeđivanje usluga u oblasti fiksne i mobilne telefonije, prenosa podataka, interneta i međunarodne komunikacije.

Od 2005. godine, većinski vlasnik Crnogorskog Telekom je Magyar Telekom sa 76,53% udjela u vlasništvu. Većinski vlasnik Magyar Telekom je Deutsche Telekom (59% vlasničkog udjela).

Crna Gora kao dio "T-Svijeta"

Od 26. septembra 2006. Crnogorski Telekom zajedno sa Internetom Crna Gora korisnicima fiksne telefonije i interneta pruža najsavremenije usluge i servise pod zajedničkim brendom T-Com. Od tog datuma Monet je promijenio ime u T-Mobile Crna Gora, i usluge mobilne telefonije pruža pod brendom T-Mobile. Time su ove crnogorske kompanije postale dio globalne T-porodice Deutsche Telekom.

Deutsche Telekom je jedan od najznačajnijih pružalaca telekomunikacionih usluga u svijetu, i svakako najznačajniji u Evropi.

Prisutan je u približno 50 zemalja, i to na najznačajnijim tržištima Evrope, Amerike, Azije, pa čak i Afrike. Zapošljava 244 000 ljudi širom svijeta i osvaruje godišnji prihod na nivou od 59,6 milijardi eura.

Što za Crnu Goru znači prisustvo Deutsche Telekom?

a) Dolazak T-Brenda za Crnu Goru podrazumijeva prije svega **integriranje Crne Gore u međunarodne ekonomske tokove**. Ljudi u našoj zemlji imaju mogućnost da koriste kvalitetne i inovativne usluge koje koriste milioni korisnika širom svijeta. Prije svega, to se odnosi na fiksnu i mobilnu telefonsku mrežu, zatim na pružanje usluga internet pristupa (dial up, ADSL, wireless), usluga prenosa podataka u fiksnoj telefoniji (zakup vodova, MPLS), kao i GSM mreži (GPRS i EDGE).

Standardi koje Deutsche Telekom postavlja utiču ne samo na promjenu načina poslovanja Crnogorskog Telekom, već se prenose i na ostale kompanije sa kojima Crnogorski Telekom posluje. Na taj način oni postaju dio crnogorske poslovne svakodnevice. U početku, većina dobavljača Crnogorskog Telekom su bile kompanije iz inostranstva. Vremenom se uvoz supstituiše proizvodima domaćeg biznisa, jer su se domaći dobavljači u međuvremenu, uvažavajući zakon tržišta, osposobili da servisiraju kompaniju koja posluje po svjetskim standardima. Prema tome, u slučaju Crnogorskog Telekom, osim direktnog uticaja na tržište telekomunikacija, privatizacija je imala i značajno pozitivan uticaj na cjelokupno poslovno okruženje.

b) Crnogorski Telekom, čak i u vrijeme kada je bio u državnom vlasništvu, je predstavljao jednu od najuspješnijih crnogorskih kompanija. O tome koliko je postojalo "prostora za poboljšanje", svjedoči podatak da je neoporezovana dobit (EBITDA- earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) T-Com-a (organizaciona jedinica Crnogorskog Telekom za fiksnu telefoniju i internet) u trećem kvartalu 2006. za 28% veća u odnosu na isti period prethodne godine. Još veći rast zabilježio je T-Mobile (organizaciona jedinica za mobilnu telefoniju) čija je EBITDA u periodu Q3 2005. – Q3 2006. porasla za 37%. Od ovakvog porasta efikasnosti korist imaju ne samo akcionari i zaposleni: ***značajan uspjeh u poslovanju implicira i značajan doprinos poreskim prihodima zemlje.***

c) Izraz "Dio T-porodice" nije samo puki dio marketing kampanje Crnogorskog Telekom. Biti dio "T-Porodice" za ovu kompaniju znači imati na raspolaganju ***tehnologiju, know-how, organizacione i menadžment vještine*** koje posjeduje Deutsche Telekom, kompanija koja je lider na svjetskom tržištu telekomunikacija.

d) Crnogorski Telekom zapošljava oko 1200 ljudi. Shvatajući značaj ljudskog kapitala, kompanija ulaže značajna sredstva u ***razvoj kadrova***. Kontinuirana obuka i usavršavanje zaposlenih predstavljaju značajan segment poslovne politike preduzeća, a obzirom da se radi o transnacionalnoj kompaniji, programi za usavršavanje se najčešće organizuju u inostranstvu. Po uzoru na praksu najboljih svjetskih kompanija, Crnogorski Telekom na godišnjem nivou izdvaja 2% od ukupnih personalnih troškova za ulaganja u razvoj kadrova.

e) ***Korporativna društvena odgovornost*** (corporate social responsibility - CSR) zauzima posebno mjesto u poslovnoj politici Crnogorskog Telekom. Prepoznajući značaj pojma »održivi razvoj« i inkorporirajući isti u svoju poslovnu svakodnevicu, kompanija želi da, ostvarujući sopstvene ciljeve, istovremeno iste ne ostvaruje na uštrb svog okruženja. Naprotiv, biti vodeća kompanija na tržištu podrazumijeva istovremeno biti i vodeći na polju društvene odgovornosti. Zbog toga, Crnogorski

Telekom posvećuje veliku pažnju ulaganjima u obrazovanje, zdravstvo, sport, kulturu, ekologiju, razvoju NVO sektora, socijalne programe i sl. Za period od godinu dana i devet mjeseci (od početka 2005. godine) Crnogorski Telekom je izdvojio približno 4, 2 miliona eura za sponzorstva i donacije.

5. Zaključak

Strane direktne investicije nesumnjivo imaju izuzetno pozitivan uticaj na ekonomska (i ne samo ekonomska!) kretanja u zemljama u tranziciji. One podstiču privredni rast, konkurentnost, porast životnog standarda i akumulaciju znanja.

Glavni problem sa kojim se Crna Gora i mnoge druge tranzicione zemlje susreću danas jeste nedostatak greenfield investicija, tj. investicija u nova preduzeća. Naime, glavni priliv stranog kapitala Crna Gora ima po osnovu privatizacije preduzeća koja su ranije bila u državnom vlasništvu. Kako se proces privatizacije bliži kraju, tako će za Crnu Goru glavni izazov predstavljati upravo ova kategorija FDI.

Međutim, pokazalo se da su FDI ostvarene kroz akviziciju državnih preduzeća takodje dragocjene za našu ekonomiju. Za Crnu Goru je, osim priliva kapitala koji FDI obezbjeđuju, a od čijeg nedostatka svaka tranziciona ekonomija hronično pati, glavni benefit upravo transfer tehnologije i znanja.

Uprkos brojnim kritikama na račun privatizacije najvećih crnogorskih kompanija, jasno je da su FDI u suštini bile jedini način da se crnogorska privreda u što kraćem vremenskom roku oporavi.

Micheal Guenther, član Borda direktora T-Mobile International je povodom dolaska T-brenda na crnogorsko tržište rekao:

"Svaki biznis je lokalni, evolucija je globalna"

Drugim riječima, jasno je da privatizovana preduzeća "ostaju" u Crnoj Gori. Ona plaćaju porez državi Crnoj Gori. Zaposleni koji rade u njima su stanovnici Crne Gore. U njima se proizvode robe i usluge koji su mahom namijenjeni potrebama upravo crnogorskog tržišta. Jedina razlika je što tehnologija, metodi rada, organizacija, kvalitet i kultura poslovanja podliježu zakonima globalnih standarda.

Literatura

1. *111 FAQ 2005*, Agencija Crne Gore za promociju stranih investicija (MIPA)
2. Ivanović, Petar, MIPA CEO, *Prezentacija za »Montenegrin Business and Investment Summit«*, Miločer, oktobar 2006
3. Mander, J., *Technologies of Globalization*, Oxford University Press, New York, 1996.
4. Vidas-Bubanja, M., *Metode i determinante stranih direktnih investicija*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1998.
5. *Crnogorski Telekom AD*
6. Vukotić, Veselin *Makroekonomski računi i modeli* CID Podgorica, 2001.
7. *Strategija podsticanja direktnih stranih investicija Crne Gore*, Ministarstvo za ekonomske odnose sa inostranstvom i evropske integracije, Vlada Crne Gore, 2006.
8. *Operativni plan MIPA*
9. Gavrilović-Jovanović, Dr P., Kovač, Dr O., Kovačević, Dr M., Prelević, Dr B., *Medjunarodni ekonomski odnosi*, CID Beograd, 2001..
10. www.imf.org
11. www.vlada.cg.yu
12. www.balkantimes.com
13. www.ekonomist.co.yu

Jelena Krstajić*
Gordana Radović*

Hipotekarna tržišta u Evropskoj uniji

Abstract

The main characteristics of mortgage markets in European Union (EU) is their diversity in regulation, product types, and lenders. Although they have points in common, each country works differently, which makes it difficult to integrate their markets. Given that cross-border mortgage lending accounts for 1% of European mortgage market, there is clearly great potential there, but appetite from consumers and lenders alike seems limited.

The performance of EU mortgage markets over the last fifteen years has been positive. Mortgage lending is a growth industry and, according to data provided by the European Mortgage Federation, total loans outstanding at the end 2005, are estimated at a € 5.2 trillion, a 12% increase on 2004.

Key words: *European Union, integration, mortgage markets, mortgage loans, mortgage bonds, mortgage-backed securities*

1. Uvod

Glavna karakteristika hipotekarnih tržišta u zemljama Evropske unije je njihova različitost u regulaciji, tipovima proizvoda i kreditorima. Mada imaju dodirnih tačaka, među njima ima i priličnih razlika, što čini težom integraciju njihovih hipotekarnih tržišta.

Prema Evropskoj hipotekarnoj federaciji¹⁶⁷, kreditiranje na bazi hipoteke je u značajnom porastu: ukupni neotplaćeni hipotekarni krediti na kraju 2005.god. se procjenjuju na 5,2 triliona €, što predstavlja povećanje od 12% u odnosu na 2004.god. Stopa rasta od 12% zabilježena u 2005.god. je veća od stope rasta od 8%

* Zetogradnja

* Hipo Alpe Adria Banka

¹⁶⁷ Evropska hipotekarna federacija (*European Mortgage Federation*), osnovana 1967.god., predstavlja glas hipotekarne industrije na nivou Evropske unije. Obuhvata istovremeno nacionalne asocijacije i individualne davaoce zajmova iz 15 najstarijih evropskih država članica, kao i predstavnike iz novih država članica. Na njene članice se odnosi preko 75% rezidencijalnih i komercijalnih hipotekarnih kredita (www.hypo.org).

u proteklih 10 godina. Tržište se više nego udvostručilo u proteklom desetogodišnjem periodu.

Performanse EU hipotekarnih tržišta u poslednjih deceniju i po bile su pozitivne, uprkos ekonomskim slabostima u nekim evropskim zemljama. Hipotekarni krediti (uključujući neotplaćene rezidencijalne i komercijalne hipoteke) značajno su se povećali. Do povećanja je došlo zahvaljujući izraženom rastu cijena, naročito cijena kuća, što se odnosi na sve evropske zemlje izuzev Njemačke. Pored toga, uticao je izraženi pad kamatnih stopa, a u nekim evropskim zemljama i prednosti kod oporezivanja i povećanje raspoloživog dohotka.

Pomenuto povećanje obima neotplaćenih hipotekarnih kredita ukazuje na to da hipotekarni kredit dobija na značaju u evropskim ekonomijama. Istovremeno, učešće hipotekarnih u ukupnim kreditima povećalo se sa 32% u 1992.god. se na 36% u 2002.god., ponovo reflektujući rastući značaj hipotekarnog tržišta u finansijskom sistemu.

Kao rezultat ovih trendova, kreditne institucije pokušavaju da kreiraju nove proizvode da bi osvojile tržište. Rast hipotekarnog tržišta je takođe doprinio povećanju duga domaćinstava, koji se povećao za 20% u periodu 1991-2001. Krediti odobreni domaćinstvima od strane kreditnih institucija su se koristili 60% za kupovinu kuća, 16% za potrošnju i 20% za druge svrhe.

Uprkos gore navedenom, prekogranično kreditiranje između evropskih zemalja je još uvijek veoma nisko.

Finansiranje institucija za hipotekarno kreditiranje u EU je podržano depozitima, hipotekarnim obveznicama (*mortgage bonds* - MB), štednjom i obveznicama sa hipotekarnom podlogom (*mortgage-backed securities* - MBS).

2. Veličina evropskog hipotekarnog tržišta

Glavna karakteristika hipotekarnog tržišta u EU je fragmentacija. U svakoj od zemalja postoji velika raznovrsnost proizvoda, cijena, potrošača, kao i raspoloživih ugovora i institucija koje su aktivne na tržištu. Razlike u ugovorima i institucijama su rezultat istorijskih razlika u demografskim, političkim i regulatornim okvirima, kao i u preferencijama potrošača. Tipovi kreditora u svakoj zemlji su veoma različiti, a takođe i ponuđeni tipovi proizvoda, kao i učešće iznosa kredita u vrijednosti imovine (*Loan to Value ratio* - LTV), trajanje kredita, i usaglašavanje kamatne stope za vrijeme trajanja kredita. U svakoj zemlji, hipotekarni krediti mogu uključivati

finansijske i nefinansijske usluge (dodatne usluge koje se odnose na hipoteku, poput proizvoda osiguranja). U svakom tipu kredita prava i obaveze se razlikuju.

U zadnjih petnaestak godina bilans neotplaćenih hipotekarnih kredita se povećao u svim evropskim zemljama. Ovo se desilo zahvaljujući, prije svega, činjenici da je u većini zemalja bila rastuća tendencija da ljudi kupuju svoje kuće. Mada hipotekarni krediti mogu biti dodijeljeni i za svrhe koje su različite od kupovine kuće, u 2002.god. je oko 80% hipotekarnih kredita bilo stambenih¹⁶⁸. Ovaj trend je bio ohrabren fiskalnim politikama koje su favorizovale kupovinu kuća nad iznajmljivanjem (npr. u Holandiji i Portugalu) i očekivanjima povećanja dohotka zahvaljujući nižim kamatnim stopama, koje redukuju trošak zaduživanja i podižu samopouzdanje potrošača. Drugi važan faktor koji je uticao na bilans neotplaćenih hipotekarnih kredita je generalno povećanje cijena kuća u mnogim evropskim zemljama.

Iz godine u godinu, učešće hipotekarnog u odnosu na ukupno kreditiranje banaka se povećava: od 31% 1992.god., poraslo je na 36% u 2002.god.. Povećanje je bilo posebno značajno u Španiji (15,62%), Holandiji (12,26%) i Grčkoj (10,26%)¹⁶⁹. Ovo je vodilo žešćoj konkurenciji između finansijskih institucija u cilju očuvanja ili ojačanja pozicije na tržištu. U tom cilju, kreirani su novi proizvodi poput hipotekarnih kredita koji mogu biti korišteni kao potrošački krediti, kredita povezanih sa penzionim fondovima, ili fleksibilnih hipotekarnih kredita, koji mogu biti prilagođeni neizvjesnim kretanjima prihoda.

Rast evropskog hipotekarnog tržišta je evidentan ako se ima u vidu činjenica da su se neizmireni hipotekarni krediti povećali sa 30% GDP-a 1990.god. na 40% 2001.god.¹⁷⁰

Uprkos rastu hipotekarnih tržišta, pojedinačna tržišta su sasvim odvojena i nisu u vezi jedna sa drugim - prekogranični krediti čine svega 1% ukupne vrijednosti, a većina od njih je nastala u Njemackoj¹⁷¹. Glavni razlog nerazvijenosti prekograničnog kreditiranja je postojanje višestrukih barijera, kao što je različita legislativa vezana za registraciju nekretnina, poništenje prava na oslobođenje od hipoteke i insolventnost. To je razlog zbog koga je Evropska komisija sebi postavila

¹⁶⁸ Prim.izvor: European Mortgage Federation.

Sek.izvor: Suárez, J.L. and Vassallo A., 2004, „European Mortgage Market: an overview 1992-2003“, IESE Business School – University of Navarra, str. 3.

¹⁶⁹ Ibidem.

¹⁷⁰ Ibidem.

¹⁷¹ Prim.izvor: „El crecimiento del mercado hipotecario europeo“, 'la Caixa' Research Department.

Sek.izvor: Suárez, J.L. and Vassallo A; op.cit., str. 3.

cilj dostizanja veće integracije sektora hipotekarnog kreditiranja, kao dijela puta ka jedinstvenom tržištu za maloprodaju finansijskih usluga.

Situacija je raznovrsna i što se kreditora tiče:

- *Univerzalne banke* su dominantne na hipotekarnom tržištu nekih zemalja (npr. Italija i Portugal). Univerzalne banke obezbjeđuju bankarske usluge i teže da budu uključene u unapređenje preduzeća, često posjedujući akcijski kapital u kompanijama.
- *Komercijalne banke* su dominantne posebno u Belgiji (gdje čine 95% bruto rezidencijalnih kredita), Grčkoj (80%), Irskoj (79%) i Finskoj (46%).
- *Štedionice* imaju važnu ulogu u Španiji (čine 54% bruto rezidencijalnih hipotekarnih kredita), Njemačkoj (40%) i Austriji (38%).
- *Hipotekarne kreditne institucije* kontrolišu 90% tržišta u Danskoj i Švedskoj.
- Kooperativne i zajedničke institucije su važni igrači u nekim zemljama, npr. *Bausparkassen* u Njemačkoj (drže 23% bruto stambenih kredita), i slične institucije u Austriji (27%) i Finskoj (22%) i *building societies* u Irskoj (21%) i Velikoj Britaniji (16%).
- Na kraju, *osiguravajuće kompanije* i *penzioni fondovi* su aktivni učesnici na hipotekarnom tržištu u Holandiji (10%), Njemačkoj (8%), Finskoj (7%) i Belgiji (3%)¹⁷².

3. Karakteristike hipotekarnih kredita

3.1. Klasifikacija hipotekarnih kredita prema kamatnoj stopi i terminu

Postoji mnogo različitih tipova hipotekarnih kredita, sa različitim kamatnim strukturama. Međutim, generalno, mogu biti klasifikovani u tri grupe: hipotekarni krediti sa fiksnim, mješovitim i promjenljivim stopama, što ilustruje naredna tabela:

¹⁷² Prim.izvor: European Mortgage Federation.
Sek.izvor: Suárez, J.L. and Vassallo A.; op.cit., str. 3 i 4.

Tabela 1. Klasifikacija hipotekarnih kredita prema kamatnoj stopi i terminu¹⁷³

Tip proizvoda	Definicija
Hipotekarni krediti sa fiksnim kamatnim stopama (<i>Fixed Rate Mortgages</i>)	Najuobičajeniji u Evropi. Generalno, ista stopa se plaća za više od pet godina, a nakon toga se podešava za vrijeme trajanja kredita.
Hipotekarni krediti sa mješovitim stopama (<i>Mixed Rate Mortgages</i>)	Fiksna je stopa za 1 do 4 godine, a onda se kamatne stope mijenjaju prema dogovoru ustanovljenom u ugovoru, ili u zavisnosti od spoljnog (referentnog) indeksa: Euribor, Mibor, itd.. U nekim zemljama o kamatnim stopama se može ponovo pregovarati. <i>Rate Reset Mortgages</i> bi mogli biti takođe uključeni u ovu grupu.
Hipotekarni krediti sa promjenljivim stopama (<i>Variable Rate Mortgages</i>)	Fiksna stopa se plaća za period od jedne godine, nakon kojeg se stopa utvrđuje od strane kreditora u zavisnosti od troška finansiranja. Učestalost usaglašavanja stopa varira.
Novе vrste hipotekarnih proizvoda na tržištu:	
' <i>Interest only</i> ' zajmovi	Zajmoprimac plaća samo kamatu (bez vraćanja glavnice) za vrijeme prve godine kredita.
' <i>Sub-prime</i> ' hipotekarni krediti *	Loše kreditne hipoteke, koje nude brzo finansiranje sa minimalnim zahtjevima, mogući ustupak sa nešto većim stopama ili provizijama.
' <i>Self-certification</i> ' hipotekarni krediti **	Obično za samozaposlene i/ili za one koji imaju teškoća u dobijanju hipotekarnih kredita. Ovaj tip hipotekarnih kredita ne iziskuje dokaz o prihodu, niti o trajanju samozaposlenosti.
' <i>Non-conforming</i> ' zajmovi ***	Hipotekarni krediti za ljude koji žele da kupe kuću, ali imaju ograničena sredstva da pokriju gotovinsko učešće, marginalni

¹⁷³ Izvor: Suárez, J.L. and Vassallo A., op.cit., str. 18 i 19.

	ili neregularni prihod, prevelik kredit, prošle ili sadašnje kreditne probleme.
'Buy-to-let' hipotekarni krediti ****	Za osobe koje žele da kupe sekundarnu imovinu za iznajmljivanje. Tri su glavne razlike između 'buy-to-let' i uobičajenih hipotekarnih kredita: <ul style="list-style-type: none"> - <u>Potencijal rente</u>: odluka da li odobriti ili ne hipotekarni kredit obično se zasniva na zaradi tražioca kredita od rentiranja, kao i drugih prihoda, mada se u nekim slučajevima prihod ne razmatra. - <u>Kamatana stopa</u>: naplaćuje se neznatno veća kamatna stopa. - <u>Veći depozit</u>: min.20%-25% vrijedn. imovine se zahtijeva kao depozit.
Drugi važni proizvodi	
Subvencionirani hipotekarni krediti, fleksibilni krediti i 'offset' hipotekarni krediti	U 'offset' hipotekarnim kreditima bilans ušteđevine zajmoprimca je poravnanje (offset) hip. kredita za svrhu računanja kamate.

* www.crlhome.com/sub-prime-mortgages.htm

** www.debt-consolidation-loan-uk.co.uk/self-certified-mortgages-uk.htm

*** www.ncua.gov/PALS/BP/PALSDocs/05536-32-1.htm

**** www.mortgages.co.uk

Dužina trajanja hipotekarnih kredita varira. S jedne strane, u Švedskoj, Holandiji, Danskoj i Portugalu, uobičajen je period od 30 godina, dok je u Italiji to 10 godina. U Španiji, prosječna dužina je oko 20 godina.

Fiksne kamatne stope su uobičajene u većini evropskih zemalja, izuzev Španije i Velike Britanije.

3.2. Transakcioni troškovi

Transakcioni troškovi predstavljaju cijenu koju potrošač mora da plati pri kupovini hipotekarnog kredita, ili mijenjanju hipotekarnog provajdera, što predstavlja trošak kredita. Troškovi kredita uključuju procjenu imovine, honorare pravnih zastupnika/notara pri kupovini kredita, troškove registracije hipoteke, takse povezane sa kreditom, troškove administrativnog posredovanja i druge troškove kredita, uključujući provizije kreditora. U nekim evropskim zemljama, mnoge od

naknada koje se odnose na hipoteku se dodaju na kredit, što poboljšava mobilnost, ali troškovi još uvijek padaju na teret zajmoprimca.

Najveći transakcioni troškovi su u Grčkoj, Španiji i Holandiji i dosta odudaraju od evropskog prosjeka, a najmanji u Portugalu, Danskoj i Velikoj Britaniji¹⁷⁴. Velika Britanija ima relativno niske transakcione troškove, zbog toga što ima visoko razvijeno tržište sa snažnom konkurencijom. Nasuprot tome, Danska i Portugal imaju niske transakcione troškove, uprkos činjenici da su njihova tržišta veoma zaštićena.

3.3. Hipotekarno refinansiranje

Hipotekarno refinansiranje razvijalo se rapidno u mnogim zemljama, posebno u Sjedinjenim Državama od 1992.god. Refinansiranje se sastoji od isplaćivanja starog hipotekarnog kredita i dobijanja novog sa boljom kamatnom stopom, boljim uslovima i rokom, ili samo sa većim iznosom. Refinansiranje nije pogodno za svakog i svaka osoba mora odmjeriti razloge 'za' i 'protiv' prije refinansiranja.

Refinansiranje se javlja u sledećim slučajevima:

- kod dobijanja hipotekarnog kredita u periodu kada su kamatne stope bile visoke, pa zajmoprimci žele da ostvare benefite od nižih kamatnih stopa i biće u kući dovoljno dugo da poravnaju dodatne troškove refinansiranja;
- kod dobijanja hipotekarnog kredita sa podešavajućom kamatnom stopom, pa zajmoprimac želi da ga zamijeni sa hipotekarnim kreditom sa fiksnom kamatnom stopom, da bi znao tačno koliku će kamatu morati da plati svaki mjesec;
- u slučaju kada zajmoprimac želi da zamijeni hipotekarni kredit sa podešavajućom kamatnom stopom u hipotekarni kredit sa nižom kamatnom stopom sa povoljnijim uslovima;
- u slučaju da debitor želi brži rast svog portfolija sa nekretninama na taj način što će redukovati period otplate većim otplatama;
- u slučaju kada zajmoprimac želi da upotrijebi svoje osiguranje hipoteke, da bi dobio nova sredstva koja će mu dozvoliti finansiranje nove transakcije ili plaćanje neotplaćenog duga.

Za razliku od Sjedinjenih Američkih Država gdje je refinansiranje hipoteka veoma rasprostranjeno, situacija u Evropi je drugačija i refinansiranje hipoteke je manje rašireno, mada postaje sve popularnije.

¹⁷⁴ Prim.izvor: Wyman, M.O., „Study on Financial Integration of European Mortgage Markets“. Sek.izvor: Suárez, J.L. and Vassallo A.; op.cit., str. 24.

3.4. Transparentnost

Dobrovoljni propis ponašanja za predugovorne informacije za stambene kredite (*Voluntary Code of Conduct for Pre-contractual Information on Home Loans*) iz 2001.god. je važan korak na putu integracije evropskih hipotekarnih tržišta. Njegov cilj je da obezbijedi transparentnost informacija i olakša upoređivanje različitih tržišta, kao i da poboljša i standardizuje informacije potrošača i pomogne potencijalnim zajmoprimcima da izaberu hipotekarne kredite koji najbolje odgovaraju njihovim potrebama. Standardizacijom informacija, cilj je pomoći razvoju prekograničnih hipotekarnih transakcija i podstaknuti konkurentnost u još uvijek fragmentiranim evropskim hipotekarnim tržištima. *Code*-om su obuhvaćeni domaći i prekogranični stambeni krediti.

4. Sekundarno tržište

4.1. Finansiranje kreditnih institucija

Prema procjenama Evropske hipotekarne federacije, hipotekarne kreditne institucije obezbjeđuju finansiranje na sledeći način: depoziti stanovništva 62%, hipotekarne obveznice 19%, štednja 5%, MBS 1%, ostalo 13%¹⁷⁵.

Hipotekarne obveznice su drugi najznačajniji izvor finansiranja. Njemačka je 2002.god. bila evropski lider u hipotekarnim obveznicama¹⁷⁶ (hipotekarne obveznice poznate kao *Hypothekendarbriefe* i javne hipotekarne obveznice, ili *öffentliche Darlehenbriefe*). Drugo najveće tržište hipotekarnih obveznica je dansko.

Hipotekarne obveznice emituje kreditna institucija, a u saglasnosti sa zakonskim propisima u cilju zaštite bondholder-a. One podliježu specijalnoj superviziji javnih vlasti. Iznosi koji se dobijaju emitovanjem hipotekarnih obveznica moraju biti smješteni u aktivu koja obezbjeđuje dovoljno pokriće za pasivu proisteklu iz obveznica do dospijeća. U slučaju bankrotstva emitenta, iznos koji se izvodi iz emitovanja hipotekarnih obveznica mora biti upotrijebljen kao prioritet za otplaćivanje obaveza za glavnica i kamatu. Evropska komisija mora biti obaviještena o emisiji.

¹⁷⁵ Izvor: Walley, S., 2006, „European Mortgage Markets: Current developments and next steps toward further integration“, str.15.

¹⁷⁶ Prim.izvor: „The economic and financial importance of mortgage bonds“, EMF.
Sek.izvor: Suárez, J.L. and Vassallo A; op.cit., str. 33.

Generalno, hipotekarne obveznice nemaju visok rizik. Ovo je zbog toga što su garantovane od strane emitenta, i, takođe, što su visoko regulisane i nadzirane zakonom. Nivo sigurnosti koji se nudi bondholder-ima omogućuje kreditnim institucijama da povećaju novčana sredstva sa tržišta kapitala uz niske troškove, tako da mogu dati više hipotekarnih kredita po atraktivnim kamatnim stopama.

Hipotekarne banke daju hipotekarne kredite za kupovinu stanova, ili javnom sektoru. Zajmoprimac daje kreditoru prvo hipoteku ili garanciju javnog sektora, koja služi kao kolateral za mobilisanje ove aktive kroz izdavanje hipotekarnih obveznica, koje će nabaviti privatni ili institucionalni investitori. Ovo je efikasan način dobijanja novih novčanih sredstava i refinansiranja. Ukratko, hipotekarne obveznice su bazirane na hipotekarnim kreditima kreditnih institucija, koji se koriste kao kolateral za osiguranje obveznica na tržištu kapitala. U svim fazama ovog procesa (od davanja kredita do prodaje obveznica), ovo je „*on-balance-sheet process*“, i obavlja ga kreditna institucija, koja dodatno nosi kreditni rizik obveznice.

Obveznice prikazane kao pasiva u bilansu stanja kreditne institucije su povezane sa određenim iznosom hipotekarnih kredita na strani aktive, ne sa posebnim setom hipotekarnih kredita. Prilikom emitovanja hipotekarnih obveznica, kreditne institucije su izložene različitim vrstama rizika, uključujući kreditni, tržišni i rizik prijevremene otplate, koji se direktno odnose na kredite. Uprkos ovim rizicima, kreditna institucija je u stanju da postigne jeftino finansiranje, zahvaljujući hipotekarnim kreditima koji služe kao kolateral, ali takođe i zahvaljujući svim rezervama institucije i akcijskom kapitalu. Ovo redukuje rizik hipotekarnih obveznica i, prema tome, stopu kamate koja se plaća na njih. Sa investitorove tačke gledišta, hipotekarne obveznice imaju isti kreditni rizik kao same kreditne institucije.

4.2. MBS (*Mortgage-Backed Securities*)

Kreditne institucije u brojnim zemljama EU, a prije svega u SAD-u, obezbjeđuju finansiranje putem MBS - obveznica sa hipotekarnom podlogom, koje se emituju od strane SPV u procesu sekjuritizacije.

U zavisnosti od toga da li su hipoteke stambene ili komercijalne, SPV će emitovati stambene MBS (*residential mortgage backed securities* – RMBS) ili komercijalne MBS (*commercial mortgage backed securities* – CMBS). Uprkos prodaji kredita, institucije originatori obično nastavljaju da servisiraju kredite.

Tabela 2. Neke od razlika između hipotekarnih obveznica i MBS¹⁷⁷

Kriterijum:	Mortgage Bonds	Mortgage-Backed Securities
Izrada hipotekarnih obveznica	Povezan proces	Nepovezan proces
Tip sekjuritizacije (tretman bilansa stanja)	Aktiva ostaje u bilansu stanja institucije originatora („ <i>on-balance-sheet securitization</i> “)	Generalno, aktiva se sklanja iz bilansa stanja institucije originatora („ <i>off-balance-sheet securitization</i> “)
Izvor plaćanja glavnice i kamate	Tok gotovog novca emitenta	Kolateralni tok gotovog novca
Izloženost riziku: - Kreditni rizik	Emitent	Investitor
- Rizik prijevremene otplate	Emitent	Investitor
- Tržišni rizik	Investitor	Investitor
Zaštita investitora u slučaju bankrotstva emitenta	Bondholder ima prioriteta potraživanja na aktivu u slučaju da emitent bankrotira	Bankrotstvo institucije originatora ne utiče na servisiranje MBS.
Kvalitet kredita	Osim kvaliteta aktive, zavisi uglavnom od sposobnosti institucije originatora i zakonskog okvira	Osim kvaliteta aktive, zavisi uglavnom od sposobnosti kreirane strukture
' <i>Over-collateralization</i> '	Definisano zakonom	Obično se zahtijeva za visok kreditni rejting
Klasifikovana struktura kapitala	Subordinacija je dio sistema (npr. uslova za poštovanje izvjesnih LTV koeficijenata)	Podjela strukture između viših (senior) i subordiniranih HOV mora se napraviti
Garancija	Garancija (ako je data) će biti obezbijedena od strane hipotekarno kreditne institucije	Garancija obezbijedena od strane treće strane kao što je osiguravajuće društvo ili banka
Struktura <i>collateral pool-a</i>	1. Pojedinačne komponente pool-a aktive su zamjenljive 2. Uglavnom raznolika aktiva 3. <i>Eligible assets</i> definisana zakonom (zahtjevi za poštovanje izvjesnih LTV	1. Pojedinačne komponente pool-a aktive su (generalno) nezamjenljive 2. Uglavnom homogena aktiva 3. <i>Eligible assets</i> nije neophodno definisana zakonom

¹⁷⁷ Ibidem, str. 45.

	koef. i <i>sound property</i> metodi procjene)	
Plaćanje kamate	Tipično godišnje	Tipično mjesečno
Otplata glavnice	Odjednom (' <i>bullet form</i> ')	Otplata

4. Zaključak

Ne postoji jedinstveni model stambenog finansiranja u Evropi, koji bi mogao biti kopiran. Različitost je pravilo na evropskom tržištu nekretnina, uprkos tome što je ovo tržište predmet regulacije mnogo godina. Poreski sistemi, zakoni i kulturne karakteristike svake zemlje proizveli su raznovrsnost hipotekarnih produkata sa različitim troškovima i cijenama.

U svom *Green paper – Mortgage credit in the EU*, Evropska komisija je zauzela obazriv stav vezano za evropsko hipotekarno tržište. Prekogranično hipotekarno kreditiranje čini svega 1% evropskog hipotekarnog tržišta, pa je jasno da tu leži veliki potencijal, ali interesovanje potrošača i kreditora izgleda da je ograničeno.

Benefiti od integracije bi bili sledeći¹⁷⁸:

- *Benefiti za potrošača*: uglavnom, veći izbor proizvoda i niže cijene.
- *Benefiti za kreditore*: stvaranje dubljeg, likvidnijeg sekundarnog tržišta, što bi snizilo troškove finansiranja. Troškovi kreditnog rizika i upravljanja rizikom bi se takođe smanjili. Niži troškovi servisiranja mogu biti rezultat ekonomije obima kreditora i servisera, ili rezultat stvaranja multinacionalnih kreditora i servisera. Konačno, sva hipotekarna tržišta u EU imala bi koristi od veće integracije, pošto bi to dozvolilo kapitalu da ide tamo gdje može biti najefikasnije upotrijebljen.

Ovi benefiti se mogu postići kroz:

- ulazak na strana tržišta kroz povećano prekogranično kreditiranje;
- ulazak na strana tržišta kroz merđžere i akvizicije;
- transakcije aktive kroz kreiranje portfolia MBS i hipotekarnih obveznica obuhvatajući aktivu sa više tržišta.

Najviše barijera je uzrokovano nacionalnom legislacijom i uslovima tržišta.

Barijere integraciji bi bile sledeće¹⁷⁹:

¹⁷⁸ Prim.izvor: Wyman, M.O. and EMF, „Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets“.

Sek.izvor: Suárez, J.L. and Vassallo A.; op.cit., str. 50.

¹⁷⁹ Ibidem, str. 51.

- ulazak na tržište bi vjerovatno bio neprofitabilan na mnogim tržištima, a samo granično profitabilan na drugim;
- teškoća u postizanju dobrog kvaliteta informacija na stranim tržištima i obezbjeđivanje informacija korisnicima;
- regulatorne i poreske razlike koje su diskriminativne u odnosu na strane kreditore;
- nemogućnost da se izvrši transfer kredita od jednog kreditora ka drugom na nekim tržištima blokira stvaranje multinacionalnog kreditnog portfolija i upotrebu instrumenata kao što su MBS;
- vladina intervencija na hipotekarnim tržištima preko stambene politike, koja je usko povezana sa stambenim hipotekarnim kreditima, može odvrćati strane kreditore od ulaska na nova tržišta.

Ukratko, harmonizovano prekogranično tržište rezultiralo bi većim izborom za potrošače, nižim troškovima i povećanim prilikama za kreditore, mada bi trebalo preduzeti mnoštvo legislativnih i nelegislativnih mjera u cilju integracije hipotekarnih tržišta u Evropskoj uniji.

Literatura:

13. Banking business review online, 2005, „European mortgages: little appetite yet for integrated market“.
14. Commission of the European Communities, 2005, Green Paper – *Mortgage Credit in the EU*.
15. Ćirović, M., 2001, *Bankarstvo*, Bridge Company.
16. Ekonomist magazin online, 2004, „Hipotekarno kreditiranje stambene izgradnje (1): Tri modela“, br.209.
17. Kiosaki, R., 2001, *Tok gotovog novca: Vodič bogatog oca do finansijske slobode*, Finesa.
18. Lajovic, D., 2006, „Obveznice na crnogorskom finansijskom tržištu“, *Evropski prioriteti i regionalna saradnja*, Zbornik radova, Milocer.
19. Polverini, S., 2006, „Basel II/CRD & Mortgage Credit“.
20. Radulović, A., 1998, „Hipotekarno tržište u razvijenim tržišnim privredama sa osvrtom na Sjedinjene američke države“, Ekonomski fakultet Podgorica.
21. Suárez, J.L. and Vassallo A., 2004, „European Mortgage Market: an overview 1992-2003“, IESE Business School – University of Navara.
22. Šljivančanin, M., 1999, *Banka – finansijsko preduzeće*, Univerzitet Crne Gore – Ekonomski fakultet, Podgorica.
23. Stöcker, O., 2006, „Funding of Mortgages via Covered Bonds in Europe“, *Mortgages in Russia and the CIS – The second Annual International Conference, Zurich*.

24. Walley, S., 2006, „European Mortgage Markets: Current developments and next steps toward further integration“.

Internet:

12. <http://ecbc.hypo.org>, *European Covered Bond Council*, ECBC.
13. <http://ec.europa.eu>, *European Commission*.
14. http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/home-loans/index-en.htm
15. www.banking-business-review.com, *Banking Business Review online*.
16. www.bis.org, *Bank for International Settlements*, BIS .
17. www.ekonomist.co.yu, *Ekonomist magazin online*.
18. www.fanniemae.com, *Federal National Mortgage Association*, Fannie Mae.
19. www.freddiemac.com, *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, Freddie Mac.
20. www.ginniemae.gov, *The Government National Mortgage Association*, Ginnie Mae.
21. www.hypo.org, *European Mortgage Federation*, EMF.

www.psee.edu.cg.yu