

Postdiplomske studije “Preduzetnička ekonomija”  
Ekonomski fakultet  
Univerzitet Crne Gore

# **Preduzetnička ekonomija**

**Volume VIII**

**Podgorica, Decembar 2005**

**»Preduzetnička ekonomija«  
Volume VIII, 12/2005**

**Glavni i odgovorni urednik: Prof. dr Veselin Vukotić**

**Redakcioni odbor:**

Prof. dr Mladen Šljivančanin, prof. dr Vujica Lazović, prof. dr Miroslav Prokopijević,  
dr Vesna Karadžić, dr Danilo Šuković, dr Maja Baćović, dr Igor Lukšić

**Uređivački odbor:**

prof. dr Borislav Uskoković, prof. dr Nevenka Glišević, prof. dr Božo Mihailović, prof. dr Sonja Bjeletić, prof. dr Milorad Ivoić, prof. dr Predrag Ivanović, prof. dr Anđelko Lojpur, prof. dr Gordana Đurović, prof. dr Veselin Pavićević, prof. dr Saša Popović, prof. dr Vladimir Kaščelan, prof. dr Žarko Božović, dr Zoran Todorović, dr Ljubinko Dedović, dr Božo Stojanović, dr Svetlana Rakočević, dr Danilo Šuković, dr Petar Ivanović, dr Milorad Jovović, dr Danijela Jaćimović, dr Milivoje Radović, dr Biljana Rondović, dr Dragan Lajović, dr Mirjana Kuljak, dr Nikola Fabris, mr Zoran Đikanović, mr Dragana Ostojić, mr Vladimir Kavarić, mr Milorad Katnić, mr Milan Lakićević, mr Neda Ivoić, mr Predrag Mitrović, mr Milutin Đuranović, mr Dragana Radević, Vladan Tabaš

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)**
3. **prof dr Miroslav Prokopijević (Beograd)**

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](mailto:msee@cg.yu)

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

ISSN 1451-6659

Tiraž: 700

Štampa: Montcarton, Podgorica

## **Predgovor**

*Radovi u Volume VIII posvećeni su problemima finansija i bankarstva, kao i integraciji Crne Gore u Evropsku Uniju.*

*Glavni i odgovorni urednik*

*Prof. dr Veselin Vukotić*

## **Autori / Authors**

1. *dr Jasmina Ćetković*, Ekonomski fakultet, Podgorica
2. *Milica G. Daković*, Centar za preduzetništvo i ekonomski razvoj, Podgorica
3. *mr Maja Drakić*, Ekonomski fakultet, Podgorica; student VI generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
4. *Slavica Gajić*, Centar za preduzetništvo i ekonomski razvoj, Podgorica
5. *mr Jelena Janjušević*, Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica; student VI generacije postdiplomskih studija „Preduzetnička ekonomija"
6. *Srđan Janković*, Alter Modus, Podgorica; student VI generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
7. *Goran Jovetić*, Ministarstvo za ekonomske odnose sa inostranstvom i evropske integracije Crne Gore; student VII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
8. *mr Milorad Katnić*, Ministarstvo finansija Crne Gore; student V generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
9. *prof. Dr Vladimir Kaščelan*, Ekonomski fakultet, Podgorica
10. *dr Miloš Knežević*, Univerzitet Crne Gore
11. *Vladimir Kovačević*, Staffordshire University, Engleska
12. *dr Dragan Lajović*, Fond za razvoj Crne Gore; student I generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
13. *dr Slobodan Lakić*, Ekonomski fakultet, Podgorica
14. *mr Milan Lakićević*, Ekonomski fakultet, Podgorica
15. *dr Igor Lukšić*, Ministarstvo finansija Crne Gore; student IV generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
16. *Marijana Mitrović*, Centralna banka Crne Gore; student V generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
17. *mr Zoran Mihailović*, Lovćen osiguranje, Podgorica
18. *Stanko Mugoša*, Lovćen osiguranje, Podgorica

19. *mr Nemanja Nikolić*, Fond za razvoj Crne Gore; student VI generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
20. *Nebojša Obradović*, Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica
21. *mr Nikola Perović*, Brandeis University, SAD; student V generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
22. *mr Jelena Pavićević*, Lovćen osiguranje, Podgorica
23. *Gordana Radojević*, Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica; student VII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
24. *Mira Radunović*, Montenegro Investment Promotion Agency, Podgorica
25. *prof. Dr Borislav Uskoković*, Ekonomski fakultet, Podgorica
26. *Vladimir Vulić*, Ekonomski fakultet, Podgorica; student VII generacije postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"
27. *Aleksandar Vujović*, Centar za preduzetništvo i ekonomski razvoj, Podgorica
28. *mr Saša Vujošević*, Ekonomski fakultet, Podgorica
29. *Vuk Žarić*, Montenegro Investment Promotion Agency, Podgorica

## Sadržaj:

1. Lukšić Igor, Katnić Milorad: O implikacijama uvođenja eura na fiskalnu politiku u Crnoj Gori.....	8
2. Lakić Slobodan: Pozicioniranje hedž fondova u finansijskoj industriji .....	24
3. Kaščelan Vladimir: Mjesto i uloga kastodi banke na tržištu kapitala.....	52
4. Lajović Dragan: Adekvatnost informacija kao uslov razvoja i rasta fondovske industrije u Crnoj Gori .....	61
5. Mitrović Marijana: Potencijalne slabosti finansijskog sistema koje mogu dovesti do pojave finansijskih nestabilnosti i/ili potencijalnih kriza .....	77
6. Lakićević Milan: Primjene Modela statičkog kompromisa i Hamada modela za oblikovanje strukture kapitala akcionarskih društava .....	88
7. Radojević Gordana: Reforma bankarskog sektora Crne Gore– koliko smo daleko stigli? .....	112
8. Drakić Maja: Mjerenje rizika na finansijskim tržištima metodom Value-at-Risk .....	123
9. Kovačević Vladimir: Merger control and competition policy in Montenegro in view of EU Accession.....	137
10. Vujošević Saša: Sigurnost Internet bankarstva u Crnoj Gori .....	144
11. Janjušević Jelena: Tržište kapitala Crne Gore – primjer uspješnih reformskih procesa .....	159
12. Mihailović Zoran: Osnovni učesnici i njihove uloge u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja.....	168
13. Pavićević Jelena, Mugoša Stanko: Bankoosiguranje.....	191
14. Janković Srđan: Problemi mikrokreditiranja u Crnoj Gori.....	213
15. Vujović Aleksandar: Budžet Crne Gore sa posebnim osvrtom na akcize na gorivo .....	221

16. Uskoković Borislav: Kompatibilnost sporta i turizma.....	235
17. Nikolić Nemanja: Rehabilitacija i problemi daljeg razvoja crnogorskog turizma .....	241
18. Obradović Nebojša: Novi turistički proizvodi u Crnoj Gori .....	252
19. Radunović Mira: Tokovi razvoja turizma u Crnoj Gori .....	263
20. Četković Jasmina, Knežević Miloš: Model upravljanja rizikom gradjevinskog projekta.....	273
21. Perović Nikola: Industrija stimulansa u SAD – osnovne karakteristike.....	289
22. Vulić Vladimir: SAD: Protekcionizam ante portas .....	299
23. Jovetić Goran: Razvoj Slobodnih zona u Crnoj Gori – u kontekstu novog Zakona.....	314
24. Gajić Slavica: Potencijali šumarstva i drvne industrije u Crnoj Gori.....	325
25. Daković G. Milica: Biznis statistika-osvrt na Crnu Goru.....	334
26. Žarić Vuk: Crna Gora – konkurentna destinacija za investicije (SWOT analiza) .....	344

Igor Lukšić<sup>\*</sup>  
Milorad Katnić<sup>\*</sup>

## O implikacijama uvođenja eura na fiskalnu politiku u Crnoj Gori

### Abstract

Introduction of the euro as legal tender in the Montenegrin economy has made the public expenditure policy an axis instrument of the economic transition. At the same time it has imposed the need for the fiscal stabilisation as well as for the consolidation of the public finances. It is interesting to explore where Montenegro stands today in relation to the euro zone countries, which had to comply with certain fiscal rules in order to implement the common currency policy. Also, there are still a lot of challenges to face on the road of creating favourable climate for the sustainable growth and development of the Montenegrin economy. The major are to decrease the public expenditure-to-GDP ratio as well as to conduct further structural reforms.

**Key words:** *Euro, Fiscal policy, Government spending, Rules, Consolidation*

### 1. Uvod

Crna Gora se danas nalazi u trećoj fazi tranzicije, koja je započeta početkom devedesetih godina. Na samom početku, međutim, bila je prekinuta usljed uvođenja međunarodnih sankcija protiv SRJ. Period u kojem dramatično raste učešće sive ekonomije u BDP, i koji karakteriše, između ostalog, hiperinflacija, dovodi do strahovitog ekonomskog usporavanja.<sup>1</sup> Kao rezultat pada životnog standarda, smanjenja zaposlenosti, uz istovremeno veliki broj izbjeglica i raseljenih lica na teritoriji CG, raste potreba za većim socijalnim i drugim državnim davanjima. Posljedice se osjećaju i danas prije svega u činjenici da je realni BDP i dalje značajno niži od onog s kraja osamdesetih godina prošlog vijeka, da su socijalna davanja<sup>2</sup> i ukupna državna potrošnja na visokom nivou, ali i kvalitativno kroz

---

<sup>\*</sup> Ministarstvo finansija R. Crne Gore

<sup>\*</sup> Ministarstvo finansija R. Crne Gore

<sup>1</sup>BDP po glavi stanovnika do 2000. godine pao je na otprilike jednu polovinu BDP-a iz 1989. godine. Spoljni dug na nivou zajedničke države iznosio je preko 130 procenta BDP-a, a godišnja inflacija bila je preko 113 procenta.

<sup>2</sup> Socijalna davanja su ovdje posmatrana u širem smislu i između ostalog obuhvataju teret prekobrojnog broja zaposlenih u državnoj administraciji i javnim preduzećima, „širok” i generalno nerestrukturisan obrazovni, zdravstveni i penzijski sistem i sl.



oportunitetni trošak izgubljenog vremena za restrukturiranje i transformaciju ekonomskog sistema.

Drugi dio procesa tranzicije predstavlja period sticanja funkcionalnog suvereniteta usljed političkog „razmimoilaženja“ sa zvaničnim Beogradom 1997-1998 godine.<sup>3</sup> U ovom periodu, na svim poljima ekonomskog sistema dolazi do ubrzavanja promjena, ali se kao dominantna izdvaja reforma monetarne politike, uvođenjem najprije dvovalutnog sistema njemačke marke i dinara novembra 1999, a potom samo njemačke marke, početkom 2000. godine. Euro postaje zvanično sredstvo plaćanja u Crnoj Gori januara 2002. godine. Samo po sebi, uvođenje eura je imalo značajne implikacije na crnogorsku ekonomiju. Praktično sve distorzije iz prethodnog vremena, uključujući socijalističko, izbile su na površinu, dok su trgovinski i investicioni tokovi postali jednostavniji, lakši i uz manje transakcione troškove. Istovremeno, uvođenje eura uticalo je na postepeno obaranje stope inflacije sa oko 120% 1999. godine na 4,3% 2004, uz projekciju da bi tokom 2005 inflacija mogla da se zadrži na nivou od 3-3,5%<sup>4</sup>, na kojem bi mogla i ostati u srednjem roku, u zavisnosti od kretanja cijene nafte na svjetskom tržištu, i politike restrukturiranja cijena električne energije.

Teorijski gledano, uvođenje eura, odnosno eurizacija ekonomije, bi se moglo tretirati kao implementacija preporuka austrijske škole ekonomije, prema kojoj je pristup zdravom novcu od vitalnog značaja za razvoj zdravog ekonomskog sistema. Ovo u nešto korigovanoj formi, i iz ugla Crne Gore, pošto pripadnici austrijske škole zagovaraju zlatni standard, dajući zdravom novcu tretman ustava ili povelje o ljudskim pravima, obzirom da treba da štiti stanovništvo od ekonomskog despotizma države<sup>5</sup>. Na taj način, Crna Gora se svojim izborom vezivanja ekonomskog sistema za euro udaljila od alternativa, kakve su štampanje svoje valute ili valutni odbor.

Uvođenje eura imalo je svoje implikacije i na buduću ekonomsku politiku u Crnoj Gori, čiju osovinu čini politika javne potrošnje, odnosno fiskalna politika. Iz tog razloga, osnove makroekonomske politike u Agendi ekonomskih reformi 2002-2006. i nakon toga u revidiranoj Agendi 2002-2007. predstavljaju zapravo osnove budžetske politike. Budžet postaje finansijski iskaz ekonomske politike, a politika finansiranja budžetskog deficita jedan od njenih temelja. Isto tako, fiskalna politika biva uvođenjem eura usmjeravana ka realizaciji Mاستrihtskih kriterijuma u dijelu budžetskog deficita i javnog duga, kako bi se obezbijedila dugoročna

---

<sup>3</sup> Implementirani ekonomski program, kojem su podršku pružili MMF, Svjetska banka i drugi donatori, oslanjao se na tri stuba: (i) osmišljena makroekonomska politika; (ii) tržišno orijentisane strukturne reforme, uključujući široku liberalizaciju cijena i trgovine; i (iii) značajna finansijska i tehnička podrška od donatora.

<sup>4</sup> Centralna banka Crne Gore, [www.cb-cg.cg.yu](http://www.cb-cg.cg.yu)

<sup>5</sup> Mises, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, Inc. Str 454

makroekonomska stabilnost, kao preduslov vraćanja povjerenja međunarodnih i domaćih investitora, u funkciji akceleracije rasta i razvoja. Pomalo kontraverzna, ali očigledna implikacija uvođenja eura jeste i da bilans plaćanja time postaje evidencioni karton, odnosno indikator o opštim ekonomskim kretanjima – smjeru u kojem se tržište kreće, istog značaja kao i bilans plaćanja La Korunje ili Liona. Naglasak se pomjera ka kvalitativnoj politici uklanjanja poslovnih barijera i kreiranja atraktivnog investicionog ambijenta.

## **2. Agenda ekonomskih reformi – fiskalna politika**

Agendom ekonomskih reformi (mart 2003. godine) osnovni cilj fiskalne reforme postaje uravnoteženje budžeta koje će se postići u narednih pet godina (do 2008. godine), sprovođenjem odgovarajuće ekonomske politike i utvrđivanjem osnovnih ciljeva razvoja prilikom planiranja budžeta, sa strogim finansijskim upravljanjem, strogom računovodstvenom kontrolom u izvršenju budžeta i sa poreskom strukturom koja je konkurentna. Sve ovo treba da omogući snažan rast privatnog sektora.

U tom dijelu, između ostalog je navedeno da je potrebna politika koja će proširiti poresku osnovicu i smanjiti poresko opterećenje. Cilj poreske politike je da se postigne fiskalna ravnoteža, dok se istovremeno održava poreska struktura bazirana na konkurentnosti i širokoj osnovi koja dozvoljava snažan rast privatnog sektora. Slabost prve verzije Agende je da zanemaruje pitanje visine javne potrošnje. Samo po sebi uravnoteženje budžeta uz visoku javnu potrošnju ne mora imati stimlativan uticaj na razvoj ekonomije.

Inoviranom Agendom ekonomskih reformi, iz 2005. godine, konstatovano je da su u periodu realizacije Agende uspješno usklađivani ključni parametri fiskalne i monetarne politike s politikama i ciljevima Svjetske banke i MMF. Takođe je navedeno da će pored proširenja poreske osnove, pokrivanje budžetskog deficita zahtijevati čvršću disciplinu na rashodnoj strani, posebno kad su u pitanju politika zarada, direktni i indirektni transferi preduzećima i visoki troškovi za administriranje penzionog i zdravstvenog fonda, kao i fonda za zapošljavanje. Da bi se reforma ostvarila potrebno je da se postigne efikasnost u poslovanju i smanje troškovi u ovim institucijama.

### *2.1. Najveća ostvarenja i najveći problemi u fiskalnoj reformi*

Inoviranom agendom, iz 2005. godine, kao najveća ostvarenja u fiskalnoj reformi navedeni su:

- *Uvođenje prihodnog modela.* Zavod za obračune i plaćanja (ZOP) je zatvoren 1. januara 2005. i uspješno je implementiran novi model upravljanja prihodima, koji omogućava smanjenje troškova platnog prometa. Poreska uprava, Uprava carina i

Ministarstvo unutrašnjih poslova (preko 98% budžetskih prihoda) preuzeli su punu odgovornost za obradu budžetskih i prihoda vanbudžetskih fondova, bez prekida toka javnih prihoda.

- *Implementacija novih poreskih zakona.* Uspješno implementirani: Zakon o porezu na dohodak fizičkih lica, Zakon o porezu na dobit pravnih lica, Zakon o akcizama i Zakon o PDV- u.<sup>6</sup>

- *Nova organizaciona struktura i IT sistemi u Poreskoj upravi.* Restrukturirana je Poreska uprava i privodi se kraju implementacija IT sistema.

- *Uspostavljanje sektora za internu reviziju u Ministarstvu finansija.* Sektor interne revizije je osnovan. Odobren je trogodišnji strateški plan, koji će doprinijeti većoj efikasnosti vladinih institucija.

- *Uvođenje propisa o finansijskom izvještavanju.* Transparentnije finansijsko izvještavanje postignuto kroz: 1) Uredbu kojom se zahtijeva korišćenje standarda IFAC-a za gotovinsko računovodstvo, 2) Zakon o zaradama državnih službenika i 3) Programiranje budžeta koje sada pokriva pet potrošačkih jedinica.

Kao najveći problemi u implementaciji fiskalnih reformi konstatovani su:

- *Nepostojanje strategije za upravljanje dugom i kašnjenje u implementiranju pripreme budžeta i inicijativa za izvještavanje.*

- *Nedovoljno prenošenje ovlašćenja za donošenje odluka i nezadovoljavajuće izvještavanje od strane potrošačkih jedinica.* Donošenje odluka o upotrebi resursa otežano je usljed nedovoljnog prenošenja finansijske odgovornosti i kontrole sa Ministarstva finansija na potrošačke jedinice.

- *Kašnjenje u uspostavljanju aktivnosti monitoringa u Ministarstvu finansija.*

- *Nepostojanje izvještavanja o efikasnosti Poreske uprave.*

- *Nezadovoljavajuće poslovanje sistema za finansijsko upravljanje u Ministarstvu finansija.* SAP sistem funkcioniše manjim kapacitetom od projektovanog.

---

<sup>6</sup> Osnovni rezultati su: 1) uravnotežen budžet s čvrstim kontrolama budžeta i rashoda, 2) konkurentnije poreske stope (smanjene stope poreza na dohodak fizičkih lica i doprinosa 10%, a porez na dobit pravnih lica smanjen sa 20% i 15% na 9%) i šira poreska osnova, 3) povoljniji uslovi za poslovne aktivnosti i strana ulaganja. Deficit budžeta kao procenat BDP-a smanjen sa 3,29% u 2003.godini na 2,18% u 2004. Projektovani nivo za 2005. godinu je 2,17% BDP-a sa uključenom otplatom stare devizne štednje, ali bez projektnih zajmova kojima se finansiraju veliki infrastrukturni projekti.

### 3. Opšta fiskalna kretanja 2002-2005 u Crnoj Gori i euro-zoni

Implementacija monetarne unije između zemalja EU koje su odlučile da uđu u nju<sup>7</sup> podrazumijeva primjenu odgovarajućih kriterijuma definisanih u Mاستrihtu prilikom dogovaranja o Paktu za stabinost i rast.<sup>8</sup> Iz ugla fiskalne politike posebnu važnost imaju dva kriterijuma: da budžetski deficit opšteg vladinog sektora bude oboren ispod 3% BDP<sup>9</sup> i da se u srednjem roku izbalansira, kao i da ukupni javni dug opšteg vladinog sektora ne prelazi 60% BDP<sup>10</sup>. Ovdje treba imati u vidu da se shodno metodologiji koja se primjenjuje u eurozoni, deficit definiše kao neto pozajmice opšteg vladinog sektora, dok se dug opšteg vladinog sektora prema ESA 95 metodologiji odnosi na dug centralnog budžeta, regionalnih i lokalnih uprava i van budžetsih fondova. Ovom prilikom isključuju se dugovi javnih preduzeća, odnosno preduzeća sa većinskim državnim vlasništvom, koji spadaju u javni sektor<sup>11</sup>.

Osnovni razlog formulisanja fiskalnih pravila u okviru Evropske unije je želja da se obezbijedi dugoročna stabilnost eura, koju bi mogla da podrije neodgovarajuća fiskalna politika. Primjenom ovih pravila postiže se održivost javnih finansija, koja je došla u pitanje nakon izrazitog rasta javnog duga u osamdesetim i ranim devedesetim godinama prošlog vijeka, u većini zemalja EU. Drugi motiv za postojanje fiskalnih pravila je problem moralnog hazarda u okviru EU. Naime, kako fiskalne politike jedne članice EU imaju uticaja na ostale članice, postavljanjem i

---

<sup>7</sup> Takozvani Euroland obuhvata 12 članica EU. Od ranijih 15 članica V. Britanija, Danska i Švedska iz različitih razloga nijesu željele ili nijesu mogle pristupiti. Novih 10 članica uvešće euro u skladu sa makroekonomskim projekcijama svojih sistema, a u skladu sa kriterijumima Pakta za stabilnost i rast.

<sup>8</sup> Fiskalna pravila u EU određena Mastrihtskim sporazumom i Paktom za stabilnost i rast (usvojenim 1997. godine), sjedinjena su kroz dvije regulative *Ecofin Council*-a i dvije rezolucije Evropske komisije (*European Council*).

<sup>9</sup> Veći deficit može biti razmatran jedino ukoliko je premašenje uzrokovano vanrednim okolnostima, ako je kratkoročno i blizu propisanog nivoa. U skladu sa Paktom za stabilnost i rast vanredne okolnosti se odnose ili na nepredviđene događaje koji nijesu pod kontrolom države, a koje imaju značajnog uticaja na finansijsku poziciju budžeta ili na iznenadna i značajna ciklična pogoršanja. Formalna odluka da li se deficit može uzeti kao prekomjerman donosi *Ecofin Council*, na preporuku Komisije. Godišnji pad BDP od preko 2% automatski se priznaje kao »iznenadni«, dok pad BDP između 0.75 i 2% može biti tako smatran nakon diskrecionog prosuđivanja *Councila*. Takođe, *Council* može uzeti u obzir kumulativni gubitak *outputa* u odnosu na prošle trendove u slučajevima kada države članice imaju »prekomjerni deficit«. Ukoliko zemlja članica ne preduzme korektivne akcije da eliminiše »prekomjerni deficit«, u skladu sa preporukama *Councila* od njih će biti zatraženo da plate godišnji nekamatonosni depozit u iznosu od 0.2 do 0.5% svog BDP. Ukoliko »prekomjerni deficit« potraje depozit se pretvara u kaznu koja se distribuira među ostalim zemljama članicama.

<sup>10</sup> Pravilo treba da se tumači tako da vlada ne smije dopustiti da javni dug raste ukoliko je iznad 60% BDP. Formalno, ne postoji klauzula koja dozvoljava nepoštovanje tog pravila. Međutim, ne postoje ni novčane sankcije za kršenje ovog pravila.

<sup>11</sup> European Central Bank, Monthly Bulletin, Glossary

poštovanjem fiskalnih pravila smanjuje se rizik od (zlo)upotreba fiskalnih politika jednih država na štetu drugih. Tako su, fiskalni kriterijumi ustanovljeni u funkciji održanja stabilnosti eura koji bi pod uticjem visokih budžetskih deficita, i time impliciranog značajnog rasta dugova, mogao biti ugrožen usljed neminovnog rasta kamatnih stopa, zbog potrebe da se budžetski deficit finansira.

Eurizacija Crne Gore, stoga, podrazumijeva primjenu fiskalno održive politike koja bi spriječila smanjivanje konkurentnosti crnogorske ekonomije usljed realne apresijacije našeg eura u odnosu na evropski, što bi održavalo kamatne stope iznad evropskog nivoa uvećanog za rizik zemlje. Smanjivanje konkurentnosti ekonomije upućuje na potrebu sprovođenja stuktturnih reformi kako bi fiskalno prilagođavanje na dugi rok dalo rezultate. Ovo bi dalje značilo smanjivanje budžetskog deficita opšteg vladinog sektora najprije ispod 3%, a potom i uspostavljanje trenda balansirane budžetske potrošnje. Ipak, imajući u vidu svojevrsan infrastrukturni deficit u Crnoj Gori koji nije moguće finansirati iz unutrašnjih izvora, određeni nivo budžetskog deficit je neminovan, što fiskalno prilagođavnje u srednjem roku svodi na uspostavljanje suficita primarnog bilansa<sup>12</sup> čime se obezbjeđuje održivost duga na dugi rok. Izazov koji stoji uporedo sa prethodnim i koji "olakšava" postizanje fiskalne ravnoteže na dugi rok jeste reforma javne potrošnje i njeno smanjivanje obzirom na manju produktivnost 1 eura redistribuirnog u državnom sektoru u odnosu na privatni od kojega se uzima kroz poresko opterećenje.

*Tabela 1: Budžetski balans u Eurozoni i Crnoj Gori, 2002-2004.*

	Eurozona <sup>13</sup>	Crna Gora <sup>14</sup>
Budžetski balans u % BDP		
2002 <sup>15</sup>	-2,5	-3,1 <sup>16</sup>
2003	-2,8	-3,29
2004	-2,7	-2,18
Primarni balans		
2002	1,1	-2,1
2003	0,6	-2,2
2004	0,5	-0,5

*Izvor: Evropska centralna banka i Ministarstvo finansija Crne Gore*

<sup>12</sup> Koji se dobija kada se deficit umanjuje za otplatu kamata.

<sup>13</sup> Ibid

<sup>14</sup> Ministarstvo finansija Crne Gore, [www.vlada.cg.yu](http://www.vlada.cg.yu)

<sup>15</sup> Prilikom poređenja kao početna godina se uzima 2002. jer je tada zvnično uveden euro.

<sup>16</sup> Podaci o budžetskim rashodima i budžetskom balansu za 2002. godinu ne predstavljaju odraz stvarnog stanja, zbog metodoloških problema konsolidacije i različite metodologije obračuna deficita u to vrijeme, kada nije postojao centralizovani budžetski sistem. Podatak u tabeli se odnosi na budžetski deficit centralnog budžeta dok je realno, konsolidovani budžetski deficit u 2002. godini bio je na značajno većem nivou.

Dakle, na nivou eurozone budžetski deficit je uglavnom u prosjeku ispod 3%, na osnovu čega se može zaključiti da je u okvirima propisanim kriterijumima iz Maastrichta, premda je trebalo da dolazi do postupnog prilagođavanja od oko 1% BDP godišnje što nije slučaj. Isto tako, postoje značajne razlike od zemlje do zemlje u okviru eurozone, gdje prednjači Grčka sa svojim rastućim deficitom od 4,1% 2002. godine, odnosno 6,1% 2004. Najveći suficit ima Finska 2,1% i Irska 1,3%, dok npr. Španija ima skoro izbalansiran budžet sa deficitom od 0,3%. Međutim, trend je ili pogoršanje deficita, odnosno stagnacija, kakav je slučaj Njemačke ili Italije sa deficitom od 3,8%, odnosno 3,2% 2004. godine, ili obaranje suficita, gdje je očigledan primjer Luksemburga gdje se iz zone visokog suficita od 6,2% 2001. godine, prešlo u deficit od 1,1% 2004. godine.

Crna Gora je od 2001. godine započela sa fiskalnom konsolidacijom<sup>17</sup>. Konsolidovani budžetski deficit smanjen je sa oko 8% BDP-a u 2000. na oko 3,3% BDP u 2003. godini i 2,2% BDP u 2004. godini, bez projektnih zajmova. Iako su evidentni naponi ka racionalizaciji budžetskih rashoda i smanjenju državne potrošnje, ukupna konsolidovana potrošnja (uključujući rashode opština) se posljednjih godina održava na "visokom" nivou od oko 46% BDP.

*Tabela 2: Kretanje javnog duga u Eurozoni i Crnoj Gori, 2002-2004.*

	Eurozona	Crna Gora
Javni dug u % BDP		
2002	68,8	80,6
2003	70,1	44,6
2004	70,6	43,8

*Izvor: Evropska centralna banka i Ministarstvo finansija Crne Gore.*

U slučaju zemalja eurozone u prosjeku dolazi do povećanja javnog duga prethodnih godina sa 68,8% 2002. godine na 70,6% 2004. godine. Istovremeno situacija se razlikuje kod pojedinih zemalja gdje kod Belgije ili Španije dolazi do obaranja duga sa 108% na 95,6% BDP, odnosno 56,3% na 46,9%, kod drugih npr. Njemačka dolazi do pogoršanja ovog pokazatelja i rasta duga sa 59,1% na 66,1% 2004. godine. Grčka ponovo ima najlošije performanse održavajući svoj dug na i dalje veoma visokih 110,5%.

Poredeći ove pokazatelje sa Crnom Gorom, kao i indikatore zaduženosti koje koristi Svjetska banka i MMF, može se zaključiti da je Crna Gora, sa učešćem ukupnog

<sup>17</sup> Grubo definisano, fiskalna konsolidacija podrazumijeva smanjenje budžetskog deficita, za određeni vremenski period i za definisani nivo (nivo i period konsolidacije zavisi od postavki definicija i metodologija istraživanja).

javnog duga u BDP ispod 44%, na kraju 2004. godine, umjereno zadužena zemlja.<sup>18</sup> Ovaj iznos je “značajno” niži od definisanog fiskalnog kriterijuma, maksimalno dozvoljenog javnog duga, Evropske unije, čime Crna Gora ispunjava jedan od dva Mastrotska kriterijuma. Ovome je doprinijela činjenica da je došlo do otpisa 51% obaveza prema Pariskom klubu, uz dodatnih 15% uslovljenim okončanjem tekućeg aranžmana sa MMF-om, potom reprogramiranja obaveza prema Svjetskoj banci, i činjenici da Crna Gora nema predsankcionih obaveza prema Londonskom klubu.<sup>19</sup> Štaviše, javni dug u Crnoj Gori ima tendenciju daljeg smanjenja u relativnim iznosima, posebno kada je riječ o unutrašnjem dugu, zahvaljujući značajnim privatizacionim prihodima.

Tako se, eliminisanjem tereta kratkoročnih kreditnih obaveza i neizmirenih obaveza iz prethodnog perioda unutrašnji dug značajno obara. Takođe različiti modaliteti upotrebe obveznica stare devizne štednje, kroz, pored njihove isplate na dan dospelja, njihovo korišćenje u procesima privatizacije i za plaćanje poreza,

---

<sup>18</sup> Istovremeno, shodno vrijednosti dva indikatora, (spoljni javni dug/izvoz i otplata ino duga/izvoz), Crna Gora se svrstava u zemlje sa niskom zaduženošću. Naime, udio spoljnog javnog duga u ukupnom izvozu u Crnoj Gori iznosi 80,7%, što je daleko niže od granične vrijednosti (165%) koja dijeli nisko od umjereno zaduženih zemalja. Takođe, stepen zaduženosti tj. odnos otplate ino duga i ukupnog izvoza u Crnoj Gori, iznosi 3,7%, što je, opet, daleko niže od granice za umjereno zadužene zemlje koja je postavljena na 10%.

<sup>19</sup> Javni dug Crne Gore je u 2002. godini iznosio preko jedne milijarde eura. Radi se o iznosu prije reprogramiranja dugova sa Međunarodnom bankom za obnovu i razvoj i Pariskim klubom kreditora i konačnog dogovora sa Srbijom u vezi obaveza prema Londonskom klubu kreditora. Najveći dio javnog duga Crne Gore odnosi se na naslijeđene dugoročne obaveze starog sistema (bivše SFRJ i SRJ). Ovo se prije svega odnosi na ino dugove preuzete Zakonom o regulisanju obaveza i potraživanja po osnovu ino duga i devizne štednje građana, koji su na kraju 2004. godine iznosili 434,7 miliona eura ili 64,6% javnog duga, najvećim dijelom krediti Međunarodne banke za obnovu i razvoj i Pariskog kluba kreditora. Naime, izuzev kreditnih aranžmana sa međunarodnim finansijskim organizacijama (IMF, IBRD i dr.) i međudržavnih kreditnih aranžmana SFRJ, veći dio inostranih kredita, koje su zaključivale banke i preduzeća, bili su njihov komercijalni dug koji nije garantovan od strane SFRJ i Narodne banke Jugoslavije. Počev od 1983. godine kada je SFRJ, usljed devizne nelikvidnosti, prihvatila proces multilateralnog reprogramiranja i refinansiranja svojih obaveza po inostranom dugu, ukupan inostrani dug (kao i novi inostrani krediti koji su se zaključivali) garantovan je od strane SFRJ i NBJ i time postao potencijalni javni dug. Ovaj dug čini alocirani dug korisnika inostranih kredita iz RCG i dio (5,88%) nealociranog duga koji je ugovorila ili za koji je garantovala bivša SFRJ, a koji je preuzela SRJ (36,52% nealociranog duga SFRJ). Pored starih ino dugova, »naslijeđeni« javni dug čine i obaveze po osnovu stare devizne štednje, preuzete istim zakonom. Prema procjenama Centralne banke, obaveze po osnovu stare devizne štednje, na kraju 2003. godine su iznosile, 127 miliona eura, dok su na kraju 2004. godine iznosile 123 miliona eura. što predstavlja 18,3% javnog duga. Tako da, na kraju 2004. godine, naslijeđene dugoročne obaveze starog sistema predstavljaju 82,9% ukupnog javnog duga Crne Gore. Preostalih 17,1% odnosi se na nova zaduženja nastala u periodu od 2000-2004. godine, obaveze po osnovu kratkoročnih pozajmica, kredita i državnih zapisa.

umanjuju obaveze po ovom osnovu, čine ovaj dug održivim.<sup>20</sup> Istovremeno, jedina nepoznanica i dalje je proces restitucije koji tek počinje, ali za koji još nema precizne računice usljed rokova za obradu zahtjeva za obeštećenje, što je nadležnost lokalnih uprava. Ova nepoznanica nameće dodatnu opreznost prilikom novog neto zaduživanja. Značajni privatizacioni prihodi mogu se iskoristiti za supstituciju zaduživanja jer njihovo trošenje, premda povećava budžetski deficit, ne uvećava javni dug.

Ipak, obzirom na kreditni rejting Crne Gore koji je dobila od agencije Standard and Poor's BB, neophodno je dodatno prilagođavanje da bi se ostvario napredak rejtinga na nivo BBB, koji je investicioni rejting, što je neophodno da bi u budućnosti uz nižu kamatnu stopu bilo moguće investirati u infrastrukturu pribavljanjem sredstava putem emisije dugoročnih euroobveznica. Godine 2005. BBB medijana značila je BDP *per capita* 5648\$, realni rast BDP 4,6%, izbalansiran budžet, odnosno deficit od 0,5%, dug opšteg vladinog sektora od oko 33,6%, inflaciju oko 3,6%, i niz drugih indikatora<sup>21</sup>. Na osnovu aktuelnih indikatora i projekcija, može se očekivati da Crna Gora brzo<sup>22</sup> popravi svoj rejting. Ekvivalentni podaci, kroz procjene i projekcije za 2005. godinu, za Crnu Goru su sljedeći: BDP *per capita* oko 3,2 hiljade \$, realni rast BDP 4,1%, budžetski deficit od oko 2% BDP, dug opšteg vladinog sektora od oko 40% BDP, inflaciju oko 3,5%.

Smanjenje državne potrošnje, fiskalna konsolidacija i fiskalno prilagođavanje takođe podrazumijeva održavanje nivoa javnog duga ispod 60% BDP i štaviše njegovo obaranje i zadržavanje na nivou od ispod 40% BDP. Ovo iz razloga jer kriterijum postavljen drugim fiskalnim pravilom u EU više je primjenjiv za razvijene stabilne tržišne ekonomije, dok za tranzicione, zemlje u razvoju i *emerging market* ekonomije važe druge preporuke, da bi se obezbijedila i sačuvala fiskalna održivost

---

<sup>20</sup> Kada je u pitanju unutrašnji javni dug tokom 2005. godine dolazi do njegovog značajnog obaranja po svim osnovama. Tako je, do kraja septembra unutrašnji javni dug smanjen za 5 procentnih poena BDP.<sup>20</sup> Smanjenje duga po osnovu stare devizne štednje iznosi 6 miliona eura (sa 123 na 118 miliona eura), po osnovu obaveza za bankarske kredite preko 7 miliona eura (sa 8,9 na 1,5 miliona eura), po osnovu obaveza za državne zapise za oko 25 miliona eura (sa 37,4 na 12,5 miliona eura), dok se procjenjuje i značajno smanjenje zaostalih budžetskih obaveza, među kojim su najznačajnija dugovanja po osnovu socijalnog programa. Smanjenje duga, pratilo je i smanjenje troškova zaduživanja (kamate), posebno kod obaveza po bankarskim kreditima i obaveza po državnim zapisima. Tako je na primjer, prosječna ponderisana kamatna stopa na državne zapise na kraju 2004. godine iznosila oko 10%, a na kraju septembra oko 4%, na godišnjem nivou. Dodatno, iako zaostale budžetske obaveze nemaju direktan kamatonosni trošak, "one predstavljaju smetnju nesmetanom odvijanju aktivnosti na relaciji budžet – privreda – građani", tj. smanjuju likvidnost i konkurentnost crnogorske ekonomije, pa je njihovo smanjivanje izuzetno značajno.

<sup>21</sup> Standard & Poor's Sovereign Ratings in Europe, May 2005

<sup>22</sup> Naredna procjena kreditnog rejtinga za Crnu Goru najavljena je za kraj novembra 2005. godine.



na dugi rok.<sup>23</sup> Dodatno, zbog potrebe da se poboljša kreditni rejting, čime se smanjuju dugoročne kamatne stope i time troškovi finansiranja, prije svega infrastrukturnih projekata, pojačavaju se argumenti u prilog potrebe daljeg smanjenja budžetskog deficita i javnog duga u Crnoj Gori.

### 3.1. Fiskalna pravila<sup>24</sup> u Crnoj Gori

Fiskalno pravilo koje se odnosi na državnu potrošnju u Crnoj Gori, uvedeno je inoviranim Agendom ekonomskih reformi, čime se, ne samo ograničava, već, propisuje obaveza smanjenja državne potrošnja za po 3 procentna poena učešća u BDP godišnje, što je možda prestroga obaveza, ali svakako nameće potrebu nastavka reformi sistema javne potrošnje.

Zakonsko ograničenje po pitanju zaduživanja u Crnoj Gori vezano je za odredbu iz Zakona o zaduživanju i upravljanju dugom javnog sektora. Ovom odredbom je navedeno da će Vlada utvrditi mjere koje su potrebne za prilagođavanje iznosa neizmirenog duga, kao i koeficijente odnosa između iznosa neizmirenih kreditnih obaveza i bruto domaćeg proizvoda (BDP) po metodologiji koja se primjenjuje u zemljama članicama Evropske unije. Te mjere ne dozvoljavaju da se premaši maksimum koji preporučuje Evropska unija. Grubo tumačeći ovu odredbu, javni dug Crne Gore ne bi smio prelaziti 60% BDP, što je limit postavljen fiskalnim pravilom koji važi za zemlje Evropske unije.

Ostala fiskalna ograničenja sadržana su kroz sporazum tzv. Stand-By aranžman koji je Crna Gora potpisala sa Međunarodnim monetarnim fondom.<sup>25</sup> Shodno ovom Sporazumu, Crna Gora treba da smanjuje budžetski deficit iz godine u godinu za po

---

<sup>23</sup> Same "kritične" granice iznad kojih bi visina javnog duga bila neodgovarajuća i vodila velikim problemima zavise od zemlje do zemlje i od slučaja do slučaja. Nivo javnog duga pri kome su *emerging market* zemlje bile primorane da »priznaju« svoju nemogućnost servisiranja duga u proteklih 30 godina značajno se razlikovala od slučaja do slučaja. Interesantno da je u 55% slučajeva, javni dug u godini prije jednostranog prekida servisiranja duga bio na nivou nižem od 60% BDP, što je kritičan nivo za zemlje Evropske unije, dok je u 35% slučajeva udio duga u BDP bio niži od 40%. Prosječan nivo javnog duga u *emerging market* ekonomijama, u godini prije »priznanja« nemogućnosti otplate duga, iznosio je oko 50% BDP. Mnoge zemlje, koje pripadaju *emerging market* ekonomijama poput Indije i Malezije, dugo godina upravljale su dugom koji je bio na relativno visokom nivou bez većih problema.

<sup>24</sup> Fiskalna pravila se definišu kao kombinacija fiskalnih ciljeva sa setom propisa kojima se precizira šta država treba da radi da bi dostigla postavljene ciljeve (Hallerberg 2001), odnosno, kao stalno ograničenje fiskalne politike, izraženo u terminima sumarnih indikatora fiskalnih performansi, kao što su budžetski deficit, pozajmljivanje, dug ili glavnim komponentama ovoga (Kopits and Symanski 1998.).

<sup>25</sup> Formalno Sporazum je potpisan između SCG odnosno SRJ i MMF-a, ali se države članice tretiraju pojedinačno kroz posebne mjere i uslove.

jedan procentni poen, a "plafon" za kumulativno ugovaranje kredita ili garantovanje za nekoncesionalne kredite (u ovu grupu kreditora ubrajaju se EBRD, EIB, EU, IBRD, IFC)<sup>26</sup> tokom 2003, 2004. i 2005. godinu iznosi 31, 40 i 32 miliona \$, respektivno. Ovo praktično znači da je fiskalni deficit u narednim godinama omeđen na ispod 3% sa tendencijom smanjenja, a da je zaduženje po nekoncesionalnim uslovima ograničeno na oko 1,5 do 2% BDP.

Postavlja se pitanje da li je pored ovih ograničavajućih pravila, odredbi u Crnoj Gori potrebno definisati neke dodatne? Da li fiskalnim pravilima ograničiti pojedine rashodne kategorije, budžetski deficit i/ili ukupnu potrošnju? Da li usloviti visinu deficita sa visinom javnog duga? Da li uvesti tzv. zlatno pravilo?<sup>27</sup>

Na jednoj strani dodatna fiskalna pravila mogla bi izgledati kao novi teret, odnosno smanjenje fleksibilnosti u vođenju ekonomske politike, koja je ionako u najvećoj mjeri, usljed odsustva sopstvene valute, ograničena na fiskalnu politiku. Na drugoj strani fiskalna pravila bi mogla voditi kredibilnijoj politici, manjim diskrecionim pravima u rukama donosioca odluka, većoj stabilnost i većoj konzistentnosti.

#### **4. Argumenti u prilog fiskalne konsolidacije, prvenstveno vođene smanjenjem državnih rashoda**

Podaci do kojih su došli Dermot i Veskot, u istraživanju 20 zemalja u periodu od 1970. do 1995. godine, pokazuju da je u svih 14 zabilježenih slučajeva "značajne" fiskalne konsolidacije<sup>28</sup> došlo do povećanja stopa ekonomskog rasta, pada stope nezaposlenosti i pada kamatnih stopa. Veličina reformi i kompozicija fiskalne reforme bili su dominantni faktori za uspjeh/neuspjeh fiskalne konsolidacije. Tako je

---

<sup>26</sup> Prema sporazumu sa MMF-om Crna Gora nema mogućnost zaduživanja kod drugih multilateralnih institucija po nekoncesionalnim uslovima. Zaduzivanje pod koncesionalnim uslovima nije ograničeno. Međutim, koncesionalno zaduzivanje Države u uslovima brzog rasta ukupne zaduzenosti zemlje (država + privatni sektor) MMF tumači kao loš znak. Takođe, obzirom da se makroekonomski indikatori u Crnoj Gori značajno popravljaju nje realno očekivati obimnije koncesionalno zaduzivanje u budućnosti.

<sup>27</sup> "Zlatno pravilo" u javnim finansijama je ideja da država investicije može finansirati kroz zaduzivanje, odnosno da pozajmljivanje treba dozvoliti samo za javne investicije. U principu "zlatno pravilo" se može definisati kao način da buduće generacije trpe troškove infrastrukturnih projekata od kojih će oni imati koristi. Predloženim izmjenama organskog zakona o budžetu, previda se mogućnost plairanja kapitalnog budžeta, pri čemu bi dugoročni zajmovi mogli bii korišćeni u ovu svrhu.

<sup>28</sup> Osnovni kriterijum za svrstavanje zemalja u kategoriju "značajna" fiskalna konsolidacija bio je smanjenje deficita u dvogodišnjem periodu za najmanje 1,5% BDP, s tim što taj odnos ne smije biti pogoršan u naredne dvije godine. Dodatni kriterijum odnosio se na redukciju javnog duga za najmanje 3% BDP na kraju treće godine konsolidacije. Nakon ovog kriterijuma od 74 zabilježena slučaja fiskalne konsolidacije, 14 je ubrojeno u kategoriju uspješnih, 48 neuspješnih, dok 12 nijesu mogli biti klasifikovani zbog nedostatka podataka.

prosječna fiskalna konsolidacija u uspješnim primjerima bila značajno veća u odnosu na fiskalnu konsolidaciju u neuspješnim primjerima. Od 17 slučajeva u kojima je većina fiskalne konsolidacije ostvarena kroz smanjenje rashoda preko polovine je bilo uspješnih, dok je među 37 primjera gdje je konsolidacija izvršena kroz povećanje poreza manje od jedne šestine bilo uspješnih. Ti argumenti su pojačani činjenicom da je prosječno strukturno smanjenje rashoda u uspješnim epizodama iznosilo 3,7% BDP, dok je u neuspješnim iznosilo samo 2,1%. Njihova analiza pokazala je da smanjenje javnih rashoda ne vodi recesiji, shodno tradicionalnom Kejnzovom učenju, već podstiče i ohrabruje privatnu potrošnju i investicije.

I u izvještaju Evropske komisije<sup>29</sup> navedeno je da empirijske analize pokazuju da je oko polovine epizoda fiskalne konsolidacije, preduzetih u posljednje tri dekade u zemljama članicama Evropske unije, pratilo ubrzanje ekonomskog rasta i da fiskalna usklađivanja bazirana na smanjenju rashoda imaju veću vjerovatnoću da budu uspješna. Kao jedan od osnovnih razloga zašto fiskalna konsolidacija bazirana na smanjenju rashoda može imati ne-kejnzijski efekat navodi se njena povezanost, bilo da reduciranje potrošnje uslovljava ili podspješuje, sa strukturnim reformama, posebno na tržištu radne snage.

Najizrazitiji primjeri pozitivnog uticaja smanjenja državne potrošnje, prvenstveno na privredni rast, vezani su za iskustva Irske, Danske i Novog Zelanda. U periodu između 1982. i 1987. godine državna potrošnja u Irskoj kretala se oko polovine BDP. Rezultat ove politike bio je veliki primarni deficit, visok nivo javnog duga i slab ekonomski rast, praćeni visokom stopom nezaposlenosti i napuštanjem zemlje najperspektivnijeg stanovništva. Novoizabrana Vlada je 1987. godine odlučila da drastično smanji državne rashode. Ova odluka je bila podržana širokim konsezzusom među političarima, sindikatom i strukturama koji su učestvovali u kreiranju velike države 1970-tih i 1980-tih godina. Do 1989. godine državna potrošnja je smanjena na oko 40% BDP, da bi 1996. godine je iznosila manje od 38% BDP. Čak i proponenti državnog restrukturiranja predviđali su teško vrijeme nakon radikalne redukcije državne potrošnje. Na iznenađenje mnogih, ukupna potrošnja nije opala već su ljudi nastavili sa potrošnjom koja je kompenzovala državnu potrošnju, a biznismeni i investitori počeli su da troše više i investiraju više za budući rast. Ekonomski rast desio se gotovo preko noći. Negativni rast iz 1986. godine preokrenut je u pozitivan u iznosu od 4,5% u 1987. godini, da bi narednih godina privredni rast dostizao nivo od 10%. Smanjenje državne potrošnje i poreska reforma transformisala je Irsku u brzo rastuću ekonomiju sa stimulativnim poslovnim ambijentom.

---

<sup>29</sup> European Commission (2003) "Public Finances in EMU - 2003", European Economy 3/2003.

Sličan, iako manje radikalno, primjer smanjenja državne potrošnje vezan je za Novi Zeland. Osamdesetih godina prošlog vijeka državna potrošnja u Novom Zelandu je iznosila blizu polovine BDP, deficit primarnog budžeta iznosio je preko 5% BDP, a javni dug je ubrzano rastao. Kao odgovor Vlada je 1993. godine započela značajnu fiskalnu konsolidaciju. U periodu od četiri godine rashodi kao udio u BDP su smanjeni za preko 6 procentnih poena, što je uz nepromijenjene prihode vodilo budžetskom suficitu i smanjenju javnog duga sa 52% na 38%. Ovakvom politikom, rast BDP je preokrenut sa minus 2,5% iz 1992. godine na plus 5,4% u 1995. godini, a nezaposlenost je smanjena za polovinu.

Slični primjeri vezuju se i za Dansku i Veliku Britaniju. U ovim kao i u prethodno navedenim primjerima Irske i Novog Zelanda smanjenje javne potrošnje vodilo je poboljšanju ekonomskih performansi. U narednoj tabeli predstavljena je komparacija perioda povećanja i smanjenja državne potrošnje za Irsku, Novi Zeland i Veliku Britaniju.

**Tabela 3: Komparacija perioda povećanja javne potrošnje sa periodima smanjenja javne potrošnje: Irska, Novi Zeland i Velika Britanija**

Zemlja i vremenski period	Javna potrošnja kao % BDP			Prosječna stopa realnog rasta BDP
	Početak perioda	Kraj perioda	Promjena	
<b>Irska</b>				
Period povećanja javne potrošnje				
1960-77	28	43.7	15.7	4.3
1977-86	43.7	52.3	8.6	3.4
Period smanjenja javne potrošnje				
1987-96	52.3	37.7	-14.6	5.4
<b>Novi Zeland</b>				
Period povećanja javne potrošnje				
1974-92	34.1	48.4	14.3	1.2
Period smanjenja javne potrošnje				
1993-96	48.4	42.3	-6.1	3.9
<b>Velika Britanija</b>				
Period povećanja javne potrošnje				
1960-82	32.2	47.2	15	2.2
Period smanjenja javne potrošnje	47.2	40.7	-6.5	3.7
1983-89				

Izvor: Cato Journal (1998.), The Scope of Government by Gwartney, Holcombe and Lawson

## 5. Izazovi na prihodnoj i rashodnoj strani javnih finansija Crne Gore

Značajna implikacija uvođenja eura jeste politika ubrzane reforme sistema javne potrošnje, uključujući i njeno smanjenje, kako bi crnogorska ekonomija bila konkurentnija. Kriterijumi iz Mastrihta ne govore o razvoju, već o stabilnosti, koja je svakako preduslov, ali ju je nemoguće održati bez stimulacije razvoja. Svoj klasični kvantitativni izraz rast i razvoj imaju kroz rast BDP, odnosno BDP per capita, dok je mnogo značajniji kvalitativni rast i razvoj, odnosno povećanje životnog standarda građana – posmatrano iz ugla pojedinca, i razvoj institucija ekonomskih sloboda, kojima se na dugi rok obezbjeđuje podsticajna struktura<sup>30</sup>. Smanjenje poreskog opterećenja, uporedo sa smanjenjem javne potrošnje, je od vitalnog značaja za vođenje takve politike. Inoviranjem Agendum iz 2005. godine postavljen je cilj da se državna potrošnja smanjuje, sa visokih 48% BDP, za po tri procentna poena godišnje, u narednim godinama (sa 46% BDP iz 2005. godine na 40% BDP u 2007. godini).

Uz jasno izražen trend starenja stanovništva, potrebu za visokim infrastrukturnim investicijama i budžetskim dotacijama vezanim za nedovoljno reformisani penzijski sistem i potrebu implementacije sistema kapitalizovane štednje u penzijskom osiguranju, kao i godine političkih odluka (2006. je označena kao referendumsko godina i godina obaveznih parlamentarnih izbora), ovaj cilj se čini više nego ambiciozan i izazovan.

Stoga, čini se da nije moguće „značajnije“ obarati javnu potrošnju, u narednim godinama, bez implementacije nove vizije, to jest dubokog restrukturiranja ekonomskog sistema, uključujući i same javne finansije.

Pored prethodno pomenutih izazova, privatizacija je, svakako, od posebne važnosti. Ona u tranzicionoj zemlji stimuliše rast, prije svega putem stranih direktnih investicija koje uvećavaju BDP, i time uz konzistentnu fiskalnu politiku vode umanjuju učešća javne potrošnje u BDP. Ovo podrazumijeva kreiranje stabilnog, kredibilnog i atraktivnog investicionog ambijenta. Obaranje poreza i doprinosa na rad za 10%, i uvođenje proporcionalne stope poreza na dobit od 9% je svakako prvi korak. Trend u Istočnoj Evropi jeste uvođenje proporcionalnog oporezivanja kod poreza na dohodak. Pozitivna iskustva Rusije, Slovačke, Estonije navela su i druge zemlje poput Rumunije da krenu tim putem. Ovdje je od navodne socijalne pravde mnogo važnija tema kreiranje stimulativnog okvira za poslovanje, smanjivanje nezaposlenosti, bez kojeg nema ni državnih prihoda, pa ni minimuma socijalnog programa. U Crnoj Gori ovo pitanje ima i dodatnu specifičnu težinu, a to je stvaranje okvira za poskupljenje boravka u sivoj ekonomskoj zoni. S druge strane reforme

---

<sup>30</sup> Collombato, On Growth and Development, ICER, Working Papers, 2005

javne potrošnje nalaze se promjene koje imaju socijalne implikacije. Prije svega se to tiče fondova socijalnog osiguranja. Uvođenje drugog penzijskog stuba - odnosno obavezne kapitalizovane štednje, reforma zdravstvenog osiguranja i redefinisanje uloge Zavoda za zapošljavanje nameću se kao prioriteti. Da bi reforma penzijskog sistema kao najosjetljivija mogla biti što lakša za sprovođenje potrebno je reformisati ostale socijalne fondove radi eventualnog kreiranja suficita koji bi pokrio deficit Fonda PIO. Činjenica da je današnji deficit Fonda PIO oko 3,5-4% BDP upućuje na neophodnost nastavka duboke reforme. Određene promjene implementirane u okviru I stuba dovode do postepenog obaranja transfera centralnog budžeta prema Fondu PIO<sup>31</sup>. Istovremeno, ukidanje obaveze Fondu PIO da uplaćuje doprinos za zdravstveno osiguranje penzionera dovelo bi relativno brzo do balansiranja I stuba. Fokus bi tada bio na uvođenju II stuba, i s druge strane na dubokoj reformi, uključujući privatizaciju sistema zdravstva, čiji bi deficit preuzeo centralni budžet kroz veće transfere.

## 6. Zaključak

Uvođenje eura kao zvaničnog sredstva plaćanja, značilo je uvođenje znatno većeg stepena odgovornosti u sferu fiskalne politike. Prije svega u domenu konsolidacije budžetskog deficita i duga, potom i kao akelerator strukturnih promjena. Pristup zdravom novcu otvorio je proces izgradnje ekonomski slobodnog institucionalnog ambijenta, koji se ogleda u Agendi ekonomskih reformi za period 2002-2007 godina. Međutim, ovaj vremenski period karakterišu mjere stabilizacije, otpočinjanja fiskalne konsolidacije i zaokruživanja osnovne zakonske infrastrukture. Potrebno je raditi na Agendi 2010. Osnovni strateški pravci i ciljevi su poznati. Osnovni cilj Agende 2010. bio bi smanjivanje učešća javne potrošnje u BDP na 35%. Ovo bi podrazumijevalo izbalansiran konsolidovani budžet koji bi trebalo da bude u primarnom suficitu. Dodatna javna potrošnja bi se ogledala eventualno u infrastrukturnim investicijama finansiranim upotrebom privatizacionih prihoda i dugoročnim zajmovima. Ipak, kada su značajnije investicije u putnu infrastrukturu u pitanju, sasvim je realna privatna inicijativa koja ne bi zahtijevala povećanje javne potrošnje i budžetskog deficita.

Takođe, cilj Agende 2010 bi trebalo da bude stabilan Fond PIO i Fond zdravstva uključujući postepeni, dominantni prelazak na II i III stub. Stopa obaveznog penzijskog osiguranja u drugom stubu do 2010. bi mogla biti 6% uz uslove za dalji njen rast. Takođe, potrebno je razmišljati o jedinstvenoj stopi poreza na dohodak od 12 ili 14% (ili čak, uz mogućnost funkcionisanja održivog budžeta, po stopi koja je

---

<sup>31</sup> Tokom 2005 najprije planirano 66 milina, potom oboreno na 61, da bi plan za 2006 bio oko 57 milion eura [www.vlada.cg.yu](http://www.vlada.cg.yu)

identična stopi poreza na dobit pravnih lica – 9%), dok bi bilo neophodno pokušati tražiti fiskalni prostor za smanjenje stope obaveznog osiguranja koje plaća poslodavac za PIO na 8% i zdravstvo na 5%. Radi realizacije ove agende moglo bi se razmišljati i o povećanju stope PDV za 1 indeksni poen, kao i reformi Zavoda za zapošljavanje koji bi mogao svojim potencijalnim suficitom da obezbijedi neophodno prilagođavanje. Ovakva politika izvjesno bi održavala javni dug na prilično umjerenom nivou, i podrazumijevala bi kontrolu rashoda – svakako zarada na prvom mjestu, uključujući dalju racionalizaciju sistema javne uprave, njenu reorganizaciju i otvaranje značajnijih mogućnosti za učešće privatnog sektora u vršenju javnih usluga. Implikacija odgovorne fiskalne politike bila bi u produbljivanju finansijskog tržišta, posebno bankarskog koje bi se primarno okretalo privredi i stanovništvu.

## LITERATURA

1. Alberto Alesina and Roberto Perotti (1996), "Fiscal discipline and the Budget Process", The American Economic Review, Volume 86, Issue 2
2. C.John McDermott, Robert F. Wescott (1996), "Fiscal Reforms That Work"
3. Collombato, On Growth and Development, ICER, Working Papers, 2005
4. Centralana banka Crne Gore, [www.cb-cg.cg.yu](http://www.cb-cg.cg.yu)
5. European Central Bank, Monthly Bulletin, Glossary
6. European Commission (2003) "Public Finances in EMU - 2003", European Economy 3/2003.
7. European economic Advisory Group (2003), "Report on the European economy 2003"
8. Mises, The Theory of Money and Credit, Liberty Fund, Inc.
9. Milorad Katnić (2003), »Državna potrošnja i njen uticaj na socio-ekonomske indikatore sa posebnim osvrtom na Crnu Goru«, Postdiplomske studije »Preduzetnička ekonomija«, Ekonomski fakultet Podgorica
10. Milorad Katnić (2005), „Analiza i pregled javnog duga“, Magistarski rad
11. Veselin Vukotic (2003), »Crna Gora – mikro država«, Medjunarodna konferencija »Economic Policies for Viable Micro State«, Podgorica
12. Standard & Poor's Sovereign Ratings in Europe, May 2005
13. Ministarstvo finansija Crne Gore, [www.vlada.cg.yu](http://www.vlada.cg.yu)

**Slobodan Lakić\***

## **Pozicioniranje hedž fondova u finansijskoj industriji**

### **Abstract**

Hedge funds are large funds which use supposedly sophisticated financial techniques to speculate in the financial markets. They are not particularly accessible to smaller investors. Hedge funds share several characteristics that distinguish them from traditional asset managers. A number of different investment strategies are employed by hedge funds. Potentially high fees attract quality managers to the sector who align their interests with those of investors. Leverage can be in the form of bank debt or buying on margin. Funds of hedge funds provide exposure to hedge funds through a relatively low minimum investments and can provide higher levels of disclosure. The first hedge fund was established 56 years ago by Alfred Jones. One of the biggest and most prestigious hedge funds was New York based Long-Term Capital Management. The Federal Reserve played a key role in organizing and hosting meetings between LTCM and the institutions that would ultimately rescue the troubled hedge funds.

**Key words:** *hedge, hedge funds, speculation, leverage, hedge funds strategies, risk management, funds of hedge funds, Long-Term Capital Management, currency crises*

### **Uvod**

Hedž fondovi predstavljaju rapidno rastući udio finansijske industrije čije investicione i finansirajuće tehnike značajno variraju, dok su ostali individualni i institucionalni investitori uključeni u mnoge od istih aktivnosti kao hedž fondovi. Privlačni su špekulativnim investitorima budući da koriste najagresivnije tehnike uključujući visoki leveridž, kratku prodaju i kupovinu prodajnih i kupovnih opcija, kako bi se ostvario maksimalan rast kapitala. Većina ovih fondova raspolaže pozajmljenim sredstvima i nameće malo restrikcija na one vrste hartija koje drže u portfolijima. Originalni hedž fondovi nastoje da smanje tržišni rizik kratkom prodajom određenih hartija u isto vrijeme kada imaju duge pozicije na druge hartije. Uz takvu strategiju, ovi fondovi nastoje da smanje efekte širokih fluktuacija na tržištu, odnosno da ostvare punu korist od povoljnih profitabilnih prilika.

---

\* Ekonomski fakultet, Podgorica



Ono što odvaja tzv. hedž fondove od investicionih fondova je njihova špekulativna priroda<sup>32</sup>. Njihova ciljna klijentela su bogati pojedinci i institucije koje karakteriše veća tolerancija kada je u pitanju rizik. Funkcionišu kao onšor investiciona partnerska društva ili ofšor investicioni fondovi i ne podliježu istim regulatornim i publikacijskim obavezama kao što je to slučaj sa investicionim fondovima. Hedž fondovi predstavljaju veoma mali dio tržišta institucionalnih investitora uprkos godišnjoj stopi rasta od 40% tokom devedesetih godina. Krajem 1997. upravljali su sa sredstvima u ukupnom iznosu od 90 milijardi dolara. Upravo su tokom 90-ih hedž fondovi postali prominentni. Prema nekim studijama, procjenjuje se da je početkom 2000-ih bilo oko 6000 hedž fondova, sa aktivama blizu 450 milijardi dolara<sup>33</sup>. Posljednjih nekoliko godina dolazi do dalje proliferacije hedž fondova.

Ako se ovi fondovi posmatraju kao privatna partnerska društva koja prodaju akcije samo ograničenom broju investitora radi sticanja velikih prinosa sprovođenjem visoko rizičnih investicija, riječ “hedž”<sup>34</sup> odnosi se na investicionu strategiju<sup>35</sup> koja dijeli novac koji se investira na one aktive za koje se očekuje da povećaju vrijednost ako se se tržište “podigne” i onih aktiva za koje se vjeruje da donose korist ukoliko se tržište “spušta”. Mnogi hedž fondovi igraju hazardnu igru (špekulišu) sa kretanjima (smjerom) na tržištu kladeći se da znaju bolje od tržišta vjerovatan smjer kretanja kamatne stope i cijene hartija od vrijednosti. Zbog visokog rizika koji nameću ovi fondovi, javnost je tokom 90-ih zatražila strožije regulisanje funkcionisanja investicionih fondova, mada je bilo i suprotstavljenih stavova regulaciji kojom bi se limitirale opcije koje su trenutno na raspolaganju investitorima<sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup> Kao privatna investiciona oruđa, hedž fondovi su izuzeti iz većine obaveza izvještavanja koje se odnose na investicione fondove (*mutual funds*), kao i iz regulatornih restrikcija za investicione fondove koje se odnose na leveridž, kratke prodaje, nelikvidne hartije, koncentraciju pozicije itd.

<sup>33</sup> Industrija hedž fondova privukla je veliku pažnju krajem 90-ih, i to zbog finansijske krize 1998, rezultirajućih problema nekoliko hedž fondova visokog profila. Pogoršanje situacije uslijedilo je zbog nedostatka razumijevanja što, u stvari, predstavljaju hedž fondovi i koje ciljeve oni žele da ostvare.

<sup>34</sup> “Hedž” opklade znači zaštitu od gubitka kladenjem sa kontrabalansirajućim iznosom u odnosu na originalnu opkladu. Slično, “hedž” u finansijskom okruženju predstavlja transakciju koja smanjuje rizik investiranja. Dakle, izraz “hedž” odnosi se na zaštitu aktive od nepovoljnih kretanja cijene. Međutim, investiranje u hedž fond automatski ne osigurava od tržišnog pada. Cilj hedž fonda je da minimizira usmjereni tržišni rizik održavajući stabilne prinose.

<sup>35</sup> Investiciona strategija odnosi se na investicioni metod koji bira menadžer, definiciju tržišta na kojima je fond aktivan, instrumente koji se koriste i ciljeve fonda kada se to tiče prinosa i nestabilnosti (volatilnosti).

<sup>36</sup> Ozbiljan razlog za regulaciju hedž fondova radi zaštite investitora nije dovoljno uvjerljiv, i to je glavni razlog što su u prošlosti hedž fondovi bili predmet minimalne regulacije. Tipično, investitori u hedž fondovima su i sofisticirani i bogati, i imaju resurse za monitoring i procjenu rizika (iako su katkad događaji sugerisali da ovo nije uvijek efikasno činjeno). U odsustvu ostalih razmatranja, takvi investitori trebalo bi da budu u mogućnosti da upravljaju svojim investicijama bez državne regulacije. Ukoliko investitori nisu zadovoljni sa obiljem informacija koje dobijaju, trebalo bi da izvrše pritisak

## 1. Bazični pristup hedž fondovima

Istorijski, postoje dvije konkurentske teorije investiranja. *Prva* je tradicionalna teorija efikasnog tržišta, koja tvrdi da cijene akcija u potpunosti odražavaju tržišne informacije i da se stoga samo povremeno pojavljuje pogrešno formiranje cijena (*mispricing*). Zato je nemoguće da investicioni menadžeri nastave da ostvaruju prekomjerne profite tokom dužeg roka bez prekomjernog nivoa rizika. Ova teorija je osnova za tradicionalni kupovanje/držanje akcijski kapital i investiranje obveznica, sa koristima uglavnom od tržišnog smjera. *Druga* teorija potvrđuje pojavljivanje većih neefikasnosti, a time se mogu povećati mogućnosti koje investitorima omogućavaju da iskoriste hartije sa pogrešno formiranim cijenama bez izlaganja prekomjernim nivoima rizika. Ovo je glavni argument za investiranje hedž fonda.

A. W. Jones je 1949. godine ustanovio upravo ono što se podrazumijeva pod hedž fondom<sup>37</sup>. Prvim hedž fondom kombinovana su dva investiciona oruđa – kratka prodaja i leveridž<sup>38</sup>. I jedno i drugo smatraju se rizičnim kada se primjenjuju izolovano. Džonsu se pripisuje da je pokazao kako ovi instrumenti mogu da se kombinuju s ciljem ograničavanja tržišnog rizika. Njegova pronicljivost bila je u tome da postoje dva odvojena izvora rizika u akcijskom investiranju: rizik od individualne selekcije akcija i rizik od pada na tržištu generalno. Džons je nastojao da ih odvoji. Držao je basket kratkoročnih akcija da bi se štitio (hedž) od pada na tržištu. Nadzirući tržišni rizik, koristio je leveridž da poveća svoje prinose od skupljanja individualnih akcija. [pekulisao je sa porastom kursa na akcije koje je smatrao “podcijenjenim” i padom na one koje su “precijenjene”.

Fond je smatran “hedžovanim” do stepena na kojem je portfolio bio podijeljen između akcija koje bi dobijale ukoliko bi se tržište “podizalo”, i kratkih pozicija koje bi izvukle korist ako bi se tržište “spuštalo” (“tržišna neutralnost”). Odatle i termin “hedž fondovi”. Neto efekat bio je leveridžing investicije kako bi se izvršile velike opklade uz ograničene investicione resurse. Njegov fond imao je dvije opšte karakteristike. *Prvo*, uvođenje značajne podsticajne provizije inicijalno postavljene na 20% realizovanog profita bez bilo koje fiksne provizije menadžmentu. *Drugo*, pristajanje da se drži njegov vlastiti investicioni kapital u fondu osiguravajući da se poklapaju njegove pobude i pobude njegovih investitora. Hedž fondovi su doživjeli

---

na fond menadžera da obezbijedi bolju informisanost ili, pak, mogu usmjeriti svoje fondove negdje drugo.

<sup>37</sup> Izraz “hedž fond” upotrijebio je Kerol Lumis 1966. godine u časopisu Forčjun kako bi opisao investicionu filozofiju Alfred Vinslou Džonsa.

<sup>38</sup> Kratka prodaja uključuje pozajmljivanje hartija i njihovu prodaju uz anticipaciju mogućnosti njihove rekupovine po nižoj cijeni od tržišne, u ili prije vremena kada bi morala biti isplaćena pozajmljivaču. Leveridž je postupak korišćenja pozajmljenih sredstava (fondova). Finansijski leveridžovane firme imaju, stoga, visoke racije dug/akcijski kapital.

proliferaciju u tzv. “go-go” godinama 1966-68, kako je snažilo tržište akcija a Džonsonov fond dobio značajan publicitet<sup>39</sup>.

Hedž fondovi obuhvataju široki rang različitih investicionih ciljeva, strategija, stilova, tehnika i sredstava, nudeći široki spektar rizik/prinos profila. Kao rezultat, neki hedž fondovi su poprilično rizični nudeći visoku volatilnost<sup>40</sup> uz odgovarajući visoki prinos. Ovo su fondovi koji imaju najveći rizik neizvršenja (*default*) i koji su obično u središtu pažnje preko sredstava javnog obavješćavanja. Postoje različite definicije hedž fondova, ponekad kontradiktorne, kao što je i heterogena priroda klase aktive. Filip Kotier dao je sljedeću definiciju hedž fondova: *Svi oblici investicionih fondova, kompanija i privatnih partnerstva koji koriste derivate za usmjeravajuće investiranje i/ili dopuštaju špekulisanje padom (go short) i/ili korišćenje značajnog leveridža kroz pozajmljivanje.*

Izraz hedž fond danas obuhvata investicione filozofije postavljene daleko od originalne strategije “tržišne neutralnosti”, kako bi uključile globalne makro stilove ljudi poput Soroša i Robertsona. Takođe, mnoge investicione firme jednostavno su izmijenile svoja odjeljenja za trgovinu s obzirom da hedž fondovi i mnogi tradicionalni menadžeri akcijskog kapitala jurišaju kako bi dospjeli do nečega što se pokazuje kao veoma unosan biznis. Hedž fondovi su sa praktične strane najbolje definisani svojom nezavisnošću od regulatornih kontrola predviđenih zakonima poput Zakona o Investicionim kompanijama iz 1940. Ove kontrole ograničavaju leveridž fonda, kratku prodaju, držanje akcija drugih investicionih kompanija, kao i držanje više od 10% akcija bilo koje pojedinačne kompanije. Kompenzacioni uslovi obično uključuju minimalno investiranje, godišnju proviziju od 1-2%, podsticajnu proviziju od 5-25% godišnjih profita. Podsticajne provizije obično su nivelisane po 0% prinosa svake godine ili u odnosu na indeks kao što je stopa državne blagajne u SAD i Britaniji (Brown, Goetzmann, 2001; str. 2).

Pristup menadžera hedž fonda u značajnoj mjeri se razlikuje od pristupa tradicionalnog menadžera dugoročnog akcijskog kapitala. Cilj hedž fondova je postizanje stabilnih apsolutnih prinosa uz nizak rizik, umjesto relativna performansa nasuprot utvrđenom nivelatorskom indeksu, što je tipično cilj tradicionalnih kupovina/držanje menadžera. Ovo je ključna razlika za mnoge male ili privatne

---

<sup>39</sup> 1968. godine broj hedž fondova popeo se na 200, a među novim menadžerima hedž fondova po prvi put pojavila su se imena Džordž Soroša i Majkl Štajnharda.

<sup>40</sup> Volatilnost pokazuje koliko mnogo i koliko brzo se mijenja vrijednost investicija, tržišta ili tržišnog sektora. Na primjer, akcije malih, novijih kompanija obično su volatilnije nego kod utemeljenih, prvoklasnih (*blue chip*) kompanija budući da njihove vrijednosti imaju prilično oštru tendenciju rasta i pada tokom kratkog vremenskog perioda. Volatilnost akcije u odnosu na cjelokupno tržište poznato je kao beta, a volatilnost prouzrokovana internim faktorima, bez obzira na tržište, poznata je kao alfa akcije.

investitore, za koje “nivelator” apsolutnog prinosa mora biti značajniji od nivelatora indeksa. Postavlja se pitanje da li će investitori biti srećni da fond vanperformiše nivelator indeksa za 2% kada je indeks 20% dolje.

Uprkos fleksibilnosti ne-postojanja nivelatora indeksa, hedž fondovi generalno i dalje slijede investicionu strategiju razrađenu kod “lansiranja” fonda. Bez obzira na njihovu fleksibilnost i slobodu investiranja na/u mnoštvo tržišta i instrumenata, većina fondova opredjeljuje se da izvrši specijalizaciju u specifične klase aktive, strategije ili tržišta. Rang investicija raspoloživih hedž fondovima uključuje akcije (*equities*), valute, kamatne stope i robe<sup>41</sup>. Investicioni instrumenti i tehnike obuhvataju gotovinu, fjučerse i opcije, derivate, kratku prodaju (*short selling*), pozajmljivanje akcija i uzajmljivanje i leveridž (Fothergill, Coke, 2000; str. 4-5).

## 2. Karakteristike hedž fondova – prednosti i nedostaci

Industrija hedž fondova sastavljena je od heterogenih grupa ujedinjenih (*pooled*) investicionih posrednika. Ne postoji “tipičan” hedž fond. Ipak, hedž fondovi imaju nekoliko karakteristika koje ih odvajaju od tradicionalnih menadžera aktivom:

- a) upošljavaju širok rang finansijskih instrumenata i investicionih strategija uključujući korišćenje leveridžovanih pozicija;
- b) posebna investiciona strategija menadžera važnija je za izvršenje nego klasa aktive ili geografski izbor tržišta;
- c) mogu da drže velike kratke pozicije i obično primjenjuju aktivne trgovinske strategije;
- d) menadžeri hedž fondova primarno se oslanjaju na performansne provizije za većinu svojih prihoda.

*Struktura i dostupnost.* Hedž fondovi nisu posebno dostupni manjim investitorima. Procjene o učenisicima u industriji sugerišu da ima više od 8000 hedž fondova, od kojih su većina rezultat privatnih plasmana sa specifičnim investitorima, bez javnog trgovanja. Mnoge strategije fondova limitiraju kapacitet investiranja pa su stoga otvoreni samo za upis u kratkim vremenskim periodima, a nudi se samo poznatim investitorima i fondovima fondova. Nudeći stalne upise, fondovi mogu da zahtijevaju objavu za nove investicije i imaju visoke minimalne investicione nivoe. U nekim slučajevima u iznosu od 1 milion dolara. Mnogi nameću ulazne provizije ili prodajne izdatke. Otkup je obično teži, tipično kvartalno uz duge objavne periode i

---

<sup>41</sup> Uopšteno, sva tržišta su pogodna za investiranje, uključujući SAD, Evropu, Japan i u manjem stepenu mlada tržišta.

izlazne provizije. Ova pitanja ograničavaju dostupnost hedž fondovima, posebno manjim investitorima.

*Performansne provizije i interes menadžera.* Potencijalno visoke provizije privlače kvalitetne menadžere u sektor koji poklapa njihov interes sa onima kod investitora. Menadžeri hedž fondova tipično su plaćeni u formi godišnje provizije menadžmenta (unaprijed definisani procenat novih aktiva) i, što je značajnije, preko provizije zasnovane na ispunjenom. Ovo je jedna od svojstvenih karakteristika hedž fondova. Njima se privlače visoko kvalitetni stručnjaci za investicije u sektor hedž fondova i podstiču menadžeri da stvaraju maksimalne prinose investitorima. Menadžeri hedž fondova takođe teže da budu investitori u svojim sopstvenim fondovima. Stepen njihovog investiranja varira, mada se mnogi menadžeri obavezuju na značajan udio sopstvenog bogatstva u njihove fondove, čime se dalje poklapaju njihovi interesi sa interesima investitora.

*Leveridž.* Leveridž se javlja u formi bankarskog duga ili kupovanja na margini. Hedž fondovi su u mogućnosti da iskoriste leveridž da bi povećali prinose. To karakteristično rade kupovinom hartija na margini ili zaduživanjem preko banke, a u mogućnosti su da kupuju derivativne proizvode. Ovim se izbjegava obaveza obezbjeđenja pune vrijednosti kapitala u vremenu kupovine, uz dobijanje na izloženosti tržištu. Fondovi mogu takođe da obezbijede negocijabilne kreditne linije kod banaka, mada je, kako su ove prilično skupe, njihova upotreba generalno limitirana na finansiranje dodatnih neočekivanih poziva na marginu. Individualni fondovi mijenjaju upotrebu svojih leveridža u skladu sa željenim profilom rizik/prinos.

Prednosti koje donose hedž fondovi, kao alternativni finansijski instrumenti, mogu se sumirati na sljedeći način:

1. Visoki apsolutni i relativni prinosi, u poređenju sa ostalim finansijskim instrumentima: ekstremno interesantni za privatnu klijentelu, tj. za diskreciono upravljanje aktivom, investiciono bankarstvo, privatno bankarstvo i “visoku neto vrijednost pojedinaca”;
2. Ekstremno interesantne i konkurentne performanse i indikatori rizika (niska volatilnost, dobar *Sharpe* racio<sup>42</sup>): atraktivni elementi i institucionalnim i sofisticiranim privatnim klijentima;

---

<sup>42</sup> Jedan način za poređenje odnosa rizik i prinos u različitim investicionim strategijama, poput naglašavanja rasta ili vrijednosti investicija, jeste korišćenje ovog racija – oduzima se prinos oslobođen rizika od prosječnog prinosa investicionog portfolia sastavljenog od ovih investicija tokom

3. Negativna ili nulta korelacija sa tradicionalnim formama investiranja: ove karakteristike dopuštaju da investicioni portfolio postigne bolju performansu s istim nivoom rizika; kreditne institucije, viškovi sredstava za osiguravajuće kompanije i penzioni fondovi mogu jasno da koriste ovu važnu karakteristiku hedž fondova;
4. Negativna ili nulta korelacija između subkategorija alternativnih investicionih instrumenata: ovo predstavlja osnovnu prednost koju primjećuju menadžeri novih alternativnih investicija;
5. Fiskalne prednosti: strukturni proizvodi povezani s hedž fondovima (instrumenti obveznice), najatraktivniji metod za privatne klijente da procijene tržište hedž fonda.

Nedostaci na alternativnom investicionom tržištu su:

1. Nedostatak likvidnosti za hedž fondove postepeno biva savladan razvojem efikasnijeg sekundarnog tržišta;
2. Rastući minimum za investicioni početak više ne predstavlja smetnju. Minimalni udjeli u špekulativnim fondovima dostupni su gotovo svakome (recimo, učešće počinje od 10.000 eura);
3. Nedostatak transparentnosti i ograničeno izvještavanje ne utiče na fondove fondova ili strukturne obveznice gdje je zaštita prinosa/kapital garantovana alokatorom ili emitentom aktive (obično banke ili kompanije upravljanja aktivom sa veoma velikim kreditnim rejtinzima);
4. Povećani troškovi investitorima ostaju snažna barijera za ulazak. Dok su s jedne strane provizije redukovane, veća zavisnost od menadžmenta i performanske provizije odražavaju malo na putu značajnih promjena (Borla/Masseti, 1999; str. 34).

### 3. Kategorizacija hedž fondova

U skladu sa najširom klasifikacijom (BIS, 1999), hedž fondove bi trebalo svrstati u dvije grupe: a) *makro* ili *usmjeravajući* fondovi, koji zauzimaju pozicije na očekivana kretanja glavnih cijena aktive poput kamatnih stopa, deviznih kurseva i cijena akcija, tipično koristeći leveridž i derivative; b) fondovi *relativne vrijednosti*

---

vremenskog perioda, a zatim rezultat dijeli standardnom devijacijom prinosa. Strategija sa većim raciom manje je rizična od one sa nižim raciom.

ili *arbitražni*, koji su bliže konceptu originalnog hedž fonda Džonsa, nastoje da dobiju od primijećenog pogrešnog vrijednovanja srodnih aktiva hedžingom najveće izloženosti cjelokupnom tržišnom riziku, a zatim primjenjuju leveridž da povećaju prinose na ove zaštićene pozicije. Prema *Eichengreen/Mathieson* (1999) mogu se identifikovati tri glavne klase hedž fondova:

- a) *Makro fondovi*, koji zauzimaju velike usmjeravajuće (nehedžovane) pozicije na nacionalnim tržištima, zasnovane na vrh-dno (*top-down*) analizi makroekonomskih i finansijskih uslova uključujući tekući račun, stopu inflacije i realni devizni kurs;
- b) *Globalni fondovi*, koji takođe zauzimaju pozicije širom svijeta, mada koriste dno-gore (*bottom-up*) analizu, prikupljajući akcije na osnovu pojedinačnih izgleda (prospekata) kompanija;
- c) *Fondovi relativne vrijednosti*, koji daju opklade na relativne cijene usko povezanih hartija od vrijednosti (na primjer, kratkoročne mjenice i obveznice državne blagajne).

Unutar ovih kategorija prisutna je dalja raznolikost (diverzitet). Većina makro hedž fondova zauzima pozicije na domaćim tržištima, ali neki zauzimaju pozicije i na mladim (*emerging*) tržištima. Jedan broj najvećih makro fondova čini i jedno i drugo i širi svoje holdinge preko akcija, obveznica i valuta (zauzimajući i duge i kratke pozicije), a osim toga drži robe i ostale manje likvidne aktive poput nekretnina. Ipak, većina makro fondova drži ograničeniji rang aktiva, tipično alocirajući samo dio svojih portfolija na mladim tržištima gdje mogu biti visoki rizici koncentrisanih uloga i troškovi uspostavljanja i likvidiranja velikih pozicija. Većina fondova relativne vrijednosti na sličan način limitira svoje holdinge domaćim tržištima jer je njihova ekspertiza ograničena na ovim tržištima.

Borla i Maseti (2003) klasifikovali su hedž fondove na osnovu njihove uključenosti na tržištu akcijskog kapitala, i to u tri klase: a) *Relativne vrijednosti* ili *tržišne neutralnosti* – nudi nisku ili nultu korelaciju sa tržištima akcijskog kapitala. Ovoj klasi pripadaju konvertibilna arbitraža, arbitraža fiksnog dohotka i neutralne strategije tržišta akcijskog kapitala; b) *Vođen događajem* – nudi nisku korelaciju. U ovu klasu spadaju arbitraža merdžera i problematične hartije od vrijednosti; c) *Oportunistički* – nudi različite nivoe korelacije sa finansijskim tržištem. U ovu kategoriju spadaju global makro, prodavci na kratko, mlada tržišta i duge/kratke strategije akcijskog kapitala.

Hedž fondovi, prema analizi Rezervne banke Australije (1999), mogu se grupisati u četiri šire kategorije, definisano investicionom strategijom:

1. *Tržišno-neutralni* ili *relativne vrijednosti* fondovi tradicionalno se smatraju najkonzervativnijim hedž fondovima budući da limitiraju svoje operacije na arbitražu, koja se smatra nisko-rizičnom aktivnošću. Događaji sa LTCM, kada su aktivnosti finansirane leveridžom visokog nivoa, pokazuju sasvim suprotno. Ovi fondovi investiraju u fiksni dohodak i/ili instrumente akcijskog kapitala. Uvode strategiju koja ne zavisi od generalnih smjerova tržišta. Menadžeri koriste tržišne neefikasnosti tražeći disparitete u odnosima formiranja cijena između instrumenata sa sličnim karakteristikama formiranja cijena<sup>43</sup>. Krajem 90-ih, ovaj tip fondova sačinjavao je oko 25% fondova i 20% sredstava.

2. Fondovi *vođeni događajem* takođe su aktivni na tržištima fiksne kamate i akcijskog kapitala, mada zasnivaju svoje strategije na sadašnjem ili anticipiranom pojavljivanju određenog događaja, poput merdžera, objavljivanja bankrotstva ili reorganizacije korporacije. Ovi fondovi sačinjavaju oko 15% fondova i 10% sredstava.

3. *Dugi / kratki* fondovi investiraju u tržišta fiksne kamate i posebno akcijska tržišta kombinujući kratke prodaje sa dugim investiranjem da bi smanjili, ali ne i eliminisali, tržišno izlaganje. Ovi fondovi mogu da zauzmu pozicije duž cijelog spektra rizik/prinos i da nastoje da razlikuju svoje performanse od onih kod klase aktive kao cjeline. Računaju na prilično mali udio tržišta, mada u nekim izvještajima (npr. *Goldman Sachs, Financial Risk Management Ltd.*) dobijaju daleko veći značaj.

4. Fondovi *taktičkog trgovanja*, uključujući makro i globalne fondove, špekulišu smjerom tržišnih cijena valuta, roba i akcija i obveznica na spot ili fjučers tržištima. Globalni fondovi investiraju u mlada tržišta ili specifične regione, od kojih je najpoznatiji *Tiger Fund*. Vjerovatno najpoznatija makro fond grupa je *Quantum Group* Džordža Soroša. Upravljanje taktičkim fondom je ili sistematsko – tehnička analiza uz upotrebu odgovarajućih kompjuterskih modela, ili diskreciono – manje kvantitativni pristup, bazirani na fundamentalnim i tehničkim analizama. Ova grupa fondova je najvolatilnija i krajem 90-ih sačinjavali su 54% svih fondova i 67% sredstava.

Prema kriterijumima TASS-a, fondovi se mogu svrstati (strateški) u jednu od 11 kategorija: konvertibilna arbitraža, dodijeljen kratki smjer, mlada tržišta, neutralnost tržišta akcija, vođen događajem, arbitraža fiksnog dohotka, global makro, dugi/kratki akcijski kapital, upravljani fjučersi, multi strategija, fondovi fondova (tabela 1).

---

<sup>43</sup> Uključujući fiksnu kamatnu arbitražu, arbitražu konvertibilnih obveznica, arbitražu hipotekarnih hartija i derivativnu arbitražu, a gdje su anomalije cijena generalno vođene intervencijom vlade, promjenama politike ili prinudnim prodajama.



**Tabela 1: Broj fondova od februara 1997. do avgusta 2004.**

Kategorija	Definicija	Broj TASS fondova:		
		»Živi«	»Sahranjeni«	Kombinacija
1	Konvertibilna arbitraža	127	49	176
2	Dodijeljen kratki smjer	14	15	29
3	Mlada tržišta	130	133	263
4	Neutralnost tržišta akcija	173	87	260
5	Vođen događajem	250	134	384
6	Arbitraža fiksn. dohotka	104	71	175
7	Global makro	118	114	232
8	Dugi/kratki akc. kapital	883	532	1415
9	Upravljeni fjučersi	195	316	511
10	Multi strategija	98	41	139
11	Fondovi fondova	679	273	952
	Ukupno	2771	1765	4536

Izvor: TASS Hedge Fund Live

Hedž fondovi se mogu klasifikovati i prema tome što investiraju ili čime se bave. U skladu sa ovim kriterijumom, prema Laviniju (1999), moguće je pronaći 32 različita tipa hedž fondova u današnjem alternativnom investicionom okruženju. Kratka lista obuhvatila bi: makro fondove, fondove za specijalne situacije, fondove čisto akcijskog kapitala, fondove konvertibilne arbitraže, fondove fondova, tržišno-neutralne fondove, savjetničke fondove trgovanja robama, privatne fondove akcijskog kapitala, fondove arbitraže rizika, duge ili kratke fondove, fondove mladih tržišta, marko fondove, fondove događaja rizika, fondove restrukturiranja ili izvršenja hartija od vrijednosti. Ipak, ova podjela nema bitniju praktičnu upotrebu kod analiziranja sposobnosti i preporučljivosti investiranja u hedž fondovima. Moguće su i druge klasifikacije hedž fondova.

#### 4. Strategije – investicione tehnike hedž fonda

Budući da nisu ograničeni investicionim strategijama “kupiti i držati”, zbog čega se često zovu alternativnim investicijama ili alternativnim investicionim posrednicima,

većina hedž fondova nastoji da generiše svoje prinose nekim od/ili svim sljedećim investicionim tehnikama<sup>44</sup>:

1. *Kratka prodaja*. Ova strategija uključuje prodaju pozajmljenih hartija od vrijednosti (koje se smatraju precijenjenim) u očekivanju stvaranja profita rekupovinom ovih hartija po nižoj cijeni i na kasniji datum. Uspjeh strategije zahtijeva da stok targetne kompanije padne u skladu sa očekivanjima menadžera. Ovo je kompleksna strategija za sprovođenje koja zahtijeva ne samo sposobnost identifikovanja precijenjenih hartija već i sposobnost ka troškovno efikasnom zaduživanju precijenjenog stoka (isporuka u odnosu na originalnu prodaju) i sposobnosti da se produktivno investira gotovina dobijena od originalne prodaje. Na kompleksnost upravljanja kao samostalne investicione tehnike utiču rastuća tržišta, regulatorne restrikcije na kratke prodaje, kratke nestašice i leveridž obično svojstven ovoj tehnici. Kratka prodaja može da bude hedžing tehnika, a tako se često i koristi.

2. *Hedžing*. Strategija uključuje oslobađanje od nekih ili svih rizika povezanih sa pozicijom. Neki od ovih rizika uključuju (ali nisu limitirani na) ekonomski, valutni, kamatni, politički, tržišni i rizik kompanije. Hedžing zahtijeva troškove koji mogu da oslabe investicione performanse ukoliko se prekomjerno upotrebljava ili pogrešno sprovodi. Hedžing koristi kratke prodaje, derivativne ugovore ili njihovu kombinaciju. Ne mora uvijek da bude direktan. Na primjer, duga pozicija u akcijama IBM ne mora obavezno da bude hedžovana kratkom pozicijom u akcijama IBM, već može da bude ekonomičnija kratka prodaja akcija za drugu hartiju s kojom dijeli mnoge karakteristike. Ključno za ovu strategiju je da ova podjela mora da ima veći opadajući potencijal i troškove koji su manje značajni za pozajmljivanje.

3. *Arbitraža*. Ova strategija uključuje pokušaje da se iskoriste povremene neefikasnosti cijena ili nesklad između hartija ili tržišta. Ove strategije su rijetko prave arbitraže oslobođene rizika, tj. korišćenje razlika u cijeni između potpuno utrživih aktiva. Na današnjim tržištima ove arbitraže tipično počivaju na istorijskim odnosima između instrumenata na različitim tržištima da bi se identifikovala i iskoristila odstupanja od "istorijskih" obrazaca. Ovo je obično područje u kojem se mnogi hedž fondovi "nesrećno" pojave. Uz datu stalno rastuću efikasnost finansijskih tržišta, prinosi na mnoge od ovih investicija su beznačajni. Znači, jedini način da fond poveća takve prinose je vezivanje velikih pozicija preko leveridža.

4. *Leveridž*. Strategija uključuje ili pozajmljivanje novca da bi se povećala efektivna veličina portfolia, ili asignaciju gotovine ili hartija kao plaćanje, kolateral, ili maržu kao procenat pozicije koju neko nastoji da uspostavi.

---

<sup>44</sup> Prema: S. Lavinio, 1999.

5. *Sintetičke pozicije ili derivativi*. Strategija uključuje upotrebu derivativnih ugovora da bi se uspostavile pozicije ili strategije. Ovi ugovori obično pojednostavljaju kreiranje investicione pozicije (tj. kratka prodaja) uz banku ili finansijskog posrednika koji se bavi mehanizmom uspostavljanja pozicija, a zatim se jednostavno ostvaruje korist od potencijalnog uzlaznog i/ili silaznog kretanja povezanog sa postojećim pozicijama koje drži banka.

Strategijama se može prići i na druge načine. Borla i Maseti (1999) izvršili su sljedeću klasifikaciju strategija: a) strategije relativne vrijednosti: konvertibilna arbitraža, arbitraža fiksnog dohotka, neutralnost akcijskog tržišta; b) strategije vođene događajem: arbitraža merdžera i “nevoljne” hartije od vrijednosti<sup>45</sup>; c) oportunističke strategije: makro, kratki prodavci, mlada tržišta, dugi/kratki akcijski kapital.

---

<sup>45</sup> Ova strategija koncentriše akcije u kompanijama u procesu restrukturiranja ili likvidacije.

**Tabela 2: Procjene leveridža na osnovu strategije hedž fonda**

Strategije fonda	Ukupan broj fondova	Prosječni leveridž	Aktivom ponderis . prosjek	Leveridž		Volatil . prinosa / strateg
				Min	Max	
Fiks. doh: diversifikacija	21	5,4	8,3	1,0	18,0	6,7
Fiks. doh: hipotek. hart.	30	3,9	4,3	1,0	10,0	10,0
Fiks. doh: visoki prinos	7	3,0	3,3	1,3	5,2	10,3
Konvertib. arbitraža	108	2,5	3,0	1,0	7,0	4,9
Nezaštićeni akc. kapital	74	2,2	2,9	1,0	12,0	8,1
Fiks. doh: arbitraža	74	2,0	2,1	1,0	12,0	7,5
Global makro	54	2,0	2,4	1,0	5,0	11,2
Neutr. trži. akc. kap.	36	1,7	1,8	1,0	3,0	6,4
Multi str. vođena događ.	68	1,5	1,4	1,0	10,0	12,4
Merdžer/rizik strategija	80	1,4	1,6	1,0	10,0	6,0
Hedž akc. kapitala	499	1,4	1,4	0,7	20,0	14,5
“Nevoljne” hartije	89	1,3	1,2	1,0	3,0	4,9
Mlada tržišta	118	1,3	1,4	1,0	3,0	27,3
Kratka prodaja	19	1,2	1,1	1,0	2,0	15,2
Kompozicija sektora	103	1,2	1,2	1,0	2,0	17,1
Dodatna stavka:						
Fondovi fondova	482	1,2	1,2	1,0	25,0	9,1

Izvor: CIDM Hedge database

Slično, prema CISDM<sup>46</sup>, strategije hedž fondova obuhvataju: a) strategije relativne vrijednosti: neutralnost akcijskog tržišta, konvertibilna arbitraža, fiksni dohodak (arbitraža - fiksni dohodak, fiksni dohodak, hipotekarne hartije – fiksni dohodak); b)

<sup>46</sup> CISDM je Centar za međunarodne hartije od vrijednosti i derivativna tržišta.

strategije vođene događajem: “nevoljne” hartije, arbitraža merđžera/arbitraža rizika; c) ostale strategije: hedž akcijskog kapitala, kompozicija sektora, mlada tržišta, global makro, kratka prodaja.

## 5. Fondovi hedž fondova – strukturne karakteristike

Investiranje u hedž fondove najbolje se sprovodi preko diversifikovanog portfolija. Postoje tri načina da se ovo sprovede u praksi: a) sopstveno upravljanje; b) diskreciona sredstva; c) fond fondova. Prva opcija nije realistična za većinu investitora, druga je isuviše skupa, dok je investiranje u fond hedž fondova pravi način za investitore male i srednje veličine. Kada su u pitanju prednosti diversifikacije rizika, glavne koristi investiranja u fondove hedž fondova ili multi-menadžerske fondove na koje se obično odnose jesu<sup>47</sup>:

1. *Diversifikacija rizika.* Ostvaruje se na dva nivoa u fondovima fondova: a) brojem postojećih holdinga (menadžera) proizvedeći stepen diversifikacije, čak ako fond investira samo u jednu strategiju; b) strategijom, koja uz kombinaciju sa diversifikacijom brojeva stvara sveukupno veću dubinu diversifikacije.

2. *Transparentnost i regulacija.* Ovo je važna stavka za one fondove koji su listirani (u Evropi: London, Ciri, Luksemburg i sl.), gdje je povećana transparentnost i gdje su kontrole u skladu sa regulatornim obavezama o izvještavanju i dokumentaciji. Ipak, i mnogi ofšor fondovi takođe pružaju veoma dobar nivo izvještavanja (*websites*), ali se ofšor fondovima generalno ne dopušta direktan tržišni pristup investitorima na malo (*retail*). To nije slučaj sa listiranim fondovima, mada samo u određenim jurisdikcijama.

3. *Minimum investiranja.* Preko fondova fondova može se ostvariti pristup višestrukim hedž fondovima s mnogo manjim investiranjem u odnosu na zahtijevani minimum pojedinačnih hedž fondova. Značajno investiranje se zahtijeva kako bi se izgradio diversifikovani portfolio hedž fonda. Tipično, minimalni investicioni nivoi za fondove fondova relativno su niski.

4. *Pristup hedž fondovima.* Fondovi fondova koje vode menadžeri sa dobrim relacijama u hedž fond industriji često su u mogućnosti da finansiraju u ovim fondovima, čak i ako su tehnički zatvoreni. Usljed njihove relativno stabilne baze aktive može se dozvoliti fondovima fondova da budu dugoročni investitor u hedž fondovima s jednim menadžerom (*single-manager*).

---

<sup>47</sup> Prema: Fothergill/Coke, 2000; str.14-16.

5. *Likvidnost*. I za fondove fondova važi da tipično obezbjeđuju mjesečnu ili kvartalnu likvidnost preko upisa i prinosa hartija. Zatvoreni fondovi fondova, trgujući na sekundarnom tržištu, mogu takođe da trguju uz diskont ili premiju u odnosu na NSV.

6. *Portfolio menadžment i monitoring*. Ključni benefit investiranja u fond fondova je pristup ekspertizi profesionalnog menadžera. Menadžer će preuzeti odgovornost za strategiju alociranja i investiranja postojećih sredstava kontrolišući rizik/prinos karakteristike portfolija. Menadžer takođe mora da sprovede neophodnu poslovnu analizu (*due diligence*) na investirana sredstva i, što je važno, da nastavi da nadgleda pojavne performanse, rizik i strategiju investiranih sredstava. Važno je odabrati menadžera sa iskustvom, s neophodnim vezama u sektoru, koji je sposoban da donese efikasne investicione odluke.

Postoji nekoliko potencijalnih nedostataka u multi-menadžerskoj strukturi koje bi investitori trebalo da razmotre kada odabiraju fond fondova:

1. *Dodatno prikupljanje provizije*. Provizije obračunavaju i menadžeri fonda fondova i hedž fondovi na koje je kontrola limitirana, dok bi investitori trebalo da razmotre nivo godišnje provizije menadžmenta i bilo koju dodatnu performansnu proviziju koju obračunava fond fondova. Ipak, neki menadžeri fonda fondova u mogućnosti su da ublaže ove provizije dobijanjem popusta na proviziju postojećih menadžera, ostvarujući prednosti značajne alokacije koju mogu da izvrše menadžeru.<sup>48</sup>

2. *Nivo prinosa*. Apsolutna performansa proizvoda visoko performansnog fonda fondova teži da se snizi u odnosu na visoko performansni hedž fond s jednim menadžerom. Ovo je rezultat nivoa diversifikacije fonda fondova, što je kompenzirano smanjenom volatilnošću. Takođe, fondovi fondova obično imaju slične portfolije postojećih menadžera, koji mogu da pogoršaju ispod-performanse tokom tržišne volatilnosti ukoliko nekoliko investitora istovremeno pokuša da izvrši otkup.

3. *Oporezivanje*. Zbog ofšor registracije, mnogi hedž fondovi i fondovi hedž fondova mogu da budu poreski neefikasni za izvjesne investitore u određenim zemljama, što varira u zavisnosti od zemlje i strukture fonda, registracije, jurisdikcije ili listiranja.

---

<sup>48</sup> Tipične provizije fonda fondova su 1-2% provizije menadžmenta godišnje, plus dodatnih 0,5% za depo i ostale stručne usluge. Performansne provizije mogu biti do 20% performanse NSV, mada su obično oko 10%.

Dakle, uprkos popularnosti hedž fondova kao alternativne klase aktiva, visok stepen specifičnog rizika fonda i nedostatak transparentnosti mogu da budu razlog za nepovjerenje i nepouzdanost. Takođe, mnogi od najatraktivnijih hedž fondova zatvoreni su za nove investicije. Fondovi fondova rješavaju ove probleme pružajući investitorima odgovarajući stepen diversifikacije i profesionalnog menadžmenta koji može da obezbijedi neophodan stepen poslovne analize (*due diligence*). Osim toga, mnogi od ovih fondova imaju akcije u hedž fondovima, inače zatvorenim za nove investicije. Svakako bi trebalo uzeti u obzir, kao nedostatak, visoke provizije fonda fondova koje se tipično zaračunavaju, uz komponentu podsticajne provizije koja, pod određenim okolnostima, može da premaši realizovani prinos fonda, kao i sve provizije koje zaračunavaju konstituenti fondova u formi prinosa nakon provizije, a koje fond fondova tipično prenosi na investitora.

Moglo bi da se očekuje da će investitori biti spremni da plaćaju za usluge profesionalnog menadžmenta i poslovne analize, ali da ih dodatni prinos kompenzira od zaračunate provizije. Međutim, ovo prema analizi *Brown, Goetzmann, Liang* (2003) nije slučaj. Prosječni mjesečni prinos nakon provizije za FF je 0,86%, samo nešto više od polovine od 1,38% prinosa za HF tokom istog vremenskog perioda. Razlika je značajna sa aspekta ekonomičnosti. Još jedna dodatna razlika između hedž fonda i fonda fondova je u veličini. Fondovi fondova su manji od hedž fondova u koje investiraju, a razlika je i u provizijama menadžmenta i podsticajnim provizijama. Medijana provizije menadžmenta za FF je 1,5% u poređenju sa 1% za HF, odražavajući prirodu dvostepene strukture provizije FF. Medijana podsticajne provizije zaračunate od FF samo je 10% u poređenju sa 20% kod HF. Razlike u provizijama reflektuju različite podsticaje FF i HF menadžera.

## 6. Propadanje hedž fonda – slučaj LTCM

*Strategija Fonda. Long-Term Capital Management* oformljen je početkom 1994. sa akcijskim kapitalom 13 milijardi dolara. Njegove provizije bile su godišnje obračunate 2% od sredstava i 25% od novih profita. Od 94. do 97. Fond je vratio svojim investitorima, nakon provizija, određeni godišnji procenat. Do kraja 1997. godine, akcijski kapital je porastao na preko 7 milijardi. Tada je, međutim, fond vratio 2,7 milijardi njegovim investitorima, uz smanjene investicione mogućnosti ostavljajući akcijski kapital od oko 4,8 milijardi na početku 1998. Fond je primarno bio orijentisan na "arbitražu tržišne neutralnosti". Njegovi glavni holdinzi bile su duge pozicije u obveznicama koje je smatrao podcijenjenim i kratke pozicije u obveznicama koje je smatrao precijenjenim. Kupio je (ili ušao u derivativne ugovore koji su replicirali kupovinu) visoko prinodne, manje likvidne obveznice, poput danskih hipotekarnih hartija od vrijednosti, obveznica koje su emitovale mlada tržišta i visoko rizičnih (*junk*) korporativnih obveznica. Prodao je na kratko (ili ušao

u derivativne ugovore koji su replicirali prodaju) nisko prinosne, likvidnije obveznice, kao što su državne obveznice SAD.

Fond je vjerovao da je krajem 97. i početkom 98. godine, dijelom kao posljedica kolapsa azijskih zemalja, spread prinosa između visoko i nisko likvidnih obveznica (ili manje likvidnih i likvidnijih hartija) bio pretjerano širok, kao i da će se on suziti ako bi investitori ponovo procijenili rizike. Čak malo smanjenje spreada prinosa značilo bi velike profite za LTCM zbog enormnih leveridža. Uz otprilike 5 milijardi dolara akcijskog kapitala na početku 1998, LTCM je navodno pozajmio više od 125 milijardi dolara od banaka i brokerskih firmi. Ovaj leveridž ratio (20 prema 1), inače visok po svim standardima, bio je neuobičajen i za hedž fondove<sup>49</sup>. LTCM je također bio u poziciji da mnogo dobije ili izgubi ukoliko bi se promijenili spreadovi prinosa zbog posjedovanja velikog broja derivativnih ugovora. Na primjer, LTCM je ušao u kamatne svopove kojima se obavezao da izvrši periodična (kvartalna ili polugodišnja) plaćanja ugovornim kontrapartima (ili kontra strani u svopu) ako bi se proširili spreadovi prinosa između instrumenata zasnovanih na LIBOR-u i državnih obveznica. Primio bi uplate od druge strane u ugovoru ukoliko bi se suzio spread prinosa na obveznice.

Na početku 1998. godine zaključilo bi se da su derivativni ugovori bili više od 1 trilion dolara - 697 milijardi u svopovima i 471 milijarda u fjučersima. Fond bi ostvario značajne profite ako bi se suzili spreadovi prinosa, čak ako bi malo širenje spreadova moglo brzo da izbriše njegov akcijski kapital. Osjetljivost LTCM-a na širenje spreadova prinosa bila je pogoršana budući da su se neki portfoliji sastojali od nelikvidnih finansijskih instrumenata, bez spremnog tržišta, a u nekim slučajevima Fond je bio značajan holder ovih instrumenata. Znači, u situaciji kada bi se spreadovi prinosa kretali suprotno od njih, bilo koji pokušaj Fonda da zaustavi gubitke likvidiranjem pozicija izvršio bi teži pritisak na cijene i izložio LTCM još većim gubicima. Fond je bio prilično uvjeren da se spreadovi prinosa neće značajnije širiti. Vjerovatno je bio u mogućnosti da pozajmljuje tako velike iznose i ulazi u tako velike ugovore sa svopovima sa velikim brojem učesnika, koji bi dugovali mnogo novca LTCM-a kad bi se spreadovi prinosa značajno promijenili zbog sterlinških iznosa prinosa iznad 4 godine i, gotovo bez premca, reputacije njegovih generalnih partnera<sup>50</sup> (Edwards, 1999; str. 199).

---

<sup>49</sup> Trećina hedž fondova navodno ne pozajmljuje uopšte, a od onih koji pozajmljuju 54% ne pozajmljuje više od iznosa akcijskog kapitala koji su investitori uložili u fond. Među onima koji više pozajmljuju, rijetko leveridž premašuje 10 prema 1.

<sup>50</sup> Poput šefa trgovine obveznicama u *Salomon Brothers* Merivetera, ranijeg potpredsjednika Odbora Federalnih rezervi Malinsa, nobelovaca Skolsa i Mertona i više trgovaca sa iskustvom iz *Salomon Brothers*.



*Debakl Fonda.* U proljeće 1998. počele su da se pojavljuju nepredviđene okolnosti, rasla je bojazan da se usljed azijskog finansijskog kolapsa slični problemi mogu proširiti i u ostalim mladim tržištima. Odjeljenja za trgovanje obveznicama u bankama i brokerskim firmama počela su da oslobađaju svoje rizične pozicije nelikvidnih obveznica. U roku od nekoliko mjeseci praktično nije bilo tržišta (ili ponude za kupovinu, *bid*) za visokorizične (*junk*) obveznice, kako su kupci nestali a prinosi na visoko rizične obveznice odskočili. U avgustu je Rusija devalvirala rublju i objavila moratorijum na 13,5 milijardi dolara duga Trezora. Derivatívni ugovori između privatnih učesnika uglavnom su uključivali klauzulu koja stranama iz ugovora dozvoljava da ponište ugovor kada se dese događaji koji imaju prožimajući efekat na tržišta i onemogućavaju sprovođenje svih ugovora bez enormnih gubitaka stranama iz ugovora. Ruske banke i brokerske firme su očigledno iskoristile ove klauzule i odbile da ispoštuju derivativne ugovore, koje su prodale klijentima koji su željeli da se zaštite od valutnog rizika na njihove pozicije duga u ruskim obveznicama trezora.

Investitori su svuda pokušali da oslobode visoko rizične, nelikvidne hartije i zamijene ih sa nisko rizičnim, likvidnim hartijama. U septembru su prinosi na dug mladih tržišta (indeks obveznica ovih tržišta, prema *J.P.Morgan*) porasli do spreda od 17,05 procentnih poena iznad prinosa na uporedive obveznice trezora SAD, iznad 6 procentnih poena spreda u julu i 3,3 procentna poena u oktobru 1997. Slično, prinosi na B rangirane obveznice SAD porasli su na skoro 11 procenata, spred od 5,7 procentnih poena iznad visoko rangiranih korporativnih obveznica, od spreda od oko 2 procentna poena. Ovo oštro širenje spreda prinosa prouzrokovano panikom zbog likvidnosti i reputacije bilo je sasvim suprotno onome na što se LTCM kladio<sup>51</sup>. Do sredine septembra 1998, akcijski kapital LTCM-a pao je na 600 miliona dolara, uz gubitak više od 4 milijarde dolara. Novosti da su LTCM i možda ostali hedž fondovi u problemima zbog znatnog klađenja na sužavanje spredova prinosa upalile su alarm širom finansijskog sistema.

Usljed pritiska da izvrše obezbjeđenje (*margin calls*) i da osiguraju više kolaterala kreditorima i svop kontrapartima, ovi fondovi su mogli biti prisiljeni da prodaju svoje velike holdinge po bilo kojoj cijeni, što bi moglo urušiti vrijednost ovih hartija. Mnoge banke i brokerske firme takođe su držale velike iznose hartija sličnim onima

---

<sup>51</sup> Strategija Fonda je odlično funkcionisala 1995. i 1996, uz prinose nakon provizije iznad 40%. Fond je usmjerio velike opklade na konvergenciju evropskih kamatnih stopa unutar EMS-a, a koje su se poprilično isplatile. Konvergencija se pojavila u Evropi, a euro je uveden 1. januara 1999. Do 1997. većina spredova značajno se suzila. Postojala je mogućnost da se zajednička valuta ne ostvari iz političkih razloga. Čak i kasnije rizik nije potpuno nestao i ako je valutni rizik eliminisan u Evropi. Budući da su evropske vlade izgubile mogućnost da finansiraju svoje deficite štampanjem novca, rizik neizvršenja (*default*) se povećao. Stoga je valutni rizik dijelom transformisan u kreditni rizik, koji je u suštini teži za procjenjivanje.

koje je držao LTCM, tako da ako bi cijene ovih hartija pale oni bi takođe pretrpjeli značajne gubitke. Gotovo je izvjesno da su banke i brokerske kuće bile značajno izložene kao kontraparti svop pozicijama LTCM-a. Usljed nevolja u maju i junu 1998, silazna kretanja na tržištu hipotekarnih hartija dovela su do 16% gubitka kapitala Fonda, koji je tada pao sa 4,7 na 4,0 milijardi dolara povećavajući leveridž sa 28 na 31. Problemi u Rusiji doveli su do toga da kreditni spreadovi, premija rizika i likvidnosni spreadovi oštro odskoče, berza se uruši, a LTCM izgubi 550 miliona dolara 21. avgusta 1998.

Fond je do avgusta izgubio 52% vrijednosti iz 31. decembra te godine. Sa sredstvima od 126 miliona, leveridž racio se povećao sa 28 na 55 prema 1. Gubici portfolija su se ubrzavali. Fond je 21. septembra izgubio dodatnih 550 miliona dolara, uglavnom zbog povećane volatilnosti na tržištima akcijskog kapitala. Do kraja septembra vrijednost Fonda pala je na samo 400 miliona, uz gubitak od 83%. Investitori su izgubili ogromnih 92% svojih dotadašnjih investicija u godini<sup>52</sup>. LTCM je propao zbog nemogućnosti da mjeri, kontroliše i upravlja svojim rizicima (značajno podcjenjivanje rizika), što je dobrim dijelom bilo rezultat činjenice da su trgovine LTCM-a bile uglavnom nediversifikovane. Fond je prikazao gubitak od 1,5 milijardi dolara od pozicija kamatnih svopova i sličan iznos od opcija akcija. Sve trgovine bile su izložene povećanoj tržišnoj volatilnosti. Većina je bila izložena riziku likvidnosti koja je u korelaciji sa volatilnošću, a mnoge su bile izložene riziku neizvršenja.

**Tabela 3: Izloženost portfolia LTCM faktorima rizika**

Trgovanje	Gubitak ako se poveća faktor rizika		
	Volatilnost	Neizvršenje	Nelikvidnost
Dugi kamatni svop	Da	Da	Da
Kratke opcije akcija	Da		
Duge u smjeru/kratke van smjera hartije trezora	Da		Da
Duge hipot. hartije (zaštićene)	Da		Da
Dugi suvereni dug	Da	Da	Da

Izvor: Jorion, 2000; str. 22

<sup>52</sup> Od 4,4 milijardi dolara gubitka, 1,9 milijardi je pripadalo partnerima, 700 miliona *Union Bank of Switzerland*, a 1,8 milijardi ostalim investitorima. Van ovog iznosa gubitka, 3 milijarde je dolazilo od dva glavna tipa kladenja, svopova kamatne stope i volatilnosti akcijskog kapitala.

*Vrijednost pri riziku (VAR) Fonda.* VAR se u značajnoj mjeri okrivljuje za slom LTCM-a. Ove kritike izgledaju uznemiravajuće budući da se VAR pojavio kao ključna komponenta mjerenja adekvatnosti kapitala za komercijalne banke i proširio brzo na ostale korisnike. Banke sada imaju opciju da koriste sopstveni VAR model upravljanja rizikom kao osnovu za zahtijevane racije kapitala. Inicijalno, VAR je bio razvijen kao praktična mjera prvog reda finansijskog rizika. Primarna svrha bila je povezivanje rizika sa stejkholderima. Kasnije se razvio u zajednički nivelator za poređenje i kontrolu rizika širom jedinica koje preuzimaju rizik. Odnedavno, koristi se za odlučivanje o iznosu akcijskog kapitala potrebnog da se podrži aktivnost trgovanja. VAR se može definisati kao najmanje loše što se može dogoditi u uslovima normalnih tržišnih uslova tokom specifičnog horizonta na specifičnom nivou povjerenja.

VAR mjere su, dakle, zasnovane na dva kvantitativna parametra: nivo povjerenja i horizont. Izbor ovih parametara zavisi od upotrebe. Ukoliko se VAR jednostavno koristi da prijavi ili uporedi rizik, parametri mogu biti arbitralno iskorišćeni, sve dok su konzistentni. Međutim, ako se koristi kao osnova za utvrđivanje iznosa akcijskog kapitala, parametri se moraju odabrati sa izuzetnom pažnjom. Nivo povjerenja mora da bude dovoljno visok da bi vjerovatnoća premašivanja VAR bila veoma niska. Kada je u pitanju horizont, mora se odnositi na likvidnost aktiva ili vrijeme neophodno za mirnu likvidaciju (što zavisi od veličine fonda). Alternativno, horizont bi pokrio vrijeme neophodno da se povećaju dodatna sredstva ili za korektivne akcije. Ovo objašnjava zašto je Bazelski Komitet izabrao visoki nivo povjerenja od 99% i desetodnevni horizont da determiniše minimalni nivo kapitala za komercijalnu banku.

Kod LTCM-a, izbor horizonta mnogo je osjetljiviji nego desetodnevni period koji zahtijeva Bazel. Komercijalne banke pažljivo nadgledaju njihovi regulatori, koji mogu da se uključe na prvi znak problema. Zato se 10-dnevni period može interpretirati kao vrijeme normalne reakcije kad bi banke trebalo da dođu u nevolju. Kod hedž fonda, horizont bi trebalo da korespondira periodu potrebnom da se povećaju dodatna sredstva (fondovi), što ne mora biti jednostavno budući da će dodatna sredstva biti potrebna upravo nakon što je fond pretrpio veliki gubitak. Zaista, do kraja avgusta, LTCM je imao 2,3 milijardi akcijskog kapitala i 1 milijardu viška likvidnosti. Firma bi mogla ili da smanji rizik ili da poveća svježi kapital. Usljed enormne veličine njenih pozicija, firma ne bi mogla dovoljno brzo da smanji izlaganje riziku. Slično, nije bila u mogućnosti da privuče nove investitore. Kako je tržište nastavilo da klizi u septembru, postalo je jasno da je firma grubo podcijenila svoje potrebe za kapitalom (Jorion, 2000; str. 9).

*Spašavanje Fonda.* Jedan pogled na slučaj LTCM je da je strategija fundamentalno snažna i da su događaji iz 1998. godine bili u tolikoj mjeri neuobičajeni da ih je bilo nemoguće prognozirati. Stoga, ukazuje se, ovi događaji se vjerovatno neće ponoviti. Drugi pogled je da su ove strategije dizajnirane da katkad donesu veliki gubitak, kao kratke pozicije u opcijama. Fond je tvrdio da je zauzeo “ne-usmjeravajuće” opklade, tj. one koje nisu bile očigledno zavisne od smjera tržišta. Ipak, ova strategija je podrazumijevala da je fond napravio nediversifikovane i visoko leveridžovane opklade na suptilne rizike kao što su kreditni rizici, politički rizici, ili tržišni lomovi. Implikacija je da su takve strategije fundamentalno opasne i mnogo rizičnije od onih koje su izmjerene tradicionalnim sistemima upravljanja rizikom.

Likvidacija Fonda prisilila bi dilere da prodaju desetine milijardi dolara hartija od vrijednosti i da pokriju svoje brojne derivativne trgovine sa LTCM. Budući da su zajmodavci zahtijevali razliku između iznosa zajma i tržišne vrijednosti njegovog kolaterala na nivou blizu nule (*next-to-zero haircuts*), postojala je mogućnost da gubici narastu a kolateral bude likvidiran. Takođe, kako je Fond bio organizovan na Kajmanskim ostrvima postojala je neizvjesnost oko toga da li bi zajmodavcima moglo biti dozvoljeno da likvidiraju kolateral. Nasuprot ovome, takva likvidacija eksplicitno je dozvoljena prema Zakonu o bankrotstvu SAD. Kako se vjerovalo da bi Fond mogao da ima zaštitu od bankrotstva prema zakonu Kajmana, zajmodavci LTCM-a mogli bi da budu izloženi velikom gubitku na njihov kolateral. Jedna od preporuka iz izvještaja radne grupe Predsjednika (1999) bila je da se ova neizvjesnost otkloni.

LTCM je bio toliko veliki da je Federalna rezervna banka Nju Jork preduzela bez presedana korake kako bi olakšala spašavanje privatnog hedž fonda. Početkom septembra 1998, LTCM je obavijestio FRBNY o svojim predstojećim teškoćama. Tokom naredne dvije sedmice, predstavnici Fed-a organizovali su sastanke sa kreditorima Fonda i sreli se sa partnerima LTCM-a. 22. septembra predsjednik FRBNY *McDonough* izvijestio je na sastanku više izvršnih direktora firmi koje su pozajmljivale novac LTCM-u da je sistemski rizik koji vodi ka neizvršenju (*default*) realna opasnost. Sljedećeg dana, konzorcijum kreditora odobrio je dodatni kapital 3,625 milijardi dolara u zamjenu za 90% preostalog akcijskog kapitala LTCM-a<sup>53</sup>. Potpomognut oporavljenim finansijskim tržištima, portfolio je bio na dobitku 13% do decembra 98. Do kraja 1999. sav novac je isplaćen investitorima, a *John Meriwether* (osnivač Fonda) pokrenuo je novi hedž fond.

---

<sup>53</sup> Konzorcijum su sačinjavali *Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P.Morgan, Morgan Stanley, Dean Witter, Travelers Group, Union Bank of Switzerland, Barclays, Bankers Trust, Chase Manhattan, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Lehman Brothers, Paribas, Societe Generale.*

Zvaničnici Federalnih rezervi smatrali su da bi gubici pojedinačnog hedž fonda mogli da destabilizuju globalna finansijska tržišta. Razlog je stav Fed-a da su finansijska tržišta već bila u lošem stanju, što je bilo očigledno i uznemiravajuće, a takvo stanje povećava rizike inakcije. Drugo objašnjenje je da je LTCM bio uključen u derivativne ugovore (velike pozicije) pa je bilo važno izbjeći formalno neizvršenje LTCM-a ili formalne procedure bankrotstva. Akcije Fed-a bile su usmjerene ka sprječavanju kompletne likvidacije pozicija LTCM-a spašavanjem Fonda prije izvršenja bilo koje od njegovih obaveza. Da su kreditori doveli LTCM u poziciju formalnog bankrotstva, ne bi mogli da zaustave kompletnu likvidaciju. Pri takvom scenariju, slom LTCM-a mogao je direktno da ugrozi solventnost nekih glavnih banaka i brokerskih kuća<sup>54</sup>. Čak i kada bi se mogla izbjeći terminska nesolventnost, Federalne Rezerve bi strahovale da bi rezultat i dalje mogao da bude kreditna kriza (*credit crunch*), koja bi mogla da ugrozi ekonomiju SAD, a možda i pogorša problem deflacije u Aziji<sup>55</sup>.

## 7. Uticaj hedž fondova na valutne krize

Valutna kriza koja je zadesila zemlje Jugoistočne Azije nakon jula 1997. (uključujući i uznemirenost na tržištu akcija u oktobru iste godine) ponudila je mogućnost istraživanja ponašanja institucionalnih investitora u periodu uznemirenosti, odnosno upoređivanja njihove odgovornosti sa ostalim učesnicima na finansijskom tržištu. Hedž fondovi, kao uostalom i penzioni i investicioni fondovi, povukli su se iz Azije još ranije i postoji malo konkretnih dokaza da su kao grupa bili značajnije uključeni u izazivanje ili intenziviranje niza valutnih depresijacija u Jugoistočnoj Aziji, bez obzira što su "na glasu" zbog svoje prakse agresivnog investiranja i relativne tajnosti svojih aktivnosti. Njihove duge pozicije bile su značajno smanjene nekoliko mjeseci prije krize, a u isto vrijeme su bile izgrađene pozicije u zemljama Latinske Amerike. Analiza je takođe pokazala da nema statističkih dokaza da su ovi fondovi kao grupa imali znatnije kratke pozicije u odnosu na azijske valute tokom ili poslije ljeta 1997. godine.

*Brown, Goetzmann i Park* (1998) testirali su hipotezu da li su hedž fondovi bili odgovorni za krizu azijskih valuta krajem 1997. Da bi to uradili, razvili su procjene promjenljivih pozicija 10 najvećih valutnih fondova u jednoj valuti, malezijskog ringita i za basket azijskih valuta. Zaključili su da su neto duge ili kratke pozicije u

---

<sup>54</sup> Banke i brokerske firme bile su glavni zajmodavci i gotovo izvjesno glavni derivativni kontraparti LTCM-a. Držale su na svojim trgovinskim računima mnoge pozicije koje je držao i LTCM i ostali hedž fondovi.

<sup>55</sup> O implikacijama spašavanja LTCM – prudeniji Fed-a, bankarskoj regulaciji i regulaciji hedž fonda - vidjeti detaljnije: Edwards, 1999; str. 200-208.

ringitu ili njegovim korelacijama dramatično fluktuirale tokom posljednje 4 godine. Ipak, ove fluktuacije nisu bile povezane sa promjenama deviznog kursa. Procijenjene neto pozicije glavnih fondova<sup>56</sup> nisu bile neuobičajene tokom perioda krize, što važi i za profite fondova tokom kriza. Dakle, nisu našli empirijski dokaz koji podržava hipotezu da je Soroš ili bilo koji drugi menadžer hedž fonda bio odgovoran za krizu. Njihova studija sugerije da globalna tržišta mogu da apsorbuju dolarske pozicije od više milijardi koje su postavljene na glavne valutne fondove, i to bez loših posljedica ili efekata.

Ulogu velikih trgovaca i ostalih visoko leveridžovanih institucija, poput hedž fondova, i odgovarajućih djelova komercijalnih i investicionih banaka u determinisanju i prenošenju (širenju) tržišne nestabilnosti (volatilnosti) tokom kriznih epizoda, analizirali su *Corsetti, Pesenti i Roubini* (2001). Pojedini kreatori politike i analitičari izrazili su zabrinutost da aktivnosti velikih igrača na malim tržištima (»veliki slonovi u malim jezerima«) mogu da započnu krize koje nisu opravdane fundamentalnostima, destabilizujući devize i ostala tržišta aktiva, kreirajući sistemski rizik i prijeteci stabilnosti međunarodnog finansijskog sistema. Tipičan argument je da prisustvo velikih agenata, kako se smatra, povećava osjetljivost zemlje na krize budući da njihove kratkoročne portfolio strategije pružaju »fokusnu tačku« za špekulativno ponašanje, a podrazumijeva i da mali investitori, uz ostalo jednako, budu agresivniji u svom zauzimanju pozicije.

Fenomeni kao što su združivanje - kupovanje ili prodaja aktive budući da ostali učesnici kupuju ili prodaju u isto vrijeme, momentum trgovanje – kupovanje aktive kada njena cijena raste i prodaja kada cijena pada, bučno trgovanje, efekti pobjedničke strane, kratkoročno dovršavanje i sl. mogu da se pojave na finansijskim tržištima čak kada su svi agenti mali i podijeljeni (atomistični). Veliki igrači mogu da imaju zajedničku ulogu u uticaju na tržišni dinamizam sa destabilizujućim konsekvencama, i to na osnovu moći tržišta koja potiče od veličine, reputacije i sposobnosti ka leveridžu. Brigu oko agresivne, moguće manipulativne prakse velikih trgovaca izrazile su 1998. vlasti nekih ekonomija male i srednje veličine. Studija MMF-a, ograničena na događaje u Aziji do kraja 1997, zaključuje da hedž fondovi nisu imali značajnu ulogu u ranim tržišnim turbulencijama.

Pomenuti autori izradili su stilizovani model špekulativnog ataka analizirajući efekat velikog investitora na osjetljivost zemlje na valutne krize. Prvo su se usmjerili na model u kojem su špekulativni napadi rezultat samo-ispunjavajućih promjena u

---

<sup>56</sup> Uzeti su u obzir oni koji uglavnom predstavljaju vrh globalnih hedž fondova: *Capital International Emerging Markets Fund, Everest Capital International Limited, Hausmann Holdings NV, Jaguar Fund, Orbis Global Equity Fund, Quantum Fund, Quasar Fund, Quota Fund, Swiss Bank Corporation Currency Portfolio Ltd.*

očekivanjima od »dobre« ka »lošoj« ravnoteži, u situacijama gdje ekonomske fundamentalnosti nisu ni prejake (izdvajanjem krize sveukupno) ni preslabe (tako da je kriza neizbježna). Dalje su razmotrili model sa asimetričnim i privatnim informacijama, što je izgrađeno na literaturi »globalnih igara«. Ključni rezultat je da, uopšteno, prisustvo velikih investitora čini sve investitore agresivnijim, u smislu da oni izabiraju da likvidiraju svoje valutne pozicije za jače ekonomske fundamentalnosti u odnosu na slučaj u kojem nema velikih investitora (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2001; str. 4-21).

Inače, brojne studije sugerišu da su veliki hedž fondovi i visoko leveridžovane institucije igrale ulogu u nekoliko epizoda tržišnih nevolja u 90-im, uključujući: ERM krizu 1992-93; turbulenciju na tržištu obveznica SAD 1994; krizu meksičkog pezosa 1994-95; špekulativni napad na tajlandski bat 1997<sup>57</sup>; pad korejskog vona 1997; krizu malezijskog ringita 1997-98<sup>58</sup>; duplu igru na hongkonškim tržištima akcija i deviza 1998; pritisak na australijski dolar u junu i avgustu 1998; rješavanje »špedicije« u proljeće 1998 i oporavak jena; epizodu širenja krize »od Rusije do Brazila« u proljeće-jesen 1998.

Zaključci koji se mogu donijeti iz prethodne analize su: *Prvo*, uloga velikih igrača na finansijskim tržištima nedavno se promijenila. Neki veliki makro hedž fondovi i ostale visoko leveridžovane institucije zaključili su ili smanjili svoje operacije. Posljedica toga je zabrinutost da se likvidnost na deviznom tržištu može smanjiti i pojaviti veća nestabilnost cijena akcija. *Drugo*, nestanak nekoliko velikih makro hedž fondova nakon 1998. može dijelom biti rezultat postepenog ukidanja režima fiksnog deviznog kursa. Lakše je izvršiti velike makro opklade za vezivanje budućih da velike kratke pozicije mogu da budu izgrađene po niskoj cijeni kada monetarne vlasti obezbjeđuju stranu valutu po fiksnoj cijeni. *Treće*, implikacije politike od uloge velikih igrača na tržišni dinamizam složene su i multifacirane.

---

<sup>57</sup> Bat je jedina azijska valuta za koju su hedž fondovi kolektivno zauzeli značajne kratke pozicije (višak prodaja nad kupovinama) prema tržišnim učesnicima. Spređ valutne nestabilnosti u odnosu na druge azijske valute izgleda da je uhvatio nesprennim hedž fondove. U pogledu tržišnih učesnika, glavni kratki prodavci bili su novčani centri komercijalnih i investicionih banaka i domaći investitori, koji su bili spremniji na kratku prodaju usljed njihovog superiornog pristupa interbrokerskim tržištima i domaćem kreditu.

<sup>58</sup> Nekoliko hedž fondova zauzelo je umjerene pozicije na malezijski ringit. Izgleda da nijedan fond nije bio usidren u ringit za bilo koji značajniji rang njegovog pada od 2,5 do 3,5 ringita po USA dolaru, ali su mnogi pretrpjeli gubitke na svoje holdinge malezijskih akcija. Inicijalni pritisak na valutu izgleda da je došao od institucionalnih investitora zatvaranjem dugih pozicija u akcijama.

## 8. Stepen razvijenosti industrije hedž fondova

Posljednjih nekoliko godina značajno je poraslo interesovanje institucionalnih investitora za industriju hedž fondova, podstaknuto tražnjom za većim prinosima u susret berzanskom opadanju i naraslim obavezama penzionih fondova. Ovi masivni prilivi sredstava imali su posljednjih godina materijalni uticaj na prinose i rizike hedž fondova. Bankarski sektor izložen je rizicima hedž fondova, posebno manje institucije. Ipak, i najveće banke su takođe izložene preko odgovarajućih aktivnosti trgovanja, kreditnih aranžmana i strukturisanih proizvoda, i uslugama primarnih brokera. Rizici sa kojima se susrijeću hedž fondovi su nelinearni i složeniji u odnosu na one s kojima se srijeću tradicionalne klase aktiva. S obzirom na dinamičku prirodu investicionih strategija hedž fondova i uticaj tokova sredstava na leveridž i performanse, modeli rizika hedž fondova zahtijevaju sofisticiranije analitike i sofisticiranije korisnike.

LTCM je imao običaj da se poredi sa *Salomon Brothers*, investicionom bankom sa *Wall Street*-a, koja je bila leveridžovana istim iznosom, oko 25 puta. Ovo poređenje je pogrešno iz nekoliko razloga. *Prvo*, bankarski portfoliji su diversifikovaniji preko faktora rizika. Oni su u vezi sa tržištima fiksnog dohotka, valutama, akcijama i robama. *Drugo*, aktivnosti trgovanja brokera obično donose korist od povećane volatilnosti, kako volatilna tržišta stvaraju veći obim i prinose od trgovanja. Ovo pruža prirodni hedž nasuprot povećanoj volatilnosti i dalje omogućava dinamičko upravljanje zalihama brokera. *Treće*, investicione banke imaju mnogo brži pristup svježim sredstvima nego bilo koji hedž fond.

Jedna od lekcija debakla LTCM-a je da likvidnost može brzo da nestane tokom perioda pritiska na tržištu, posebno kada hedž fondovi i slične aktivnosti kod nekih drugih finansijskih institucija (banaka ili berzanskih firmi) akumuliraju značajne i/ili koncentrisane pozicije. Da bi upravljali likvidnosnim rizicima, većina fondova nastoji da limitira koncentracije sa specifičnim kontrapartima i instrumentima, i imaju eksplicitne (obično teške) izlazne strategije na pozicije kao pripremu za moguće lomove na tržištu. Svakako, pitanje je da li su takve strategije realistične za manje likvidne klase aktiva ili tržišta kojima dominiraju hedž fondovi i odjeljenja za trgovinu banaka. Ovi fondovi koriste tzv. “zaključane” ugovore, obično u dužim periodima (do dvije ili tri godine), kako bi upravljali likvidnošću investitora ili fonda i povlačenjem kapitala, koji je još jedan način hedž fonda za upravljanje rizikom likvidnosti. Time se transferiše ili dijeli ovaj rizik sa investitorima.



**Tabela 4: Broj fondova i aktiva kojima se upravlja**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>SAD</b>						
Broj fondova	4150	4250	4400	4600	4875	...
Akt. kojom se upr.	225	280	315	340	420	...
<b>Evropa i Japan/Azija</b>						
Broj fondova	2050	2250	2600	2900	3225	...
Akt. kojom se upr.	225	240	285	310	400	...
<b>Globalno</b>						
Broj fondova	6200	6500	7000	7500	8100	8800
Akt. kojom se upr.	480	520	600	650	820	970

Izvor: Van Hedge Fund Advisors International

Značajni prilivi kapitala u hedž fondove rezultat su želje institucionalnih investitora da unaprijede prinose prilagođene riziku. Aktive kojima se upravlja između hedž fondova procijenjene su na preko 800 milijardi dolara krajem 2003, a projektovane su da porastu na gotovo 1 trilion u 2004. (što se i desilo) rastući godišnje u prosjeku 15% od 1999, s ubrzanjem od 2002, do oko 20% globalno u zadnjoj godini<sup>59</sup>. Studije takođe ukazuju da su odjeljenja za trgovanje banaka i brokerskih firmi bila sve više uključena u aktivnosti trgovanja koje su slične onima kod hedž fondova, kao i da će hedž fondovi nastaviti da privlače značajan kapital. Neke finansijske institucije favorizovale su kupovinu ustanovljenih hedž fondova. Na primjer, *BNP Paribas Asset Management* spojio je svoju hedž fond grupu sa *Fauchier Partners* uzimajući glavni udio u novoj kompaniji. *J.P.Morgan Chase* preuzeo je većinsko učešće u *Highbridge Capital Management* i razvio poslovnu administraciju hedž fonda, uz kupovinu *Dublin-based Tranaut*. Izgleda da *Citigroup* makar za sada favorizuje ekspertizu hedž fonda u firmi<sup>60</sup>.

Industrija hedž fondova važna je za razmatranje finansijske stabilnosti iz nekoliko razloga: 1) predstavlja aktivnog i leveridžovanog kontraparta sistematski važnim i

<sup>59</sup> U Aziji je aktiva kojom se upravlja udvostručena u 2004. u odnosu na 2003, na procijenjenih 600 milijardi dolara. U Evropi je udio institucionalnih investitora koji participiraju u hedž fondovima (obično preko fondova hedž fondova) porastao sa 23 na 32%, a u Japanu sa 18 na 40% (uglavnom u hedž fondovima povezanim sa akcijskim kapitalom). Rast institucionalnih investitora u SAD bio je relativno sporiji (28% u 2004. i 23% u 2003.). Ipak, apsolutna alokacija u SAD bila je veća nego kod investitora u Evropi i Japanu.

<sup>60</sup> Prema: Global Financial Stability Reports, IMF, September 2004/April 2005.

regulisanim finansijskim institucijama; 2) hedž fondovi mogu da koriste sveobuhvatnije i raznovrsnije leveridž nego ostali investicioni mehanizmi; 3) industrija aktiva ubrzano raste i postaje rastuće važan investitor na međunarodnim tržištima kapitala. Uopšteno govoreći, industrija hedž fondova nastoji da olabavi ograničenja sa kojima se susrijeću tradicionalni fond menadžeri.

## Literatura

1. Bank for International Settlements. 2000. *Quarterly Review* (November): 61-71.
2. Borla, Simone, and Denis Masetti. 2003. *Hedge Funds – A Resource for Investors*. Chicester: John Wiley & Sons, Inc.
3. Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, and Roger G. Ibbotson. 1997. "Offshore Hedge Funds: Survival and Performance 1989-1995". Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (January).
4. Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, and James Park. 1998. "Hedge Funds and the Asian Currency Crises of 1997". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (February).
5. Brown, Stephen J., and William N. Goetzmann. 2001. "Hedge Funds With Style". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (March).
6. Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, and Bing Lang. 2003. "Fees on Fees in Funds of Funds". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (January).
7. Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane M. Haas, and Andrew W. Lo. 2005. "Systemic Risk and Hedge Fund". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (March).
8. Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, and Nouriel Roubini. 2001. "The Role of Large Players in Currency Crises". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (April).
9. Edwards, Franklin R. 1999. "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management". *Journal of Economic Perspectives* No. 2 (Spring 1999): 189-210.
10. Eichengreen, Barry, and Donald Mathieson. 1999. "Hedge Funds: What Do We Really Know?". Washington D.C: International Monetary Fund. *Economic Issues* No.19 (September).
11. Fothergill, Martin, and Carolyn Coke. 2000. "Funds of Hedge Funds – An Introduction to Multi-manager Funds". Deutsche Bank. *Europe Alternative Investments* (August).

12. Fung, William, and David A. Hsieh. 2001. "The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers". *The Review of Financial Studies* No. 2 (Summer): 313-341.
13. Fung, William, and David A. Hsieh. 2002. "The Risk in Fixed-Income Hedge Fund Styles". *Journal of Fixed Income* (August).
14. Fung, William, and David A. Hsieh. 2004. "Hedge Funds Benchmarks: A Risk-Based Approach". CFA Institute. *Financial Analysts Journal* No. 5 (September/October): 65-80.
15. International Monetary Fund. 2004/5. "Global Financial Stability Reports". Washington, DC: IMF (September/April).
16. Jorion, Philippe. 2000. "Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management". *European Financial Management* 6 (September): 277-300.
17. Lavinio, Stefano. 2000. *The Hedge Fund Handbook*. New York, San Francisko, Washington, D.C: McGraw-Hill.
18. Meyer, Laurence H. 1999. "Federal Reserve's Policy Guidance to Banks Regarding Hedge Funds". Testimony on hedge funds before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit on Banking and Financial Services, US House of Representatives (on 24. March).
19. Reserve Bank of Australia. 1999. "Hedge Funds, Financial Stability and Market Integrity". Sydney: RBA. *Occasional Paper*. March.
20. Reserve Bank of Australia. 1999. "The Impact of Hedge Funds On Financial Markets". Sydney: RBA. *Occasional Paper*. June.

**Vladimir Kaščelan\***

## **Mjesto i uloga kastodi banke na tržištu kapitala**

### **Abstract**

Custody banks keep securities portfolio for their clients. The possibility to offer this kind of services lies on unique accounts structure within CSD (Central Securities Depositories). When performing trade a client will deposit his securities with a custodian and use a broker to conduct trade. A broker must inform the custody bank to transfer the securities to the broker's account for that client, in order to trade with them. This paper deals with the role of the custody banks on the capital market rather than with their role in the back-office services which they render to the institutional investors.

**Key words:** *Custody bank, CSD, securities accounts, capital market, broker, clearing and settlement of trades, Global Depositary Receipts.*

### **1. Uvod**

Finansijske institucije koje čuvaju hartije od vrijednosti za treća lica zovu se kastodijani. Kako su, tradicionalno, to bile banke, to govorimo o kastodi banci. U svijetu su sve najveće svjetske banke ujedno i kastodijani (npr. The Bank of New York, State Street Bank Boston, Chase Manhattan Bank, Citibank, Deutsche Bank, JP Morgan, BNP Paribas i dr.). Imovinu svojih klijenata kastodi banke čuvaju na novčanim i na računima hartija od vrijednosti. One su tzv. podkastodijani u odnosu na CSD (Central Securities Depositories), koji je centralni kastodijan hartija od vrijednosti. Podkastodijan redeponuje hartije od vrijednosti svojih klijenata kod centralnog kastodijana.

CSD su se, u razvijenim zemljama, razvili iz potrebe da podkastodijani posluju na najefikasniji način uz što je moguće niže transakcione troškove. Naime, svaki investitor poslovao je preko kastodijana kojeg je sam izabrao, a ovi su tragali za najefikasnijim načinom međusobnog poslovanja. Tako su se razvili centralni kastodijani, kao npr. *Euroclear* (Belgija, Francuska, Holandija), *Clearstream* (Njemačka), *Monte Titoli* (Italija), *CREST* (Velika Britanija), *Iberclear* (Španija),

---

\* Ekonomski fakultet, Podgorica; Centralna depozitarna agencija

*DTCC* (Sjedinje Američke Države), itd. Kod zemalja u tranziciji, CSD je, kao opšteprihvaćeni koncept u većini razvijenih zemalja, od početka razvoja tržišta kapitala nametnut zakonski, kao dobra međunarodna praksa.

Osnovi poslovi koje za svoje klijente obavljaju kastodi banke su:

1. Vođenje back-office-a za investicione i penzione fondove
2. Pomoć pri post-trade-u (kliringu i saldiranju) na tržištu kapitala i
3. Ulaganje u strane hartije od vrijednosti preko mreže korespodentskih računa.

Istorijski gledano, u početnoj fazi ključna djelatnost kastodi banke bila je čuvanje papirnih primjeraka hartija od vrijednosti, u trezorima, za treća lica. Slijedi faza u kojoj kastodijani: čuvaju i registruju hartije od vrijednosti, pružaju pomoć pri saldiranju, prikupljaju prihode za svoje klijente i sprovode korporativne aktivnosti.

U ovom radu ćemo se fokusirati na tačke 2 i 3- poslove kastodijana povezane sa hartijama od vrijednosti, dok se njihovom ulogom kod dobrovoljnih penzionih fondova, za koje vrše predkontrolu poslovanja i vođenje back-office-a, nećemo baviti. Za detalje se može pogledati [1].

Jedinstvena struktura računa hartija od vrijednosti koje vodi CSD igra ključnu ulogu kod implementacije koncepta kastodi banke. Stoga dajemo pregled računa hartija od vrijednosti (HOV) koji mogu da se vode kod Centralne Depozitarne Agencije (CDA) Crne Gore. Princip je isti i kod ostalih svjetskih CSD.

*Račun HOV* je elektronski zapis koji vodi Agencija, a koji prikazuje vlasničke pozicije vlasnika računa.

Račun HOV takođe sadrži istorijat transakcija koje su se dogodile na računu i koje su dovele do trenutnog stanja vlasničkih pozicija iskazanih na računu. U Centralnom Registru se vode Individualni i Nominalni računi HOV. U Centralnom Depozitariju za kliring i saldiranje se vode Privatni računi HOV, Računi HOV Klijenata, Emitenata i Depozitarija.

*Klijentov račun HOV* otvara Ovlašćeni učesnik (broker/diler) u Centralnom Depozitariju za kliring i saldiranje za čuvanje vlasničkih pozicija svojih klijenata koje su mu predate na upravljanje. Za razliku od Zbirnog računa, vlasničke pozicije različitih klijenata Ovlašćenog učesnika se drže odvojeno na individualnim podračunima i identitet stvarnih vlasnika vlasničkih pozicija se vodi u Centralnom Depozitariju za kliring i saldiranje.

*Depozitarni računi HOV (Loro-Nostro Accounts)* su zbirni računi koje za druge strane depozitarije otvara Centralni Depozitarij. Ovi računi se koriste za bilježenje agregatnih vlasničkih pozicija drugih članova depozitarija koje su prenesene na čuvanje (staranje) Agenciji.

*Zbirni račun HOV (Omnibus Account)* se vodi u Centralnom Depozitariju za svakog kastodijalnog učesnika koji se ponaša kao nominalni vlasnik. Vlasničke pozicije individualnih vlasnika na zbirnom računu su pomiješane sa vlasničkim pozicijama drugih individualnih vlasnika i drže se kao jedna agregatna pozicija. Otvaranjem zbirnog računa kastodijalni učesnik je odgovoran za vođenje sopstvenog računovodstva, kako bi mogao odrediti stvarne vlasnike vlasničkih pozicija koje čine agregatnu poziciju.

*Individualni račun HOV* se vodi u Centralnom Registru i vlasnik računa je svako pravno ili fizičko lice, koji je stvarni vlasnik vlasničke pozicije.

*Zajednički vlasnički račun (Joint Account)* je račun HOV koji se otvara radi držanja vlasničkih pozicija koje nisu u potpunosti u vlasništvu vlasnika računa već su zajedničko vlasništvo više vlasnika računa u okviru Centralnog Registra. Vlasnik računa koji ima status zajedničkog vlasničkog računa ima pravo da daje instrukcije Agenciji u vezi sa korišćenjem i raspolaganjem zajedničke vlasničke pozicije.

*Nominalni račun HOV (Nominee Account)* se vodi u Centralnom Registru i vlasnik računa je svako pravno lice, koje je nominalni vlasnik vlasničke pozicije.

*Privatni račun HOV (Proprietary Account)* se vodi u Centralnom Depozitariju za svakog Člana učesnika – Kastodijalnog učesnika ili Ovlašćenog učesnika; koristi se za čuvanje vlasničkih pozicija koje su u privatnom vlasništvu učesnika tj. za koje je vlasnik računa stvarni vlasnik.

*Račun HOV emitenta (Treasury Stock Account)* se vodi u Centralnom Registru za Članove emitente i služi za vođenje akcija emitovanih od strane tog Emitenta koje je Emitent otkupio na Berzi.

*Račun emisije (Issue Account)* se vodi u Centralnom Registru radi upisa ukupnog broja akcija te emisije kao i radi praćenja istorijata emitovanja pojedinih serija iste emisije.

Detaljnije o računima hartija od vrijednosti čitalac može naći u [2] ili [3].

## 2. Uloga kastodi banke kod post-trade poslova

Koncept kastodi banke još nije zaživio na tržištu kapitala u Crnoj Gori, ali je to predviđeno da se ostvari izmjenama i dopunama Zakona o hartijama od vrijednosti i pratećim podzakonskim aktima, čije se usvajanje očekuje ubrzo. Doduše, Pravilima CDA je promovisan koncept nominalnog računa, ali ga ni do danas nije moguće implementirati.

Iako uloga kastodi banke podsjeća dijelom na ulogu brokera a dijelom na ulogu CDA na tržištu kapitala, važno je napomenuti da su poslovi strogo podijeljeni. Tako, kastodi banka ne obavlja brokersko-dilerske poslove, kao ni poslove preuzimanja emisije, investicionog menadžera ili savjetnika. Takođe, ona ne obavlja poslove koji su osnovni (*core*) biznis za CDA. S druge strane CDA ne vodi novčane račune svojih klijenata tj. CSD nije banka. Kastodi banka nije centralni već međukastodijan i to samo za svoje klijente. Ona ne obavlja kliring i saldiranje, već samo pruža pomoć da se za njene klijente ti procesi uspješno okončaju.

Kastodi banka obezbjeđuje:

- Sigurnu sredinu za sredstva (aktivu) svojih klijenata
- Efikasnu razmjenu informacija sa biznis partnerima (okruženjem)
- Vršiti kontrolu NAV (net asset value) za fondove kao i njihov monitoring
- Obavlja osnovne (*core*) i value-added usluge.

U osnovne globalne usluge spadaju:

- Čuvanje aktive
- Saldiranje trgovina i rešavanje nastalih problema
- Davanje savjeta u vezi korporativnih aktivnosti
- Sakupljanje prihoda
- Povraćaj poreza
- Procesuiranje transfera novca

U osnovne lokalne usluge ubrajamo:

- Direktnu (on-line) vezu sa sistemom za kliring i saldiranje za potvrđivanje ili otkazivanje trgovina i za njihovo saldiranje
- Kliring u ime stranog investitora koji nije učesnik sistema kliringa
- Sakupljanje prihoda
- Povraćaj poreza
- Procesuiranje transfera novca

U value added servise spadaju:

- Upravljanje novčanim sredstvima klijenata
- Middle office usluge
- Pozajmljivanje hartija od vrijednosti
- Proxy voting
- Usluge komunikacije sa brokerima itd.

Banka može obavljati poslove kastodi banke ukoliko dobije dozvolu od Komisije za hartije od vrijednosti i saglasnost od Centralne banke. Takođe, kastodi banka mora biti član CSD- centralnog kastodijana.

Kastodi banka koja otvara i vodi vlasničke i zbirne (omnibus) račune hartija od vrijednosti, iste može koristiti jedino na osnovu naloga klijenta. Klijent ima pravo uvida u svoje vlasničke pozicije. Za slučaj zbirnog računa kastodi banka vodi posebnu evidenciju (sopstveno računovodstvo), koju čuva kao poslovnu tajnu. U svakom slučaju vlasnik hartije od vrijednosti je lice za koje ih drže, na posebnom računu saglasno pravilima CDA, tj. nalogodavac. Kod omnibus računa i problematike vezane za Skupštinu akcionara (npr. za split-voting) odgovornost preuzima kastodi banka, koja na njoj zastupa stvarne vlasnike. Prije kupoprodaje klijent mora imati aktivan račun u CDA i registrovanu vlasničku poziciju sa ovlaštenim učesnikom.

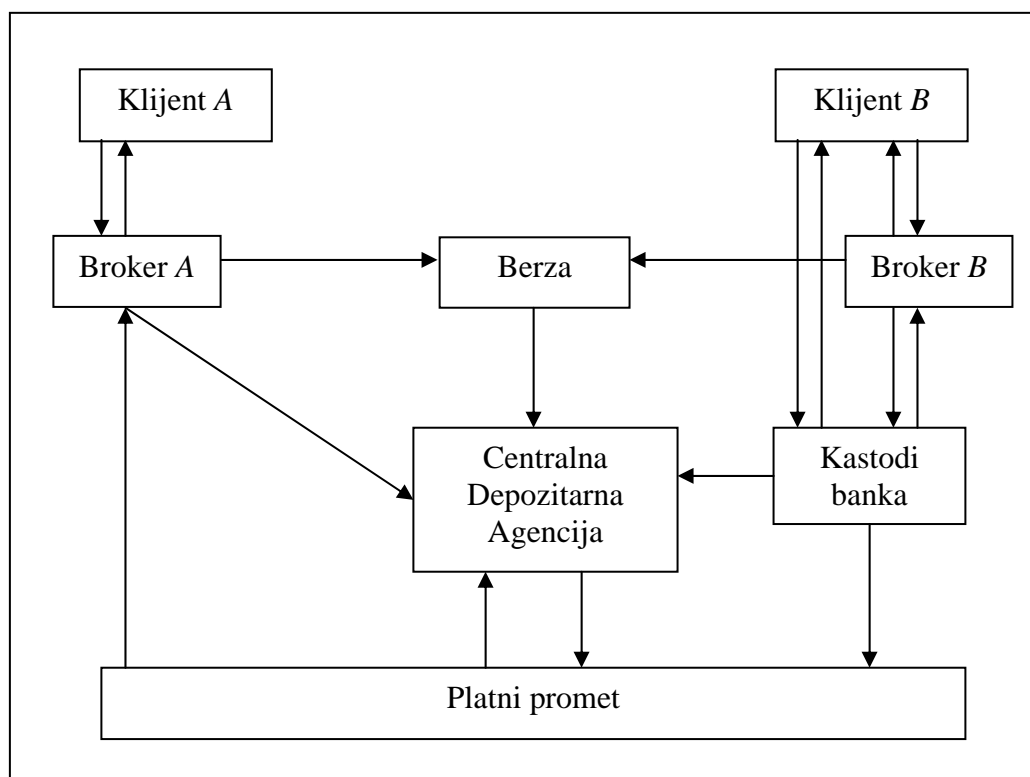
Istaknimo razlike između držanja novca za svog klijenta i držanja hartija od vrijednosti. Kastodi banka drži hartije od vrijednosti svojih klijenata separirano od sopstvenih. To znači, da za razliku od novca, kastodi banka ne smije pozajmljivati hartije svojih klijenata, pa za slučaj bankrotstva vlasništvo had njima je zagarantovano, obzirom da su deponovane i kod Centralnog kastodijana. Takođe, kastodi banka novčana sredstva ne mora da redeponuje kod Centralne banke, dok hartije od vrijednosti mora redeponovati kod Centralne depozitarne institucije. Dakle, broj hartija koje čuva kastodi banka mora se kontinuirano usklađivati sa njihovim brojem kod CDA. Treća važna razlika je u mnogo većem broju operacija sa hartijom nego sa novcem. Naime, protokom vremena novac donosi kamatu, koja se izražava preko kamatne stope. Nasuprot tome, hartija od vrijednosti, zavisno od tipa, donosi dividende, bonuse, može se zalagati, njome se može špekulisati (npr. kod prodaje call opcije «out of money»), itd. Kastodijan, bilo banka ili CDA, mora pratiti sve promjene na računima hartija od vrijednosti svojih klijenata. Mnogi institucionalni investitori, kreditne institucije ili investicione kompanije angažuju kastodi banku, koja za njih prati i kontroliše te promjene.

Saldiranje novčanih obaveza kastodi banka obavlja direktno za svog klijenta (uglavnom institucionalnog investitora), a takođe u komunikaciji sa brokerom (koji



obavlja trgovanje) pruža pomoć pri saldiranju hartija od vrijednosti. Naime, da bi se obavila trgovina klijent deponuje hartije od vrijednosti na kastodijanovom računu za klijenta i bira brokera koji će obaviti prodaju ili kupovinu hartija od vrijednosti. Broker informiše kastodi banku da prebaci hartije od vrijednosti na trgovački račun brokera kojeg je izabrao klijent- investitor. Investitor može otkazati ili potvrditi zahtjev (procesuirani nalog) depozitarnoj agenciji.

Na grafiku je dat *work flow* pri kupoprodaji hartija od vrijednosti na tržištu kapitala (npr. na berzi). Klijent A ne koristi kastodi servise. Obrnuto, klijent B koristi usluge kastodi banke. Klijent A je brokeru A dao prodajni nalog, dok je klijent B izabrao brokera B za brokera kupca.



Dijagram 1. Tok poslova pri kupoprodaji HOV na tržištu

Nakon uparivanja naloga na berzi broker B obavještava svog klijenta a ovaj kastodi banku da uplati novčana sredstva potrebna za plaćanje kupljenih hartija od vrijednosti. Kako kastodi banka vodi i novčani račun za svog klijenta to ona u narednom periodu (npr. do  $t+3$ , gdje je  $t$ -dan trgovanja) vrši pomenutu uplatu. Kada se izvrši saldiranje (prenos vlasništva na kupca a novca na račun prodavca), kupljene

hartije od vrijednosti kastodi banka prima i čuva na klijentovom računu hartija od vrijednosti.

Analogno se postupa u obrnutoj situaciji kada je klijent A kupac a klijent B prodavac. Jedino bi strelice od i ka sistemu platnog prometa bile usmjerene suprotno. Slično se analizira i situacija u kojoj i kupac i prodavac koriste usluge kastodi banaka.

Uloga kastodi banke na tržištu kapitala nije ograničena samo na pomoć pri kliringu i saldiranju. Kastodi banka izvršava naloge za prenos prava iz hartija od vrijednosti i naloge za upis prava trećih lica na hartijama od vrijednosti i stara se o prenosu prava iz tih hartija. Osim ovoga, kastodijan naplaćuje potraživanja od emitenata po osnovu dospjelih hartija od vrijednosti. Stara se i o svim ostalim pravima koja pripadaju njegovom klijentu. Takođe, obavještava svoje klijente-akcionare o održavanju Skupštine akcionara i zastupa ih na njima. Ugovorom sa klijentom se može dogovoriti da se kastodijan stara i o poreskim obavezama, kao i o drugim poslovima u skladu sa zakonom i pravilima poslovanja kastodi banke.

U razvijenim tržišnim ekonomijama ovoj problematici se pridaje veliki značaj, naročito sa regulatornog aspekta. Naime, veliki dio ukupnog rizika u poslovanju sa hartijama od vrijednosti se odnosi upravo na kastodi banke- naročito za slučaj omnibus računa. Kako je riječ o banci koja još i čuva hartije od vrijednosti za treća lica, to je jasno da ne samo Komisija za hartije od vrijednosti i CDA već i monetarne vlasti (Centralna banka) se moraju uključiti po pitanju kastodi banke. Doduše, kod koncepta centralnog kastodijana pitanje rizika je još više izraženo, s obzirom da je najveći dio poslova u vezi transakcija sa hartijama od vrijednosti u ingerenciji jedne institucije- CSD. Zato se uvodi niz posebnih procedura za upravljanje rizikom (back up procedure, koncept tzv. CCP- Central Counter Party, zajedno sa garantnim fondom i buy-in i sell-out procedurama, itd.).

### **3. Uloga kastodi banke kod prekograničnih transakcija**

Da bi se proces međunarodne integracije tržišta pospješio, osim pravnog potrebno je punu pažnju posvetiti nadogradnji tehničke infrastrukture. Uvođenje jedinstvene evropske valute je dalo snažan podstrek tržišnoj integraciji u tom dijelu svijeta. Za detalje oko organizacije infrastrukture tržišta kapitala Evrope može se pogledati [5].

Implementacija efikasnog sistema trgovanja i saldiranja *cross-border* transakcija jako je otežana. Postoje različiti sistemi, nedostaju linkovi među njima, zakonska regulativa se razlikuje. Sve to zahtijeva višestruke manuelne intervencije. U takvim

okolnostima STP (Straight Through Processing) procedure su nemoguće, što povećava mogućnost grešaka a i troškovi su veći. Možda ponajbolje rešenje je implementacija jedinstvenog- centralnog kastodijana na globalnom nivou. No njegov izbor nije lak. Američki centralni depozitar DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) za Evropu možda nije prihvatljiv, kao ni Euroclear, Clearstream ili britanski CREST za SAD.

GDR (Global Depositary Receipts) su finansijski instrumenti koji omogućavaju stranim investitorima da trguju stranim hartijama od vrijednosti, a takođe domaćim emitentima omogućavaju izlazak na međunarodno tržište. Ideja je da se akcije konvertuju u GDR i obrnuto. Tako domaće akcije posredstvom GDR mogu da se kotiraju i njima da se trguje širom svijeta. Suvišno je i napomenuti da je GDR važan element u procesu integracije tržišta kapitala svijeta. To je finansijski instrument koji u posljednjih 20 godina konstantno bilježi rast stope trgovanja.

Ukoliko kastodijan pokriva teritorije većeg broja zemalja, tada kažemo da je riječ o globalnom kastodijanu. On upravlja hartijama od vrijednosti emitovanim u više zemalja. Član učesnik- kastodi banka je bila i još uvijek jeste najčešći most sa inostranim tržištima kapitala. Ona može direktno u sistem unositi preknjižbe kojima se hartije od vrijednosti preknjižavaju sa kastodi računa, na kojem su upisane akcije, na kastodi račun, na kojem se nalaze akcije pretvorene u GDR i obrnuto. Kako u CDA postoji infrastruktura računa hartija od vrijednosti koje to podržavaju (loro-nostro računi), to još ostaje da se domaći depozitarij (npr. CDA) poveže (najčešće SWIFT-om) sa inostranim depozitarijem (npr. Clearstream ili Euroclear), kako bi promjena vlasništva bila registrovana. Ukoliko se domaće hartije iznose vani tada je domaći depozitarij primarni a strani sekundarni. Obrnuto, ako se na domaćem tržištu kapitala trguje stranim GDR tada je primaran inostrani depozitarij a domaći sekundaran.

### **Umjesto zaključka**

Nakon usvajanja odgovarajuće zakonske regulative jedinstvena struktura računa HOV u Centralnim depozitarijima omogućava uvođenje koncepta kastodi banaka i njihovo poslovanje.

Odnos između kastodi banke i CSD, kao i pitanje neprofitnosti CSD, predstavlja aktuelno pitanje i na zapadu. Vode se debate o uslugama koje bi trebalo da obavlja jedna ili druga institucija tj. šta su *core* a šta *value added* usluge za svakog od njih. Posebno što CSD svuda u svijetu ima zakonom dati monopol, a s druge strane smanjuju se transakcioni troškovi, uz povećanje efikasnosti obavljanja transakcija. Nasuprot ovom, postavlja se pitanje opravdanosti uskraćivanja mogućnosti

određenim klijentima da izaberu kastodi banku kao podkastodijana da za njih čuva hartije od vrijednosti i da im zadovoljava specifične zahtjeve. Naglasimo da lokalni kastodijan, ipak, na kraju mora te hartije od vrijednosti redeponovati kod CSD kao centralnog kastodijana. Isto tako, on mora imati skoro istovjetan informacijski sistem onom kojeg ima centralni kastodijan (software, hardware, network, lifeware, orgware), što značajno povećava troškove, naročito kod prekograničnih transakcija.

Ako se o monopolu CSD može govoriti kao o «kontrolisanom», kako je efikasnost maksimalna, transakcioni troškovi niži zbog manje posrednika i izostanka dopunskog ulaganja u infrastrukturu i kadrove, to smatramo da, ipak, prednost treba dati CSD, naročito kod malih tržišta kapitala.

Međutim, ne treba zaboraviti ni jak lobi kastodi banaka, koje su istorijski gledano postojale prije CSD, a koje se teško odriču svoga dijela kolača. To znači da odgovor na ovo pitanje neće zavisiti isključivo od ekonomske logike.

## Literatura

1. D.Štimac *Uloga banke skrbnika u mirovinskoj reformi* Financijska teorija i praksa 26(2), Zagreb 2002.
2. Pravila Centralne Depozitarne Agencije Republike Crne Gore
3. [www.cda.cg.yu](http://www.cda.cg.yu)
4. Pravila Središnje Depozitarne Agencije Republike Hrvatske [www.sda.hr](http://www.sda.hr)
5. Više web cite-ova custody banaka
6. G. Chanel-Reynaud D. Chabert *The organisation of securities clearing and settlement infrastructures in Europe* Conference « C&S of financial markets: Europe and beyond» Cass Business School, London 2005.

**Dragan Lajović\***

## **Adekvatnost informacija kao uslov razvoja i rasta fondovske industrije u Crnoj Gori**

### **Abstract**

This work is about information on investment funds, relevant for both their stakeholders and regulatory bodies as well as the potential investors. Informational base especially highlights the prospect of the fund through the following: transaction costs in companies, operational costs and effects of provision on earnings in long-term period. In addition to profile and content of the prospect, not less important for the investor are additional information and periodical reports. This work analyses the information offered by the funds' industry in Montenegro, as the youngest part of financial market which started to operate in spite of negative circumstances.

Key words: investment funds, prospect, provision, costs, portfolio.

### **1. Uvod**

» Znanje je snaga« maksima je koju je prije nešto više od 400 godina upotrijebio Fransis Bekon i tada je imala karakter aforizma. Istina je da je ovaj generalni princip jednako aktuelan i danas za inteligentnog investitora.<sup>61</sup> Naredni dio rada će prikazati različite izvore saznanja koji su od značaja za razumijevanja pojedinih investicionih fondova i pri tome mogu pružiti adekvatnu pomoć prilikom investiranja u investicione fondove.

U nastavku će biti prikazani glavni izvori informacija za selekciju određenih investicionih fondova, uključujući fondovske prospekte, godišnje izvještaje i glavne statističke servise. Time se obezbjeđuju informacije finansijskog karaktera i odgovarajuće savjetničke usluge investicionog fonda. Stoga su istinite i pravovremene informacije ovog tipa od suštinske pomoći investitorima kako ne bi napravili pogrešan poslovni korak. U posljednje vrijeme je značajno porastao broj izvora i novih servisa koji pomažu investitoru da bude efikasniji u investiranju.

---

\* Fond za razvoj Crne Gore

<sup>61</sup> Bogle J. C.: "Bogle on Mutual Fund", pg. 145

## 2. Prospekt – elementi i značaj

Prospekt je legalni dokument koji nudi javnosti hartije od vrijednosti, uključujući i fondovske akcije. On mora sadržati izvjesne informacije koje obezbjeđuju puno i potpuno objelodanjivanje svih materijalnih informacija o fondu, koje su potrebne investitoru kada razmatra mogućnost investiranja. Dio nastavka informacija mora se pojaviti kao tehnika za samog investitora. Premda Američka Komisija za hartije od vrijednosti i Federalna agencija regulišu investicione fondove, pregovori o jednostavnim prospektima zahtijevaju izvjestan protok vremena, dok su ostali zahtjevi relativno tehničke prirode. Ukoliko investicioni profesionalci i laici očekuju pomoć investitora, oni treba da razumiju sadržaj prospekta. U nastavku će biti prikazana glavna polja i sadržaji prospekta:

**Naziv fonda i datum prospekta** – trebaju se ažurirati ne kasnije od 16 mjeseci nakon posljednje fondovske fiskalne godine i moraju biti ažurirani najmanje jednom godišnje. Prilikom čitanja, bez sumnje, čita se zadnja edicija. Ranije kopije se ne mogu reflektovati na izvjesne promjene.

**Minimalne investicije** – Ukoliko je minimalni dolarski račun zahtijeva za otvaranje računa visok za klijenta, ne treba prospekt čitati dalje pa se treba ograničiti na specijalne minime, poznat kao periodični investicioni program ili penzioni račun.

**Investicioni ciljevi** <sup>62</sup> – moraju odgovarati željama investitora. Na primjer, traži se stalni izvor dopunskog dohotka, pa objektivni dugoročni cilj povećanja kapitala ne može biti prikladan.

**Performanse** – ukoliko su brojevi iz istaknute finansijske tabele nezadovoljavajući, treba tražiti sljedeći prospekt. Ukoliko je njime investitor djelimično zadovoljan, treba razmotriti druge izvore informacija.

**Rizik** – se definiše činjenicom da različiti investitori mogu tolerisati različite nivoe rizika. Performanse iz prošlosti ne mogu garantovati bezbrižan pristup budućim problemima. Pažljivi izbor tipa rizika u prospektu opredjeljuje očekivanja.

**Servisi** – govore o pojedinačnim karakteristikama usluga koje su od značaja za investitora, poput pisanja čekova, telefonskih promjena, automatskog investiranja koje nudi dati fond.

---

<sup>62</sup> Vidjeti više Liberman G. and Lavine A.: “ Making Money with Mutual Funds”, pg. 89-109

**Provizija i prodajni troškovi** – su potrebni investitorima da bi bili u saznanju da li će oni biti niži ili viši u odnosu na slične fondove sa kompatibilnim politikama i ciljevima. Na primjer, ukoliko bi rastući fondovi bili predmet razmatranja, investitori bi analizirali tabele sa provizijama u prospektima nekoliko sličnih fondova da bi dobili ideju šta očekuju. Naravno, provizija je jedan od mnogih faktora koji utiču na selekciju investicionog fonda.

**Zahtijevani obuhvat izvještaja** – se odnosi na Komisiju za hartije od vrijednosti i sadrži set informacija o fondu koji bi potencijalni investitori trebali da znaju prije investiranja. Pažljivim čitanjem se može doći i do sadržaja budućih referenci.

**Iskaz o dodatnim informacijama** na odgovarajući datum je popunjen od strane Komisije za hartije od vrijednosti i stoji na raspolaganju klijentima. Ova izjava mora ukazivati na to kako da se objelodani Izvještaj sa dodatnim informacijama. Efektivno, to je upozorenje investitorima da čitaju informacije prije nego što investiraju nešto novca. To je, takođe, indikator raspoloživosti ostalih informacija o fondu i načina na koji mogu biti objelodanjeni. Za fondove tržišta novca, ostali zahtijevani iskazi se mogu čitati na sljedeći način: “Investicije u fondove tržišta novca nijesu osigurane niti garantovane od strane američke Vlade”. Ne postoji uvjerenje da će fond sačuvati stabilnu neto sadašnju vrijednost od 1 dolara po akciji. Pravila Komisije zahtijevaju da ove stranice budu pokrivene jezikom koji investitor razumije pri čemu akcije fondova tržišta novca nijesu osigurane kao bankarski sertifikati o depozitu i bankarski novčani depozitni računi. Pored toga, fondovi tržišta novca imaju istorijski dokaz da se nalaze između štednih investicionih proizvoda.

**Zahtijevano odricanje** – podrazumijeva da je to zahtjev Komisije za hartije od vrijednosti u vezi sa hartijama koje ne moraju biti odobrene kako od Savezne komisije, tako i od državnih komisija što odgovara navodima, kako po adekvatnosti tako i po tačnosti pruženih podataka. Federalni i državni autoriteti žele da razumiju investitore i da im pruže odgovarajuću zaštitu koja se mora odnositi na sve fondove u cilju realizacije odgovornosti za informacije sadržane u prospektima.

Akcije investicionih fondova se mogu ponuditi i prodati instituciji na koju će se prenijeti dodatna odricanja. To je intencija da se učini jasnim nedepozitni karakter fonda i ne posjedovanje garancija od strane niti jedne banke ili Vlade. Na prospektu može biti jasno napisano: »Akcije investicionog fonda nijesu depozitnog ili obligacionog karaktera i nijesu garantovane od banke ili neke depozitne institucije. Akcije nijesu osigurane od federalne asocijacije za osiguranje depozita, federalnog

borda ili ostalih agencija. Akcije su subjekt investicionog rizika, uključujući mogući gubitak glavnice koja je investirana.«<sup>63</sup>

**Izjava o investicionim ciljevima** - je fokusirana na jedan ili više njih: (1) Stabilnost – se ogleda u zaštiti glavnice investiranog računa sa opadajućim rizikom poznatim pod nazivom » čuvanje kapitala«; (2) Rast – porast vrijednosti investirane glavnice kroz kapitalnu dobit (reflektuje se na povećanje vrijednosti akcija); (3) Dohodak – generiše se stabilan tok dohotka (za neke fondove, neoporezivi dohodak) kroz dividendu. To je kritična masa ciljeva za investitora koji su kompatibilni sa ciljevima fonda.

**Tabela provizija** – sumira sve troškove investiranja u fond i ostale provizije plaćene od investicionog fonda i ponekad se naziva “sumarni troškovi fonda”. Tabela provizija se nalazi ispred prospekta i može se podijeliti u tri sekcije. Prva sekcija sumira “**akcionarske transakcione troškove**”, čija troškovna provizija direktno opterećuje račun akcionara za specifične transakcije, na primjer kupovinu, zamjenu ili otkup. (Provizija za specijalni servis, kao što je telegramske transfer koju ne koriste svi investitori ne može biti reflektovana u ovoj tabeli) Druga sekcija indicira na “**fondove operative troškove**”. Dok treća sekcija prikazuje hipotetički primjer efekata provizije na zarade u periodu 1, 3, 5 ili 10 godina. Ovakav prikaz dat je na narednoj tabeli.

Hipotetički primjer uključuje provizione tabele koje su upravo takve – hipotetičke. Pretpostavljena veličina fondovih troškova ostaje konstanta tokom vremena. Ona, takođe, pretpostavlja jedinstvenu stopu povraćaja za sve fondove koja ostaje fiksna protokom vremena. Zbog toga što oba povraćaja i troškovi variraju, investitorovo aktuelno iskustvo biće različito od hipotetičkog. Mnogi prospekti sadrže izvještaje sa takvim efektima.

Naziv fonda	Fond A	Fond B
Maksimalno dodajno opterećenje nametnuto kupovinom (kao procenat ponuđene cijene)	5.75%	0%
Maksimalno prodajno opterećenje nametnuto reinvestiranom dividendom	0%	0%
Reinvestirane dividende	0%	0%
Kontigent odloženih provizija	0%	5%
Otkupna provizija	0%	0%
Razmjenska provizija	0%	5%

<sup>63</sup> Jacobs B.: “All About Mutual Fund”, pg. 62



<b>Godišnji operativni troškovi (kao procenat prosječne neto aktive)</b>		
Menažerska provizija	0.5%	0.6%
12b – 1 Provizija	0%	0.25%
Ostali troškovi	0.4%	0.2%
Ukupni operativni troškovi	0.9%	1.05%

Tabela provizija - akcionarski transakcioni troškovi<sup>64</sup>

**Istaknuta finansijska tabela** – locirana je ispred prospekta u neposrednoj blizini tabele sa provizijama. Ona obezbjeđuje informacije o tome kako fond radi sa novcem koji je investirao. U njoj je prikazano šta bi bilo sa zaradama u dividendi i distribuciji kapitalne dobiti, kao indikatoru po jednoj akciji svake godine. Ona, takođe, pokazuje neki porast ili pad vrijednosti date akcije tokom godine. Fondovi zahtijevaju prikaz svojih rezultata svakih prethodnih 10 godina, ili u slučaju da fond nije stariji od 10 godina, pa se ovaj prikaz sačinjava za svaku godinu postojanja. Obavezno moraju biti navedene informacije za prethodnih 5 godina.

**Performanse** – su nastale kao rezultat razvijanja standardizovanih formula od strane Komisije za hartije od vrijednosti u cilju olakšavanja komparacije između fondova. Svi fondovi čije performanse figuriraju moraju koristiti ove formule koje su kalkulisane u podacima. Jedan set formula primjenljiv je na fondove tržišta novca (kako na oporezive tako i na neoporezive, dok je ostali set primjenljiv na ostale tipove fondova). Većina fondova uključuje samo kratko objašnjenje kako se performanse kalkulišu u prospektu, a neke grupe fondova, takođe, obezbjeđuju navode aktuelnih performansi za specifične vremenske periode. Aktuelne performanse se mogu naći u iskazu dodatnih informacija sa aktuelnim izjednačavanjem korišćenih kalkulisanih performansi. U prospektu, fondovi će naglasiti ovu prednost brojčanih performansi koje se reflektuju na istorijske zarade za tretirani prednosni period i buduće performanse koje mogu biti bolje ili lošije u odnosu na performanse iz prošlosti. Fondovi (osim fondova tržišta novca) moraju obezbijediti grafičku komparaciju performansi sa široko baziranim indeksima i moraju diskutovati o efektima strategije i tržišnih uslova fondovskih performansi. Ovo može biti u prospektu ili godišnjem izvještaju (mnogi fondovi koriste izvještaj, pri čemu fond mora preduzeti obezbjeđenje tog izvještaja i odgovarajuće troškove za svako lice koje razmatra prospekte).

**Investiciona politika** – predstavlja nastavak rizika opisanog u karakteru fonda. U većini slučajeva, ona reprezentuje jezgro ili srž prospekata. Sekcija investicione politike detaljno objašnjava tipove hartija – akcija, obveznica, hartija novčanog

<sup>64</sup> Mutal Fund Counselor Profesional Education Program, modul 2, pg.46

tržišta itd. koje fond investira u ostvarenju svojih ciljeva. Ova sekcija identifikuje - u generalnim terminima - investicioni stepen ili kvalitet određenog tipa hartija, vrstu organizacije njihove emisije i tipa transakcije i investicione tehnike koje fond koristi shodno svojim ciljevima. To može uključivati: (1) Davanje i pozajmljivanje novca; (2) Pisani ili nabavni stelažni posao; (3) Marginalnu prodaju kratkoročnih hartija ili njihovu kupovinu; (4) Korišćenje kompjuterskog sistema za selekciju investicionih ciljeva; (5) Nabavku inostranih hartija i trgovinu stranom valutom i (6) Ulazak u ugovor o otkupu ili budući ugovor.

Sekcija investicione politike sadrži restrikcije i/ili limite investicionih politika fonda, poznatih kao maksimalan račun aktive koji može biti držan u kešu ili maksimum koji može biti investiran u jednu industriju ili kompaniju. To je indikator za koji politika zahtijeva odobrenje akcionara prije nego što bude promijenjena. Nerijetko je zapisano stanje mnogih fondova u ovoj sekciji koji imaju pravo da pomjeraju neki račun svoje aktive u gotovinu, vladine hartije, ili ostale relativno sigurne investicije za "privremeno defanzivne svrhe" kada se pojave neuobičajeni iskustveni uslovi.

**Investicioni rizik** – većina investicionih fondova pokušava minimizirati rizik kroz diverzifikaciju. Takođe, postoje različiti specifični rizici koji asociraju na specifične tipove fondova sa specifičnim tipovima hartija u koje oni investiraju. Ovaj dio prospekta opisuje glavni rizik, asocirajući investiranje u dati fond pojedinačno i u dati tip fonda uopšte. Svako investiranje sadrži neke tipove rizika. Ne mogu investicioni fondovi štititi investitore potpuno od rizika koji su neodvojivi od naglašenih investicija u hartije od vrijednosti. Diverzifikacija može eliminisati ili minimizirati izvjesne rizike, ali ne u potpunosti. Ključ razumijevanja rizika i njegovog determinisanja je relativno prihvatljiv potencijalni povraćaj.

**Portfolio povraćaj** – stopa fondovskog portfolio povraćaja može se naći u naglašenoj finansijskoj tabeli. Portfolio povraćaj je mjera veličine kupovine i prodaje investicija koje fond drži. On se izračunava podjelom ukupne kupovine ili prodaje, bilo koja je manja, sa prosječnom mjesečnom tržišnom vrijednošću portfolija hartija fonda. Hartije koje su kratkoročni instrumenti, kada je kupovina fonda u pitanju, isključuju se iz ove kalkulacije. Fondovi sa visokom stopom povraćaja teže iskustveno visokim troškovima. Brojni su faktori koji doprinose povraćaju fonda: (1) Investiciona filozofija fonda; (2) Prodaja i otkup akcija; (3) Step en zaštite od kursnog rizika od strane menadžera fonda; (4) Promjena tržišnih uslova i (5) Dospijeće instrumenata u portfoliju fonda. Na povraćaj ima znatan uticaj porez kod hartija koje se prodaju uz profit čiji je rezultat distribucija kapitalne dobiti.

**Informacije o investicionom savjetniku fonda** – sadrže ime i adresu kompanije koja selektuje investicije fonda, zajedno sa opisom njihovog iskustva, njihovih usluga i ostalih podataka. Mnogi investicioni savjetnici "upravljaju" fondom – pa

oni obezbjeđuju kancelariju, osoblje i opremu potrebnu za stvaranje sigurnosti u pridržavanju fonda svim legalnim i računovodstvenim zahtjevima. Informacije o dnevnom upravljanju fondovskim portfolijom su, takođe, date na ovom mjestu.

**Informacije o portfolio menadžerima fonda** – uključuju imena i biografije lica koja su primarno odgovorna za dnevni menadžment portfolija fonda koja se obično može naći u prethodnom dijelu ovog dokumenta. Primarni interes investitora je dužina vremena koje je menadžer proveo u fondu kao i period u kome je upravljao novcem. Fondovi tržišta novca i indeksni fondovi ne zahtijevaju uključenje informacija o portfolio menadžerima u njihove prospekte. Nerijetko, investicionim fondovima kojima upravlja odbor može prihvatiti jednostavno stanje činjenica umjesto identifikovanja svakog člana ponaosob.

**Informacija o transfer agentima fonda** – sadrži imena i adrese agenata transfera fonda. Transfer agenti su kompanije – najčešće komercijalne banke – određene da održavaju redosled svojih akcionara, nude rješenja nekih pitanja i problema sa redosledom, pripremaju računovodstvene izvještaje, poreske informacije i ostale akcionarske izvještaje. (Fondovi koji koriste sopstvene performanse organizuju unutrašnji servis kao sopstvene transfer agente) U većini slučajeva, investitori koji imaju pitanja o svom računu, obraćali bi se transfer agentu identifikujući ga u prospektu.

**Prava akcionara** – dio prospekta koji sumira prava i privilegije akcionara fonda. Vjerovatno najvažniji od njih je “ravnopravnost interesa”, koji je ideja svih akcionara reprezentovana u jednakom stepenu svojine osiguranih akcija fonda kao nekih drugih akcija. (Fondovi koji emituju raznovrsne klase akcija mogu opisati različite provizije i različita prava glasa prilagodljiva pojedinačnim klasama.) Ostala važna privilegija je pravo glasa na čitavu emisiju koja zahtijeva glas svih akcionara.

**Distribucija zarada** – jasno opisuje distributivnu politiku fonda. Pojedinačno ona sadrži sljedeće: (1) Koliko često se dividenda objavljuje? (2) Kada se dividenda plaća? (3) Da li dividenda može biti radije uložena u dodatne akcije (reinvestirana) ili gotovinski isplaćena? (4) Kada se realizovana kapitalna dobit distribuira? (5) Kada realizovana kapitalna dobit može biti reinvestirana? (6) Kakva je procedura za pravljenje ili promjenu opcije plaćanja?

**Porezi na zarade** – ova sekcija ukazuje na očekivane poreske implikacije na investicije. Na primjer, izvještaj da reinvestirana zarada (distribucija) oporeziva u godini distribucije je objavljen ili su zarade neoporezive u slučaju distribucije prihoda od obveznica lokalne uprave. Zbog toga ova sekcija obavezno govori širokim kategorijama akcionara pri čemu nije supstitut za zamišljenu reviju

individualnih poreskih situacija i puteva koji mogu biti neprirodni za investicije u fond.

**Kako kupiti akcije?** – dio prospekta koji omogućava investitoru da razumije kako može izvršiti nabavku akcija, koja je cijena plaćanja determinisana i kakva je politika fonda u pogledu minimalne kupovine i specijalnih planova kupovine. U nastavku ovog dijela biće dati odgovori na neka od ovih pitanja:

- Od koga kupiti? Ova sekcija identifikuje kompanije od kojih investitori mogu kupiti akcije fonda.
- Po kojoj cijeni? Ovdje je, takođe, izloženo kako fond determiniše cijenu za kupovinu akcija, uključujući obračun prodajne cijene. Sekcija sadrži objašnjenje o proviziji i troškovima za kupovinu i listing otkupa u tabeli provizija ispred prospekta.
- Je li to minimum? Neki fondovi zahtijevaju minimalni novčani račun kako za početnu, tako i za naredne investicije. Minimum može biti različit zavisno od tipa računa. Na primjer, fond može reducirati minimum zahtjeva za individualni penzioni račun.
- Postoji li neki specijalan penzioni plan? Negdje investitor nalazi opis specijalnih planova koje fond može ponuditi, reducirane prodajne troškove, poznate kao “pravo na akumulaciju”, “pismo o namjerama” i grupu prodajnih planova. Specijalne cijene i procedure za penzioni plan, plan povlačenja i prosječni dolarsko-troškovni plan koji je takođe detaljan, sa dobrim informacijama o konverziji ili promjeni akcija između fondova iste familije. To je veoma važno za realizaciju koja promjene involvira u prodaju akcija jednog fonda, što će izazvati poreske konsekvence za investitore koji bi izvršili redovan otkup.

**Kako otkupiti akcije?** – U skladu sa pravilima, investicioni fondovi otvorenog tipa moraju iskazati zastoj u spremnosti da otkupe akcije na neko vrijeme i određenog poslovnog dana po tekućoj tržišnoj vrijednosti. Ova sekcija u prospektu izlaže kako se vrši otkup akcija, bilo da je instrukcija data u pisanoj formi i putem telefona. Organizacija fonda ili agenti transfera imaju uspostavljeno osiguranje i sistem obezbjeđenja identiteta pozivaoca ili legitimaciju redosljeda narudžbi ili zamjena akcija<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Vidjeti više u prospektima sljedećih fondova: So Gen International Fund, Vanguard / Windsor, Franklin Mutual Series Fund inc., Eaton Vance Mutual Funds, Montgomery International Growth Fund, T. Rowe Blue Chip Growth Fund.

### 3. Profil prospekta

Sredinom 1995. godine američka komisija za hartije je odobrila probnu upotrebu dokumenta investicionog fonda poznatog kao **profil prospekta**. Svaki profil prospekta prezentuje, u nekom redosledu, 11 kritičnih tačaka koje investitor treba znati:

1. *Ciljevi* – sadrži kratak prikaz ciljeva fonda.
2. *Investicione strategije* – predstavljaju kratak prikaz fondovskih investicionih politika, uključujući kratak prikaz tipova hartija u koje fond investira ili će investirati glavnice i neke specijalne zahvate ili tehnike. Ukoliko bi fond imao politiku koncentrisanih investicija u određenu industriju ili grupu industrija, ona bi bila objelodanjena.
3. *Rizik* – je kratko analiziran u pripovjedačkoj formi sa njegovim glavnim faktorima sa aspekta investicija u fond, što zavisi od tipa fonda. Ukoliko je fond nediverzifikovan, ove činjenice će biti objavljene. Fond može, takođe, uključiti diskusiju o anticipiranoj koristi investiranja u fond. Prema tome, rasprava o riziku i koristima bi bila separatno označena.
4. *Pogodnosti* – kratka prezentacija karakteristika investitora za koje je fond očekivao da su podesni i/ili nepodesni za investiranje (vremenski horizont, spremnost na tolerisanje fluktuacija glavnice, materijalno-poreske konsekvence).
5. *Provizije i troškovi* – se definišu u tabeli provizija u formi iskaza o registraciji fonda, sa svim elementima, uključujući i hipotetičke primjere. Takođe, trebala bi biti obezbijedena kratka objašnjenja različitih veličina akcionarskih troškova. U skladu sa registracionim iskazom, ukoliko bi došlo do odricanja troškova, bilo bi javno objavljeno šta je sa troškovima kod kojih je prisutno odsustvo odricanja.
6. *Prethodne performanse* – daju investitorima razumljivu i objektivnu sliku o prethodnim investicionim performansama fonda koje su uvijek bile izazov za Komisiju za hartije od vrijednosti i industriju investicionih fondova. U profilu prospekta, izvjesni elementi moraju biti uključeni i primijenjeni sa specifičnim pravilima: (a) Bar grafik – prikazuje godišnji ukupni povraćaj fonda za posljednjih deset kalendarskih godina ili životni ciklus ukoliko je fond osnovan u periodu kraćem od 10 godina. Grafik bi uključio objavljivanje godišnjeg povraćaja u numeričkoj formi. Ukupni povraćaj bio bi izračunat bez prethodnih ili odloženih prodajnih obaveza ukoliko fondovi procijene neki takav trošak, koji se faktički ne bi reflektovao na objavljivanje. Jedino bi povraćaj za pune godine ulaganja bio uključen. (b) Za fondove tržišta novca samo – sedmodnevni prihod fonda, tekući kao i na kraju najskorijeg kalendarskog kvartala i oslobođen od takse, broj koji investitori mogu dobiti za tekući sedmodnevni prihod koji je bio uključen. (c) Za ostale fondove – Standardizovan 1, 5 i 10 godišnji period ukupnog povraćaja i (opcija fonda) prihod fonda, takav kao na kraju najskorijeg kalendarskog kvartala

koji je bio uključen. Činjenice koje se odnose na prethodne performanse nijesu garant budućih rezultata i moraju biti objelodanjene.

7. *Investicioni savjetnici* – sadrže ime investicionog savjetnika fonda.

8. *Kupovina* – daje prikaz kako kupiti akcije, uključujući minimalne investicije. Ukoliko su prodajna opterećenja prilagodljiva, ovo mora biti notirano.

9. *Otkup* – prikazuje kako otkupiti akcije Fonda.

10. *Distribucija* – omogućava sagledavanje kada i kako (gotovinski, reinvestiranjem) distribucija može biti napravljena.

11. *Ostali servisi* – prikazuju deskripciju ostalih servisa namijenih investitorima (privilegije razmjene, telefonske transakcije i dr.). Bez obzira na činjenicu da profil fonda izgleda prijemčiv za investitora on ne može biti supstitucija za realnu stvar kakav je prospekt. Jer prospekt je integralan dokument koji sadrži relevantne podatke i informacije za donošenje investicione odluke. Ali ni prospekt ne sadrži integralan informacioni osnov pa ćemo ovom prilikom navesti neke podatke koje obično prospekt ne sadrži: (1) Sve hartije od vrijednosti koje su u svojini fonda; (2) Imena direktora fonda, njihovu radnu i životnu biografiju i koliko su zaradili od fonda za svoj servis – predstavljaju one informacije koje bi bilo poželjno zahtijevati u svakom prospektu u budućnosti; (3) Reviziju finansijskog izvještaja fonda i (4) Informacije ko je vlasnik većine akcija fonda. Ove informacije je moguće naći u izvaji o dodatnim informacijama fonda.

#### **4. Dodatne informacije i periodični izvještaji**

Iskaz o dodatnim informacijama obezbjeđuje određene informacije koje su, takođe, sadržane u prospektu. To je korisno za investitora koji želi da posjeduje više informacija o fondu i one su mu dostupne na zahtjev. Glavne sekcije izvještaja o dodatnim informacijama uključuju njihove nazive, stepen odgovarajućih detalja i ostali redosled koji može varirati od izvještaja do izvještaja, a nekada i pojedine sekcije mogu biti kombinovane:

1. *Investicione politike, restrikcije i tehnike* – ova sekcija detaljno prikazuje investicione politike fonda, njegova ograničenja, tipove hartija koje fond ima u svojini i neke investicione tehnike koje fond koristi praveći sopstveni portfolio. Ove informacije formulišu šta može biti urađeno, što nije potrebno i šta je u biti kompletnog aranžmana fonda. U izvještaju o dodatnim informacijama fond najčešće obezbjeđuje kompletnu listu investicionih ograničenja, koja ne može biti promijenjena bez saglasnosti akcionara ukoliko je već bila formulisana u prospektu. Investiciona ograničenja ukazuju na to šta ne može biti urađeno, poput kratkoročnih prodaja, kupovina ili prodaja nekretnina i ukazuju na procenat ograničenja različitih hartija od vrijednosti i tehnika. Ova sekcija ima restrikcije u susret diferzifikacionim standardima. Konačno, ona sadrži opis, nekih detalja, hartija koje su dozvoljene, kakve su nelikvidne hartije, fjučersi, opcije i ostali derivativni instrumenti kao i

rizici koji asociraju na njih. Ova sekcija se specijalno koristi za razumijevanje mogućih holdinga fonda: dokumenti, uvijek, kao hartije i tehnike opisane u Izvještaju o dodatnim informacijama ali ne i u prospektu u generalnoj formi i minornom dijelu investicionog programa fonda.

2. *Menadžment fonda, službenici i direktori* – ova sekcija obezbjeđuje detalje o investicionom savjetniku, ugovoru sa njim, kompenzaciji za savjetničke usluge i informacije o zaposlenima i direktoru fonda, uključujući i njihovu povezanost sa fondom, njihovom glavnom profesijom i adresom.

3. *Portfolio transakcije i brokeraža* – opisuje, generalno, kako je fond ograničen transakcijama portfolija i računom brokerskih transakcija koje je fond platio za prethodne tri godine.

4. *Kupovina akcija* – elaborira kako se odvija kupovina akcija i može uključiti razmatranja o » Planu i Ugovoru o distribuciji«, »12-b« plan, ugovor o osiguranju, ograničenja neto sadašnje vrijednosti aktive i informacije o reinvestiranju distribucije za kupovinu dodatnih akcija.

5. *Otkup akcija* – informacije o otkupu akcija se može naći u prospektu i dopunjavaju se ovom sekcijom iz Izvještaja o dodatnim informacijama, uključujući detalje o uslovima pod kojima zakon ograničava, suspenduje ili odlaže otkup. Takođe su izloženi uslovi koji bi egzistirali u slučaju otkupa i da li je moguće plaćanje portfolijom hartija ili imovinom fonda.

6. *Usluge obezbijeđene od strane fonda* – prospekt je takav uslužni materijal fonda kao sistemski plan povlačenja ili privilegija razmjene koje obezbjeđuju više pojedinosti.

7. *Penzioni plan* – u početku mnogi investitori koriste investicione fondove kao dio njihovog penzionog plana, pa ova sekcija obezbjeđuje važne informacije. Sekcija opisuje penzioni plan koji nudi fond. Ona je mogla biti izložena kao neka provizija određenog plana, imena čuvara penzionog računa, obezbjeđenje opštih iskaza zavisno od zakonskih i poreskih implikacija prilagodljivih računima kao i pravljenja preporuka za konsultante, advokate ili poreske obveznike prije uspostavljenja takvog plana. To će, takođe, biti indikativno u smislu dobijanja više informacija o penzionom računu fonda.

8. *Performanse fonda* – fondovi koji nijesu sa tržišta novca i namjeravaju koristiti prednosne performanse za 1, 5 ili 10 – godišnji period (ili ukupni život fonda ukoliko je on manji od ovog perioda) na kraju perioda daju podatak sa najsvježijim završnim računom koji je uključen u registraciju Komisije za hartije od vrijednosti. Time se pokazuje kako su ove performanse bile determinisane, uključujući opštu formulu koja se koristi pri kalkulaciji :

$$P(1+T)^* = ERV$$

pri čemu je:

P – početno plaćanje od 1 000 novčanih jedinica;

T – prosječni godišnji ukupni povraćaj;

\* - broj godina;

ERV – završne otkupljene vrijednosti inicijalnog plaćanja.

Fondovi koji namjeravaju ostvariti prednost od 30 dnevnog prihoda moraju obezbijediti slične informacije o njihovom prihodu, isto tako dobre kao informacije o ukupnom povraćaju.

9. *Dividenda, distribucija kapitalne dobiti i porezi* – ova sekcija ukazuje na politiku fonda zavisnu od distribucije i može pokazati izvore te distribucije. To takođe, obično, uključuje kratak opis mogućeg poreskog statusa date distribucije i konačno sugestije poreskih konsultanata akcionarima zavisno od specifičnih pitanja koja se nameću u investiranju.

10. *Raznovrsne informacije* – koje mogu uključiti opise akcija fonda, glasačka prava, glavne akcionare (nekada ovo može biti posebna sekcija u Iskazu o dodanim informacijama), ime i adresu nezavisnog revizora, transfer agenta i reference za registracionu saglasnost popunjenu od Komisije za hartije od vrijednosti. Ove reference mogu ukazivati na Iskaz o dodatnim informacijama i ne mora ih sadržati prospekt sa svim informacijama u registracionom iskazu, a kopija može biti objavljena od Komisije za hartije od vrijednosti prilikom isplate provizije.

11. *Izveštaj nezavisnih revizora* – to je adresa borda direktora i akcionara i obezbjeđuje mišljenje revizorske kuće kao izvjesan podatak.

12. *Finansijski izveštaj* – na odgovarajući datum ili na kraju poslovne godine na određeni dan, koji je pomenut u izveštaju nezavisne revizorske kuće može biti prezentovan. Ovaj finansijski izveštaj uključuje: (a) Izveštaj o investiranim hartijama – koji prikazuje hartije od vrijednosti u portfoliju kao takav podatak; (b) Izveštaj o operacijama za završenu poslovnu godinu na određeni datum – koja indicira investicioni dohodak, troškove i rezultat neto investicione dobiti ili gubitka, što takođe indicira realizovanu ili nerealizovanu dobit (ili gubitak) fondovskih hartija, mrežu neto dobiti ili gubitka hartija i neto porast u neto imovini iz operacija; (c) Izveštaj o promjenama u neto imovini za završenu poslovnu godinu – koji ukazuje na promjene očekivanih operacija (dohodak uvećan za realizovanu ili nerealizovanu dobit iz hartija od vrijednosti), manji prihod i kapitalna dobit za distribuciju, uvećan za kapitalne akcijske transakcije (kupovine neto ponovnog otkupa). Neto aktiva je nakon toga sumirana na početku i na kraju poslovne godine; (d) Izveštaj o aktivni i pasivi na određeni dan – koji sadrži listu aktive, pasive i neto aktive. Ovo je, u stvari, »bilans« fonda; (e) Finansijski naglasak za akcije fonda podrazumijeva poslednjih pet godina kao podatak o finansijskom iskazu. To je bilo detaljno opisano u posebnoj sekciji u prospektu fonda.

Investicioni fondovi moraju izveštavati akcionare **dva puta godišnje**. Jedan od takvih izveštaja je godišnji izveštaj. On obično opisuje ponašanja u toku izvjesne fiskalne godine i vrši njihovu komparaciju sa pogodnim indeksom. Godišnji izveštaj može, takođe, obezbijediti performanse za poslednjih 5 ili 10 godina, komparirajući



ih sa datim indeksom uz integralne tržišne uslove na godišnjem nivou i njihovo odražavanje odražavanje na performanse fonda postajući tipičan dio nekog izvještaja.

Priča o godišnjem izvještaju generalno, takođe, uključuje komentar portfolija, sa akcentom na sektore koji su bili favorizovani i zašto. Konačno, ekonomski izvještaj analizira ekonomske perspektive i kako fond i njegovi menadžeri reaguju na njih. Godišnji izvještaj, takođe, uključuje sve finansijske iskaze prethodno analizirane kroz »Izvještaj o dodatnim informacijama«. Pored toga, izvještaj ima sekciju zvanu »Bjelešku o finansijskom iskazu« koja izlaže jednostavnu računovodstvenu politiku i ostale sekcije u formi »Izvještaja nezavisne revizorske kuće« koja prezentuje svoje mišljenje i finansijski izvještaju kao izvjestan podatak.

Polugodišnji izvještaj sadrži mnoge informacije koje se nalaze u godišnjem izvještaju, ali ponekad sa manje detalja. U nastavku, finansijski iskaz, koji se tretira kao dio godišnjeg obračuna, može ali ne mora biti revidiran. Ukoliko nije izvršena revizija, on nema izvještaj nezavisne revizorske kuće. Informacije o performansama u polugodišnjem izvještaju fokusirane su na poslednjih 6 mjeseci i faktički one doprinose tim informacijama. Ovo može biti pojedinačno interesantno zbog indikatora sa jednostavnim terminskim promjenama kako je portfolijom bilo upravljano počev od najsvježijeg izvještaja koji je bio emitovan. U tom smislu ovo omogućava da investitor razumije svoj fond i stoga se prikaz daje sa istom pažnjom kao i godišnji izvještaj.

U finalnoj analizi, tip fonda je funkcija hartija koje fond drži u svom portfelju. To je način da fond periodično sagledava kako su njegovi menadžeri investirali u poslednjih 6 mjeseci. Nerijetko bi se akcionari fonda pitali zašto oba izvještaja, kada im je nedavno poslan periodični izvještaj. On opisuje hartije koje su držane u portfelju fonda. To je razlog za provjeru ulaganja fonda o kojima je riječ. Neki portfolio menadžeri praktikuju da ovo zovu »upakovani prozor« prije njihovog portfolio holdinga koji se sastavlja kao publikacija. To može biti napravljeno kao »dotjeran« portfolio za kupovinu hartija od vrijednosti sa visokim performansama ili prodaju hartija niskih performansi. Ukoliko portfolio menadžer investira u riskantne hartije od vrijednosti i želi sakriti činjenice ili ima veoma vidljiv gubitak fonda, on može izbjeći prikaz toga u portfoliju jednostavnom prodajom prije izvještajnog perioda. To nije uobičajena praksa ali može biti upotrijebljena.

## 5. Izvori informacija o fondovima u Crnoj Gori

Zakon o investicionim fondovima propisuje sljedeće informacije<sup>66</sup>:

- ❖ javni poziv za upis i uplatu akcija investicionog fonda;
- ❖ izvode iz godišnjeg i periodičnih izvještaja o poslovanju investicionog fonda;
- ❖ strukturu ulaganja investicionog fonda;
- ❖ neto vrijednost imovine i vrijednost akcije investicionog fonda;
- ❖ druge informacije koje odredi Komisija.

Ovakvim zakonskim rješenjem se omogućava da akcionari investicionog fonda imaju uvid u transakcije fonda i da osiguraju da se investiciona politika koju sprovodi menadžment preduzeće slijedi na zakonom propisan način, a u interesu akcionara fonda.

Kao što je poznato, fondovi, odnosno njihove menadžerske kompanije posredstvom svojih nadzornih odbora objavljuju relevantne podatke o neto vrijednosti aktive po akciji na mjesečnom nivou.

Pored toga, prilikom održavanja skupštine akcionara menadžment kompanija kroz Poslovnu politiku Fonda, finansijski izvještaj i izvještaj revizora učini javnim dio podataka tretiranih u ovom radu. Posebno se, kao što je poznato, utvrđuje provizija koju ostvaruje menadžment kompanija za upravljanje fondom. Od relevantnih informacija veoma su važni atributi menadžerske kompanije i reference direktora i članova nadzornog odbora u smislu pravog informisanja javnosti, postojećih i potencijalnih ulagača. Fondovi svoje udjele prodaju posredstvom brokerskih kuća na berzi, pa se i po tom osnovu ukupna javnost informiše o ponudi i tražnji, količini prometovanih udjela i cijeni.

Sama činjenica da se na skupštini akcionara fondova indentifikuje malo prisustvo vlasnika investicionih jedinica govori o relativnoj nezainteresovanosti investitora za ovom vrstom finansijskih institucija. S tim u vezi, i one činjenice koje su dostupne javnosti posredstvom sajta, moraju biti kompletnije i sadržajnije. To se posebno odnosi na: minimalne investicije, investicione ciljeve i performanse, troškove, provizije, povraćaju, distribuciji zarada, tehnologiji kupovine akcija, restrikcije prilikom ulaganja, finansijske i izvještaje revizora.

---

<sup>66</sup> Zakon o investicionim Fondovima, Sl. List RCG br. 49/04.

Posebno se čini važnim da se podaci na sajtu dnevno ažuriraju, naročito kada je u pitanju promjena portfolia (kupovina i prodaja u značajnijem procentu neke hartije, ostala ulaganja koja mogu u bitnom opredijeliti vrijednost akcija fonda), podaci o menadžerskoj kompaniji, njenoj proviziji, troškovima fonda i dr.. Za sada, menadžerske kompanije ne osjećaju pritisak akcionara koji su se opredijelili za pasivno upravljanje. Protok vremena (a najnovija događanja vezana za preuzimanje nekih fondova) pokazuje da se njihova neaktivnost i nedostupnost informacija po obimu, strukturi i relevantnoj sadržini može vratiti kao bumerang njihovim vlasnicima. A oni to svakako ne žele! Zato se nameće objektivno pitanje čiji je cilj da se sve informacije ne stave na uvid javnosti i vlasnicima investicionih jedinica i koji je motiv za tako nešto. I konačno, kako se adekvatnost informacija odražava na vrijednost kapitala fonda, a time i investicione jedinice!

## **6. Umjesto zaključka**

Uvažavajući činjenicu da su svi finansijski instrumenti i finansijske institucije predmet detaljne analize i kontrole kako regulatornih tijela tako i investitora, fenomenu adekvatnog informisanja je u budućnosti neophodno posvetiti značajno veću pažnju. Kroz obezbjeđenje fakata koji su sadržani u prospektu fonda, periodičnim izvještajima i dodatnim informacijama, postiže se mogućnost da svaki potencijalni ulagač saglasno svojim preferencijama i ciljevima, pod uslovom da raspolaže određenom količinom kapitala, može napraviti potencijalno profitabilno ulaganje. Dosadašnja iskustva (iako fondovi kod nas veoma kratko postoje da bi se pravila objektivna analiza) govore o neadekvatnom tretmanu ovog veoma važnog fenomena od strane naročito menadžerskih kompanija, kojima ide u prilog inertnost akcionara investicionih fondova. Razvojem fondovske industrije kako po obimu tako i po potencijalnom povećanju palete proizvoda stižu se pretpostavke da informacije o fondovima poprime obilježja koja su prisutna u ovoj oblasti u širem okruženju. Na to će vlasnike menadžerskih kompanija tjerati investiciona klima u kojoj svoje mjesto već nalaze individualni i institucionalni investitori izvana, čija je agresivnost kad su u pitanju informacije veoma prepoznatljiva. Protokom vremena i domaći investitori će imati obilježja aktivnih upravljača sopstvenim portfoliom.

**Literatura:**

1. Baer Gregory, Gensler Gary: »The great mutual funds trap«, Brodway books, USA, 2002. god;
2. Benz Christine, Peter di Teresa, Kinnel Russel: »Morning star guide to mutual funds«, John Wiley&sons, USA 2003. god.;
3. Boik John: »Lessons from the greatest stock traders of all time«, Mc Graw – hill, New York, 2004. god;
4. Levy Haim, Post Thierry: »Investments«, Prentice hall, UK, 2005. god.;
5. Phillips Jack: »Return of investment«, Butterworth Heneimannm, USA, 2003. god.,
6. White John: »Investing in Stocks and Shares«, How to books, UK, 2003. god.;
7. Dr Dragan Lajović: »Mogućnost razvoja industrije zajedničkih fondova u našim uslovima«, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet – Podgorica, 2001. god.;
8. Zakon o investicionim Fondovima, Sl. List RCG br. 49/04 od 22.07.2004. god.

**Marijana Mitrović\***

## **Potencijalne slabosti finansijskog sistema koje mogu dovesti do pojave finansijskih nestabilnosti i/ili potencijalnih kriza**

### **Abstract**

Financial system around the globe in recent history has become increasingly integrated. Policy makers in different parts of the world responded by liberalization of their markets to this new developments. Openness of the borders for free flows of capital, goods and people (with less degree and more constraints on this market) has brought a new pattern in financial flows between developed and developing world countries. These inflows are not just simple macroeconomic shocks for developing countries to handle but they also manifested as structural change that they have to undertake in order to escape the negative effects that may occur as a result of liberalization process. There has been a positive effects as well, seen as a facilitating a very rapid growth on the one hand but on the other large capital reversals can occur very quickly leading to the financial turbulence and distress of the economy. Being integrated in financial market implies facing the world competitiveness and instability with which it can be associated. It becomes very clear that financial flows and new architecture in connection with it is very complex to manage. This paper will discuss this issue and try to identify if there are any warning signals that helps anticipating potential problems, with the focus on emerging markets. Observing weaknesses and identifying some possible precourses measures may be used as a tool for minimizing the risk of financial crisis.

**Key words:** *Financial system; liberalization; financial flows; signals; financial crisis*

### **Uvod**

Revolucionarne promjene koje je donjela informaciona i komunikaciona tehnologija savremene epohe su iz korjena transformisali industriju finansijskih usluga na međunarodnom nivou. Komijuterska povezanost tržišta je investitorima omogućila pristup informacijama o cijenama i prinosima pojedinih hartija od vrijednosti po izuzetno niskim troškovima i u realnom vremenu. Investitori iz različitih regiona svijeta i različitih vremenskih zona baziraju svoj portfolio na bazi tržišnih signala,

---

\* Centralna banka Crne Gore

rukovođeni maksimizacijom profita. Na drugoj strani ta ista tehnologija ostavlja sve manje prostora za nacionalne vlasti da regulišu tržište i kretanje kapitala mimo međunarodnih standarda. Investitori traže jednake uslove za plasman u bilo kojoj zemlji. Odlučivanje shodno riziku i profitu nameće potrebu da se nacionalne vlasti sve više takmiče u stvaranju povoljnog ambijenta za privlačenje investitora. Ponuda ide u susret tražnji. Empirijski podaci govore da je kao rezultat liberalizacije kapitalnog računa kod većine svjetskih ekonomija došlo do izuzetno velikog porasta ukupnog obima trgovanja na svjetskom nivou ali isto tako i do porasta kolebanja kapitalnih tokova. Nesmetan i slobodan protok kapitala je doprinio većem obimu investicija, bržem rastu i porastu standarda u mnogim zemljama širom svijeta. Međunarodna mobilnost kapitala zatvara jaz u štednji između zemalja koje imaju nedostatak sredstava i zemalja koje imaju suficit sredstava za plasman. Zemlje uvoznice kapitala kroz mehanizam finansijskog tržišta privlače slobodan kapital za finansiranje produktivnih investicionih projekata i podstiču rast privrede dok međunarodni investitori diversifikuju rizik i ostvaruju veću stopu prinosa nego što bi imali na domaćem tržištu.

Na drugoj strani ovi isti tokovi se u jako kratkom trenutku vremena mogu preokrenuti i destabilizovati tržište. Nedostatak transparentnosti u kreiranju finansijskog sistema, netržišno ponašanje privrednih aktera mogu unjeti neizvjesnosti u sistem i kreirati dodatni rizik plasmanima. Potencijalne ranjivosti sistema mogu prouzrokovati duboke krize. Posmatrano iz ovakve perspektive finansijsko otvaranje ne donosi uvijek motornu snagu razvoja. U nedavnoj praksi se pokazalo da liberalizacija može krenuti i u suprotnom pravcu, vodeći sistem u finansijsku krizu sa veoma katastrofalnim posledicama po nacionalnu ekonomiju. Istorija finansijskih kriza nije fenomen današnje epohe. Ona datira još od 17. vijeka (1637 godine) kao prvog oblika špekulacija na tržištu "lala" kriza u Holandiji poznata kao "Tulip crisis", zatim slom berze u Americi, kriza 1992 ERM u Evropi, nakon toga slijedi niz kriza u zemljama u razvoju tokom devedesetih: Mexiko 1994 god.; Azijska kriza 1997; Rusija u isto vrijeme, Argentina 2001.

### **Uzroci i simptomi finansijske nestabilnosti**

Da bi se indentifikovale potencijalne slabosti finansijskog sistema neophodno je vršiti kontinuirano analiziranje pojave tzv. šokova iz okruženja (eksterni faktori rizika) ali i istraživanja slabosti koje se mogu prepoznati u sopstvenim granicama (interni faktori rizika). Na bazi ovih istraživanja u teoriji su se izdiferencirala dva pristupa koja objašnjavaju uzroke nestabilnosti a koji mogu prerasti u krizu kao poslednju fazu povećanih finansijskih turbulencija. Shodno teoriji<sup>67</sup> iz prakse ta dva pristupa su:

---

<sup>67</sup> Graciela Kaminsky: "The twin crisis", 1999

1. Nestabilnost na finansijskom tržištu i mogućnost pojave krize usled slabih performansi nacionalne ekonomije (interni faktori rizika);

Pod prvim pristupom se podrazumjeva da su strukturne reforme koje su sprovedene sa ciljem uključivanja u tržišnu konkurenciju nedovoljne ili nisu implementirane shodno tržišnim principima. Nedostaci monetarne i fiskalne makropolitike prije ili kasnije dovedu do nestabilnosti. Međuzavisnost makroekonomskih efekata i finansijskog tržišta je izuzetno visoka.

Rizici<sup>68</sup> koji se javljaju u bankarskom sistemu usled slabijih performansi domaće ekonomije mogu se klasifikovati u sledeće kategorije:

#### Kreditni rizik

Kreditni rizik predstavlja rizik kojem je individualna banka izložena da dužnik ne izmiri obaveze po osnovu preuzetih obaveza iz kreditnog aranžmana po dospelju, tzv. "default" rizik. U okviru ovog rizika banke, shodno svojoj poslovnoj politici ili po obavezi regulatornog tjela (supervizije Centralne banke) izdvajaju obavezna rezervisanja i dio rizika prenose na korisnika kroz adekvatno procenjenju cijenu kredita - kamatnu stopu..

#### Rizik likvidnosti

Rizik likvidnosti označava rizik uzrokovan nemogućnošću banke da svoje obaveze izmiri u punom iznosu u vrijeme dospelja. Nelikvidnost koja se na taj način manifestuje kao trenutna nemogućnost servisiranja obaveza implicira da ukupna sredstva prevazilaze obaveze. Takođe likvidnost se može definisati kao mogućnost brzog unovčenja imovine bez značajnog gubitka vrijednosti u tom procesu a sa ciljem namirivanja dospjelih obaveza.

#### Rizik solventnosti

Rizik solventnosti označava dugoročnu nelikvidnost banke. Bilansna nesolventnost je knjigovodstveni koncept koji označava da je vrijednost sredstava banke po knjigama manja od vrednosti njenih preostalih obaveza. U bilansu nesolventne banke stoga postoji deficit kojeg banka poslovanjem dugoročno ne pokriva. Ako banka na dugi rok posluje sa gubitkom, vremenom postaje nesolventna.

#### Rizik kamatne stope

---

<sup>68</sup> Report on Financial Stability, Bank of Slovenia, 2005

Rizik kamatne stope predstavlja rizik usled neuskладjenosti nivoa kamatnih stopa između plasmana banke i obaveza banke. Promjena kamatnih stopa bilo da se radi na strani aktive banke, plasmana i prihoda koje ona po tom osnovu dobija ili na strani pasive tj. troškova kojim je ona usled zaduživanja izložena predstavljaju potencijalnu ranjivost banke. Jaz koji se javlja u bilansima banke odslikava ročnu struktura plasmana u aktivi i obaveza u pasivi banke koja se prenosi u potencijalnu ranjivost likvidnosti banke..

#### Valutni rizik

Ovaj rizik predstavlja rizik valutne izloženosti pozicija banke u aktivi, pasivi i vanbilansno. Promjena deviznog kursa može uticati na promjenu vrijednosti pozicija banke i izložiti je riziku. Direktni efekat ovog rizika se prenosi na vrednovanje pojedinih pozicija banke dok je sekundarni efekat kao i kod ročnog nepodudaranja tako i kod valutnog potencijalna opasnost za likvidnost banke.

2. Pojava krize usled signala na finansijskom (međunarodnom) tržištu koji proizvodi paniku između investitora

Shodno drugom pristupu, finansijska kriza i povećana nestabilnost sistema mogu biti izazvani ekstrnim faktorima. Među ovim faktorima veliku ulogu imaju očekivanja koja imaju uticajni investitori a koji svojim odlukama utiču na ostale aktere na tržištu. Ponašanje koje nastaje na bazi prenošenja signala se često u teoriji opisuje kao ponašanje u hordi. Volatilnost i kretanja na finansijskom tržištima je izazvano novostima o nekom dešavanju, koje postaje signal za investitora ili sa domaćeg terena ili iz bližeg ili šireg okruženja. Među novostima, koje se prepoznaju kao signal može se izdvojiti izvještaji i izjave međunarodnih finansijskih institucija i rejting agencija koji ostavljaju veliki uticaj na investitore. Ovom izvoru investitori vjeruju na objektivnosti. Empirijski podaci govore u prilog da investitori često i previše reaguju na ovakve novosti i da svojim ponašanjem izazovu paniku. Povećana neizvjesnost utiče na povećanje rizika na tržištu koje se cjenovnim mehanizmom prenosi na povećanje premije rizika, rast kamatne stope, nepovjerenje kreditora i kao posledica ovih dešavanja nastaju finansijski problemi.

Ukoliko se navedene neizvjesnosti, koje proizilaze bilo kao posledica unutrašnjih ili vanjskih rizika, ne saniraju u samom početku i sistem ne vrati u ravnotežu prije ovih dešavanja kao sledeća pojava je nastanak krize.



Finansijske krize se po svojoj prirodi mogu svrstati u sledećih šest kategorija<sup>69</sup>:

1. Valutna kriza
2. Kriza pristupa finansijskim izvorima
3. Kriza usled fiskalnog deficita
4. Kriza suverenog duga
5. Kriza usled iznenadnog prestanka priliva finansijskih sredstava (Sudden stop);
6. “Self-fulfilling” kriza

Odlučujući faktor koji dominira u nastanku finansijske krize je izbor deviznog režima zemlje. U koliko nadležne vlasti odluče da aktivno vode politiku deviznog kursa one prihvataju da budu izložene potencijalnim opasnostima.

Neodrživ deficit tekućeg računa, naročito gdje strani investitori više nisu voljni da finansiraju dovodi do velikog odliva deviznih rezervi. Centralne banke, koje imaju mogućnost štampanja novca, suočene sa takvim pritiskom, problem rešavaju devalvacijom valute. Takva platnobilansna prilagođavanja često su nagla i vode ka oštrom padu vrijdnosti valute. Kao posledica ovog procesa dolazi do poboljšanje konkurentnosti domaćih izvoznika, (zbog cijene njihove robe, koja bi se pokazala relativnom u odnosu na izvoznike iz drugih zemalja), kao i odgovarajući porast cijena uvoza, koji bi sa sobom nosio inflaciju. Krah valute i inflatorni pritisak vrši pritisak na kamatne stope i one se povećavaju brže nego što bi to tržište nametnulo tj. brže nego što bi bilo od pomoći za privredu koja je još uvek u razvoju. Dolarizovane ekonomije, među kojima je i Crna Gora nisu izložene ovoj vrsti ranjivosti.

Shodno drugom pristupa nestabilnost sistema može biti prouzrokovana smanjenim mogućnostima za pronalaženje kvalitetnih izvora finansiranja. Ova pojava naročito ima negativne posledice ukoliko se radi o obnavljanju (roll over) zaduživanja. Sam proces u na početku kreće iz visokog priliva kapitala u bankarski sektor. Transmissionim mehanizmom bankarski sektor stvara kreditni “bum” koji dovodi do povećanja potrošnje i tzv. “*asset market bubble*”, naduvanih cijena sredstava na tržištu. Problem postaje kompleksniji kada se kreditni bum finansira visokim zaduživanjem. Zaduživanje i takav priliv kapitala vode ka apresijaciji valute, gubljenju konkurentnosti domaćih proizvoda i padu izvoza. Sa dolaskom recesije u koju ekonomija ulazi nakon toga, banke postaju osetljive i izložene većem kreditnom, “default” riziku, korporativni sektor gubi prihode i zapada u finansijske

---

<sup>69</sup> Podjela kriza je shodno istraživanju G. Kaminsky, George Washington University na uzorku od 90 kriza u poslednjih 30 godina

poteškoće. Naravno, ovakav signal investitori veoma brzo inkorporiraju u svoje portfolio odlučivanje i smanjuju spremnost da nastave sa posudjivanjem sredstava. Na ovaj način banke postaju rastrgnute između prihoda i rashoda i same veoma brzo zapadaju u finansijske poteškoće. Kao rešenje za ovakve situacije, centralne banke koje imaju mogućnost štampanja novca, štampaju nedostatak likvidnosti da bi smanjile pritisak na komercijalne banke ili/i troše sopstvene rezerve. I jedna i druga alternativa prije ili kasnije dovode do devalvacije i sloma domaće valute.

Treća i četvrta (razlika je domaće i strano zaduživanje) varijanta krize je tradicionalna priča, monetizacije fiskalnog deficita, kada centralna banka gubi samostalnost i nezavisnost i pod pritiskom fiskalnih vlasti štampa novac bez pokrića. Rezultat ovog procesa je spirala inflacije i slom valute.

Često se signali sa finansijskog tržišta pogrešno prenesu i interpretiraju od strane aktera na njemu. Vijesti koje se prenesu na ovaj način unesu paniku među investitorima i oni po inerciji izgube apetit za investiranje u pojedine plasmane ili čak i zemlje u cjelini. Iznenadni prestanak priliva sredstava u ekonomiju koja je stvorila naviku da koristi ovakav vid zaduživanja izaziva finansijske probleme i nestabilnosti koje mogu prerasti u krizu tzv. kriza usled iznenadnog prestanka priliva finansijskih sredstava. Šesta varijanta krize se javlja u već razvijenim tržištima i najčešće je fenomen razvijenih ekonomija. Tzv. nastanak krize kojeg proizvodi dominacija jednog faktora u ekonomiji (povećan tržišni rizik, rizik likvidnosti, kreditni rizik...dr) dovodi do domino efekta i krize.

### **Prepoznavanje indikatora u bankarskom sektoru koji bi ukazali na mogućnost pojave krize**

Posledice koje sa sobom nose finansijske krize nametnule su potrebu indentifikovanja eventualnih signala da bi se ovi procesi preduprijedili i sanirali u početnim fazama nastajanja. Bazična ideja metodologije vodećih indikatora je da se pojedine pojave u ekonomiji počinju drugačije ponašati i ukazati na osetljivosti sistema. Kritična vrijednost ovih indikatora postaje signal da se menja stanje ekonomije i da potencijalni događaji mogu dovesti do stresa sistema. Rana upozorenja koja se čitaju iz ponašanja postaju informacije za donosiocima odluka koji još uvijek imaju vremena za kvalitetno reagovanje.

Naravno, pojave koje su u bankarskom sektoru mogu prepoznati kao potencijalne krize veoma je teško kvantifikovati. Najčešći indikator slabosti u ovom sektoru jeste pogoršanje aktive u bilansima banaka.

Bazični indikatori stanja bankarskog sistema koji se mogu kvantifikovati su:

1. Racio kapitalne adekvatnosti - Regulatorni kapital kroz rizikom ponderisanu aktivu.

Shodno Bazelskim principima, koji kao međunarodno regulatorno tijelo npr. propisuju nivo od 8% ovog pokazatelja procjenjuje se finansijska snaga banke. Pad ovog pokazatelja označava pojavu nestabilnosti.

2. Racio nekvalitetna aktiva/ukupna rezervisanja.

Ovaj racio predstavlja mjeru kreditnog rizika u banci. Porast ovog pokazatelja bilo da se radi o porastu nekvalitetne aktive ili do pada rezervisanja ukazuje na povećanu izloženost banke kreditnom riziku i eventualnih posledica koje on sa sobom nosi.

3. Racio nekvalitetni krediti/ukupni krediti .

Promjena u potfoliu banke u korist nekvalitetnih kredita takođe predstavlja veću opasnost za stabilnost poslovanja. Ubrzana kreditna ekspanzija sa pomjeranjem ka zajmoprimcima nižeg kvaliteta po kamatnim stopama koje nijesu odgovarajuće za preuzeti kreditni rizik .Banke pritisnute konkurencijom, domaćom ili/i stranom često u potrazi za profitom mogu ući u plasmane koji joj povećavaju rizik poslovanja i dovesti do nestabilnosti.

4. Racio sektorska koncentracija kredita/ukupni krediti.

Banke veoma često veliki dio svojih plasmana ulože u jedan segment privrede koji u datom trenutku vremena bilježi visoke stope rasta. Koncentrišući svoj portfolio samo u jednom ili u više srodnih sektora veoma zavise od potencijala datog sektora u ekonomiji. Manji priliv novca u ekonomiji kroz jedan sektor, smanjuje sposobnost otplate kredita, dovodi do niže likvidnosti koja se prenosi na sistem. Turbulencije koje se na taj način mogu javiti u toj sferi ekonomije izazivaju posledice po ostatak sistema.

5. Stopa prinosa na plasmane.

Cijena koju banke zaračunavaju na sopstvene plasmane treba da predstavlja adekvatno formiranu cijenu sredstava. Sa ciljem održavanja na tržištu i zadržavanja tržišnog učešće banke zaračunavaju cijenu nižu od realne. Rizik koji se na ovaj način preuzima postaje za poslovanje u budućnosti.

6. Stopa prinosa na kapital

Kao i kod plasmana tako i kod zaduživanja, banke često prihvataju visocije kamatne na sopstveno zaduživanje nego što to shodno svojoj finansijskoj poziciji mogu da podnesu. Visoke kamatne stope pogoršavaju buduću likvidnost "cash flow" banke i ugrožavaju stavljanost.

#### 7. Racio likvidnih sredstava/ukupna sredstva

Ovaj racio predstavlja mjeru likvidnosti banke tj ukazuje na nivo raspoloživih, tekućih sredstava za pokriće obaveza.

#### 8. Racio likvidnih sredstava/kratkoročne obaveze

Ovaj racio ukazuje na strukturu obaveza i potraživanja banke shodno ročnoj strukturi. Pomjeranje prosječnog dospeljeća kreditiranja, nepodudarnost ili veliko odstupanje u ročnosti obaveza i plasmana predstavlja izvor rizika

Finansijska nestabilnost ne mora da bude inicirana isključivo ranjivostima u finansijskom sektoru. Visoka međuzavisnost svih sektora ekonomije utiče na brzo prenošenje pojava iz jedne sfere ekonomije u drugu. Finansijski sektor najbrže reaguje i prvi pokazuje simptome nestabilnosti.

Pored praćenja indikatora u bankarskom sektoru na pojavu potencijalnih kriza mogu ukazati i makroindikator kao što su: (1) Stope rasta GDP-a; (2) Nivo uvoza/izvoza; (3) Cijene akcija na tržištu kapitala; (4) Učešće ukupnog duga budžeta u GDP-u. Bilo koji indikator iz realne, fiskalne ili eksterne sfere ekonomije može predstavljati

### **Mjere predostrožnosti sa kojima bi se smanjio rizik pojave finansijske krize**

Na osnovu analiziranja dešavanja (uzroka i posledica) u ekonomijama koje su nedavno prošle negativno iskustva u finansijskom sistemu, pretrpjele velike štete, u teoriji su se izdiferencirali bazični principi razvoja institucionalnog okruženja čiji je cilj davanje smjernica za kvalitetno sprovođenje liberalizacije, minimiziranje rizika ali u isto vrijeme ostvarenje koristi od međunarodnog kretanja kapitala:

*Razviti i zaštititi svojinska prava.* Investitori neće ući u plasman u koliko nisu veoma sigurni i zaštićeni da im niko neće osporiti pravo na upotrebu svojine i naročito pravo na prisvajanje prinosa. Zaštićena svojinska prava su neophodna i kreditorima kod uzimanja kolaterala i garancije od dužnika sa ciljem eliminisanja ili bar minimiziranja problema asimetričnih informacija, negativne selekcije i hazardisanja od strane dužnika

*Jačanje pravnog sistema.* Da bi svojinska prava bila na pravi način zaštićena pravni sistem mora biti efikasan tj omogućiti sprovođenje ugovora pravedno i brzo. Takvo pravno okruženje smanjuje mogućnost pojave moralnog hazarda i podstiče posuđivanje/investiranje. Pod moralnim hazardom se podrazumjeva situacija kada je jedna strana u transakciji podstaknuta da prenese troškove svojih odluka na drugu stranu a da ne trpi štetu.<sup>70</sup> U finansijskom svijetu, u koliko postoji mogućnost pojave asimetričnih informacija<sup>71</sup> unosi sumnju kod investitora u kredibilitet dužnika. U ovakvim situacijama kreditor najčešće zahtjeva izuzetno striktne uslove i veoma visoku zaštitu ugovora, naročito po pitanju kolaterala da bi se zaštitio od situacije gdje dužnik preuzima mnogo veći rizik nego što bi shodno svom stanju mogao. Naravno, ovakvi uslovi mogu biti realizovani samo ako pravni-sudski sistem funkcioniše na način da obezbjedi poštovanje ugovora. U koliko dođe do suprotnog, investitor neće ulaziti u plasmane a na drugu stranu će se pojaviti nerealizovane pofitabilne investicije. Nepovjerenje u pravni sistem najčešće i najviše pogađa mala i srednja preduzeća jer su ona prva koja ne mogu naći alternativni način eksternog finansiranja. Ova preduzeća su motorna snaga razvoja u ekonomijama u razvoju u prvim fazama tranzicije i u koliko ne pronađu finansijska sredstva na tržištu često ostaju samo potencijalna snaga razvoja.

*Smanjenje/eliminisanje korupcije.* Smanjiti korupciju je takođe pojava koja vodi jačanju zaštite svojinskih prava ali isto tako potpori pravnog sistema. Investitori suočeni sa ekstra troškovima i rentama koje nisu planirali da plate ne ulaze u plasmane. Naprotiv, spoznaja korumpiranog okruženja unosi neizvjesnost kod investitora i sumnju u tržišnu konkurenciju u koju su planirali da udju sa sopstvenim konkurentskim prednostima.

*Kvalitet finansijskih informacija.* Kvalitetne informacije na finansijskom tržištu su neophodne za njegovo dobro funkcionisanje. Na bazi tačnih informacija kreditori će moći da procjene profitabilne projekte od rizičnih i alociraju sredstva efikasno. Negativna selekcija<sup>72</sup> će onemogućiti realizaciju dobrih investicija. Da bi se

---

<sup>70</sup> Opisni primjer ove situacije jeste da osoba koja ima osiguranje protiv požara mnogo manje vodi računa i ne polaze puno pažnje na opasnost od pojave vatre, znajući da su troškovi požara preneseni na vatrogasno odeljenje

<sup>71</sup> Asimetrična informacija znači da jedna strana u transakciji zna manje o predmetu transakcije od druge strane. Deskriptivni primjer ove pojave je prodaja polovnih kola kada prodavac ima mnogo više informacija nego kupac. Iz ovakve situacije najčešće proizilaze tri problema od kojih svaki vodi ka neefikasnim i nestabilnim tržištima? odlikama. (1) Negativna selekcija; (2) moralni hazard i (3) ponasanje u hordi.

<sup>72</sup> Kada kreditor ne može da napravi razliku između dobrih i loših dužnika, on najčešće pribjegava strategiji da svoj kapital ustupa po nekom prosjeku između te dvije kategorije. Prinosna stopa koja će obezbjediti dovoljno pokrivenosti za preuzeti rizik. Za kvalitetno preduzeće ovo su visoki troškovi, za rizično preduzeće povoljna prilika jer u suprotnom nebi imalo drugi izvor finansiranja. U takvoj

prevazišao ovaj problem, računovodstveni standardi, inkorporisani u zakonski okvir moraju pružiti povjerenje u ispravnost podataka. Odgovornost računovodja je da na pravi način izgrade kreditnu istoriju svojih klijenata što će im omogućiti lakše poslovanje na tržištu.

*Poboljšati korporativno upravljanje.* Razvijeno tržište akcija i obveznica na nivou preduzeća otvara novi izvor za finansiranje. Koa nužna pretpostavka ovakvog zaduživanja, investitori moraju imati uvida u upravljanje preduzećima u koja će uložiti svoj kapital. Interna i eksterna pravila koja regulišu poslovanje i upravljanje preduzećima moraju biti u skladu sa poslovnom etikom da menadžeri neće zloupotrebiti kapital u svoju korist. U koliko menadžeri imaju motiv da potkrajaju kompaniju niko neće biti stimulisan da ulaže u takva preduzeća.

I kao poslednje ali ne i najmanje značajno, *smanjiti intervenciju i uplitanje države u privatni/biznis sektor.* Preveliko uplitanje države u poslovno odlučivanje, naročito kod alokacije kredita će onemogućiti priliv kapitala u efikasnu alokaciju. Svi akteri koji nisu profitno motivisani i ne snose punu odgovornost za donesene odluke (pr. Javna preduzeća, državna preduzeća, agencije, političke partije, kampanje..) će unjeti neregularnosti i hazardisanje na tržištu i onemogućiti cjenovni mehanizam da funkcioniše na pravi način.

Imajući u vidu iznesene opasnosti, liberalizacija kroz finansijsku globalizaciju može se usmjeriti na pravi način. Strane finansijske investicije donose zdravu konkurenciju i unapređuju postojeći finansijski sistem. Domaće finansijske institucije suočene sa problemom negativne selekcije tj. gubljenja kvalitetnih potrošača će ići u susret reformama a ne u kontra smjeru. Pravno okruženje koje investitori zahtjevaju će samo podstaći vlasti nacionalne zemlje, kreirati pritisak, da se sistem uredi na način da svakom obezbjedi iste uslove. Na ovaj način kapitalno otvaranje će povećati likvidnost sistema, sniziti troškove kapitala i ostvariti ulogu mehanizma za efikasnu alokaciju.

---

situaciji dobri duznici traze alternativna resenja zaduzivanja a u bilansu kreditora ostaju I gomilaju se samo losi duznici I plasmani.

## Literatura

1. The Challenge of Predicting Economic Crises, Andrew Berg, Catharine Pattilo (IMF), Journal of Economic Notes
2. Liberalizing Capital Movements, Barry Eicengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Arricia, Enricha Detriagiche, Gian Maria Nillesi Ferreti, Ocasiona Paper 172, IMF
3. Getting Financial Globalization Right, Fredrick Mishkin, NBER,
4. Makroekonomski modeli, Veselin Vulotic, 2003
5. Financial Liberalisation and Capital Regulation in Open Economies Lucy White (Harvard Business School) with Alan D. Morrison (University of Oxford)
6. Debt Structure in Emerging Economies Eduardo Borensztein (Inter-American Development Bank) and Paolo Mauro (IMF)
7. The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital? Nienke Oomes (IMF) and Kenichi Ueda (IMF) with Abdul Abiad (IMF)
8. Report on Financial Stability, Bank of Slovenia, 2005
9. Stress testing of Financial Systems an overview of Issues, Methodologies, and FSAP experiences, IMF, WP/01/88

**Milan Lakićević\***

## **Primjene Modela statičkog kompromisa i Hamada modela za oblikovanje strukture kapitala akcionarskih društava**

### **Abstract**

In the scientific sphere of economics a big number of theories explaining the structure of stock company capital has appeared so far. All the given theories are based on a primarily significant factor which significantly influences the capital structure.

The theory of economics has not yet answered the two questions. Is there an optimal capital structure? If yes, is it possible to determine it?

Empirical researches, conducted with the aim of proving the basics of capital structure have had different effects. The results of empirical researches have more or less confirmed the attitudes of theory of capital structure.

Theory of capital structure suggests that each company has an optimal capital structure which maximizes its value and minimizes its average capital price. However, empirical researches connected with the capital structure have shown that there are many contradictory questions concerning theoretical hypotheses and that one cannot precisely determine optimal structure for a company based only on theoretical model. Decisions connected with the actual capital structure of a stock company are based mostly on subjective estimations, but estimations which are supported by solid quantitative structure. In practice, nobody knows how to accurately identify a firm's optimal capital structure, or how to measure exact effects of capital structure on the price of actions and capital. Decisions connected to the capital structure have to be made by combining of estimations and numerical analysis.

Models which are considered to be most adequate for practical purpose in the domain of shaping of structure of capital of stock companies in Montenegro are: Hamada model and The model of static compromise.

---

\* Ekonomski fakultet - Podgorica



Key words: financial structure, capital structure, the average capital price, business risk, financial risk, market line of securities, market value, financial difficulties, agency expenses.

### **Struktura kapitala u utvrđivanje prosječne cijene kapitala akcionarskog društva**

Finansijska struktura akcionarskog društva je po pravilu diversifikovana budući da predstavlja odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja. Struktura kapitala označava uži segment finasijske strukture i predstavlja odnos sopstvenog kapitala i dugoročnih dugova.

U strukturi izvora finansiranja akcionarskog društva nalaze se: dugoročni dugovi, akcijski kapital pribavljen emisijom običnih akcija, akcijski kapital pribavljen emisijom preferencijalnih akcija, akumulirani dobitak i amortizacija.

U cilju istraživanja uticaja strukture kapitala na vrijednost akcionarskog društva i na njegovu rentabilnost, polazimo od osnovne pretpostavke da sopstveni kapital akcionarskog društva čini akcijski kapital, formiran emisijom običnih akcija, a da njegove dugoročne izvore čini dugoročni dug nastao po osnovu emitovanja dugoročnih (korporativnih) obveznica.

Osnovne definicije strukture kapitala akcionarskog društva su date izrazima:

$$\frac{DD}{SK + DD}, \quad (1)$$

$$\frac{SK}{SK + DD}, \quad (2)$$

$$\frac{DD}{SK}, \quad (3)$$

gdje je:

DD – dugoročni dug,  
SK – sopstveni kapital

(SK+DD) – ukupna kapitalizacija

U praksi se često koristi i izvedeni pokazatelj strukture kapitala:

$$\frac{TDD}{SK} \quad (4)$$

gdje je:

TDD – tekući dio dugoročnog duga

SK – sopstveni kapital

Tekući dio dugoročnog duga predstavlja dio ukupnog dugoročnog duga koji se mora platiti u toku tekuće godine.

Kod analize strukture kapitala (a time i kod finansijske strukture) najbolje je koristiti iste pokazatelje, koji se inače koriste i kod drugih akcionarskih društava, jer u suprotnom se veoma lako može doći do netačnih i pogrešnih zaključaka.

Postavlja se pitanje, da li za potrebe analize strukture kapitala koristiti tržišne ili knjigovodstvene vrijednosti sopstvenog kapitala i dugoročnog duga? Različita su gledišta teoretičara na ovo pitanje.

Sa stanovišta finansijske teorije ispravno bi bilo koristiti tržišne vrijednosti za izračunavanje pokazatelja strukture kapitala i prosječne cijene kapitala.<sup>73</sup> Pri tom se javljaju dva problema. Za neke vrste dugoročnog duga veoma je teško naći tržišnu vrijednost. Tržišna vrijednost sopstvenog – akcijskog kapitala podložna je velikim oscilacijama.

Akcionarsko društvo se zadužuje na tri osnovna načina. Prvi način je direktna trgovina preko tržišta kapitala. Akcionarsko društvo izdaje obveznice i druge dužničke HOV i plasira ih posredstvom tržišta kapitala. Drugi način je zatvoreni plasman obveznica i drugih dužničkih HOV poznatim investitorima, kao što su banke, investicioni fondovi, osiguravajuća društva i sl. Treći način je kreditno zaduživanje kod banaka i drugih finansijskih institucija. Dug pribavljen na drugi i treći način nema sekundarno tržište, te je zbog toga veoma teško dobiti informaciju o njegovoj tržišnoj cijeni. Nasuprot tome, tržišna vrijednost obveznica i drugih dužničkih HOV koje se kotiraju na berzi se veoma lako dobija. Isto važi i za akcijski kapital akcionarskih društava. Ako se obične i preferencijalne akcije kotiraju na berzi, lako je utvrditi njihovu tržišnu vrijednost. Problem određivanja tržišne

---

<sup>73</sup> Takav stav zastupaju Brigham i Gaspenski

vrijednosti akcija javlja se kod akcionarskih društava zatvorenog tipa, kao i kod onih društava čije se akcije ne kotiraju na organizovanom tržištu kapitala.

Neki autori smatraju, da je u cilju rešenja problema utvrđivanja tržišne vrijednosti dugoročnog duga, neophodno uzeti knjigovodstvenu vrijednost duga, dok se akcijski kapital vrednuje po tržišnim vrijednostima. Bez obzira na stvarni cilj ovakvog vrednovanje, smatra se da je ono ipak nekorektno i neprihvatljivo.

Optimizacija strukture kapitala akcionarskog društva predstavlja pokušaj maksimiziranja vrijednosti akcijskog kapitala, odnosno njegove stope prinosa.

U praksi se za utvrđivanje najvećeg broja pokazatelja strukture kapitala koriste knjigovodstvene vrijednosti iz bilansa stanja akcionarskog društva. Upotreba knjigovodstvenih vrijednosti omogućava veću operativnost, stabilnost i predvidivost korišćenih pokazatelja, za razliku od tržišnih vrijednosti koje su sklone stalnim oscilacijama.

Sve teorije o strukturi kapitala neposredno ili posredno su povezane sa prosječnom cijenom kapitala. Određivanje i vrednovanje prosječne cijene kapitala u teoriji i praksi korporativnih finansija, vrši se za dva osnovna slučaja. U prvom slučaju izračunava se prosječna cijena kapitala bez uticaja poreza na dobit akcionarskog društva. U drugom slučaju kod izračunavanja prosječne cijene kapitala uzima se u obzir i porez na dobitak.

Prosječna cijena kapitala bez uzimanja u obzir poreza na dobitak izračunava se po formuli:

$$k_o = k_e \frac{E}{E + D + P} + k_d \frac{D}{E + D + P} + k_p \frac{P}{E + D + P}; \quad (1)$$

Prosječna cijena kapitala sa uzimanjem u obzir poreza na dobit izračunava se po formuli:

$$k_o = k_e \frac{E}{E + D + P} + k_d (1 - T) \frac{D}{E + D + P} + k_p \frac{P}{E + D + P} \quad (2)$$

gdje je:

$k_o$  – prosječna cijena kapitala,

$k_e$  – cijena kapitala pribavljenog emisijom običnih akcija,

$k_d$  – cijena kapitala pribavljenog emisijom dugoročnog duga

$k_p$  – cijena kapitala pribavljenog emisijom preferencijalnih akcija,

E – tržišna vrijednost običnih akcija,  
D – tržišna vrijednost dugoročnog duga,  
P – tržišna vrijednost preferencijalnih akcija,  
T – poreska stopa po kojoj se obračunava porez na dobitak akcionarskog društva.

U većini računovodstvenih sistema, plaćena kamata se uzima kao odbitna stavka kod obračuna poreske osnovice, te se stoga mnogo češće koristi izraz (2) za utvrđivanje prosječne cijene kapitala, a i za oblikovanje optimalne strukture kapitala akcionarskog društva.

Jedno od zbunjujućih pitanja sa kojima se suočavaju finansijski menadžeri je odnos između strukture kapitala i tržišne vrijednosti akcija. Kako struktura kapitala utiče na vrijednost akcija, i kakav efekat ona ima na cijenu kapitala? Da li različite privredne grane i različite firme u okviru tih privrednih grana imaju različite strukture kapitala i ukoliko imaju, koji faktori dovode do ovih razlika?

S obzirom da izvori finansiranja preduzeća, pa samim tim i akcionarskih društava, mogu biti različiti, opredjeljenje je da se problematika komponovanja strukture kapitala istražuje kroz dva osnovna oblika: emisiju običnih akcija i emisiju dugoročnih obveznica – dugoročnog duga.

Struktura kapitala akcionarskog društva nije samo interesantna sa aspekta tržišnog maksimiziranja vrijednosti firme već i sa aspekta finansijskog restrukturiranja korporacija kao globalnog fenomena.

Struktura kapitala je očigledno jedan kompleksan fenomen koji karakterišu interakcije raznovrsnih uticaja. Osnovna zamisao izučavanja strukture kapitala ogleda se u težnji da se pronađe kombinacija strukture, odnosno onaj odnos sopstvenog kapitala i dugoročnog duga koji će maksimizirati rentabilnost sopstvenog kapitala i minimizirati cijenu kapitala firme. Struktura kapitala akcionarskog društva treba da: finansijski rizik ostvarenja dobitka svede na prihvatljiv nivo, rizik povjerilaca takođe svede na prihvatljiv nivo, obezbijedi nezavisnost društva u vođenju poslovne politike i eliminiše uticaje inflacije. Optimalna struktura kapitala je onaj odnos akcijskog kapitala i dugoročnog duga koji maksimizira tržišnu vrijednost akcionarskog društva.

Finansijski menadžeri u akcionarskom društvu teže smanjenju ukupnog rizika poslovanja, odnosno teže postizanju optimalne strukture kapitala. Razmatranje strukture kapitala i naponi da se saznanja do kojih se dođe obuhvate u konzistentnu teoriju po pravilu se iskazuju uvođenjem u analizu aparature finansijskog leveridža i utvrđivanja cijene kapitala. U osnovi, i jedan i drugi institut predstavljaju indicaciju modela finansiranja akcionarskog društva.

U suštini samog koncepta optimizacije strukture kapitala nalazi se dilema da li koncept finansiranja utiče na vrijednost preduzeća?

Ekonomska teorija za sada još uvijek nije uspjela dati eksplicitan zaključak da li postoji optimalna struktura kapitala, odnosno da li je moguće da akcionarsko društvo kombinovanjem emisije akcija i dugoročnih obveznica (sopstvenih izvora i dugoročnog duga) maksimizira svoju tržišnu vrijednost.

Dok se prva dilema odnosi na činjenicu da li postoji optimalna struktura kapitala akcionarskog društva, druga dilema se odnosi na činjenicu da li se ista može utvrditi.

### **Capital Asset Pricing model – CAPM**

Prvi model koji je pokušao mjeriti odnos rizika i prinosa finansijskih instrumenata postavio je W. Sharp 1964. godine, a dopunio ga J. Linter.<sup>74</sup> Ovaj model poznat je pod nazivom model procjenjivanja kapitalnih ulaganja ili CAPM model.

CAPM model pretpostavlja da je optimalan onaj portfolio, koji se bazira na investitorovoj averziji prema riziku i koji nastaje kombinacijom tržišnog portfolia i nerizičnog portfolia. Model pretpostavlja da je izborom tržišnog protfolija specifični rizik eliminisan. Preko tržišnog portfolija investitor drži nivo rizika konstantnim, dok kombinovanjem obima nerizične finansijske aktive povećava ili smanjuje prinos ukupnog portfolija. Da bi ovakvo kombinovanje bilo moguće potrebno je da se ispune određene pretpostavke.

Ako prinos tržišnog portfolija označimo sa  $r_p$ , a stopu nerizičnog prinosa sa  $r_o$  ( $\beta = 0$ ), premija za tržišni rizik je jednaka ( $r_p - r_o$ ). Prema CAPM modelu premija na rizik je direktno proporcionalna koeficijentu  $\beta$ .

Prinos bilo kog portfolija jednak je prinosu na nerizične plasmane koji je uvećan premijom za tržišni rizik.

$$r_r = r_o + \beta(r_p - r_o)$$

Gdje je:

---

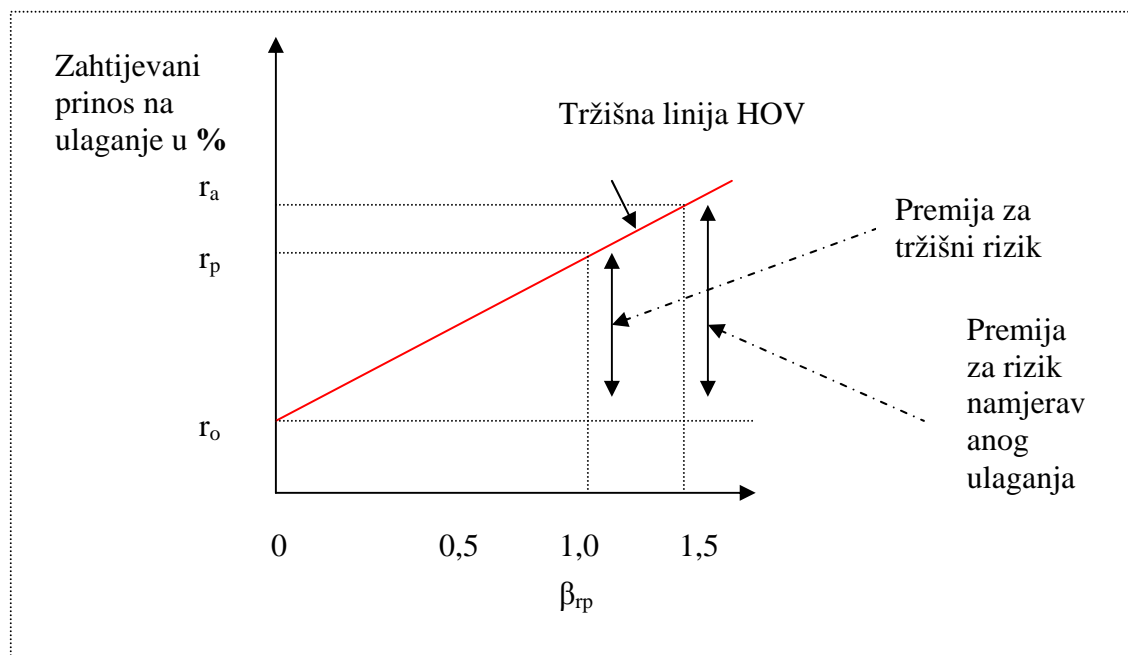
<sup>74</sup> Godine 1964. godine W. Sharp je objavio članak pod nazivom: "Capital Asset Prices: A Theory of Makcet Equilibrium under Conditions of Risk" u časopisu Jurnal of Finance br. 19, sptembar 1964. godine. Malo kasnije i J. Linter je objavio rad pod nazivom: The Valuation of Risk Asset and the Selection of Risky investments in Stock portfolios and Capital Budgets" u časopisu Review of Economics and Statistics br. 47, februar 1965. Na bazi ova dva rada postavljen je CAPM model.

$r_r$  – prinos portfolija,

$r_o$  – prinos na nerizične HOV,

$(r_p - r_o)$  – premija za tržišni rizik.

Da bi smo olakšali razumijevanje prethodnog izraza poslužit ćemo se grafikom:



Grafik br. 1: Prikaz tržišne linije finansijskog instrumenta  $r_i$  po CAPM modelu

Linija koja povezuje prinose na nerizična ulaganja u državne obveznice, tržišnog portfolija i namjeravanog ulaganja naziva se tržišna linija finansijskog instrumenta. Tačka u kojoj linija siječe ordinatnu osu odgovara prinosu na državne obveznice ( $\beta = 0$ ). Prinos tržišnog portfolija ima  $\beta = 1$ , a prinos namjeravanog ulaganja  $r_i$  ima  $\beta = 1.5$ .

Kao i svaki model, tako i CAPM model daje validno obrazloženje mjere rizika pod određenim pretpostavkama. Upravo pretpostavke na kojima je zasnovan sam model predstavljaju predmet kritike teoretičara koji ga osporavaju. Kritičari modela takođe stavljaju primjedbu na nedefinisanost tržišnog portfolija i broja finansijskih instrumenata koje on obuhvata. Primjera radi CAPM model ne precizira da li tržišni

portfolio može biti predstavljen indeksnim portfoliom ili mora imati sve moguće oblike ulaganja uključujući i realna ulaganja. Navedene pretpostavke modela, kao što su: postojanje jednog perioda u kome se očekuju prinosi, postojanje nerizičnih HOV koje svaki investitor može uvrstiti u portfolio, jednaka očekivanja budućih prinosa svih investitora i slično, otežavaju primjenu i verifikaciju modela u praksi.

CAPM model ima veliku primjenu kod utvrđivanja prosječne cijene kapitala u cilju oblikovanja optimalne strukture kapitala.

### **Hamada model**

Hamada model analizira poslovni i finansijski rizik akcionarskog društva u zavisnosti od nivoa tržišnog rizika.

Robert Hamada je kombinovao CAPM model sa Modigliani Miller -ovim modelom nakon oporezivanja (MM model), da bi dobio jednačinu za  $k_{el}$  - cijenu akcijskog kapitala firme koja koristi dug<sup>75</sup>. Hamada model su dalje razvili i dopunili Thomas Conine i Maurry Tamarkin, uvođenjem u analizu rizičnog duga.<sup>76</sup>

$$k_{el} = k_{rf} + (k_m - k_{rf})\beta_u + (k_m - k_{rf}) \beta_u (1-p)(D/E).$$

$k_{el}$  = Stopa prinosa na nerizično ulaganje + Premija za poslovni rizik + Premija za finansijski rizik

Gdje je  $\beta_u$  - beta koeficijent koji bi firma imala ukoliko ne koristi finansijsko zaduženje,

$k_d$  – cijena kapitala pribavljenog kao dugoročni dug

D – tržišna vrijednost dugoročnog duga

E – tržišna vrijednost akcijskog kapitala

U stvari, ova jednačina dijeli stopu prinosa koja se zahtijeva, na tri komponente:

- $k_{rf}$  - stopa bez rizika, koja je kompenzacija akcionarima za vremensku vrijednost novca;
- premija za poslovni rizik izražena veličinom  $(k_m - k_{rf}) \beta_u$ ;

---

<sup>75</sup> Robert S. Hamada: Portfolio Analysis, Market Equilibrium, and Corporation Finance, Journal of finance. March 1969, str. 13-31

<sup>76</sup> T. Conine and M. Tamarkin: Divisional Cost of Capital Estimation: Adjusting for Leverage, Financial Management 1985, str 54-58

- premija za finansijski rizik izražena trećom veličinom:  $(k_m - k_{rf}) \beta_u (1-p)(D/E)$ ;
- $k_m$  – stopa prinosa na tržišni portfolio;

Ukoliko firma nema finansijskog zaduženja ( $D=0$ ), onda je i veličina premije finansijskog rizika jednaka nuli, a investitorima u akcijski kapitala bi se kompenzirao samo poslovni rizik.

Hamada model može finansijskim menadžerima dati neke korisne informacije za donošenje odluke o izboru finansiranja.

Radi ilustracija, pretpostavimo da je Firma U – nezadužena kompanija sa  $\beta_u = 1,5$  i 100.000 dolara akcijskog kapitala ( $E = 100.000\$$ ). Firma U razmišlja da zamijeni 20.000\$ akcijskog kapitala sa dugom. Pretpostavimo takođe da je  $k_{rf} = 10\%$ ,  $k_m = 15\%$  i  $p = 34\%$ . Tada bi stopa povraćaja na akcijski kapital koja se zahtijeva za firmu U (nema zaduženje) bila 17,5%:

$$\begin{aligned} k_{eu} &= 10\% + (15\% - 10\%)1,5 \\ &= 10\% + 7,5\% = 17,5\%. \end{aligned}$$

Ovo pokazuje da je premija za poslovni rizik 7,5% Ukoliko se firmi doda 20.000\$ duga na njenu strukturu kapitala, njena nova vrijednost prema MM modelu bila bi:

$V_L = V_U + pD = 100.000\$ + 0.34(20.000\$) = 106.800\$$ , i njena  $k_{el}$  bi porasla na 18,64%:

$$\begin{aligned} k_{el} &= 10\% + (15\% - 10\%)1,5 + (15\% - 10\%)1,5(1-0,34)(20.000\$/86.800\$) = \\ &= 10\% + 7,5\% + 1,14\% = 18,64\%. \end{aligned}$$

Angažovanje duga u iznosu od 20.000\$ daje premiju za finansijski rizik po akciji od 1,14% i dodaje se premiji poslovnog rizika od 7,5%.

Hamada je takođe pokazao da se njegova jednačina može koristiti za izvođenje druge jednačine koja analizira efekat finansijskog leveridža. Tržišna linija finansijskog instrumenta (SML) može se koristiti za procjenu stope prinosa na akcijski kapital firme, pri čemu je:

$$SML = k_e = k_{rf} + (k_m - k_{rf})\beta.$$

Izjednačavanjem SML jednačine sa Hamada jednačinom dobijamo:



$$\begin{aligned}k_{rf} + (k_m - k_{rf})\beta &= k_{rf} + (k_m - k_{rf}) \beta_u + (k_m - k_{rf}) \beta_u (1-p)(D/E) \\(k_m - k_{rf}) \beta &= (k_m - k_{rf}) \beta_u + (k_m - k_{rf}) \beta_u (1-p)(D/E) \\ \beta &= \beta_u + \beta_u (1-p)(D/E),\end{aligned}$$

ili

$$\beta = \beta_u \{1 + (1-p)(D/E)\}^{77}.$$

Pod MM i CAPM pretpostavkama, veličina  $\beta$  bilo koje firme jednaka je veličini  $\beta_u$  koju bi firma imala ukoliko koristi nulti dug, korigovanoj faktorom koji zavisi od (1) poreske stope poreza na dobitak i (2) iznosa finansijskog leveridža koji se koristi. Zbog toga, sistemski rizik neke firme koja koristi dug i koji se mjeri sa  $\beta$  zavisi i od poslovnog rizika firme mjenog sa  $\beta_u$  i od njenog finansijskog rizika mjenog sa :

$$\beta - \beta_u = \beta_u (1-p)(D/E).$$

Da nastavimo našu ilustraciju, ukoliko firma U treba da zamijeni 20.000\$ akcijskog kapitala dugom, njena  $\beta$  bi porasla sa 1.5 na 1.728 prema predhodnoj jednačini:

$$\begin{aligned}\beta &= \beta_u (1 + (1-p)(D/E)) = \\ &= 1,5(1 + (1-0,34)(20.000\$/86.800\$)) \\ &= 1.5 (1,152) = 1,728.\end{aligned}$$

Sada možemo da potvrdimo da je vrijednost  $k_{el}$  Hamada jednačine = 18,64% korišćenjem  $\beta = 1,728$  u SML:

$$k_{el} = k_{rf} + (k_m - k_{rf}) \beta = 10\% + (15\% - 10\%)1,728 = 18,64\%.$$

### Teorija statičkog kompromisa

Finansijski teoretičari su istražujući MM teoriju strukture kapitala pronašli dva osnovna nedostatka. Ova teorija ne uzima u obzir, da sa porastom finansijskog leveridža, odnosno povećanjem učešća dugoročnog duga u strukturi kapitala, rastu i troškovi finansijskih neprilika (troškovi stečaja i likvidacije i sl.) koji takođe determinišu optimalnu strukturu kapitala akcionarskog društva. Sem troškova finansijskih neprilika, MM teorija zanemaruje i postojanje tzv. agencijskih troškova.

---

<sup>77</sup> Ukoliko firma koristi pored običnih akcija i preferencijalne akcije za svoje finansiranje tada je matematička formulacija Hamada modela:  $\beta = \beta_u + \beta_u (P/E) + \beta_u (1-p)(D/E)$ , gdje je P – tržišna vrijednost preferencijalnih akcija.

Uvođenjem u analizu troškova finansijskih neprilika i agencijskih troškova, i njihovom implementacijom u MM model sa uvažavanjem poreza na dobitak korporacije ili u Millerov model, razvijen je model, odnosno teorija statičkog kompromisa.<sup>78</sup>

U cilju objašnjenja ovog modela neophodno je najprije dati detaljniji osvrt na troškove finansijskih neprilika i agencijske troškove.

Troškovi finansijskih neprilika nastaju onda kada akcionarsko društvo nije u mogućnosti da plati svoje obaveze. «Finansijske neprilike» ne odnose se isključivo samo na stečaj i likvidaciju. Stečaj i/ili likvidacija predstavljaju poslednju fazu finansijskih neprilika korporacije. U slučaju stečaja ili likvidacije, imovina akcionarskog društva prelaze iz vlasništva akcionara u vlasništvo povjerioca društva. U toku stečaja, akcionarskim društvom upravlja stečajni sud, preko stečajnog upravnika, koji ne dozvoljava da preduzeće posluje dok se povjerioci pravično ne naknade. Osnovna razlika između vlasnika preduzeća – akcionara i povjerioca-vlasnika dugoročnih obveznica je u tome što su, vlasnici obveznica u ugovornom odnosu sa korporacijom, te njihov prinos – kamata i vraćanje glavnice ne zavise od rezultata poslovanja preduzeća, odnosno predstavljaju fiksnu obavezu koja se mora izmiriti. Imaoci akcija na drugoj strani, ostvariće prinos samo ako preduzeće ostvari neto dobitak. Ako akcionarsko društvo ne ostvaruje pozitivan rezultat, ne postoji obaveza bilo kakvog plaćanja imaocima običnih akcija. Visina dividende zavisiće od visine ostvarenog neto dobitka, kao i od dividendne politike akcionarskog društva. Za imaoce preferencijalnih akcija ugovorena je fiksna dividenda, ali akcionarsko društvo neće otići u stečaj ukoliko ne ostvari neto dobitak i izvrši isplatu preferencijalnih dividendi. Svakako da u ovom slučaju postoji obaveza isplate preferencijalne dividende. Preferencijalne dividende se kumuliraju i prenose u buduću obračunski period kada se očekuje da će preduzeće pozitivno poslovati.

Troškove finansijskih neprilika akcionarskog društva čine direktni i indirektni troškovi.

Direktni troškovi «finansijskih neprilika» korporacije odnose se na:

- troškove fizičkog i moralnog rabaćenja imovine (sredstava) akcionarskog društva koje je u stečaju,
- advokatske troškove i troškove sudskog i administrativnog postupka.

---

<sup>78</sup> Ovaj model se u ekonomskoj teoriji još može naći pod nazivom: teorija glavnog toka, teorija kompromisa i model ustupak za ustupak. Originalan naziv na engleskom je tradeoff model ili tradeoff theory, odnosno compromise theory.

U situaciji kada akcionarsko društvo propada, njegovi menadžeri i radnici gube svoj posao. U takvoj situaciji, menadžment firme koja je u finansijskim neprilikama, najčešće preduzima određene aktivnosti kako bi se firma na kratak rok održala u životu. Na primjer, firma može prodati vrijednu imovinu, pogađajući se za cijenu kako bi uvećala raspoloživu gotovinu ili smanjiti troškove do te mjere da kvalitet proizvoda firme ili njenih usluga budu oslabljeni, a dugoročna pozicija firme na tržištu znatno ugrožena.

Kupci i dobavljači su svjesni problema, koji nastaju kada firma ide u stečaj, tako da i oni preduzimaju određene aktivnosti koje dodatno ugrožavaju ionako lošu poziciju firme. Na primjer, američka nacionalna aviokompanija «Eastern Airlajns», je zbog lošeg poslovanja i finansijskih problema zapala u poteškoće. Istovremeno je imala probleme sa prodajom karata, jer potencijalni kupci, znajući da može doći do stečaja nijesu željeli kupovati karte za buduće letove.

Istom logikom su se rukovodili i njeni dobavljači, koji nijesu željeli kreditirati ovu kompaniju već su tražili i avansna plaćanja.

Konačno, kompanija je imala problema i da privuče i održi visoko-kvalifikovane radnike, s obzirom da većina radnika preferira zaposlenje u stabilnijoj firmi.

Indirektni troškovi finansijskih neprilika zavise i od vrste osnovnih sredstava preduzeća. Ona akcionarska društva koja imaju veći dio nematerijalne imovine u slučaju stečaja suočavaju se sa problemom njihove prodaje, jer se u tom slučaju ta vrijednost smanjuje i veoma je teško utvrditi.

Neadekvatne menadžerske aktivnosti vezane za finansijske probleme kao i troškovi nametnuti od strane kupaca i dobavljača nazivaju se indirektni troškovi finansijskih neprilika. Naravno, ovi troškovi se mogu pojaviti i kod firmi koja su u finansijskim problemima a koji neće dovesti do njihovog bankrotstva. Bankrotstvo je samo jedan stepen u nizu finansijskih neprilika.

Direktni i indirektni troškovi vezani za finansijske probleme uglavnom se javljaju samo ukoliko firma koristi dugove kao izvor finansiranja.

Akcionarska društva koja ne koriste leveridž ne prolaze kroz navedene finansijske neprilike. Što je veća upotreba duga, to su veći rashodi na ime kamata, a samim tim i veća mogućnost da će usled smanjenja prihoda doći do finansijskih neprilika.

Predviđanje budućih finansijskih neprilika smanjuje trenutnu vrijednost firme i uvećava njenu cijenu kapitala.

Urađena su brojna empirijska istraživanja u cilju kvantificiranja očekivanih troškova finansijskih neprilika akcionarskih društava. U korporativnoj praksi je veoma cijenjeno i primjenjivo, istraživanje koje je napravio Edward Altman.<sup>79</sup> On je na uzorku od 26 kompanija koje su pošle u stečaj napravio obimno istraživanje i zaključio da su njihovi troškovi bankrotstva iznosili 20 % njihove tržišne vrijednosti.

Jedan od osnovnih agentskih odnosa u finansijskom menadžmentu, je odnos između vlasnika akcionarskog društva (akcionara) koje zastupa menadžment firme i povjerioca preduzeća. Smatra se, ili se očekuje da će jedna od pomenutih strana pokušati da djeluje na način koji bi bio suprotan interesima suprotne strane. Na taj način nastaju troškovi koje nazivamo agencijski troškovi duga.

Cilj poslovanja idealnog akcionarskog društva je maksimiziranje vrijednosti akcijskog kapitala, odnosno maksimiziranje stope prinosa na sopstveni kapital. Generalno posmatrano, vrijednost sopstvenog kapitala akcionarskog društva se maksimizira ako se maksimizira tržišna vrijednost cijelog preduzeća. Međutim, u određenim situacijama se može dogoditi, da se snižavanjem vrijednosti cijelog preduzeća poveća vrijednost sopstvenog kapitala njegovih vlasnika.

U odsustvu bilo kakvih restrikcija, od menadžmenta akcionarskog društva se očekuje da preduzme akcije koje bi bile pogodne za akcionare, a na štetu imaoca obveznica. Na primjer, ukoliko akcionarsko društvo emituje male iznose duga, onda bi ovaj dug imao relativno mali rizik i nisku kamatnu stopu. Nakon emisije niskorizičnog duga, akcionarsko društvo može, dalje emitovati mnogo više duga, koji je obezbijeđen istom aktivom, kao i originalni dug. Ovo bi dovelo do povećanja rizika obveznica, povećala bi se i kamatna stopa i time faktički rizik gubitka kapitala prebacio na teret vlasnika obveznica. Slično dejstvo može imati i odluka menadžmenta korporacije da se izvrši restrukturiranje kapitala, nakon emitovanja duga. Restrukturiranje bi se u ovom slučaju izvelo prodajom manje rizičnog duga i njegovom zamjenom dugom većeg rizika ali i višom stopom prinosa. Ukoliko bi se stvari odvijale povoljno po akcionarsko društvo, akcionarima bi pripali dobici, ali ako stvari krenu lošim tokom, većina gubitaka bi pala na teret vlasnika obveznica. U tom slučaju akcionari se u odnosu na vlasnike obveznica ponašaju po sistemu «ja dobijam, ti gubiš».

Ovakvo ponašanje menadžera i akcionara je suprotno etičkom kodeksu, može dovesti do smanjenja ugleda preduzeća u očima njegovih povjerioca i najčešće se i ne primjenjuje.

---

<sup>79</sup> Edward I. Altman: A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy cost Question, Journal of Finance, septembar 1984, str. 1067-1089

S obzirom da akcionari mogu pokušati da iskoriste vlasnike obveznica na bilo koji način, izdavanje obveznica je najčešće zaštićeno restriktivnim sporazumom. Ovi sporazumi sprečavaju da legitimne operacije akcionarskog društva pređu određene razmjere. S druge strane, akcionarsko društvo se mora kontrolisati i radi osiguranja da će sporazumi biti poštovani a troškovi kontrole se prenose na akcionare u formi povećanih troškova duga. Izgubljena efikasnost, plus troškovi monitoringa predstavljaju agencijske troškove koji uvećavaju trošak duga i time redukuju njegovu prednost u cilju optimizacije strukture kapitala.

Agencijski troškovi akcionarskog društva rastu sa povećanjem učešća duga u strukturi kapitala. Njihova vrijednost je najveća u slučaju nastanka finansijskih neprilika. Zbog toga povjerioci preduzeća zahtijevaju različite zaštitne klauzule i pogodbe koje se nazivaju ograničavajući sporazumi ili zaštitne odredbe (restrictive covenants).

Ograničavajući sporazumi predstavljaju minimalne standarde za uspješno vođenje preduzeća, kojim se smanjuje vjerovatnoća da dug neće biti vraćen. Kršenje ograničavajućih sporazuma najčešće dovodi do otvaranja stečaja, a povjerioci se oslobađaju bilo kakvih obaveza prema preduzeću. Postoje dvije vrste ograničavajućih sporazuma: pozitivni i negativni.

Pozitivni sporazumi nemaju imperativni karakter i ne utiču previše strogo na poslovanje akcionarskog društva. Ovi sporazumi predviđaju djelimično veće obaveze akcionarskog društva od onih koje ono već ima i bez ovih sporazuma. Tako na primjer, pozitivnim sporazumom se može tražiti da preduzeće redovno dostavlja povjeriocu finansijske izvještaje, izračunava pokazatelje zaduženosti, dostavlja druge finansijske podatke o finansijskom položaju. Pozitivnim sporazumom preduzeće se može obavezati da se neće zaduživati preko granice koja je limitirana, da će sva sredstva osigurati i sl.

Negativni sporazumi imaju daleko strožije dejstvo i značajnije utiču na ograničavanje ponašanja menadžera. Na taj način se vjerovatnoća gubitka povjerilaca svodi na minimum. Neki primjeri negativnih sporazuma su: zabrana davanja sredstava preduzeća pod hipoteku ili fiduciju, zabrana prodaje imovine preduzeća, ograničavanje minimalne cijene po kojoj preduzeće može prodati dio svojih sredstava, zabrana statutarne promjena preduzeća vezano za organizaciju i upravljanje, zabrana promjene poslovne djelatnosti preduzeća i sl.

Ograničavajući sporazumi napisani su u obostranom interesu kako bi se smanjili i preduprijedili troškovi finansijskih neprilika i troškovi duga preduzeća. Te koristi porede se sa veličinom agencijskih troškova duga, koji bi morali biti što manji da bi vrijednost akcionarskog društva bila veća.

Ograničavajući sporazumi nijesu sami po sebi dovoljna zaštita povjerioca. Neophodno je obezbijediti i efikasnu kontrolu poštovanja definisanih pravila, odnosno sprovesti efikasan monitoring. Troškovi monitoringa se najčešće kompeziraju kroz povećanje kamatne stope na dug. Veći troškovi monitoringa u tom slučaju znače i višu kamatnu stopu a samim tim manju vrijednost preduzeća. Veoma je teško naći pravu ravnotežu između troškova monitoringa i kamatne stope na instrumente duga koji se prodaju. Neke aktivnosti korporacije je veoma lako pratiti, dok je monitoring nekih drugih veoma skup. Tako na primjer, odluke o dividendi i finansiranju se mogu pratiti uz umjerene troškove dok je monitoring odluka o proizvodnji i investicijama dosta skup. Troškovi monitoringa se moraju uzeti u obzir prije definisanja zaštitnih odredbi.

Agencijski odnos između akcionara i vlasnika duga u akcionarskom društvu je posebno složen, kada menadžeri korporacije rade više u cilju maksimiziranja svojih koristi nego u cilju maksimiziranja vrijednosti akcijskog kapitala. U akcionarskom društvu koje ima mali broj akcionara i gdje je vlasnik ujedno i menadžer ovakvih problema nema. U velikim korporacijama u kojim menadžeri nemaju učešća u akcijskom kapitalu, velika je vjerovatnoća da će djelovati suprotno interesima vlasnika kapitala. Tako na primjer, menadžment akcionarskog društva može veoma lako velike svote novca potrošiti na opremanje kancelarija, luksuzne automobile, sopstvena putovanja, dnevnice i sl. Da bi akcionari zaštitili svoje vlasničke interese neophodno je obezbijediti adekvatan nadzor i kontrolu menadžmenta, na sličan način kao što to čine i povjerioci. Nadzor menadžmenta se ostvaruje preko sistema kontrole i motivacije. Kontrola i podsticanje (motivacija) sopstvenog menadžmenta od strane akcionara izaziva određene troškove koje nazivamo agencijskim troškovima vlasnika kapitala. Agencijski troškovi sopstvenog kapitala rastu sa porastom akcijskog kapitala akcionarskog društva, ako se ono ne nalazi i u vlasništvu menadžera.

Agencijske troškove sopstvenog kapitala su posebno istraživali Michael Jensen i Wiliam Meckling<sup>80</sup>. Njihova studija je pokazala da:

- agencijski troškovi vlasnika duga rastu sa porastom korišćenja duga i
- agencijski troškovi akcionara se kreću u suprotnom smjeru, to jest opadaju sa uvećanjem korišćenja duga do određene granice kada dostižu svoj minimum. Nakon toga, dalje povećanje duga izazvalo bi povećanje agencijskih troškova sopstvenog kapitala.

---

<sup>80</sup> Michael C. Jensen, William H. Mackling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency cost , and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, october 1976, str.305-360

Ako primijenimo MM model sa porezom na dobitak, dolazimo do zaključka, da vrijednost firme neprekidno raste kada se učešće duga u strukturi kapitala poveća. Jednačina  $V_l = V_u + pD$  pokazuje da je vrijednost  $pD$  (poreskih ušteda) a time i  $V_l$  maksimizirana ukoliko se preduzeće 100 % finansira dugom. Ipak, kao što je prethodno istaknuto, finansijske nevolje i troškovi agencije dovode do smanjenja  $V_l$  sa porastom leveridža firme. Ako pokušamo povezati zaključke MM teorije strukture kapitala sa uvažavanjem efekata poreskih ušteda, sa troškovima finansijskih neprilika i agencijskim troškovima vrijednost preduzeća koje se finansira vlasničkim kapitalom i dugom bi bila:

$$V_l = V_u + pD - CFD - AC$$

gdje je:

$V_l$  – vrijednost preduzeća koje koristi mješavinu finansiranja,

$V_u$  – vrijednost preduzeća koje se finansira samo sopstvenim kapitalom,

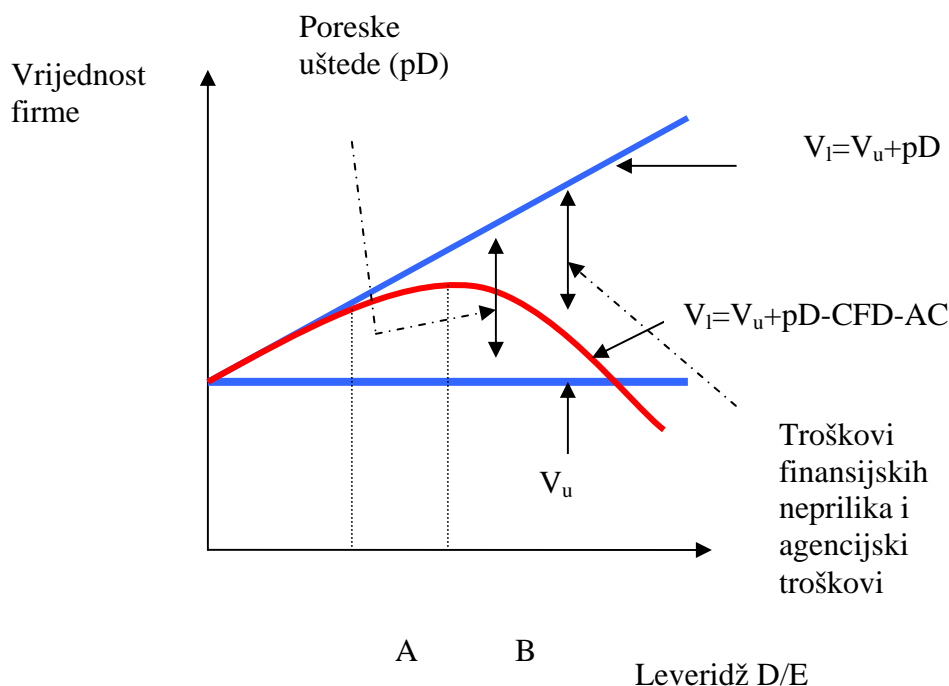
$p$  – poreska stopa na dobitak korporacije,

$D$  – dug korporacije,

$CFD$  – sadašnja vrijednost troškova finansijskih neprilika,

$AC$  – sadašnja vrijednost agencijskih troškova.

Odnos izražen u predhodnoj jednačini je predstavljen grafikom br. 2.



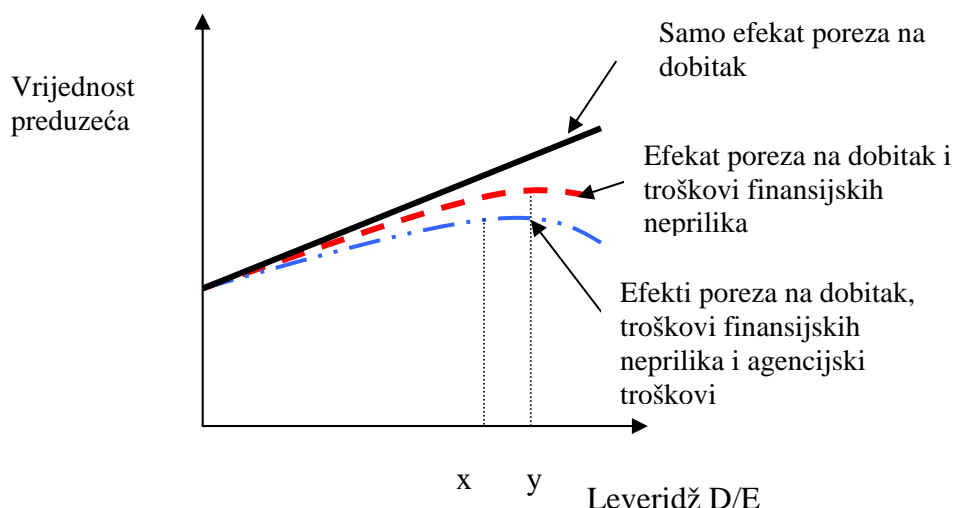
Grafik br. 2: Vrijednost preduzeća koje se finansira mješavinom akcijskog kapitala i dugoročnog duga u zavisnosti od troškova finansijskih neprilika i agencijskih troškova.

Efekti poreskih ušteda totalno dominiraju u određivanju  $V_1$  sve dok iznos duga ne dostigne tačku A. Nakon tačke A, finansijske neprilike i agencijski troškovi postaju izrazitiji i poništavaju efekte poreskih ušteda što dovodi do smanjenja tržišne vrijednosti preduzeća sa daljim povećanjem leveridža.

U tački B, marginalna korist od poreskih ušteda ostvarenih upotrebom dodatnog duga je kompezovana negativnim dejstvom troškova finansijskih neprilika i agencijskim troškovima, tako da se u tački B maksimizira tržišna vrijednost firme. Dalje korišćenje duga dovelo bi do smanjenja tržišne vrijednosti preduzeća.

Da bi što bolje sagledali dejstvo efekata poreza na dobitak, troškova finansijskih neprilika i agencijskih troškova, na vrijednost akcionarskog društva, pogledajmo grafikon br. 3. Ovdje se jasno vidi da pod uticajem agencijskih troškova dolazi do smanjenja vrijednosti firme tako da se optimalna struktura kapitala nalazi u tački x koja je determinisana manjim stepenom leveridža nego tačka y koja bi predstavljala optimalnu strukturu kapitala ako bi se uzeli u obzir samo porezi na dobit i troškovi finansijskih neprilika.





Grafik br. 3: Vrijednost preduzeća pod uticajem poreza na dobitak, troškova finansijakih nepravilika i agencijskih troškova

Prisustvo agencijskih troškova djeluje kao negativan podsticaj na zaduživanje akcionarskog društva. Kad bi tržište kapitala bilo savršeno i bez poreza na dobitak, agencijski troškovi bi uticali na to da preduzeće ne koristi dug kao izvor finansiranja. No, u stvarnosti je sasvim drugačije. Porez na dobitak akcionarskog društva, zbog mogućnosti korišćenja poreskih ušteda, čini emisiju duga atraktivnom i opravdanom jer vodi uvećanju vrijednosti firme.

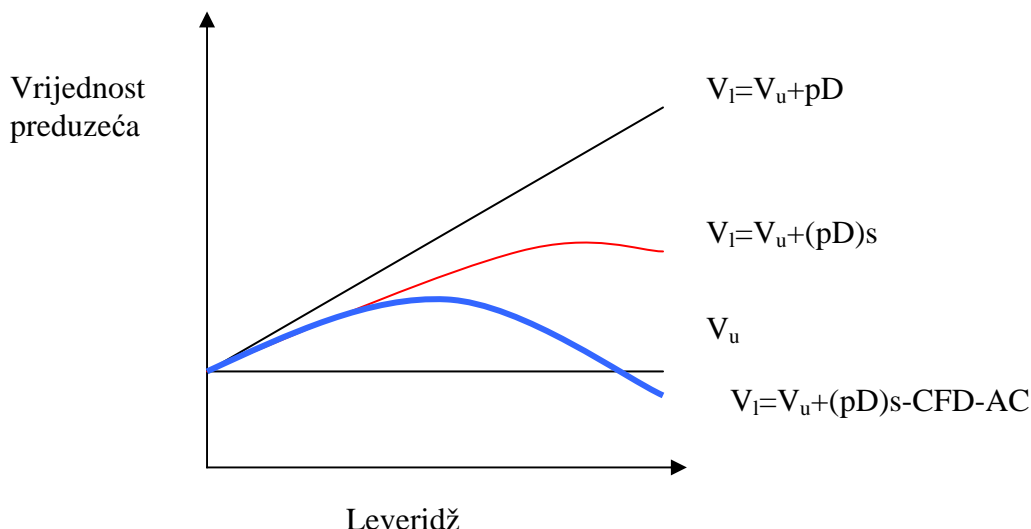
Već je rečeno da u akcionarskom preduzeću postoji određena neizvjesnost ostvarenja poreskih ušteda, što dovodi do toga da se vrijednost firme povećava manje pri korišćenju leveridža nego što bi to bilo u slučaju potpunog korišćenja poreskih ušteda. Pođemo li od ove konstatacije, vrijednost akcionarskog preduzeća bi se utvrđivala kao:

$$V_l = V_u + (pD)s - CFD - AC \quad (*)$$

gdje je:  $(pD)s$  – stvarna vrijednost poreskih ušteda.

Izraz (\*) se grafički može predstaviti, gdje nam je na x osi visina leveridža (učesće duga u strukturi kapitala) a na y osi vrijednost preduzeća koje koristi sopstveni kapital i dugoročni dug. Sa grafika se vidi da moramo međusobno upoređivati prednosti poreskih ušteda sa troškovima finansijakih nepravilika i agencijskim

troškovima. U tački gdje kriva vrijednosti preduzeća dostiže svoj maksimum tražimo optimalnu strukturu kapitala.



Grafik br. 4: Vrijednost preduzeća sa uključivanjem troškova finansijskih neprilika i agencijskih troškova duga.

Izraz (\*) ne uključuje agencijske troškove sopstvenog kapitala, jer se oni znatno teže određuju u odnosu na agencijske troškove duga i troškove finansijskih neprilika. Ako bi u analizu uključili agencijske troškove vlasničkog kapitala onda bi se optimalna struktura kapitala nalazila na nekom većem stepenu leveridža od one postojeće.

Kod analize troškova finansijskih neprilika i agencijskih troškova treba ukazati na postojanje jednog paradoksa. Naime korišćenje duga može podsticajno djelovati na menadžment u smislu podizanja njegove efikasnosti. Veće korišćenje duga tjera menadžment da racionalno troši novčana sredstva i da vodi računa o njihovoj profitabilnoj alokaciji. Često se kaže da u firmama koje koriste veći nivo duga menadžeri «sjede vrlo blizu vatri» te je stoga i njihova opreznost veća. U takvoj situaciji bojazan da neće moći izmiriti dug dovodi do efikasnijeg i racionalnijeg ponašanja menadžera.

Model statičkog kompromisa se ne može koristiti za egzaktno utvrđivanje optimalne strukture kapitala, ali nam omogućava da donesemo tri osnovna zaključka u vezi sa nivom leveridža:

Prvo. Firme sa većim poslovnim rizikom teže ka upotrebi manjeg iznosa duga nego nisko-rizične firme. Što je veći poslovni rizik, veća je mogućnost finansijskih neprilika na bilo kom stepenu duga, a time i veći očekivani troškovi tih neprilika. Firme sa manjim poslovnim rizikom mogu pozajmiti više, prije nego se očekivani troškovi finansijskih neprilika poravnaju sa poreskim uštedama od pozajmljivanja.

Drugo. Firme koje u strukturi stalne imovine imaju veću i atraktivniju materijalnu imovinu (kao što su nekretnine), mogu uzeti veći dug nego firme, čija je vrijednost sastavljena od nematerijalne imovine kao što su patenti i goodwill. Troškovi finansijskih neprilika zavise ne samo od vjerovatnoće pojavljivanja finansijskih neprilika već i od toga šta se dogoditi ako se neprilike pojave. U slučaju pojave finansijskih neprilika, nematerijalna imovina će prije izgubiti vrijednost u odnosu na realnu materijalnu imovinu.

Treće. Firme koje trenutno plaćaju porez na dobitak po višim stopama i koje će vjerovatno to i dalje raditi, treba da koriste veći nivo leveridža nego firme sa nižom poreskom stopom. Visoke stope poreza na dobitak vode ostvarenu većih ušteda, ako ostali faktori ostanu konstantni, tako da se veći iznosi duga mogu koristiti sve dok se efekti poreskih ušteda ne izjednače sa troškovima finansijskih neprilika i agencijskim troškovima.

Prema modelu statičkog kompromisa, svaka firma treba da podesi svoju strukturu kapitala tako da troškovi i dobici od leveridža budu izbalansirani, jer će ovakva struktura maksimizirati njenu tržišnu vrijednost.

Model statičkog kompromisa navodi na zaključak, da je za akcionarsko društvo loše ne zaduživati se, kao i prekomjerno se zaduživati, dok je skroman stepen duga dobar i prihvatljiv. Ipak, postavlja se pitanje kakve su mogućnosti praktične primjene ovog modela i kolika je upotrebna vrijednost njegovih rezultata.

Model statičkog kompromisa ima veoma ograničenu empirijsku podršku. Prvo, brojne studije su ispitivale modele finansijskog ponašanja, da bi se vidjelo da li su finansijske odluke firme konzistentne sa ciljnom strukturom kapitala. Utvrđeno je da je definiciona snaga modela veoma niska, odnosno da je obuhvat ovog modela djelimičan. Drugo, studije nisu konzistentno dokazale da poreska stopa poreza na dobitak firme ima predvidljiv efekat na njenu strukturu kapitala. U stvari, firme su koristile dug čak i prije nego se pojavio porez na dobitak što rade i danas. Konačno, stepen leveridža ima velike varijacije među sličnim firmama u okviru datih

privrednih grana, dok model statičkog kompromisa smatra da slične firme treba da imaju sličan odnos duga i isti nivo poslovnog leveridža.

Ne postoji univerzalan model ili formula koja bi lako objasnila promjene vrijednosti preduzeća u zavisnosti od strukture kapitala. Naravno, ne treba očekivati da model statičkog kompromisa može riješiti u potpunosti ovaj problem. Ovaj model se po našem mišljenju praktično može primijeniti na sledeći način: Najprije je potrebno utvrditi vrijednost akcionarskog društva pri različitim strukturama kapitala, tako što pretpostavimo da preduzeće emituje dugoročni dug i njime otkupljuje sopstvene akcije. Tako dobijamo da vrijednosti sopstvenog kapitala zavisi od njegove strukture. Pri tom moramo znati aktuelne poreske stope na dobitak i očekivanu stopu prinosa na akcijski kapital. Zatim, vršimo procjenu rasta troškova finansijskih neprilika i agencijskih troškova u zavisnosti od rasta učešća duga u strukturi kapitala. Primjena modela statičkog kompromisa zahtijeva određena računovodstvena pojednostavljenja i pretpostavke kao i upotrebu subjektivnih metoda procjene. Na taj način se dobija kriva koja pokazuje zavisnost vrijednosti sopstvenog kapitala preduzeća od njegove strukture kapitala i određuje se interval u kom se nalazi optimalna struktura kapitala.

Postavlja se pitanje smisla analize, koja se temelji na računskim pretpostavkama i subjektivnim ocjenama, bez obzira što je to jedini način da se dobiju neki kvantitativni odgovori na pitanje optimalne strukture kapitala. Upotrebljivost takve analize je za neka akcionarska društva veća, dok je za druga manja. Ipak ova analiza predstavlja dobru osnovu za razmišljanje o maksimiziranju tržišne vrijednosti preduzeća. Optimalna struktura kapitala akcionarskog društva dobijena primjenom modela statičkog kompromisa morala bi se dopuniti nekim dodatnim faktorima koji su proizvod nesavršenosti tržišta kapitala.

Sve u svemu, empirijska podrška ovom modelu je slaba, što nameće zaključak da u cilju optimizacije strukture kapitala u analizu treba uvesti neke dodatne faktore koji nisu inkorporisani u ovaj model. Uvođenjem tih dodatnih faktora u analizu nastao je model signalizacije i tzv. model hijerarhije.

Empirijska istraživanja nijesu mogla u potpunosti da potvrde zaključke, kako tradicionalne teorije tako ni MM teorije strukture kapitala akcionarskog preduzeća. Takođe ni modeli koji su nastali kombinovanjem tradicionalne i MM teorije nijesu mogli da egzaktno odrede optimalnu strukturu kapitala nekog akcionarskog društva. Upotrebljivost nekog modela strukture kapitala, za praktično oblikovanje ciljne strukture, zavisi prvenstveno od realnosti pretpostavki uzetih pri formulisanju samog modela. Bez obzira na matematičku zasnovanost svakog modela, gotovo je nemoguće kvantitativno izmjeriti uticaj svakog činioca na strukturu kapitala preduzeća i na taj način precizno odrediti koji je optimalan nivo leveridža.

Oblikovanje ciljne strukture kapitala zahtijeva pored empirijskog pristupa i subjektivnu ocjenu brojnih parametara, te stoga kvalitet same analize zavisi i od realnosti i valjanosti subjektivnih standarda i procjena.

Većina istraživanja koja su urađena u cilju testiranja teorijskih modela strukture kapitala, navode na zaključak da se na današnjem stepenu razvoja tržišta kapitala, kao najbolji model kvantifikovanja uticaja strukture kapitala na tržišnu vrijednost firme i prosječnu cijenu kapitala može koristiti modifikovana teorija statičkog kompromisa. Ovaj model predstavlja na neki način integrisanje tradicionalne teorije strukture kapitala sa MM modelom uz uvažavanje i brojnih drugih faktora kao što su troškovi finansijskih nevolja, agencijski troškovi duga, asimetričnost informacija, menadžerski konzervatizam i sl.

Nažalost, nemoguće je precizno kvantifikovati troškove i dobitke od finansiranja dugom, te odrediti strukturu kapitala koja maksimizira tržišnu vrijednost firme. Mnogi eksperti vjeruju da takva struktura postoji za svaku firmu, ali da se ona vremenom mijenja sa promjenom poslovanja firme i njenih investicionih mogućnosti. Mnogi od njih smatraju, da postoji jedan široki ciljni interval u kom oscilacije u visini leveridža nemaju nikakvog uticaja na tržišnu vrijednost firme i prosječnu cijenu kapitala. Na taj način model statičkog kompromisa je faktički potvrdio stav tradicionalne teorije strukture kapitala da postoji optimalna struktura kapitala koja maksimira cijenu akcija i vrijednost korporacije, ali da u okviru intervala ciljne strukture kapitala važe MM zaključci o njenoj irelevantnosti.

#### **Primjene modela teorije strukture kapitala u oblikovanju strukture kapitala akcionarskih društava u Crnoj Gori**

Mogućnosti primjene modela teorije strukture kapitala za oblikovanje ciljne strukture kapitala akcionarskih društava u Crnoj Gori je više nego skromna. Naravno određene odluke o izboru oblika finansiranja se mogu donijeti na bazi teorijskih i praktičnih saznanja teorije strukture kapitala, ali su one mnogo više plod proizvoljnih subjektivnih stavova i odluka menadžera. Razlozi za ovakvo stanje su veoma brojni:

- Struktura kapitala akcionarskih društava u Crnoj Gori je većinom posledica procesa privatizacije kroz koji su kompanije prošle, a koji u većini slučajeva još uvijek nije dovršen.
- Tržište kapitala u Crnoj Gori funkcioniše kao tržište veoma male efikasnosti sa naglašenim uticajem države i državnih agencija, koje neformalno i formalno utiču na trgovinu. Veoma su česte tržišne zloupotrebe, korišćenje insajderskih informacija i netransparentno ponašanje.

- Zbog hroničnih problema nelikvidnosti i nesolventnosti i odsustva profitabilnih razvojnih projekata, mogućnost korišćenja dugoročnog duga je veoma skromna. Veoma malo akcionarskih društava u Crnoj Gori koristi instrumente dugoročnog duga kao oblik finansiranja poslovne aktivnosti. Bankarski sektor u Crnoj Gori još uvijek nije zainteresovan za pružanje dugoročne kreditne podrške akcionarskim društvima, s obzirom da je finansijski potencijal banaka veoma nizak i da su kratkoročni plasmani daleko profitabilniji u ovom trenutku zbog enormno visokih kamatnih stopa.
- U većini akcionarskih društava u Crnoj Gori država je još uvijek većinski akcionar ostvarujući na taj način i upravljanje društvima i kontrolu menadžmenta. Preuzimanja ovih kompanija nije zakonski regulisano i najčešće je u suprotnosti sa pozitivnom praksom korporacijakog prava.
- Ono što je posebno izraženo kao problem implementacije modela strukture kapitala u finansijsko upravljanje i odlučivanje je odsustvo statističke evidencije i podataka o tržišnim pokazateljima na nivou privrede i pojedinih privrednih grana. U tom slučaju menadžeri akcionarskih društava bez obzira na svoje stručne sposobnosti i mogućnosti anticipiranja određenih veličina nijesu u mogućnosti da konstruišu efikasan model, koji će im omogućiti da odrede ciljnu strukturu kapitala.

Ipak bez obzira na sva ova ograničenja moguće je sa određenom vjerovatnoćom odrediti ciljnu strukturu kapitala akcionarskih društava pod uslovom da primijenjeni model bude empirijski i teorijski fundiran. Smatramo da bi korišćenje teorije statičkog kompromisa, teorije signaliziranja i Hamada model bilo moćno analitičko oruđe, čiji bi rezultati imali najveću operativnu upotrebu.

Praktičan problem primjene Hamada modela u našim uslovima je potpuni nedostatak podataka vezanih za mjere sistemskog rizika preduzeća i njegovih HOV. Određene modifikacije  $\beta$  koeficijenata, koji su empirijski izračunati za SAD, uspio je napraviti prof. Dušan Mramor. Međutim on je svoje istraživanje prilagodio specifičnostima slovenačkog finansijskog tržišta, mada rezultate svojih tvrdnji nije mogao i empirijski potvrditi zbog nedovoljnosti uzorka istraživanja.

**Literatura:**

1. E. Brigham, L. Gapenski, P. Daves: Intermediate Financial Management, The Dryden Press, 1999. god.
2. W. Sharp: "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk" , Journal of Finance br. 19, septembar 1964. god.
3. J. Linter: The Valuation of Risk Asset and the Selection of Risky investments in Stock portfolios and Capital Budgets" , Review of Economics and Statistics br. 47, februar 1965. god.
4. R. S. Hamada: Portfolio Analysis, Market Equilibrium, and Corporation Finance, Journal of finance. March 1969. god.
5. T. Conine and M. Tamarkin: Divisional Cost of Capital Estimation: Adjusting for Leverage, Financial Management 1985. god.
6. E. I. Altman: A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy cost Question, Journal of Finance, septembar 1984. god.
7. M. C. Jensen, W. H. Mackling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency cost , and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, october 1976. god.

Gordana Radojević<sup>81</sup>

## Reforma bankarskog sektora Crne Gore– koliko smo daleko stigli?

### Abstract

Transition toward market economy and EU membership impacted significant changes in the banking sector of Montenegro. The main goal of the financial sector reform defined within the Economic Reform Agenda is: *“Establishment of the stabile financial system, which is privately owned, completely integrated within the international structures and which offers safe and stabile return rates for deponents and real capital prices for credited”*. Further banking sector improvement as a part of entire financial sector reform is planed to be implemented by stimulation of banks privatization which would increase competitiveness as well as the quality and prices of services.

**Key words:** *banking system, interest rate, reform, transaction costs, liquidity, regulations*

### Uvod

Finansijski sistem uvijek blisko prati ekonomiju koju opslužuje. U zavisnosti od toga koja komponenta finansijskog sistema ima veću relativnu važnost, teorija generalno prepoznaje dva tipa finansijskog sistema: i) zasnovan uglavnom na bankarskim institucijama i ii) zasnovan na finansijskim bankarskim i nebankarskim institucijama. Ono što praksa pokazuje je da ekonomijama u razvoju u okviru finansijskog sektora dominiraju banke, i sa većim deregulacijom finansijskog sistema nebankarski finansijski posrednici ulaze na bankarsko tržište<sup>82</sup>. Da bi banke mogle da odgovore sve većim zahtjevima tržišta, i sve većoj konkurenciji prinuđene su da se mijenjaju.

Relativno brzom reformom, u bankarskom sistemu Crne Gore postignuti su dobri rezultati: usvojena je nova zakonska regulativa, sprovedena vlasnička transformacija, usvojen novi koncept upravljanja banaka, povećana ponuda bankarskih proizvoda. Često se navodi da bankarski sektor u Crnoj Gori predstavlja »najzdravije tkivo« finansijskog sistema. Međutim, ako potražimo odgovor na pitanje koliko je reforma uspješna sa stanovišta aktera na bankarskom tržištu, vidjećemo da izazova još uvijek ima na pretek. Cilj ovog rada je da prikaže reformu

---

<sup>81</sup> Centar za aplikativna istraživanja i analize

<sup>82</sup> »U SAD banke i štedionice učestvuju na tržištu finansijskih usluga samo sa 28%, što je znatno manje nego prije 20-ak godina« - Modeli konsolidacije banaka, Tripovski Zoran



bankarskog sektora Crne Gore, trenutno stanje u bankarskom sistemu i ukaže na probleme (barijere) sa kojima se susreću učesnici na bankarskom tržištu.

### **Kratak osvrt na reformu bankarskog sektora Crne Gore**

Reforma finansijskog sistema u Crnoj Gori bila je usmjerena prije svega na postizanje sigurnosti i stabilnosti finansijskog i povećanje efikasnosti i profitabilnosti bankarskog sistema. Otpočela je uvođenjem njemačke marke, kasnije eura kao zvaničnog sredstva plaćanja i osnivanjem Centralne banke Crne Gore<sup>83</sup>.

Kao najvažniji uspjesi reforme izdvajaju se:

- gotovo u potpunosti okončana privatizacija;
- stvaranje regulatornog okvira (Zakon o Centralnoj Banci, Zakon o bankama, Zakon o stečaju i likvidaciji banaka, Zakon o zaštiti depozita, Zakon o regulisanju obaveza i potraživanja po osnovu ino duga i devizne štednje građana, kao i niz brojnih podzakonskih akata);
- uspješno završen proces preuzimanja sistema platnog prometa od strane komercijalnih banaka;
- jačanje povjerenja u bankarski sistem;
- razvijena supervizija banaka.

### **Stanje bankarskog sektora Crne Gore**

Reforma bankarskog sektora uslovlila je stvaranje novog ambijenta i uspostavila nova pravila igre u kojem funkcioniše bankarski sektor Crne Gore. Efekti reforme, u ovom dijelu prikazni su kroz analizu vlasničke transformacije, prikaz koncentracije u bankarskom sektoru, kao i kretanjem kreditno – depozitne aktivnosti i njenim uticajem na privredni rast. Neizostavan indikator uspješnosti reforme je i analiza kretanja kamatnih stopa.

#### *Vlasnička struktura banka*

Iskustva iz prošlosti jasno pokazuju da politički zasnovano kreditiranje ne samo da nije poželjno već se uopšte ne može zaustaviti bez promjene vlasništva nad bankama iz državnog u privatno. Nadalje, rašireno je vjerovanje da banke u državnom

---

<sup>83</sup> Centralna banka Crne Gore je osnovana Zakonom o Centralnoj banci Crne Gore, koji je Skupština Republike Crne Gore donijela u novembru 2000. godine. Osnivanjem Centralne banke Crne Gore, Republika Crna Gora je dobila samostalnu i nezavisnu organizaciju odgovornu za monetarnu politiku, uspostavljanje i održavanje zdravog bankarskog sistema i efikasnog platnog prometa.

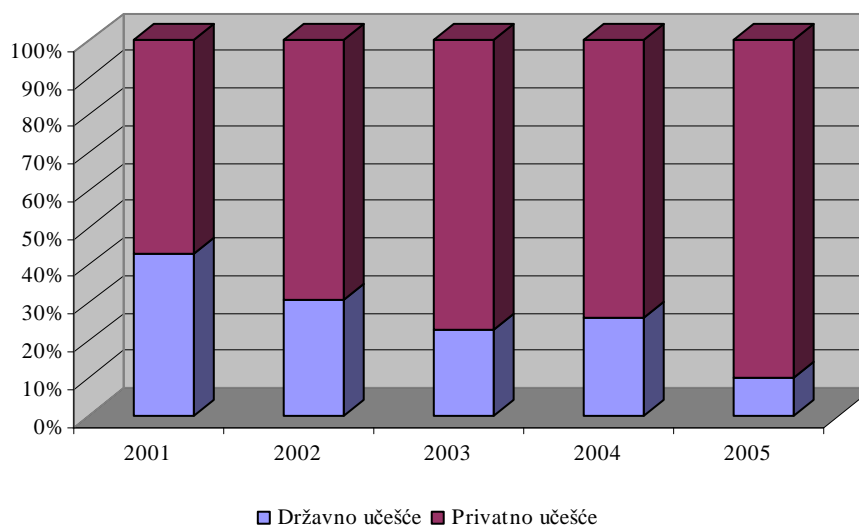
vlasništvu imaju previše zaposlenih, da su tehnički loše opremljene i da nevoljno prihvataju inovacije u bankarstvu<sup>84</sup>. Stoga osnovni ključ za rehabilitaciju bankarskog sektora bio je u jasno definisanom vlasničkom konceptu.

Osnovna tri modela prisutna u vlasničkoj transformaciji banka su:

1. privlačenje strateškog partnera koji je zainteresovan za dokapitalizaciju banke, kao i za ulaganje znanja i tehnologije.
2. privlačenje stranih ulaganja u kompanije koji su najveći akcionari banke. Po ovom modelu banka treba da »čeka«, odnosno kada budu privatizovani glavni akcionari, biće i privatizovana sama banka.
3. integracija sa nekom od stranih banaka (banka gubi identitet i integriše se u poslovni sistem neke veće strane banke).

Osnovno pitanje koje su zemlje u tranziciji morale da riješe kada je u pitanju reforma bankarskog sektora je: *Kako transformisati banku sa vlasničkog aspekta?*. U Crnoj Gori prihvaćen je model po kojem je većina udjela u državnim bankama ponuđena strateškim partnerima. Dosadašnji rezultati govore da se privatizacija u ovom domenu odvijala bez većih problema. Na kraju 2004. godine učešće državnog kapitala u domaćim bankama iznosilo je 25,9%, privatnog domaćeg kapitala 36,0%, dok je ino kapital imao učešća u ukupnom kapitalu 38,0%. Prodajom državnog kontrolnog paketa akcija Podgoričke banke francuskoj banci »Societe Generale« u oktobru 2005. godine, 90% bankarskog sistema Crne Gore je u privatnim rukama.

**Grafik 1.** Struktura vlasništva kapitala



<sup>84</sup> EBRD, 1998 godina

Izvor: Centralna banka Crne Gore

Dvije banke karakteriše 100%-tno učešće ino kapitala. Domaći privatni kapital u potpunosti je zastupljen u jednoj banci, dok država ima većinsko vlasništvo još u jednoj crnogorskoj banci. Ukoliko se tokom 2005. godine ostvari plan privatizacije<sup>85</sup>, procenat privatizovanog kapitala u bankarskom sektoru Crne Gore mogao bi biti najveći u regionu.

Glavni rezultati privatizacije bankarskog sektora Crne Gore pokazuju da su strane banke odigrale veliku ulogu u poboljšanju konkurentnosti, efikasnosti banaka kao i na poboljšanju kvaliteta proizvoda i usluga.

#### *Koncentracija bankarskog potencijala*

Kao rezultat povećane konkurencije, danas bankarsko tržište u Crnoj Gori karakteriše velika koncentracija. Pet najvećih banaka u 2004. godini čine 77,0% ukupnog finansijskog potencijala. Ove banke su odobrile 75,0% ukupnih kredita i prikupile 82,0% ukupnih depozita.

**Tabela 1.** Pokazatelji koncentracije u bankarskom sistemu

<b>Koeficijenti</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Koeficijent koncentracije (C5-ukupna aktiva, u%)	79,8	77,8	85,5	77,0
Koeficijent koncentracije (C5-kredit, u%)	75,9	76,5	90,5	75,0
Koeficijent koncentracije (C5-depoziti, u%)	86,3	84,9	93,5	82,0
Koeficijent koncentracije (C5-kapital, u%)	69,2	70,8	85,7	58,0

Izvor: *Banking in CEE, april 2004, Extra Report, Bank Austria Creditanstalt*

Početak ovog procesa predstavlja preuzimanje Euromarket banke od strane Nove Ljubljanske banke koja je takođe vlasnik druge banke po veličini u Crnoj Gori, Montenegrobanke. Shodno prikazanom trendu koncentracije, za očekivati je dalju koncentraciju bankarskog potencijala u Crnoj Gori. Sve jača konkurencija u bankarskom sektoru dovešće do toga da neke banke napušte tržište, bilo da se pripoje nekoj drugoj banci, bilo da ih druge banke »istisnu sa tržišta«.

Postignuti procenat koncentracija u Crnoj Gori, posebno nakon privatizacije ukazuje na to da mali broj banaka u Crnoj Gori može sam da opstane na tržištu. Konsolidacija u bankarskom sektoru dovešće do dobrih rezultata, samo u slučaju ako se odvija po tržišnim kriterijumima.<sup>86</sup> U suprotnom, koncentrisan sektor na manji broj banaka može dovesti do mogućnosti internih dogovora oko visine kamatne

<sup>85</sup> Do kraja 2005. godine planirana je privatizacija Pljevaljske banke.

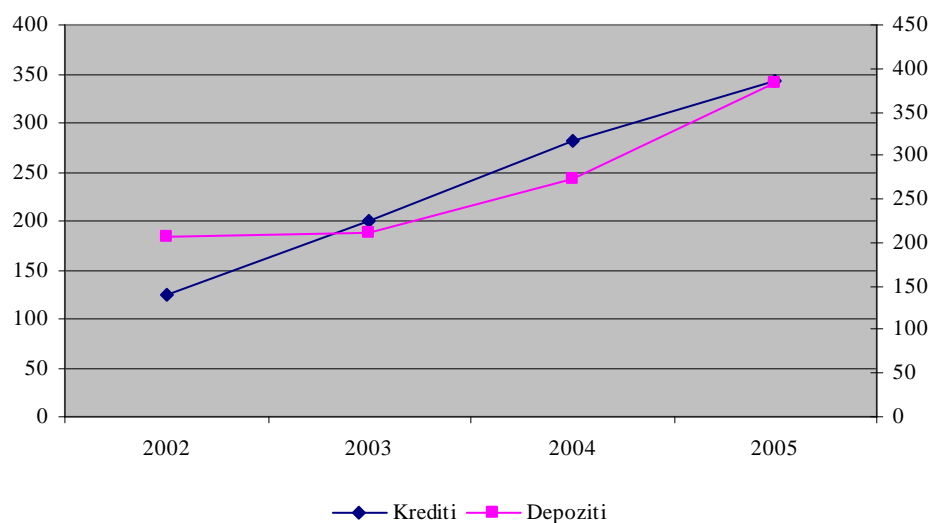
<sup>86</sup> Ukoliko se ne formiraju oligoposle strukture koje će onemogućiti konkurenciju kao osnovni princip tržišta

stope i cijena ostalih bankarskih proizvoda. Stoga bankarsko tržište Crne Gore mora se dalje liberalizovati u smislu izdavanja odobrenja stranim bankama da u Crnoj Gori mogu otvarati svoja predstavništva ili filijale.

### *Kreditno – depozitna aktivnost banaka*

Banke u Crnoj Gori su klasične kreditno-depozitne institucije. To znači da svoje izvore formiraju pretežno u obliku depozita koje polaže stanovništvo, privreda i ostali deponenti, s tim da ova sredstva plasira najvećim dijelom u kredite. U avgustu 2005. godine 63,3% ukupne aktive činili su krediti, dok 61,4% pasive odnosno izvora finansiranje činili su depoziti.

**Grafik 2.** Kretanje kredita i depozita u periodu 2001-2005. godine



Izvor: Centralna banka Crne Gore

Ukupan iznos odobrenih kredita je neprekidno rastao od 2001. do 2005. godine po stopi od 48,2%, 60,6%, 40,3% i 21,4% (respektivno). Ročna struktura ukupno odobrenih kredita pokazuje približavanje učešća kratkoročnih i dugoročnih kredita. Kratkoročni krediti činili su 47%, dok su dugoročni činili 50% ukupno odobrenih kredita. Najznačajniji korisnici kredita su preduzeća u privatnom vlasništvu i fizička lica (ukupno 82,5% od ukupnih kredita). Ukupni depoziti takođe pokazuju trend rasta. Godišnje stope u posmatranom periodu iznose: -37%, 2,6%, 29,4% i 40,5%. U ročnoj strukturi ukupnih depozita, depoziti po viđenju učestvovali su sa 57%, dok se 43% odnosilo na oročene depozite. Najznačajniji deponenti su fizička lica i

privredna društva u privatnom vlasništvu – 33,6% i 27,3% od ukupnog iznosa prikupljenih depozita<sup>87</sup>.

Odnos kredita i depozita u posmatranom periodu pokazao je rastući trend, tako da je u avgustu 2005. godine 89,1% ukupnih depozita plasirano kroz kredite (na jedan deponovani euro odobreno je 0,89 eura kredita).

**Tabela 2.** Odnos kredita i depozita

	2002	2003	2004	2005
Kredit/Depozit*100	60,7%	95,1%	103,0%	89,1%

Izvor: Centralna banka Crne Gore, kalkulacije ISSP

Odnos depozita i kredita ne bi trebao prelaziti 80,0%. Velika vrijednost ovog pokazatelja znači da se krediti najvećim dijelom finansiraju iz depozita, što može biti rizično sa stanovišta likvidnosti posebno u slučajevima kada je broj deponenata mali, a vrijednost njihovih depozita velika. Nivo likvidnosti banaka prema izvještajima Centralne banke Crne Gore je zadovoljavajući, iako ključni koeficijenti tokom 2004. godine imaju negativna kretanja. Pokazatelj likvidne aktive prema ukupnoj aktivnosti na agregatnom nivou u decembru 2004. godine iznosio je 24,2%, dok je u decembru 2003. godine iznosio 27,4%.

Postojeći raskorak između ročnih struktura depozita i kredita, kao i brži rast kredita od depozita neće ugroziti likvidnost, ukoliko rast kredita generiše privredni rast. Prema projekcijama Makroekonomskog modela Crne Gore<sup>88</sup>, povećanje stope rasta ukupnih kredita za jedan procentni poen u prethodnom kvartalu, utiče na povećanje izvoza usluga za 1,56 procentnih poena. S obzirom na visok koeficijent, zaključuje se da povećanje kredita ima jak uticaj na izvoznu aktivnost Crne Gore, a time i na cjelokupni privredni rast. Dalje, rast kredita preko povećanja izvoza, generisaće i rast ukupnih depozita. Naime prema projekcijama MMCG povećanje izvoza za jedan procentni poen dovelo bi do povećanja stope rasta ukupnih depozita od 0,19 procentnih poena.

Kreditno – depozitna aktivnosti banaka (na primjeru Crne Gore) vidjeli smo da je od velikog značaja za ekonomski rast. Logično pitanje je: *Od čega zavisi plasman kredita privredi i iznos deponovanih sredstava u bankama?* Prema MMCG depoziti

<sup>87</sup> Podaci se odnose na 31.08.2005. godine.

<sup>88</sup> Institut za strateške studije i projekcije uradio je za potrebe Centralne banke Crne Gore kvartalni ekonometrijski model privrede Crne Gore (MMCGK). Cilj projekta bio je da se konstruiše makroekonomski model i indentifikuju i kvantifikuju glavne ekonomske relacije između makroekonomskih agregata u ekonomiji Crne Gore. MMCG izgrađen je na 20 kvartalnim podacima za period od prvog kvartala 2000 do četvrtog kvartala 2004. godine. Sastoji se od 18 bihevorističkih jednačina koje pokrivaju 10 sektora privrede, plus 5 identiteta.

zavise od pasivne kamatne stope, dohotka domaćinstva i ukupnog izvoza. Dok krediti zavise od stope obavezne rezerve, ukupnih depozita, gotovine i aktivne kamatne stope. Povećanje pasivne kamatne stope za jedan procentni poen dovelo bi do povećanja depozita za 0,03 procentna poena, dok smanjenje aktivne kamatne stope za jedan procentni poen, uticalo bi na povećanje kreditnog plasmana za 0,23 procentna poena.

### *Kamatne stope*

Teorijski posmatrano kamatna stopa određuje se na način kada se na bazičnu (primarnu stopu) doda stopa koja odražava rizik. Bazične kamatne stope u razvijenim tržišnim ekonomijama mogu da budu: kamatna stopa na državne blagajničke zapise, kamatna stopa na tržištu depozitnih sertifikata banaka, LIBOR (London Interbank Offered Rate) itd.

Crna Gora nema svoju valutu i ne postoji takozvana reporna kamatna stopa. Zbog toga se kao bazna uzima ona koju plaća država na emitovane zapise. Ako se pođe od toga da je plasman u državne zapise najsigurniji, logično je očekivati da za ostale plasmane kamatna stopa bude na višem nivou. Nivo kamatnih stopa u Crnoj Gori ocjenjuje se kao visok.

**Tabela 3.** Visina kamatnih stopa na godišnjem nivou (2004. godina)

<b>Aktivne kamatne stope</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
-Kratkoročni krediti	3%	36%
-Dugoročni krediti	1,5%	36%
<b>Pasivne kamatne stope</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
-Depoziti po viđenju	0,5%	4%
-Oročeni depoziti	1%	11%

*Izvor: Centralna banka Crne Gore*

Veliki raspon aktivnih i pasivnih kamatnih stopa posljedica je djelovanja nekoliko faktora. Naime, bazne kamate u crnogorskim bankama identične su kamatama u zemljama EU. Međutim, na bazne kamate dodaje se niz premija rizika, počevši od očekivanog nivoa inflacije (stopa inflacije koja je iznad nivoa u EU), što utiče na visinu kamatnih stopa. Ako se ovome doda još uvijek neadekvatna zakonska regulativa obezbijedenja potraživanja, kao i sporost u rješavanju privrednih sudova, to mora da ima svoju cijenu u visini kamatne stope. Sem toga, u uslovima kada postoji izuzetno visoka tražnja za kreditima u odnosu na ponudu, banke reaguju na način da maksimiziraju cijenu svog proizvoda (kamatna stopa).

Struktura potencijala banaka, koje obezbjeđuju sredstva za plasmane uglavnom iz kreditnih linija iz inostranstva, je takođe jedan od ključnih uzroka za ovakve i ovolike kamatne stope. Štednja pokazuje rastući trend, ali je još uvijek na skromnom nivou, te zbog toga banke ponudu kredita popunjavaju izvorima iz inostranstva, što utiče na visinu kamatnih stopa.

### **Problemi u bankarskom sektoru Crne Gore (*izazovi za dalju reformu*)**

Ako uzmemo u obzir da cilj reforme nije samo šta se dešava sa nekim sektorom, već korisnost koju ona nosi za krajnje aktere na tržištu, vidjećemo da još uvijek postoje određeni problemi. Zbog toga, ovdje će se koristiti empirijski dokazi, dobijeni istraživanjem mišljenja osnovnih aktera na bankarskom tržištu (Vlada Republike Crne Gore, banke u Crnoj Gori i krajnji potrošači bankarskih usluga), kako bi se kreirale osnovne preporuke za dalju reformu.

Institut za strateške studije i projekcije je realizovao Istraživanje o bankama 2003 i 2005. godine. Cilj istraživanja je da se ocjeni ambijent poslovanja crnogorskih banaka i identifikuju glavne zakonske i institucionalne barijere. Prema nalazima ovog izvještaja kao najveće barijere banke u Crnoj Gori navode:

1. *Neadekvatnu zaštitu banaka kao* povjerioca, što povećava rizik poslovanja i naravno utiče na visinu kamatne stope.
2. *Nepotpunu zakonsku regulativu* - većina banaka navela je Zakon o bankama kao zakon kome su potrebne određene izmjene i dopune, dok su sve anketirane banke navele da je neophodno usvojiti Zakon o mjenici. Pored Zakona o mjenici banke u Crnoj Gori navele su i Zakon o lizingu i Zakon o obavljanju platnog prometa u zemlji i inostranstvu. Banke navode da treba da se poboljša implementacija Zakona o zaštiti depozita i implementacija Zakona o regulisanju obaveza i potraživanja ino duga i devizne štednje.
3. *Poslovni ambijent* - 66,7% od ukupnog broja anketiranih banaka navelo je da nije zadovoljno okruženjem u kom posluju. Kao izvor ozbiljnih problema banke navode: naplatu potraživanja i nepovjerenje građana. Dok kao izvor povremenih problema u svom poslovanju banke vide u čestim administrativnim promjenama i pravnom okruženju.

Najznačajniji klijenti crnogorskih banaka su privatna preduzeća i fizička lica. Kao najveću barijeru većem korišćenju bankarskih usluga oni vide u: *visokim kamatnim stopama* i *visokim indirektnim troškovima* (to su, na primjer, troškovi prikupljanja dokumentacije za otvaranje određenog računa, troškovi čekanja, troškovi dobijanja

određenih dozvola, troškovi fotokopiranja, troškovi izrade biznis plana za dobijanje kredita itd)<sup>89</sup>.

Vlada Republike Crne Gore Agendom ekonomskih reformi definisala je »pet top problema« čije rješavanje do 2007. godine treba da pospiješi razvoj bankarskog sektora.

1. *Reforma sudstva*, izostanak i sporost reforme sudstva predstavlja jednu od glavnih prepreka razvoju bankarskog sistema.
2. *Suzbijanje sive ekonomije* – veliki broj kompanija ne učestvuje, u potpunosti ili djelimično, u formalnom sektoru, što utiče da se značajan obim komercijalnih aktivnosti odvija van bankarskog sektora, uključujući i depozite.
3. *Smanjenje kamatnih stopa* - postoji opadajući trend kamatnih stopa, ali su aktivne kamatne stope i dalje visoke. Kamatne stope treba prilagođavati sveobuhvatnim i koordiniranim aktivnostima u pravcu stimulisanja privatnog sektora.
4. *Implementacija Zakona o hipoteci* - većina bankara nije imala puno povjerenje u procjene Direkcije za nekretnine jer one nijesu odražavale pravu tržišnu vrijednost nekretnine. Novi Zakon o hipoteci razvijen je prvenstveno da bi se riješila pitanja vezana za oduzimanja prava svojine.
5. *Proces procjene nekretnine* - trenutno ne postoji zakon o procjeni nekretnina kojim bi se zahtijevala primjena međunarodno prihvaćenih standarda i etika procjene. Zbog ovoga nedostaje dobar, nezavisan proces procjene nekretnina koje služe za obezbjeđenje kredita.

Ako navedene probleme posmatramo u kontekstu cjeline mogu se izdvojiti sljedeće **preporuke** za dalju stabilizaciju u bankarskom sektoru:

- Zakonsko zaokruživanje finansijskog sektora. U prvom redu ovo se odnosi na usvajanje Zakona o mjenici (mjenica za sada ima samo ulogu kreditnog obezbjeđenja);
- Smanjiti transakcione troškove (o visini bankarskih marža, kako kamatnih, tako i onih neposrednih ubranih kroz provizije, komisije i slične namete najbolji govori podatak da su crnogorske banke u 2004. godini ostvarile bruto prihod od naknada u iznosu od 27,8 milona eura, što u poređenju sa 2003. godinom predstavlja povećanje od 51,4%. Poređenja radi prihod od kredita u 2004. godini iznosio je 30 miliona eura, što znači da je bruto prihod od naknada i prihod od kredita u posmatranom periodu skoro isti<sup>90</sup>). Anomalija je da bankarski sistem izvlači tako veliki dio svojih prihoda iz transakcionih nadoknada, i da transakcione nadoknade rastu proporcionalno

---

<sup>89</sup> Izvor: »Transakcioni troškovi« - ISSP

<sup>90</sup> Izvor: »Novac, kredit i dug u Crnoj Gori« - Constantino Lluch, april 2005. godine



rastu kreditne aktivnosti. Jedino konkurencija među bankama može da eliminiše tu anomaliju;

- Sprovesti reformu sudstva kako bi se povećala efikasnost privrednih sporava i povećala zaštita banaka kao povjerioca. Smanjenja rokova naplate potraživanja, uz kvalitetno i ažurno funkcionisanje sudstva, osnovni su preduslov za smanjenje rizičnosti poslovanja u Crnoj Gori;
- Dalja privatizacija bankarskog sektora;
- Liberalizovati izdavanje odobrenja za rad stranim bankama da u Crnoj Gori mogu otvoriti filijalu odnosno predstavništvo. Ne treba zaboraviti da naša težnja za učešće u integracijama i da budemo članica EU, razbija logiku zatvorenosti.

## **Zaključak**

Problemi (barijere) u bankarskom sektoru su identifikovani. Cilj definisan Agendom ekonomskih reformi glasi: "Izgradnja stabilnog finansijskog sistema u privatnom vlasništvu, potpuno integrisanog u međunarodne strukture, koji nudi siguran i stabilan povraćaj uloga deponenata i realne cijene kapitala za zajmoprimce."

*Kako stići do cilja?* U budućem periodu osnovni impuls promjenama treba da bude u daljem povlačenje države iz bankarskog sektora i dominaciji privatne svojine, kao i otvaranje bankarskog tržišta za predstavništva i filijale banaka drugih zemalja. Usljed povećane konkurencije, banke će se snažnije boriti za svoj udio na tržištu. Za klijente banaka to će značiti veći broj usluga po povoljnijoj cijeni i niži transakcioni troškovi, a za privredu uopšte rast ekonomske aktivnosti.

## **Literatura**

1. Centralna banka Crne Gore: »Izveštaj Glavnog ekonomiste«, 2005
2. Constatino Lluh: »Novac, kredit i dug u Crnoj Gori«, 2005
3. Centar za aplikativna istraživanja i analize (CARA): »Bankarski sektor u Crnoj Gori«, 2005
4. Institut za strateške studije i projekcije (ISSP): »Crnogorski ekonomski trendovi« (MONET)
5. Institut za strateške studije i projekcije (ISSP): »Transakcioni troškovi«, 2003
6. Institut za strateške studije i projekcije (ISSP): »Makroekonomski model za Crnu Goru«, Izveštaj i preporuke, 2005
7. Kaluđerović Jadranka »Osnovne performanse bankarskog sektora Crne Gore«, Miločerski forum, 2005

8. Ministarstvo finansija Vlada RCG: «*Analiza funkcionisanja bankarskog sektora*», 2005
9. Pierse James - *The Future of Banking*, New Haven: Yale University Press, 1991
10. Trpovski Zoran: »*Modeli transformacije banaka*«, Continental banka, 2004
11. Vukotić Veselin: «*Koncepcijske osnove novog ekonomskog sistema –geneza nastanka* », ISSP, 2005
12. Vlada Republike Crne Gore: «*Agenda ekonomskih reformi 2002-2007*», Izvještaj i preporuke, 2005
13. [www.cb-cg.org](http://www.cb-cg.org)

**Maja Drakić\***

## **Mjerenje rizika na finansijskim tržištima metodom Value-at-Risk**

### **Abstract**

The increased volatility of financial markets during the last two decades has induced researchers, practitioners and regulators to design and develop more sophisticated management tools. Value at Risk has become standard measure that financial analysts use to quantify market risk. Value at Risk is defined as the maximum potential loss in value of portfolio due to adverse market movements, for a given probability. The great popularity this instrument has achieved is essentially due to its conceptual simplicity: VaR reduces the (market) risk associated with any portfolio to just one number, the loss to a given probability.

VaR measures can have many applications, such as in risk management, to evaluate the performance of risk takers and for regulatory requirements, and hence it is very important to develop methodologies that provide accurate estimates. Capital requirements imposed by the Basel Committee on Banking Supervision (1996) at the Bank for International Settlements to financial institutions are based on VaR estimates.

The main objective of this paper is to introduce basic principles of VaR and present methodology of VaR estimation.

**Key words:** *Financial Markets, Risk, Value at Risk, Risk Management*

### **1. Uvod**

Ekstremne promjene cijena na finansijskim tržištima dešavaju se rijetko, ali je njihov uticaj na tržišna dešavanja od izuzetnog značaja. Slom tržišta na Wall Streetu oktobra 1987, ili događaji nakon 11. septembra 2001. godine su privukli pažnju mnogih istraživača, a kao reakcija na ove događaje bilo je zahtjeva za različitim oblicima zaštite investitora od tržišnog rizika koji su išli čak do težnje da se uvede državna regulacija na tržištu finansijskih derivata.

---

\* Ekonomski fakultet, Podgorica; Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica

Sve ovo ide u prilog povećanju značaja upravljanja rizikom, tako da područje finansija bilježi izetno brz razvoj u posljednjih nekoliko godina. Na finansijskim tržištima postoji više tipova rizika. Kreditni rizik, rizik likvidnosti i tržišni rizik su samo neki od oblika rizika sa kojim se suočavaju investitori na finansijskim tržištima.

Kad je riječ o tržišnom riziku, onda je jedan od načešće upotrebljavanih tehnika kojim se on mjeri računanje rizične vrijednosti, u literaturi poznate kao tzv. value at risk (VaR). Najopštije, VaR se može definisati kao procjena vjerovatnoće potencijalnih gubitaka nekog aktera na finansijskom tržištu do koje može dovesti ekstremna promjena tržišnih cijena. Preciznije definisano to je potencijalni gubitak portfolia, koji se očekuje u nekom unaprijed definisanom vremenskom roku i okolnostima sa određenom unaprijed definisanom vjerovatnoćom realizacije. U te svrhe, VaR često koriste regulatorne institucije na finansijskim tržištima, da bi procijenile rizik poslovanja subjekata koji djeluju na tim tržištima. Postavljanjem određenih limita koje akteri na tržištu moraju poštovati regulatorne agencije žele da onemoguće njihov bankrot u slučaju nepredviđenih dešavanja na tržištu.

## 2. Definicija Value at Risk

Najjednostavnije VaR je maksimalni gubitak neke finansijske pozicije u određenom vremenskom periodu i za datu vjerovatnoću. To je mjera gubitka koji se vezuje za neki vanredni događaj na finansijskom tržištu. Popularnost VaR koncepta leži u jednostavnosti njegovog obračuna i lakoći interpretacije. Indikatori kakvi su standardi kapitala, odnosno minimalni zahtjevi adekvatnosti kapitala ustvari su različite verzije VaR-a.

Rizična vrijednost, odnosno VaR se definiše sa aspekta teorije vjerovatnoće. Neka istraživač ispituje u sadašnjem vremenskom trenutku  $t$  rizik finansijske pozicije u narednih  $l$  perioda. Neka je  $\Delta V(l)$  promjena u vrijednosti te finansijske pozicije između  $t$  i  $t + l$ . Ova promjena vrijednosti izražava se u novčanim jedinicama i slučajna je promjenljiva označena sa vremenskim indeksom  $t$ . Neka je definisana  $F_l(x)$  kumulativna funkcija rasporeda CDF<sup>91</sup> ove slučajne promjenljive  $\Delta V(l)$ . U tom slučaju je VaR „duge“ finansijske pozicije u periodu  $t$  do  $t + l$  definisana kao:

---

<sup>91</sup> Za jednodimenzionalni euklidov prostor ( $k = 1$ ),  $X$  je skalarna slučajna promjenljiva sa funkcijom rasporeda  $F_x(x) = P(X \leq x; \theta)$  koja je poznata kao kumulativna funkcija rasporeda promjenljive  $X$  (CDF – Cumulative Distribution Function). CDF slučajne varijable je neopadajuća funkcija (jer je za svako  $x_1 \leq x_2$ ,  $F_x(x_1) \leq F_x(x_2)$ ) i zadovoljeno je  $F_x(-\infty) = 0$  i  $F_x(\infty) = 1$ ). Za datu vjerovatnoću  $p$  najmanji realni broj  $x_p$  takav da je  $p \leq F_x(x_p)$  se zove  $p$ -ti kvantil slučajne varijable  $X$ . CDF se koristi za računanje  $p$  vrijednosti kod statističkog testiranja hipoteza.

$$p = \Pr[\Delta V(l) \leq VaR] = F_l(VaR)$$

Pri tom investitori na tržištu mogu zauzeti jednu ili obje osnovne pozicije koje postoje u berzanskoj trgovini. Duga pozicija („long position“) uključuje jednostavno kupovinu i držanje kupljene aktive i ovo je često jedina pozicija koje su mnogobrojni učesnici na tržištu svjesni. Kratka pozicija (short position) je komplikovanija i često nerazumljiva od strane običnog investora.

“Short” finansijska pozicija odnosi se na onu finansijsku imovinu koju investitor kratko prodaje (ili prodaje na „prazno“). Ova se situacija javlja kada jedan učesnik na tržištu prodaje drugome nešto što ne poseduje očekujući pad u cijeni aktive. Prodavac koji realizuje kratku prodaju pozajmljuje od berzanskog posrednika finansijske instrumente da bi mogao da izvrši isporuku u roku utvrđenom berzanskim pravilima. Kasnijom kupovinom identičnog finansijskog instrumenta investitor vraća pozajmljeni instrument. Ako je cijena u međuvremenu pala, što je očekivao prodavac na prazno, on će ostvariti profit koji je jednak razlici između cijene po kojoj je aktiva prodana i cijene po kojoj je ona naknadno kupljena (ne računajući troškove provizije). Stoga, izuzimajući troškove provizije plaćene brokeru, prodavac na prazno će ostvariti profit jednak gubitku investitora koji je zauzeo suprotnu, dugu poziciju - ili obrnuto (ukoliko cijene ne padnu, već porastu). Ovo nije jedini razlog kreiranja kratke pozicije. Investitori mogu zauzeti novu poziciju koja je suprotna postojećoj dugoj poziciji kako bi smanjili rizik. Kratka pozicija može biti zauzeta da se oformi portfolio koji smanjuju rizik jer je sastavljen od postojeće duge pozicije i novokreirane kratke pozicije koje zajedno nastupajući potiru rizik gubitka. Ova strategija smanjivanja rizika na tržištu se zove hedžing (hedging).

To znači da kada investitor posjeduje «dugu» finansijsku poziciju, on gubi u slučaju kada je  $\Delta V(l) < 0$ . VaR je u prethodnoj jednakosti negativno, ukoliko je  $p$  malo. Negativan znak VaR-a označava gubitak. Po definiciji,  $p$  je vjerovatnoća da će investitor koji drži «dugu» finansijsku poziciju tokom perioda  $l$  pretrpjeti gubitak veći ili jednak vrijednosti VaR indikatora. Drugi način interpretacije bi bila interpretacija preko suprotne vjerovatnoće:  $1 - p$  je vjerovatnoća da će potencijalni gubitak koji trpi investitor sa «dugom» finansijsku poziciju tokom perioda  $l$ , biti manji ili jednak od vrijednosti VaR indikatora.

Investitor koji posjeduje kratku finansijsku poziciju trpi gubitak kada vrijednost imovine raste tokom posmatranog perioda odnosno kada je  $\Delta V(l) > 0$ . Tada se VaR definiše kao:

$$p = \Pr[\Delta V(l) \geq VaR] = 1 - \Pr[\Delta V(l) \leq VaR] = 1 - F_l(VaR)$$

Za malo  $p$  VaR „kratka“ pozicija obično podrazumijeva pozitivnu vrijednost. Pozitivan znak podrazumijeva gubitak u ovom slučaju.

Prethodne definicije ukazuju da je VaR povezan sa ponašanjem «repova» kumulativne funkcije rasporeda CDL  $F_l(x)$ . Za duge pozicije bitan je lijevi kraj  $F_l(x)$ , dok je za kratke finansijske pozicije od važnosti desni kraj kumulativne funkcije rasporeda  $F_l(x)$ . VaR kratke finansijske pozicije definiše preko VaR duge finansijske pozicije, odnosno preko analize rasporeda  $-\Delta V(l)$ . Stoga je dovoljno dalju analizu svesti na Value at Risk dugih finansijskih pozicija.

Za bilo koju univarijabilnu kumulativnu funkciju rasporeda  $F_l(x)$  i vjerovatnoću  $p$  ( $0 < p < 1$ ), najmanji realni broj (u oznaci: inf) koji zadovoljava nejednakost  $F_l(x) \geq p$  se zove  $p$ -ti kvantil  $F_l(x)$ , odnosno:

$$x_p = \inf \{x \mid F_l(x) \geq p\}.$$

Ukoliko je u izrazu za računanje VaR poznata distributivna funkcija rasporeda  $F_l(x)$ , onda je vrijednost VaR jednostavno  $p$ -ti kvantil (tj.  $VaR = x_p$ ) te funkcije. Kako je kumulativna funkcija rasporeda prinosa na finansijsku imovinu u praksi obično nepoznata, računanje VaR se svodi na traženje ove funkcije i njenih kvantila, odnosno analizu ponašanja kumulativne distributivne funkcije na repovima.

Praktično računanje VaR obuhvata nekoliko elemenata:

1. Vjerovatnoću  $p$ , koja može biti ostavljena na 1% ( $p = 0.01$ ) ili 5% ( $p = 0.05$ ).
2. Vremenski horizont za koji se vrši predviđanje
3. Učestalost podataka, koja može biti jednaka vremenskom horizontu za koji se vrši procjena
4. Kumulativna distributivna funkcija CDF  $F_l(x)$  ili njeni kvantili
5. Vrijednost finansijske pozicije, odnosno portfolia

Pri tom je analiza fokusirana na CDF  $F_l(x)$  i različite metode ocjenjivanja ove funkcije osnov su različitih pristupa računanju VaR.

Definicija VaR-a odnosi se na novčano izražene vrijednosti finansijskih pozicija:

$$p = \Pr[\Delta V(l) \leq VaR] = F_l(VaR)$$

Kako promjene u logaritmovanim serijama stopa prinosa na finansijsku imovinu približno odgovaraju procentualnim promjenama u vrijednosti date finansijske pozicije, u analizi se mogu koristiti logaritmovane serije prinosa  $y_t$ . Odnosno, vrijednost indikatora VaR izračunata preko kvantila rasporeda  $y_{t+1}$  će biti izražena procentualno. Novčani izraz VaR se u tom slučaju dobija kao proizvod novčane vrijednost finansijske pozicije i VaR-a logaritmovane serije prinosa.

### 3. Metode obračuna Value at Risk

Iako je VaR jednostavan i interpretabilan koncept, mjerenje vrijednosti VaR-a je statistički veoma izazovan problem, i stoga su se razvile brojne metode i koncepti obračuna. Postoji i više klasifikacija brojnih metoda i tehnika obračuna VaR-a. Jedna od njih je data u nastavku<sup>92</sup>, međutim bitno je napomenuti da danas postoji ogroman broj tehnika i metoda obračuna VaR-a koje su međusobno manje ili više slične, i koje se po svojim karakteristikama jako teško mogu berrezervno svrstati u bilo koju od tri dolje date kategorije, jer imaju obilježja više njih:

1. Parametarske metode u koje spadaju RiskMetrics i GARCH<sup>93</sup> metode
2. Neparametarske kakve su ocjena preko kvantila, istorijska simulacija i hibridni metod
3. Poluparametarske metode kakva je tehnika zasnovana na teoriji ekstremnih vrijednosti, koja uključuje u nekim svojim varijacijama obračun VaR-a zasnovan na Monte Karlo simulaciji, uslovni autoregresivni VaR model (CAViaR Model) i GARCH model kvazi-maksimalne vjerodostojnosti.

### 4. RiskMetrics obračun vrijednosti Value-at-Risk

U nastavku rada će biti analiziran veoma popularan metod obračuna VaR-a koji je razvila kompanija J.P. Morgan<sup>94</sup>. U svom najjednostavnijem obliku RiskMetrics metoda podrazumijeva da neprekidnu kapitalizaciju dnevnih stopa prinosa na portfolio prati uslovni normalni raspored. Ukoliko se logaritmovani dnevni prinos označi sa  $y_t$ , a skup informacija raspoloživ do i uključujući period  $t - 1$  sa  $F_{t-1}$ ,

---

<sup>92</sup> Manganelli, S.; Engle, F., R (August 2001.); "Value at Risk models in Finance", European Central Bank, Working Paper no. 75,

<sup>93</sup> Generalizovani autoregresivni heteroskedastički modeli upotrebljavaju se za modeliranje volatilnosti na finansijskim tržištima odnosno aproksimaciju promjena varijansi i standardnih devijacija stopa prinosa na finansijsku imovinu.. Kod ovog tipa modela uslovna varijansa je funkcija ne samo kvadrata prošlih tj. lagiranih vrijednosti slučajnih grešaka u modelu već i sopstvenih prošlih vrijednosti (sopstvenih lagova).

<sup>94</sup> Longerstaey, J., More, L., (1995), "Introduction to RiskMetrics", Morgan Guaranty Trust Company

RiskMetrics metod podrazumijeva da je uslovni raspored serije logaritmovanih dnevnih prinosa dat sa  $y_t | F_{t-1} \sim N(\mu_t, \sigma_t^2)$ , gdje je  $\mu_t$  uslovna aritmetička sredina, a  $\sigma_t^2$  uslovna varijansa serije<sup>95</sup>  $y_t$ . Uz to model podrazumijeva da se ove dvije veličine mijenjaju kroz vrijeme na sljedeći način:

$$\mu_t = 0, \sigma_t^2 = \alpha \sigma_{t-1}^2 + (1 - \alpha) y_{t-1}^2, 0 < \alpha < 1.$$

Drugim riječima metod podrazumijeva da logaritmovane dnevne cijene portfolia,  $p_t = \ln(P_t)$  zadovoljavaju diferencnu jednačinu  $p_t - p_{t-1} = u_t$ , gdje je  $u_t = \sigma_t v_t$  prati integrisani generalizovani autoregresivni heteroskedastični proces reda (1,1) bez konstante, tj. IGARCH<sup>96</sup> bez konstante. Vrijednost parametra  $\alpha$  je najčešće u intervalu (0.9,1)

Zahvalna osobina ovakvog, posebnog IGARCH modela slučajnog hoda je u tome što je uslovni raspored prinosa koji se odnose na više perioda lako dostupan. Npr. za vremenski horizont od  $k$  perioda logaritmovani prinos na portfolio za period od  $t+1$ , do  $t+k$  (uključujući i  $t+k$ ) je  $y_t[k] = y_{t+1} + \dots + y_{t+k-1} + y_{t+k}$ . Ukoliko je uslovni raspored  $y_t[k] | F_t$  normalan sa nultom srednjom vrijednošću i varijansom  $\sigma_t^2[k]$ , gdje se  $\sigma_t^2[k]$  može izračunati nekom od poznatih metoda predviđanja kod GARCH modela. Polazeći o pretpostavke o nezavisnosti  $v_t$  i modela  $\mu_t = 0, \sigma_t^2 = \alpha \sigma_{t-1}^2 + (1 - \alpha) y_{t-1}^2, 0 < \alpha < 1$ , dobija se:

$$\sigma_t^2[k] = \text{Var}(r_t[k] | F_t) = \sum_{i=1}^k \text{Var}(u_{t+i} | F_t).$$

Vrijednost varijanse  $\text{Var}(u_{t+i} | F_t)$  može se dobiti rekurzivno. Kako je

$y_{t-1} = u_{t-1} = \sigma_{t-1} v_{t-1}$ , jednačina za varijansu IGARCH (1,1) modela se može pisati kao:

$$\sigma_t^2 = \sigma_{t-1}^2 + (1 - \alpha) \sigma_{t-1}^2 (v_{t-1}^2 - 1), \text{ za svako } t.$$

---

<sup>95</sup> Kako je svaka od komponenti višedimenzionalne slučajne promjenljive takođe slučajna promjenljiva, tako se uslovni raspored promjenljive (odnosno komponente)  $X$ , definiše kao raspored komponente  $X$  za date vrijednosti komponente  $Y$ . Odnosno uslovni raspored  $X$  za dato  $Y \leq y$  je

$$F_{X|Y \leq y}(x; \theta) = \frac{P(X \leq x, Y \leq y)}{P(Y \leq y)}.$$

<sup>96</sup> Integrisani generalizovani autoregresivni heteroskedastički model



I uopšte biće:

$$\sigma_{t+i}^2 = \sigma_{t+i-1}^2 + (1-\alpha)\sigma_{t+i-1}^2(v_{t+i-1}^2 - 1), \text{ za } i = 2, \dots, k.$$

Kako je  $E(v_{t+i-1}^2 - 1 | F_t) = 0$ , za  $i \geq 2$  iz prethodne jednačine se može zaključiti da je:

$$E(v_{t+i}^2 | F_t) = E(v_{t+i-1}^2 | F_t), \text{ za } i = 2, \dots, k.$$

Predviđanjem volatilitnosti (vrijednosti varijanse) jedan vremenski period unaprijed dobija se da je  $\sigma_{t+1}^2 = \alpha\sigma_t^2 + (1-\alpha)y_t^2$ . Stoga se iz prethodne jednakosti dobija da je  $Var(y_{t+i} | F_t) = \sigma_{t+1}^2$ , za  $i \geq 1$  odnosno da je stoga  $\sigma_t^2[k] = k\sigma_{t+1}^2$ . Drugim riječima rezultati pokazuju da je  $y_t[k] | F_t \square N(0, k\sigma_{t+1}^2)$ , tj. da je za slučaj posebnog IGARCH (1,1) modela uslovna varijansa serije logaritmovanih dnevnih stopa prinosa za  $k$  perioda  $y_t[k]$  proporcionalna dužini vremenskog horizonta  $k$ . U tom slučaju je uslovna standardna devijacija serije prinosa tokom  $k$  perioda  $\sqrt{k}\sigma_{t+1}$ .

Kada investitor drži «dugu» finansijsku poziciju, on trpi gubitak ukoliko dođe do velikog pada cijene. Ukoliko se vjerovatnoća ovakve situacije postavi na 5%, po RiskMetrics rizik portfolia se mjeri preko formule  $1.65\sigma_{t+1}$  odnosno koristi se 5%-tni kvantil normalnog rasporeda oko nulte sredine i sa standardnom devijacijom  $\sigma_{t+1}$ .<sup>97</sup> Stvarna vrijednost kvantila je  $-1.65\sigma_{t+1}$ , ali se negativni predznak zanemaruje polazeći od pretpostavke da ova vrijednost predstavlja gubitak. Shodno ovome, ukoliko se standardna devijacija mjeri procentualno, onda će po RiskMetrics tehnici dnevna VaR portfolia biti:

$$\text{VaR} = \text{Vrijednost finansijske pozicije} \times 1.65\sigma_{t+1}.$$

Za  $k$ -to dnevni horizont posmatranja VaR se računa kao:

$$\text{VaR}(k) = \text{Vrijednost finansijske pozicije} \times 1.65\sqrt{k}\sigma_{t+1}$$

Odnosno RiskMetrics tehnika koju je razvila kompanija J.P.Morgan podrazumijeva da je

$$\text{VaR}(k) = \sqrt{k} \times \text{VaR}$$

Ovo je tzv. vremensko pravilo kvadratnog korijena za računanje VaR-a po RiskMetrics metodu.

---

<sup>97</sup> Ovdje je riječ o analizi rasporeda samo sa jedne strane.

Neka je npr. standardna devijacija neprekidno kapitalizovane serije stopa prinosa na odnos EUR/USD i ona iznosi 0.53% u junu 2003. godine. Pretpostavka je da investitor drži «dugu» poziciju tj. ugovor vrijedan 10 miliona USD. U tom slučaju VaR za jednodnevni vremenski horizont će biti:

$$\text{VaR} = \$ 10.000.000 \times (1.65 \times 0.0053) = \$ 87.450.$$

Odnosno, za jednomjesečni vremenski horizont vrijednost VaR će biti:

$$\text{VaR} = \$ 10.000.000 \times (\sqrt{30} \times 1.65 \times 0.0053) \approx \$ 478.983$$

Prednost metode RiskMetrics za obračun vrijednosti VaR je u njenoj jednostavnosti, iako primjene i razumljivosti. Osim toga rizik na finansijskom tržištu, zahvaljujući ovako jednostavnoj metodi postaje transparentniji. Ipak, kako serije prinosa na akcije obično imaju veću koncentraciju vjerovatnoće na krajevima rasporeda prinosa, odnosno «šire» repove, pretpostavka o normalnosti rasporeda dovodi do potcjenjivanja vrijednosti VaR u odnosu na realnu vrijednost. Drugi metodi obračuna VaR ne polaze od pretpostavke o normalnosti rasporeda.

Vremensko pravilo kvadratnog korijena kod J.P. Morganove tehnike obračuna VaR je posljedica specifičnog modela koji je u osnovi RiskMetrics metode. Ukoliko je pretpostavka o nultoj srednjoj vrijednosti ili specifičnom IGARCH(1,1) modelu logaritmovane serije prinosa nevažeća, onda ni vremensko pravilo ne važi.

Sada se može razmatrati jednostavni model sa nenultom srednjom vrijednosti oblika:

$$y_t = \mu + u_t, \quad u_t = \sigma_t v_t, \quad \mu \neq 0$$

$$\sigma_t^2 = \alpha \sigma_{t-1}^2 + (1 - \alpha) u_{t-1}^2$$

gdje je serija  $v_t$  standardni proces bijeli šum.

Pretpostavka o nenultoj srednjoj vrijednosti  $\mu \neq 0$  važi za mnoge serije podataka koje se odnose na akcije kojima se intenzivno trguje na svim svjetskim berzama. Za ovaj model raspored  $y_{t+1}$  će biti dat funkcijom  $F_t$  koja prati  $N(\mu, \sigma_{t+1}^2)$ . Tada 5% kvantil potreban za računanje VaR za jedinični interval postaje  $\mu - 1.65\sigma_{t+1}^2$ . Odnosno ukoliko se analiza odnosi na  $k$  perioda dug vremenski horizont funkcija  $F_t$  ima raspored  $N(k\mu, k\sigma_{t+1}^2)$  m pri čemu je kao i ranije  $y_t[k] = r_{t+1} + \dots + r_{t+k}$ , a 5% kvantil čija se vrijednost koristi prilikom obračuna VaR postaje:  $k\mu - 1.65\sqrt{k}\sigma_{t+1}^2 = \sqrt{k}(\sqrt{k}\mu - 1.65\sigma_{t+1}^2)$ . Drugim riječima ukoliko srednja vrijednost prinosa na neki oblik finansijske aktive nije jednaka nuli ne važi vremensko pravilo

kvadratnog korijena koje se koristi pri RiskMetrics obračunu VaR za serije prinosa sa nultom srednjom vrijednošću, odnosno:

$$\text{VaR}(k) \neq \sqrt{k} \times \text{VaR}$$

Slično se može dokazati i ukoliko pretpostavka o posebnom obliku IGARCH (1,1) modela ne važi.

Isto tako moguće je da investitor posjeduje tzv. višestruku finansijsku poziciju, odnosno da ima više oblika finansijske aktive u okviru nekog vremenskog ugovora. RiskMetrics metod koristi isti pristup prilikom obračuna VaR-a i ovakve, višestruke pozicije, odnosno polazi se od pretpostavke da logaritmovatne dnevne serije prinosa svake od pozicija prate GARCH (1,1) modela slučajnog hoda. Dodatni elementi potrebni za obračun su unakrsni koeficijenti korelacije između serija prinosa. Ukoliko postoje dvije finansijske pozicije i ukoliko je VaR svake od njih označena kao  $\text{VaR}_1$ , odnosno  $\text{VaR}_2$ , a koeficijent korelacije između dvaju serija prinosa  $\rho_{12}$ , onda će:

$$\rho_{12} = \frac{\text{Cov}(y_{1t}, y_{2t})}{\sqrt{\text{Var}(y_{1t})\text{Var}(y_{2t})}}.$$

Odnosno, ukupna VaR investitora će, za slučaj dva instrumenta u okviru njegove finansijske pozicije:

$$\text{VaR} = \sqrt{\text{VaR}_1^2 + \text{VaR}_2^2 + 2\rho_{12}\text{VaR}_1\text{VaR}_2}.$$

U opštem slučaju, za  $m$  instrumenata ukupni VaR finansijske pozicije investitora će biti:

$$\text{VaR} = \sqrt{\sum_{i=1}^m \text{VaR}_i^2 + 2 \sum_{i < j}^m \rho_{ij} \text{VaR}_i \text{VaR}_j}$$

Pri čemu je  $\text{VaR}_i$  vrijednost VaR za  $i$ -ti finansijski instrument, a  $\rho_{ij}$  unakrsni koeficijent korelacije između  $i$ -te i  $j$ -te serije prinosa.

## 5. Ekonometrijski pristup računanju rizične vrijednosti VaR

Svi teorijski modeli analize finansijskih vremenskih serija mogu poslužiti kao osnov računanju VaR. Pri tom je polazna osnova za obračun VaR potpun model kojim se aproksimira kretanje kako srednje vrijednosti prinosa na neki oblik finansijske imovine, tako i kretanje volatilnosti (varijanse i standardne devijacije) preko metoda poznatih u finansijskoj teoriji.

Ovaj pristup računanju vrijednosti indikatora VaR naziva se ekonometrijskim pristupom, a u praksi se on može javiti u najraznovrsnijim oblicima u zavisnosti od modela na kojem je zasnovan.

Neka je data logaritmovana serija prinosa  $y_t$ . Potpuni model kojim se aproksimira kretanje srednje vrijednosti i varijanse ove serije može se predstaviti sa:

$$\begin{aligned} y_t &= \phi_0 + \sum_{i=1}^p \phi_i y_{t-i} + u_t - \sum_{j=1}^q \theta_j u_{t-j} \\ u_t &= \sigma_t \nu_t \\ \sigma_t^2 &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^u \alpha_i u_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^v \beta_j \sigma_{t-j}^2 \end{aligned}$$

Ukoliko pretpostavimo da su parametri u sistemu poznati, na osnovu ovih jednačina može se dobiti vrijednost uslovne srednje vrijednosti i varijanse serije prinosa  $y_t$  u narednom vremenskom periodu. Stoga će biti:

$$\begin{aligned} \hat{y}_t(1) &= \phi_0 + \sum_{i=1}^p \phi_i y_{t+1-i} - \sum_{j=1}^q \theta_j u_{t+1-j} \\ \hat{\sigma}_{t+1}^2 &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^u \alpha_i u_{t+1-i}^2 + \sum_{j=1}^v \beta_j \sigma_{t+1-j}^2 \end{aligned}$$

Ukoliko se dalje pođe od pretpostavke da je  $\nu_t$  proces bijeli šum, onda će, ukoliko su nam na raspolaganju sve informacije raspoložive do vremenskog perioda  $t$  uslovni raspored  $y_{t+1}$  biti  $N[\hat{r}_t(1), \hat{\sigma}_t^2(1)]$ . Kvantili ovog uslovnog rasporeda mogu se jednostavno izračunati. Npr. 5% kvantil je  $\hat{r}_t(1) - 1.65 \hat{\sigma}_t^2(1)$ .

Ukoliko se pak pođe od pretpostavke da  $\nu_t$  ima Studentov- $t$  raspored sa  $v$  stepeni slobode, onda će odgovarajući kvantil biti  $\hat{r}_t(1) - t_v^* \hat{\sigma}_t^2(1)$ , gdje je  $t_v^*(p)$   $p$ -ti kvantil standardizovanog Studentovog  $t$ -rasporeda sa  $v$  stepeni slobode.

Veza između vrijednosti kvantila Studentovog- $t$  rasporeda sa  $v$  stepeni slobode (u oznaci  $t_v$ ) i kvantila standardizovanog Studentovog- $t$  rasporeda sa  $v$  stepeni slobode (u oznaci  $t_v^*$ ) data je sa:

$$p = \Pr(t_v \leq q) = \Pr\left(\frac{t_v}{\sqrt{v/(v-2)}} \leq \frac{q}{\sqrt{v/(v-2)}}\right) = \Pr\left(t_v^* \leq \frac{q}{\sqrt{v/(v-2)}}\right)$$

gdje je  $v > 2$ . Odnosno ukoliko je  $q - p$ -ti kvantil Studentovog- $t$  rasporeda sa  $v$  stepeni slobode onda je  $q / \sqrt{v/(v-2)}$  -  $p$ -ti kvantil standardizovanog Studentovog rasporeda sa  $v$  stepeni slobode. Odnosno  $v_t$  u prikazanom GARCH modelu ima Studentov- $t$  raspored sa  $v$  stepeni slobode, pa će za vjerovatnoću  $p$ , kvantil koji se koristi za obračun VaR u vremenu  $t$  za jedan vremenski interval unaprijed je:

$$\hat{r}_t(1) - \frac{t_v(p)\hat{\sigma}_t(1)}{\sqrt{v/(v-2)}}$$

gdje je  $t_v(p)$   $p$ -ti kvantil Studentovog- $t$  rasporeda sa  $v$  stepeni slobode.

Ukoliko u tekućem periodu želimo da izračunamo VaR finansijske pozicije sa logaritmovanom serijom prinosa  $y_t$  za vremenski horizont od  $k$  perioda unaprijed, onda će biti:

$$y_t[k] = y_{t+1} + \dots + y_{t+k}.$$

Uslovna srednja vrijednost može se dobiti iz ARMA modela:

$$\hat{y}_t[k] = y_t(1) + \dots + y_t(k)$$

gdje je  $y_t(l)$  modelom predviđena vrijednost prinosa za trenutak koji je  $l$  perioda udaljen od tekućeg perioda  $t$ . Vrijednosti prinosa predviđene modelom se mogu dobiti rekurzivno.

Ako se ARMA model predstavi preko pokretnih prosjeka dobija se:

$$y_t = \mu + u_t + \psi_1 u_{t-1} + \psi_2 u_{t-2} + \dots$$

Tada će greška predviđanja za  $l$ -ti period od tekućeg perioda  $t$  biti:

$$\varepsilon_t(l) = r_{t+l} - r_t(l) = u_{t+l} + \psi_1 u_{t+l-1} + \dots + \psi_{l-1} u_{t+1}.$$

Greška predviđanja za očekivani prinos za  $k$  perioda  $\hat{y}_t[k]$  biće suma  $k$  pojedinačnih grešaka predviđanja vrijednosti serije  $y_t$  jedan interval unaprijed, od počev od tekućeg perioda  $t$ :

$$\varepsilon_t[k] = \varepsilon_t(1) + \varepsilon_t(2) + \dots + \varepsilon_t(k)$$

$$\varepsilon_t[k] = u_{t+1} + (u_{t+2} + \psi_1 u_{t+1}) + \dots + \sum_{i=0}^{k-1} \psi_i u_{t+k-i}$$

$$\varepsilon_t[k] = u_{t+k} + (1 + \psi_1)u_{t+k-1} + \dots + \left( \sum_{i=0}^{k-1} \psi_i \right) u_{t+1}$$

pri čemu je  $\psi_0 = 1$ .

Predviđanje volatilnosti serije prinosa u periodu  $k$  jedinica udaljenom od tekućeg perioda je uslovna varijansa  $\varepsilon_t[k]$  pod pretpostavkom da su sve raspoložive informacije do perioda  $t$  poznate i date funkcijom  $F_t$ . Imajući u vidu pretpostavku o nezavisnosti grešaka predviđanja  $\varepsilon_{t+i}$  za  $i = 1, \dots, k$ , gdje je  $u_{t+i} = \sigma_{t+i} v_{t+i}$ , dobija se:

$$\begin{aligned} \text{Var}(\varepsilon_t[k] | F_t) &= \text{Var}(u_{t+k} | F_t) + (1 + \psi_1)^2 \text{Var}(u_{t+k-1} | F_t) + \dots + \left( \sum_{i=0}^{k-1} \psi_i \right)^2 \text{Var}(u_{t+1} | F_t) \\ \text{Var}(\varepsilon_t[k] | F_t) &= \sigma_t^2(k) + (1 + \psi_1)^2 \sigma_t^2(k-1) + \dots + \left( \sum_{i=0}^{k-1} \psi_i \right)^2 \sigma_t^2(1) \end{aligned}$$

Pri čemu je  $\sigma_t^2(l)$  predviđena vrijednost volatilnosti (varijanse) u periodu  $l$  jediničnih intervala udaljenom od tekućeg perioda  $t$ .

Neka je primjera radi dat sljedeći model:

$$\begin{aligned} y_t &= \mu + u_t, \quad u_t = \sigma_t v_t \\ \sigma_t^2 &= \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 \end{aligned}$$

Ovdje je  $\psi_i = 0, \forall i > 0$ . Predviđena vrijednost prinosa za  $k$  perioda od tekućeg perioda  $t$  će biti  $\hat{y}_t[k] = k\mu$ , odgovarajuća greška predviđanja:

$$\varepsilon_t[k] = u_{t+k} + u_{t+k-1} + \dots + u_{t+1}$$

Vrijednost varijanse serije tokom  $k$  perioda od tekućeg perioda  $t$  predviđena modelom volatilnosti biće:

$$\text{Var}(\varepsilon_t[k] | F_t) = \sum_{i=1}^k \sigma_t^2(i).$$

Kako za GARCH (1,1) model važi:

$$\begin{aligned} \sigma_t^2(1) &= \alpha_0 + \alpha_1 u_t^2 + \beta_1 \sigma_t^2 \\ \sigma_t^2(k) &= \alpha_0 + (\alpha_1 + \beta_1) \sigma_t^2(k-1) \end{aligned}$$

Iz ovoga se može rekursivnim putem dobiti  $\text{Var}(\varepsilon_t[k] | F_t)$ . Ukoliko je proces  $v_t$  bijeli šum, onda je uslovni raspored  $y_t[k]$  za dato  $F_t$  normalan, sa sredinom  $k\mu$  i varijansom  $\text{Var}(\varepsilon_t[k] | F_t)$ , pa su i kvantili neophodni za računanje VaR poznati<sup>98</sup> a sam obračun vrlo jednostavan.

---

<sup>98</sup> Kvantili normalnog rasporeda

## 6. Zaključak

Neizvjesnost na finansijskim tržištima tokom prethodnog vijeka neprekidno je rasla. O visokom stepenu rizika na tržištu akcija može se govoriti još od velike krize 1929. godine. Nakon pada Bretonvudskog sistema kamatne stope počele su da drastično variraju. Rast neizvjesnosti ekonomskog okruženja, na jednoj strani, i rast efikasnosti i integracija finansijskih tržišta, na drugoj strani, omogućili su rast mobilnosti kapitala, a finansijski rizik i neizvjesnost na finansijskom tržištu postali su jedan od ključnih faktora opstanka i uspjeha kako finansijskih tako i nefinansijskih preduzeća. To je stvorilo potrebu za upravljanjem rizikom. Nestabilnosti na tržištu, razvoj informacione tehnologije, deregulacija finansijskih tržišta i promjene zakonskog i institucionalnog okvira na finansijskim tržištima doprinijeli su jačanju potrebe za razvojem metoda i modela upravljanja rizikom. U te svrhe razvijen je čitav niz metoda i modela analize rizika.

Jedan od ovih metoda procjene rizika, koji je zahvaljujući jednostavnosti obračuna i lakoći interpretacije postao veoma popularan i široko korišćen, je tzv. indikator Value at Risk. Vrijednost Value at Risk za datu vjerovatnoću mjeri maksimalni gubitak neke finansijske pozicije u određenom vremenskom periodu. To je mjera gubitka koji se vezuje za neki vanredni događaj na finansijskom tržištu.

Bez obzira na popularnost i široku upotrebu VaR metode procjene rizika, ne treba gubiti iz vida činjenicu da svi metodi i modeli analize rizika, pa i VaR ipak predstavljaju samo sredstvo koje pomaže ekonomskim agentima prilikom donošenja finansijskih odluka. U tom smislu VaR metode treba da pomognu donosiocima odluka da procijene rizik, ali su u krajnjem uvijek oni ti koji snose odgovornost za donijetu odluku.

Isto tako važno je ne gubiti iz vida i to da su sva dešavanja na finansijskim tržištima zapravo proizvod ljudskih aktivnosti i odnosa. Ekonomski i finansijski modeli, u koje spadaju i metode obračuna VaR podrazumijevaju formalizaciju ekonomskog ponašanja ljudi, koje je, neosporno i na sreću, isuviše bogato da bi se moglo opisati kvantitativnim jezikom. Stoga je domet svih modela, pa i VaR metode ograničen. Drugim riječima, uvijek postoji dodatni elemenat neizvjesnosti na tržištu koji VaR ne može uhvatiti.

## Literatura

1. Bollerslev, (1986), "*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*," *Journal of Econometrics*
2. Brooks, C. (2002) "*Introductory Econometric for Finance*", Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom
3. Campbell, Lo & MacKinley (1997), "*The Econometrics of Financial Markets*", Princeton, Princeton University Press
4. *Econometrics*,
5. Fridman, M. (1997) "*Sloboda izbora*", Global book, Novi Sad
6. Hamilton J., (1994) "*Time Series Analysis*", Princeton University Press
7. Hoel, P.G. (1960) "*Elementary Statistics*", John Wiley and Sons, Inc., USA, 1960
8. Jovičić, M. (1989) "*Ekonometrijski metodi*", Ekonomski fakultet, Beograd
9. Manganelli, S.; Engle, F., R (2001.); "*Value at Risk models in Finance*", European Central Bank, Working Paper no. 75
10. Mladenović, Z.; Petrović, P. (2002) "*Uvod u ekonometriju*", Ekonomski fakultet, Beograd
11. Stojanovic, S. D. (2004-05), "*Optimal portfolio series formula under dynamic appreciation rate uncertainty*", The Journal of Computational Finance, Volume 8 / Number 2
12. Tsay, R.S. (2002) "Analysis of Financial Time Series", John Wiley and Sons, Inc.
13. Van Horne, J. C. (1997) "*Financijsko upravljanje i politika - Financijski menadžment*", Mate, Zagreb,
14. Vujković, T. (1976) "*Ekonometrijske metode i tehnike*", Informator, Zagreb
15. Vujošević, Mladenović, Z. (1996), "*Makroekonometrijsko modeliranje – savremeni metodi*", Zadužbina Andrejević, Beograd
16. Vukotić, V. (1985) "*Statistička analiza produktivnosti rada*" UR, Nikšić
17. Vukotić, V. (2001) "*Makroekonomski računi i modeli*", CID, Podgorica
18. Vukotić, V. (2003) "*Psihofilozofija biznisa*", CID, Podgorica
19. Watsham T. J., Parramore, K., (1996) "*Quantitative Methods in Finance*" International Thomson Business Press



**Vladimir Kovacevic\***

## **Merger control and competition policy in Montenegro in view of EU Accession**

### **Abstract**

In the context of accession into European Union, this paper highlights the significance of the European competition policy. Furthermore, paper assesses the impact of harmonisation between the Law of European Community and laws of ex-transition countries in the field of competition policy. Considering the decisiveness of Montenegro to be the part of European integrations, we analyse the expectations of changes that must be performed during the process of integration in order to fulfil the requirements for joining the EU in the field of competition policy.

**Key words:** *competition policy, antitrust, merger, state aid, harmonisation*

### **Introduction**

The expectation of the transition process is to build up an institutional environment and enable market to operate. In order to persist on the road towards European Union, it is important to be prepared for the certain legislative changes with regard to competition policy. Competition policy in Montenegro will be formally set by the new Competition Law which is still in preparation.<sup>99</sup> The competent regulatory body for the implementation of the competition policy in European Union is the European Commission with headquarters in Brussels.

The objective of this article is to show legal implications of the enlargement in the sector of competition policy. I will begin the discussion with the overview of current conditions regarding this policy and with the description of the rules adopted hitherto. Afterwards, using the experience of certain ex-transition countries that are now part of the European Union<sup>100</sup>, I will present the main changes in their legislation (concerning the competition policy) that have happened through the process of an accession into the EU's single market. In order to make suggestions

---

\* Staffordshire University, Engleska

<sup>99</sup> It is expected that the Competition law will be adopted in the Parliament of Montenegro until the end of 2005. The provisions of the law will be in effect from January 1<sup>st</sup>, 2006

<sup>100</sup> Czech Republic, Slovakia, Latvia and Slovenia

that will contribute to the decrease in the gap between domestic and EU's competition legislation, I will conclude with the list of some expectations that could arise during the process of joining the EU.

Considering the process of the accession of transition countries into the European Union in 2004, competition policy has received much attention. Henceforth, countries-candidates had to screen legislative proposals from the point of view of their compatibility with the laws of EU and to ensure the possible harmonization between the laws.

### **Recent history of competition policy in Montenegro**

After almost 60 years of communism and socialistic organization of the economy in former Yugoslavia, a lot of large state-owned companies were ready for restructuring and reinvesting. In 2001, the Privatization Council of Montenegro has organised a mass voucher privatisation in order to "revive" the economy. Thereafter, in a four-year period there was a significant increase in foreign investments. At the beginning of 2005, the privatisation of the only telecommunication company "Telecom" has taken place. It was acquired by Magyar Telecom through the stock market transaction. Moreover, there were many examples of companies being taken over in last few years (the most recent case is the Aluminium Plant).

Despite of these examples, Montenegro did not have Competition Law in force since 1996. This field was regulated by Antimonopoly Law (issued by Federal Government), but regulatory institution for implementing this law never existed in Montenegro. Thus, Antimonopoly Law has regulated this field incompletely and inappropriately. In order to create a fair market rules through elimination of artificial barriers to competition from the part of unfairly competing companies, it is necessary to pass a new Competition Law in Montenegro. Since the principal aim of the competition policy of the European Commission is to prevent distortion of, and impediments to, competition and trade between the member states, it is rational that policy makers should be occupied with the creation of competitive markets. By regulation of this field, it will be clear what behaviour of firms is prohibited.

### **Processes in the European Union**

The European Union set the goal in 2000 – strong competition policy as a vital to ensure that European firms remain among the world's best. It means that European market is considered as a single entity. Accession into EU therefore means a direct access to single market. But before that, there are requirements to be met. All member-candidates are required to adopt the *acquis communautaire* (legislative body of the EU), which is consisted of 31 chapters of different rules in all areas

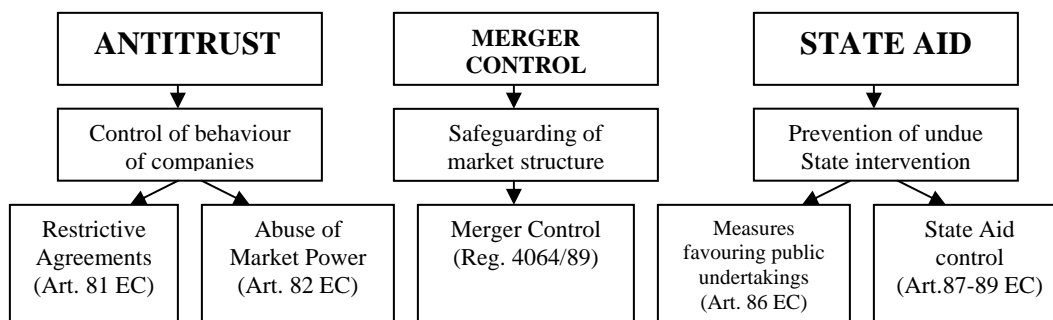
(political, cultural, economic etc.). Competition policy rules are part of these rules. The essence of this part of *acquis* is in widening of law competences, but also in transferring of some responsibilities to European Commission. On the other hand, each country-member of European Community leads its competition policy. The fact that the decisions of European Commission are legally more significant can give someone a right to argue that Commission tends to centralize the power, rather than leave decisions to national authorities. Argument in defence is that Competition Law is usually national, but multinational companies are not national. Moreover, with willingness of countries for cooperation, European Commission can succeed in monitoring the activities of firms both inside and outside of EU. Mergers, as a growing type of business behaviour, especially in transition countries occur more recently. The reason can be found in the fact that competitive pressures have never been greater. The industries became more complex. The companies seek to exploit new opportunities in overseas markets. No government can control the situation and number of mergers in one country. Montenegro is experiencing this situation in last few years. Hence, the implementation of competition policy is a way of response to globalization processes.

The EU has three pillars of competition policy: antitrust policy, merger control and state aid. The conduct in all three areas has the common objective: to stop the distortion of a market and thereby to protect consumers being harmed and avoid the reduction in efficiency of firms. The commissioner of European Commission, Mario Monti argues that national competition authorities must make decisions which will bring benefits to consumers (create more efficient firms); even it does not make any better for competitors (for example, increased number of competitors). The regulation of mergers, i.e. the prohibition of mergers is necessary only if the level of consumer's welfare has been reduced.

### **Relation between the Brussels and member-state**

Accession into European Union simultaneously means giving up of independent control over the Montenegro's market and sharing the responsibility of competition policy leading. Why should some state grant its powers to the European Commission? Is it a contribution of single states to the protection of single European market? It is regulated that Commission is free to enforce competition policy where cross-border trade is involved and member states are generally happy with this. On the other hand, some of the member-states are trying to use its competition law to protect their national champions. This can lead to conclusion that relationship between the centre in Brussels and its member-states is very sensitive. From the EU point of view, joint responsibility of the Commission and national competition authorities will lead to a better and more effective sharing of enforcement tasks between the Commission and national authorities.

The working version of Montenegro's competition law is similar to competition laws of ex-transition countries that are now part of the European Union (for example Czech Republic, Slovakia and Latvia). Considering the amendments of competition laws of these countries during the process of accession into EU, Montenegro can also expect some changes in law when time for accession comes. The experience of others can tell us that problem in harmonisation of laws usually arises in lack of legal and economic expertise to enforce the laws. Therefore, this may cause delays in the process of accession into EU. Readiness to join the EU must be shown through each segments of competition policy. In addition, it is important to emphasize that state aid is not considered under the Competition Law now. The same situation was in all transition countries. State aid policy was lead by Government. This issue was transferred to European Competition competence during the process of amendment of current laws in ex-transition countries. The three pillars of EU competition policy are presented on the picture below:



Source: Overview of the EU's competition policy, presentation by Ingrida Pucinskaite, Brussels, 6 April, 2004

Analyzing the content of preliminary version of competition law in Montenegro (area of antitrust), we can conclude that it regulates both the agreements distorting competition and abuses of dominant position at the market. Comparing with EU competition policy content in the field of antitrust and using the experience of Czech Republic we can expect two amendments to the competition law. Both amendments have in common that they will project into the Montenegro law the new principles of Community law. By joining the EU, competition and state aid law of the European Communities will be directly applicable on the territory of Montenegro. Simultaneously, Montenegro becomes the member of ECN<sup>101</sup> (European Competition Network). First amendment is based on the implementation of the rules

<sup>101</sup> ECN is a network between competition authorities of the EU member states and the European Commission

on competition laid down in Articles 81 and 82 of the Treaty of Rome.<sup>102</sup> In the area of agreements distorting competition, the principle of individual exemptions is expected to be changed. Article 11 of preliminary version of Montenegro competition law states that companies can have exemption from the prohibition of certain agreement if the competition authority approve that exemption. But, the amendment is in abandoning the hitherto principle and introducing the new rule that “companies are no longer obliged to ask for approval of exemption from the prohibition of certain agreement, but, when the criteria set by law are met, such agreement is considered valid from the very beginning.”<sup>103</sup> The second amendment could be the more precise definition of the abuse of dominant position in relation to the essential facilities. In OECD report from 2003 it is stated that “concept should in the future relate not only to facilities owned by the dominant undertaking but also to those used by the dominant undertaking by any other legal means and should include also the intellectual property issues”. Since, these two expectations are based on the experience of countries that have entered into the EU; hence, it is more probably that the similar procedure will be applied on our case.

Control of mergers represents the second pillar of EU competition policy. The issue of merger or concentration control is well defined in preliminary version of Montenegrin competition law. Only expected amendments during the process of accession could be the new merger notification criteria. The expected number of mergers in transition countries is high; therefore, the competition authority is spending a lot of resources to deal with all of them. The aim of this amendment is to reduce the number of notified mergers by changing the thresholds value of undertaking’s turnovers, exceeding of which makes the concentration subject to the approval of Office. Hence, number of less important mergers for notification will decrease, and competition authority will have available more resources to deal with more serious cases of mergers.

State aid is one of the most important and controversial issues in EU. Such importance of state aid is because governments compete for large investment projects by providing different investment incentives to domestic businesses with aim to attract the potential investors. Those incentives together with other measures of support fall within the scope of State aid. The accession to the EU brings significant changes in control and monitoring of state aid. The European Commission becomes the supreme decision-making body. The power to make decisions about granting state aid is therefore under the jurisdiction of the European Commission. Competition authorities of new member-state of EU have a role of

---

<sup>102</sup> Treaty of Rome is the act that gave the birth to the European Economic Community (EEC) and is consisted of Articles which regulate the economic policy of European Union

<sup>103</sup> Source: 2004 Annual report, Competition Commission of Czech Republic

central advisory and consultative body without any substantial decision-making capacity (except when it comes to fines). This means that competitive authorities cannot approve the grant. Applicant must satisfy the general conditions in order to apply for a subsidy. These conditions are about the minimum amount of investment, number of job that will be created, the environmental issues etc. The role of national competitive authority is consultative and authority may elaborate preliminary opinion, prepare the notifications and discuss about the cases with European Commission.

The level of state aid has been declining in recent years across the most EU member-states. It is still on a relatively high level, and totals almost €80 billion, i.e. around one per cent of the EU's gross domestic product (GDP). The different levels of state aid in different countries can have an impact on the single market in EU. For example, some government may help businesses by using the policy of tax benefits through the fiscal policy. Even if this happens, European Commission has the power "to force the repayment of illegal state aid" (Bannerman, 2002). According to the average amount of subsidies in the countries of EU ( $\approx 1.00\%$  of GDP), the level of subsidies in relation to GDP in Montenegro is shown in the next table:

Table 1. Subsidies/GDP ratio (the values of GDP and subsidies are in millions of €) in Montenegro

Year	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>104</sup>
GDP	1,244.80	1,301.50	1,433.00	1,535.00	1,644.00
Subsidies	12.249	18.169	14.631	9.200	5.042
<b>Subsidies/GDP ratio (%)</b>	<b>0.98</b>	<b>1.39</b>	<b>1.02</b>	<b>0.599</b>	<b>0.306</b>

Source: Monstat (National Office for Statistics of Montenegro) and ISSP (Institute for strategic studies and prognoses, Podgorica)

Table 1. shows that subsidy/GDP ratio in Montenegro is, on average, lower than in the countries of European Union. The decreasing rate of this ratio suggest the lower impact of Government of Montenegro on the industry structure and predicted value of ratio in year 2005 is sending a signals of further liberalisation of state aid policy in Montenegro.

## Conclusion

According to the experience of developed countries and members of the European Community and their traditional care about competition rules, competition policy should be considered as a priority in the future. Equally important, it is necessary to

<sup>104</sup> Forecast values

develop the functioning of market economy to the level that will be convincing for the EU administration to believe that Montenegro's market would be able to withstand competitive pressures within the Union's internal market after joining the EU. National competition authority must be regarded as an independent organization with the appropriate power to oversee the market and sanction against anti-competitive conduct.

## References

1. Act on the protection of competition in Czech Republic, 2004;
2. Agnes Batory, The legal implications of EU enlargement, The Royal Institute of International Affairs, May 2004;
3. Annual report 2004, Office for the Protection of Competition in Czech Republic; 2005.
4. Annual report on competition policy developments in Czech Republic, OECD, 2003;
5. Edward Bannerman, The future of EU competition policy, 2002;
6. Hugo Paemen, EU Accession guide, Hogan & Hartson, 2003;
7. Ingrida Pucinskaite, Overview of the EU's competition policy, presentation, Brussels, 2004;
8. Jens Holscher and Johannes Stephan, Merger control and competition policy in Central East Europe in view of EU Accession, 2005;
9. Mario Monti, EU competition policy after May 2004, Fordham Annual Conference on International Antitrust Law and Policy; New York, October, 2003;
10. State aid in the Czech Republic, Bulletin, Allen & Overy, 2005;
11. Working version of Competition Law in Montenegro, 2005;

Saša Vujošević\*

## Sigurnost Internet bankarstva u Crnoj Gori

### Abstract

During the end of the last year and the beginning of this year many banks in Montenegro have started with e-banking. As a part of the offer some banks support Internet banking.

Electronic banking systems provide us with easy access to banking services. The interaction between user and bank has been substantially improved by deploying phone banking, Internet banking, and more recently, mobile banking. This paper discusses the security of Internet banking in Montenegro.

There have been described some protection techniques of unsafe channels and their appliance in Internet banking. Also, there has been analyzed Internet banking in Montenegro, with specific retrospective view on authentication certificates and certificates authority (CA).

**Key words:** *E-banking, Internet banking, security, cryptography, SSL, CA*

### 1. Uvod

Poslednja decenija prošloga vijeka donijela je ogromno širenje Interneta. Prisustvo raznih komercijalnih firmi na Internetu, dovelo je do ubrzanog razvoja elektronske trgovine, zbog čega je bilo potrebno razvijati platne sisteme i mehanizme za obradu transakcija.

Zbog visokih cijena potrebne infrastrukture razvoj ovakvih sistema ranije nije bio interesantan. Međutim, poslednje godine dvadesetog vijeka donijele su dramatičan pad cijena informacione i komunikacione opreme, kao i poboljšanje njihovih performansi.

Ipak, glavna ideja koja je doprinijela razvoju elektronske trgovine i elektronskog bankarstva je da se za platne sisteme ne formira nova infrastruktura već da se iskoristi Internet. Sa aspekta troškova, s obzirom da Internet spada u grupu elektronskih kanala distribucije sa najnižim troškovima po jednoj transakciji,

---

\* Ekonomski fakultet - Podgorica



upotreba Interneta je veoma povoljna. S druge strane, Internet je javna mreža, dostupna svima, pa se postavlja pitanje bezbjednosti transakcija obavljenih preko Interneta.

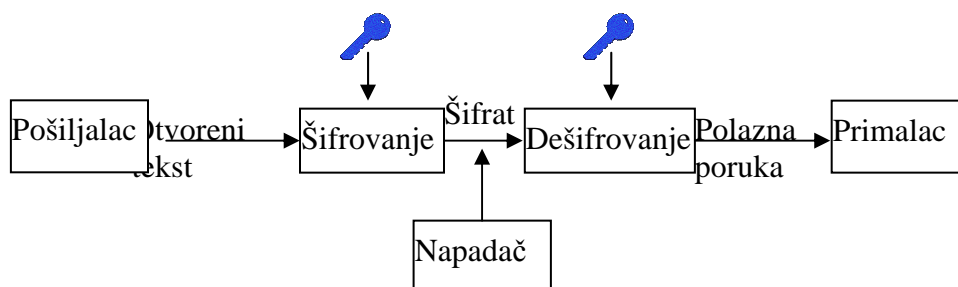
Rešenje problema ponudila je kriptografija, grana matematike koja se bavi metodama očuvanja tajnosti informacija. Primjena kriptografske teorije pomaže nam da postignemo ciljeve kao što su povjerljivost, autentičnost, neporicljivost i integritet podataka. Iako do danas nije razvijen algoritam koji pruža apsolutnu sigurnost, postoji nekoliko njih koji su postali standard u oblasti elektronske trgovine. Oni čine okosnicu velikog broja platnih sistema i transakcionih mehanizama baziranih na elektronskom novcu.

Danas je SSL (Secure Sockets Layer) standardni protokol u elektronskoj trgovini – protokol koji omogućava sigurnu komunikaciju putem nesigurne Internet mreže. Sigurnost mu se zasniva na kriptografiji sa javnim i tajnim ključem, heš funkcijama i digitalnim sertifikatima.

Crnogorske banke koje su uvele elektronsko bankarstvo, takođe koriste SSL protokol za razmjenu podataka. Ovaj rad potencira pitanje autentifikacionih sertifikata crnogorskih banaka, kao jedne od sigurnosnih komponenti SSL protokola.

## 2. Osnove kriptografije

Kriptografija je nauka koja se bavi proučavanjem metoda za slanje poruka u takvom obliku da ih može pročitati samo onaj kome su namijenjene. Osnovni zadatak kriptografije je da omogući dvijema osobama (**pošiljalac** i **primalac**) da komuniciraju preko nesigurnog komunikacionog kanala (telefonska linija, kompjuterska mreža, ...) tako da ih treća osoba (**napadač**) ne može razumjeti. Poruku koju pošiljalac želi da pošalje primaocu zvaćemo **otvoreni tekst** (engl. *plaintext*). Pošiljalac transformiše otvoreni tekst koristeći unaprijed dogovoreni **ključ**. Taj postupak se zove **šifrovanje**, a dobijeni rezultat **šifrat** (engl. *ciphertext*) ili **kriptogram**. Nakon toga pošiljalac šalje primaocu šifrat preko nekog komunikacionog kanala. Napadač može pokušati da otkrije originalnu poruku, ali to je gotovo nemogući zadatak. S druge strane, primalac pomoću ključa poruku može lako dešifrovati (slika 1).



Slika 1: Kriptovanje pomoću ključa

Osnovni elementi kriptografske metode za zaštitu su:

- šifrovanje – transformacija čitljivog teksta u nečitljiv oblik,
- dešifrovanje – postupak vraćanja šifrovanog teksta u čitljiv oblik,
- ključ – početna vrijednost algoritma kojim se vrši šifrovanje,
- plaintext –informacija koju želimo da sakrijemo, i
- ciphertext – kriptovan (nečitljiv) tekst.

Moderna kriptografija počiva na teoriji brojeva: svako slovo se zakodira nekim brojem (npr. ASCII kod), a zatim se tako dobijeni veliki broj nekom matematičkom funkcijom pretvara u neki drugi broj koji predstavlja šifrovani tekst. Nekom drugom (inverznom) funkcijom, ponovo se dobija polazni broj, tj. polazni tekst. I jedna i druga funkcija se mogu izračunati samo uz pomoć dodatnog argumenta – **ključa**. U zavisnosti od izbora funkcija, kao i tipa ključeva razlikujemo različite šifarske sisteme.

Osnovna podjela kriptografskih algoritama je na simetrične i asimetrične. Simetrični algoritmi koriste isti tajni ključ i za šifrovanje i dešifrovanje (ključevi sa slike 1 su isti). Asimetrični algoritmi koriste dva različita ključa – jedan za šifrovanje, a drugi za dešifrovanje (ključevi sa slike 1 su različiti). Prvi je javni, svima poznat ključ i koristi se za šifrovanje, a drugi, tajni koristi se za dešifrovanje.

## 2.1. Simetrična kriptografija

Označimo sa  $m$  ulazni tekst koga treba šifrovati; sa  $c$  šifrovani tekst i sa  $k$  ključ kojim se vrši šifrovanje. Sa  $E$  označimo funkciju kojom se vrši šifrovanje (enkripciona funkcija), a sa  $D$  funkciju kojom se vrši dešifrovanje (dekripciona funkcija). Tada je  $E(m,k)=c$  i  $D(c,k)=m$ . Primijetimo da su funkcije  $E$  i  $D$  poznate, tj. šifriranje ne počiva na tajnosti postupka, već na tajnosti ključa.

Dakle, enkripciona funkcija  $E$ , na osnovu ključa  $k$  i ulazne poruke  $m$ , kreira zaštićenu poruku  $c$ . Dekripciona funkcija  $D$ , na osnovu **istog** ključa  $k$  i zaštićene poruke  $c$ , restaurira originalnu poruku  $m$ .

Najpoznatiji simetrični enkripcioni algoritmi su:

- DES (*Data Encryption Standard*) – ključ je dužine 56 bita,
- Triple DES, DESX, GDES, RDES – pojačane varijante DES-a, kod kojih je ključ dužine 168 bita,
- (*Rivest*) RC2, RC4, RC5, RC6 – promenljiva dužina ključa do 2048 bita,
- IDEA (*International Data Encryption Algorithm*) – osnovni algoritam za PGP (*Pretty Good Privacy*) – ključ je dužine 128 bita,
- *Blowfish* – promenljiva dužina ključa do 448 bita,
- AES (*Advanced Encryption Standard*) – radi sa blokovima od po 128 bita i koristi ključeve dužine 128, 192 i 256 bita.
- *Rijndael* – kriptografski postupak se izvršava nad blokovima od 128, 192 ili 256 bita, a tolika može biti i dužina ključeva. Tako se može definisati  $2^{128}$ ,  $2^{192}$  ili  $2^{256}$  ključeva.

Opisi algoritama mogu se naći u [3].

Najveća prednost simetrične kriptografije je njena brzina, tj. u odnosu na asimetričnu kriptografiju računski je znatno manje intenzivna, tako da se veće količine podataka brže šifruju i dešifruju. Najveća mana ovog sistema je činjenica da moramo pronaći bezbjedan način za razmjenu ključa, tj. mora se osigurati siguran kanal za distribuciju ključeva između zainteresovanih strana. S druge strane, postavlja se sledeće pitanje: ako imamo siguran kanal, zašto njime ne razmijenimo i sve podatke, a ne samo ključ? Odnosno, da li nam je šifrovanje uopšte potrebno? Osim toga, danas se ogroman broj podataka razmjenjuje Internetom, pa bi bilo potrebno generisati veliki broj ključeva.

Do 1976 godine i Diffie–Hellman–Merkleovog koncepta razmjene ključeva [1,2,3], ovo pitanje je bilo jedno od najvažnijih u kriptografiji<sup>105</sup>.

---

<sup>105</sup> Par godina ranije kriptografiju javnog ključa otkrili su Džejms Elis, Kliford Koks i Malkom Vilijamson iz britanske tajne službe, ali zbog službene politike nisu bili u prilici da objave rezultate [6].

## 2.2. Asimetrična kriptografija

Difi i Helman su u svom radu „New Direction in Cryptography“ [1] dali koncept kriptografije javnog ključa, a time i mogućnost sigurne razmjene ključeva. Helman i Merkl su potom napravili konkretan algoritam sigurne razmjene ključeva [3], a 1977 Rivest, Šamir i Adlman su realizovali i patentirali čuveni RSA<sup>106</sup> algoritam kriptografije javnog ključa [4].

Proces šifrovanja i dešifrovanja se kod ovih algoritama takođe zasniva na sličnim funkcijama: enkripcionoj funkciji  $E$  i dekripcionoj funkciji  $D$ . One ponovo manipulišu originalnom porukom  $m$ , odnosno zaštićenom porukom  $c$ , ali se ovog puta za enkripciju i dekripciju koriste dva različita ključa – jedan za enkripciju (ključ  $e$ ), a drugi za dekripciju (ključ  $d$ ). Jedan od ovih ključeva se naziva javni ključ (eng. *public key*) i poznat je svima, a drugi se zove privatni ključ (eng. *private key*), i poznat je samo jednoj strani.

Ideja asimetrične kriptografije počiva na takozvanim jednosmjernim funkcijama. Treba pronaći funkciju koja se lako računa (tj. zahtijeva malo računskog vremena), ali čiju je inverznu funkciju (gotovo) nemoguće izračunati bez nekih dodatnih argumenata – **privatnog ključa**.

Na primjer Sigurnost RSA algoritma počiva na težini problema faktORIZACIJE brojeva. Javni ključ je proizvod dva prosta broja  $N = pq$  i neki slučajan broj  $e$  uzajamno prost sa  $(p-1)(q-1)$ . Privatni ključ je neki broj  $d$  koga lako može izračunati samo onaj ko zna brojeve  $p$  i  $q$ .  $d$  se računa iz formule  $ed=1 \pmod{(p-1)(q-1)}$ . Ako je  $m$  polazna poruka (broj) koju treba šifrovati, tada je  $c = m^e \pmod{N}$  šifrovana poruka. Naravno, računar operaciju stepenovanja čak i sa ogromnim brojevima (a to je upravo slučaj!) obavlja za dio sekunde, ali inverznu operaciju nije u mogućnosti da obavi u nekom razumnom roku. S druge strane, onaj ko zna  $d$ , a to je osoba kojoj je poruka i namijenjena, šifrovanje lako obavlja po formuli  $m = c^d \pmod{N}$ . Dokazi navedenih tvrđenja i detaljnija objašnjenja mogu se naći u [5].

Dakle, kod kriptografije javnim ključem, javni ključ je poznat svima, pa svako može šifrovati i poslati poruku. Dešifrovanje može obaviti isključivo vlasnik privatnog ključa. I upravo zbog činjenice da svako može šifrovati poruku, primalac ne može biti siguran ko mu je poslao poruku. Međutim, kriptografija javnim ključem u stanju je da prevaziđe i ovaj problem.

---

<sup>106</sup> Naziv algoritma potiče od potiče od početnih slova autora – Rivest, Shamir, Adleman.

Šifrovanje podataka asimetričnom kriptografijom se može obaviti na dva načina:

1. Šifrovanje originalne poruke javnim ključem – samo vlasnik privatnog ključa može dekriptovati poruku, ali ne može biti siguran ko je poruku poslao, jer je javni ključ dostupan svima,
2. Šifrovanje originalne poruke privatnim ključem – porijeklo poruke je nedvosmisleno, kao i nemogućnost poricanja vlasnika javnog ključa da je poruku poslao. Međutim, ovu poruku svako može dešifrovati, pa ona ne može biti tajna. Ipak, kako samo pošiljalac ima taj privatan ključ, očigledno je da je on poslao poruku, pa se ovaj pristup može iskoristiti za **digitalno potpisivanje**.

Prema tome, treba kombinovati ova dva pristupa – pošiljalac šifrira poruku javnim ključem primaoca, a zatim svojim privatnim ključem šifrira čitavu poruku ili neki njen dio (digitalno je potpisuje). U procesu dešifrovanja primalac zna javni ključ pošiljaoca, čime je potvrđena autentičnost poruke, a zatim je dešifruje svojim privatnim ključem.

Glavna prednost korišćenja asimetrične kriptografije jeste da strane koje nikada do tog momenta nisu komunicirale i koje nemaju siguran kanal za bezbjednu komunikaciju, mogu tajno komunicirati. Takođe, potrebno je samo dva ključa za komunikaciju – jedan koji se slobodno prenosi i drugi koji se čuva. S druge strane, šifrovanje korišćenjem asimetričnih postupaka je mnogo sporije nego zaštita korišćenjem simetričnog kriptografskog postupka za oko hiljadu puta, u zavisnosti od konkretnih algoritama. Iz tog razloga se ovakav vid šifrovanja ne primjenjuje kod razmjene većeg broja podataka.

Najšire korišćeni algoritmi za asimetrično šifrovanje su RSA algoritam i *Diffie–Hellman* algoritam. Opisi postojećih algoritama mogu se naći u [5].

### 2.3. Hibridni pristup

I simetrični i asimetrični kriptografski postupci imaju svoje prednosti i mane. Hibridni pristup koristi najbolje osobine svakog od njih: bezbjednu komunikaciju bez potrebe za sigurnim kanalom asimetričnih postupaka i brzinu simetričnih postupaka. Postupak je, dakle, sledeći: prvo se upotrebom asimetričnih algoritama i eventualnim digitalnim potpisivanjem, razmijene ključevi potrebni za simetrično šifrovanje, a zatim se simetričnim postupkom, nadalje, razmjenjuju veće količine podataka.

## 2.4 Kriptografski ključevi

Pored same poruke koju štitimo, moderni kriptografski algoritmi zahtijevaju upotrebu jednog ili više kriptografskih ključeva radi zaštite informacija. Ključevi su, u stvari, veoma veliki brojevi čija se dužina mjeri u bitima. Što je dužina ključa veća, zaštićena informacija je sigurnija. Dužine ključeva kod asimetrične i simetrične kriptografije ne treba upoređivati, jer se, zbog specifičnosti algoritama, sličan stepen zaštite postiže različitim dužinama ključeva. Npr. ključ za simetričnu kriptografiju dužine 80 bita ima približnu jačinu zaštite kao ključ za asimetričnu zaštitu od 1024 bita.

Kod asimetrične kriptografije između javnog i privatnog ključa postoji matematička povezanost. Iako je iz javnog ključa veoma teško izračunati privatni, uz dovoljno vremena i dovoljno jake računare moguće je rekonstruisati privatni ključ – ukoliko dužina ključa nije dovoljno velika. Zbog toga je prilikom projektovanja jačine zaštite neophodno razmotriti kakvi se napadi očekuju, kao i koliko dugo treba čuvati informaciju. Ukoliko uzmemo dužinu ključa koja je premala, rizikujemo da informacije budu otkrivene. U obrnutom slučaju imaćemo proračune koji zahtijevaju puno vremena i šifrovanu informaciju koja je znatno veća nego originalna informacija. Pošto se u današnjim hibridnim kriptosistemima asimetrična kriptografija koristi, prije svega, za siguran transfer simetričnih ključeva, to uz odabir dovoljne dužine ključa ova karika kriptografskog lanca nije kritična.

## 2.5 Heš funkcije

**Heš funkcije** (eng. *hash*) su matematičke funkcije koje na osnovu ulazne poruke generišu vrijednost fiksne dužine, tzv. **heš vrijednost**. Ova vrijednost predstavlja tzv. "otisak prsta" ulazne poruke (eng. *message digest*, *message fingerprint*). Jednosmjerne heš funkcije se često koriste radi utvrđivanja integriteta podataka. Gotovo je nemoguće proizvesti dokument koja ima istu heš vrijednost kao neki drugi dokument<sup>107</sup>, tako da je ova tehnika provjere integriteta podataka veoma pouzdana. Danas se koriste sledeći heš algoritmi:

- *Message Digest* (128-bit digest); MD2, MD4 i MD5,
- *Secure Hash Algorithm* (160-bit digest); SHA i SHA-1,
- Digital Signature Algorithm (DSA).
- Hash Message Authentication Code (HMAC).

---

<sup>107</sup> Wang X., Feng D, Lai X i Yu H. su pronašli koliziju u većini heš funkcija [8]. Međutim, kompjutersko vrijeme da se generiše druga poruka sa istom heš vrijednošću je preveliko da bi se to moglo iskoristiti. Takođe, uvijek se može povećati dužina ključa, čime se kolizija svodi samo na teorijsku mogućnost.

## 2.6 Digitalni potpis

Digitalni potpis (eng. *digital signature*) predstavlja digitalnu verziju svojeručnog potpisa. Kao što lični potpis jednoznačno identifikuje osobu, digitalni potpis može da identifikuje autora neke poruke, ali i da dokaže da poruka prilikom prenosa komunikacionim kanalom nije izmijenjena. Svaki potpis, bio on digitalni ili svojeručni, mora da zadovolji pet osnovnih pravila:

- mora da pruži identifikaciju;
- ne može biti manipulisan;
- ne može biti kopiran;
- mora biti vjerodostojan;
- ne može biti opovrgnut.

Ovi uslovi se mogu ispuniti pravilnom upotrebom asimetričnih algoritama za šifrovanje, uz enkripciju poruke privatnim ključem pošiljaoca. U najvećem broju slučajeva nije potrebna enkripcija čitave poruke – dovoljno je šifrovati samo digitalni potpis, a poruku ostaviti nepromijenjenu. Naravno, ako je tajnost poruke kritična, i ona može biti zaštićena. Za kreiranje digitalnih potpisa najčešće se koriste heš funkcije.

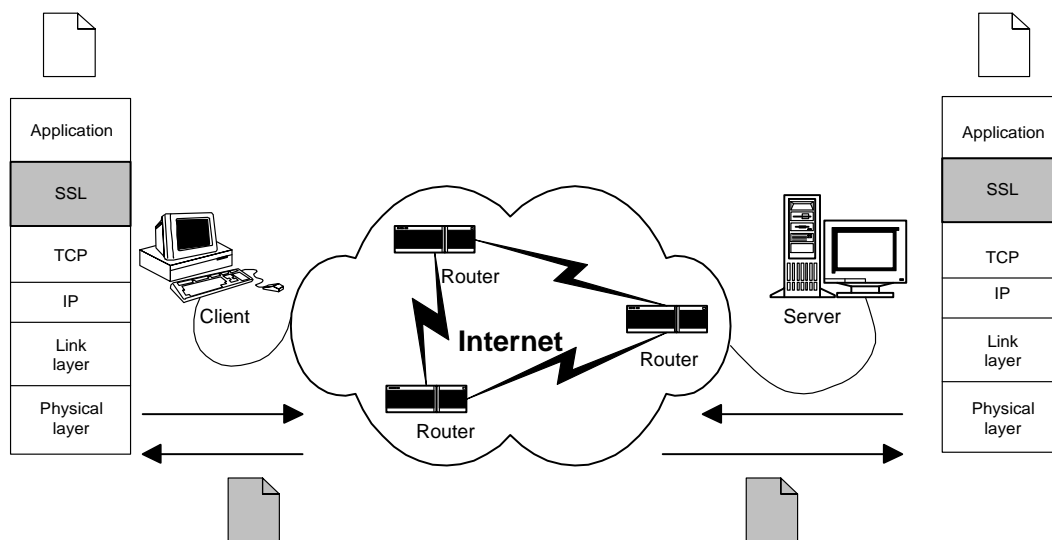
Identifikacija pošiljaoca se dokazuje na osnovu same mogućnosti dekripcije enkriptovane heš vrijednosti, javnim ključem za koji se zna da pripada pošiljaocu. Prilikom prijema poruke, poređenjem heš vrijednosti na računaru primaoca, lako se provjerava da li je poruka bila izmijenjena. Na ovaj način je ostvarena sigurna identifikacija pošiljaoca uz očuvanje integriteta poruke.

## 3. SSL protokol

SSL je protokol namijenjen za sigurnu razmjenu podataka. Danas je to najčešće korišćeni protokol u e-komerc aplikacijama. Razvila ga je Netscape korporacija i 1994. ugrađen je u Netscape navigator. Prva publikovana verzija SSL-a je 2.0, jer je verzija 1.0 korišćena samo kao testna verzija unutar Netscapea. Danas je aktuelna verzija 3.0.

Internet nudi jeftinu komunikaciju između dvije strane. Međutim, Internet je nesiguran kanal komunikacije, pa se ukazala potreba za razvojem raznih protokola

koji bi je učinili sigurnom. Gotovo kao standard, nametnuo se SSL protokol<sup>108</sup>. SSL predstavlja sloj smješten iznad TCP (Transmission Control Protocol) sloja (slika 2).



Slika 2: način funkcionisanja SSL-a

SSL protokol, kao protokol sigurne razmjene podataka putem Interneta mora da zadovolji tri uslova:

- Privatnost – konekcija zaštićena enkripcijom,
- Autentifikaciju – identifikacija preko sertifikata, i
- Pouzdanost – pouzdano održavanje sigurne otvorene konekcije provjeravanjem integriteta poruka.

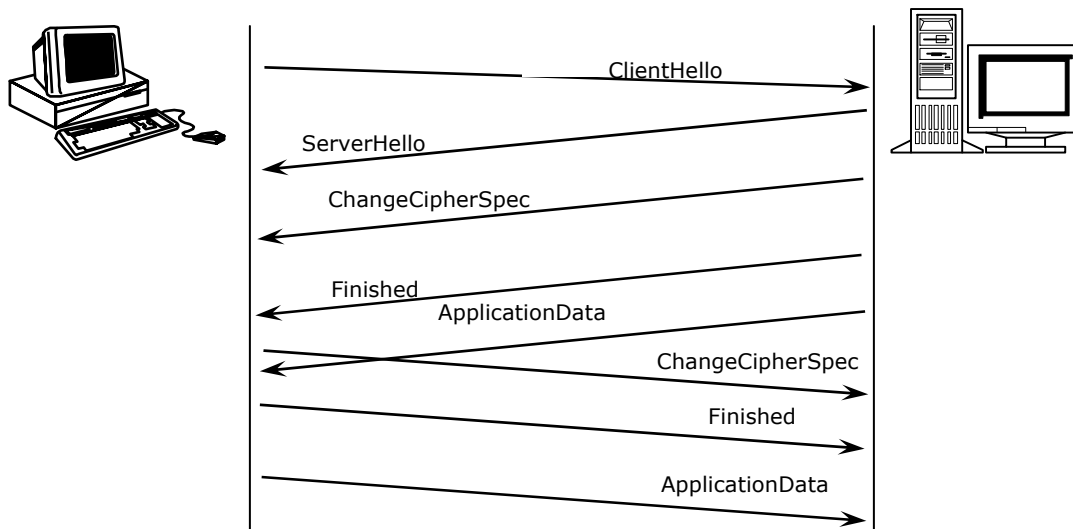
SSL obezbjeđuje privatnost, integritet podataka i autentičnost pošiljalaca korišćenjem kombinacije šifrovanja javnim ključem, simetričnog šifrovanja i digitalnih sertifikata.

Transakcija korišćenjem SSL protokola obavlja se u nekoliko koraka (slika 3):

- server šalje svoj digitalni sertifikat klijentu,
- klijent provjerava da li je sertifikat izdat od strane CA,
- klijent i server razmjenjuju javne ključeve,
- klijent generiše tajni ključ koji se koristi samo u započetoj transakciji,
- klijent šifrue generisani tajni ključ, korišćenjem serverovog javnog ključa i šalje ga serveru.

<sup>108</sup> VISA i MASTER card su razvili SET protokol, ali je daleko manje zastupljen na Internetu.





Slika 3: Razmjena tokom uspostavljanja konekcije

U daljem toku transakcije server i klijent koriste isti tajni ključ metodom simetričnog kriptovanja.

U verziji 2.0 SSL podržava samo provjeru autentičnosti servera, dok je u novoj SSL v3.0 uključena i podrška za provjeru autentičnosti klijenta.

SSL protokol uključuje sledeće algoritme navedene u prethodnom poglavlju: DES, MD5, RSA, SHA. Detaljnije o SSL protokolu može se naći u [7].

#### 4. Internet bankarstvo u Crnoj Gori

Predlog zakona o elektronskom potpisu doveo je do toga da banke počnu da razmišljaju o uvođenju elektronskog bankarstva. Krajem prošle godine, uvođenjem elektronskog bankarstva, Euromarket banka je prva ponudila uslugu Internet bankarstva u Crnoj Gori. Nedugo zatim, i Crnogorska komercijalna banka je ponudila istu uslugu, a u toku ove godine pridružile su im se gotovo sve banke. Na samom kraju prošle godine počeo je sa radom i servisni centar za elektronsko poslovanje **E-mon**, osnovan kao zajednička investicija Telekom Crna Gora i informatičke kompanije **Pexim Solutions** iz Beograda. Kompanija je zamišljena da, između ostalog, izdaje i izvršne autentifikacione sertifikate.

U tabeli 1 dat je pregled crnogorskih banaka i vrste usluga koje pružaju putem Interneta.

Banka <sup>109</sup>	Banka ima Internet sajt	Banka podržava Internet bankarstvo	
		Putem browsera bez smart kartice	Preko specijalizovane aplikacije i smart kartice
Crnogorska komercijalna banka AD Podgorica	Da	Da	Na poseban zahtjev korisnika
Euromarket banka NLB Grupa AD Podgorica	Da	Da	Na poseban zahtjev korisnika
Hipotekarna banka AD Podgorica	Da	Ne <sup>110</sup>	Na poseban zahtjev korisnika
Podgorička banka AD Podgorica	Da	Ne	Na poseban zahtjev korisnika
Ekos banka AD Podgorici	U likvidaciji		
Pljevaljska banka AD Pljevlja	Ne	Ne	Ne
Nikšićka banka AD Nikšić	Da	Ne	Na poseban zahtjev korisnika
Opportunity Bank AD Podgorica	Da	Ne	Ne
Atlasmont banka AD Podgorica	Da	Ne	Na poseban zahtjev korisnika
Montenegrobanka AD Podgorica <sup>111</sup>	?	?	?
Jugobanka AD Podgorica	u stečaju		
Komercijalna banka AD Budva	NE	NE	NE

Tabela 1

Internet bankarstvo u svijetu je uobičajena usluga. Prednosti su velike i za banke i za klijenta:

- Mogućnost obavljanja transakcija sa bilo kog mjesta,

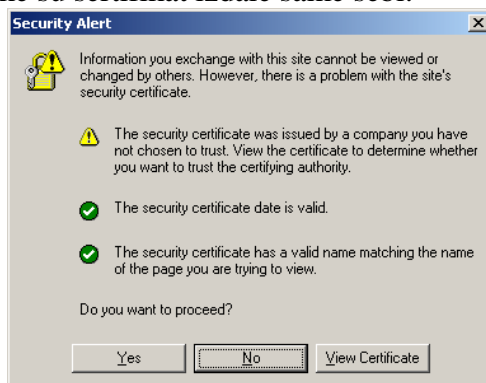
<sup>109</sup> Spisak banaka preuzet je sa sajta Centralne banke Crne Gore (<http://www.cb-mn.org/>) [9].

<sup>110</sup> Banka pruža ovu podršku, ali samo uz upotrebu smart kartice ili specijalizovanog CD-a.

<sup>111</sup> Na sajtu E-mon-a stoji da banka pruža usluge elektronskog bankarstva, ali bez ikakvog linka. Takođe, na sajtu Centralne banke Crne Gore nema podataka o web adresi Montenegro banke. Na kraju, preko web pretraživača nemoguće je pronaći adresu banke.

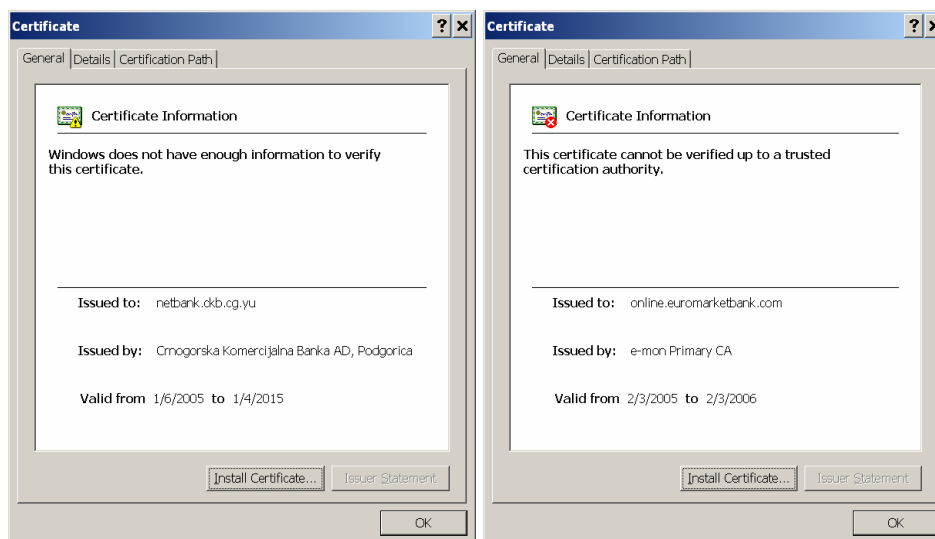
- raspoloživost usluge 24 časa dnevno, sedam dana u nedelji,
- stalni uvid u promet i stanje na računu,
- smanjenje troškova transakcija,
- brži obrt sredstava.

Sama sigurnost transakcija u Internet bankarstvu je na nivou stranih banaka. Naime, naše banke koje imaju ovaj vid usluge, koriste SSL protokol sa 128-obitnom enkripcijom koji garantuje sigurnu komunikaciju. Međutim pokretanjem web stranice za elektronsko bankarstvo neke od crnogorskih banaka, web browser javlja da je sertifikat nepriznat (slika 3). E-mon je izdala sertifikate većini crnogorskih banaka, a pojedine banke su sertifikat izdale same sebi.



Slika 3: Upozorenje o nepriznatom sertifikatu

Činjenica da pristupljenom „sigurnom“ sajtu ne vjeruje web browser dovodi u sumnju i samog klijenta. Da li vjerovati sajtu kome ne vjeruje njegov računar? Pritom, računar sugeriše da se ne pristupi sajtu! Iskusniji korisnik može pogledati sertifikat (slika 4) i na osnovu dodatnih informacija ipak pristupiti sajtu. Takođe, ukoliko se uvjerio u validnost sertifikata, može ga instalirati i smjestiti među sertifikatima kojima se vjeruje.



Slika 4: Nepoznati sertifikati.

Ipak, prosječan korisnik gotovo nikada ne čita dodatne informacije, već po automatizmu, klikom na „Yes“ sa slike 3, pristupa sajtu.

## 5. Moguće zloupotrebe

Pitanje validnih sertifikata nije retoričko pitanje. Naime, kako SSL protokol obezbjeđuje sigurnu razmjenu podataka, potencijalna zloupotreba se može dogoditi preusmjeravanjem klijenta banke na sajt kiber–kriminalca. Kiber–kriminalcu nije teško da napravi sajt vizuelno identičan sajtu banke sa nekim drugim (njegovim) sertifikatom. Jasno, taj sertifikat je automatski nepriznat, ali takav je i sertifikat banke!

Pretpostavimo da korisnik online bankarstva želi da obavi neku transakciju u svojoj banci. Neka je ta banka NekaBanka, a njen URL <http://www.nekabanka.cg.yu>. Pristup klijenta bančinom sajtu Internet bankarstva obavlja se u nekoliko koraka:

1. Korisnik online bankarstva se spoji na Internet i otvori svoj browser.
2. Upiše <http://www.nekabanka.cg.yu>, a računar tu URL adresu pretvara u brojnu IP adresu.
3. Računar kontaktira DNS (eng. Domain Name System) server na Internetu koji sadrži IP adrese za cg.yu domene.
4. Računar se spaja na server na adresi dobijenoj od DNS–a, pretpostavljajući da se radi o „nekabanka.cg.yu“.

5. Bančin server potvrđuje svoj identitet predstavljajući se svojim autentifikacijskim certifikatom i pokrenće kriptovanu (sigurnu) komunikaciju sa klijentom.
6. Korisnik se prijavljuje na stranice on line bankarstva unoseći korisničko ime i lozinku.

Potencijalna zloupotreba može se dogoditi na neki od sledećih načina:

Trivijalno rešenje je registrovanje sajta sa sličnim imenom. Ne prečesto, ali se ipak dešava da korisnik u pokušaju da posjeti neki Internet sajt unese neku pogrešnu (sličnu) adresu. Kiber–kriminalac bi mogao da napravi sajt sa sličnom adresom i identičnim dizajnom. Ako se neko pogrešno spoji na njegov sajt, kiber–kriminalac je došao do njegovog korisničkog imena i lozinke.

Drugi način zahtijeva veće hakerske vještine, ali efikasnije postiže cilj – otkrivanje klijenovog korisničkog imena i lozinke – bez ikakve greške klijenta. Ključni je korak 3. Korisnikov računar kontaktira DNS da sazna virtuelnu adresu banke. Ali šta ako ga server uputi na pogrešno mjesto? Postoje bar dva načina da se to dogodi. Najočigledniji način je da se unos na DNS serveru izmijeni tako da pokazuje na IP adresu lažnog servera – kibernetičkog kriminalca. Drugi, još jednostavniji način, je da se na DHCP (eng. Dynamic Host Configuration Protocol) serveru ISP–a kompanije preko koje se klijent spaja na Internet unese adresa drugog – lažnog DNS-a za cg.yu. U svakom slučaju, činjenica je da korisnik on line bankarstva ne može biti siguran da je računar kontaktirao njegovu banku.

## 5. Zaključak

Primjena Internet bankarstva u Crnoj Gori počela je u trenutku kada je povjerenje u banke još uvijek poljuljano. Upravo taj nedostatak povjerenja trebao bi da bude motiv bankama za obavljanje sigurnih transakcija.

Činjenica je da je SSL protokol najsigurniji i najrasprostranjeniji u Internet bankarstvu. Međutim, isto tako je činjenica da nigdje u svijetu banke sebi ne izdaju autentifikacione sertifikate niti ih uzimaju od nepriznatih izdavača vrhovnih sertifikata. Da li je u pitanju škrtost banaka ili nepovjerenje u izdavača vrhovnih sertifikata (u prvom slučaju), ili lokal–patriotizam (u drugom slučaju)? Ako je za utjehu, izuzimajući neke strane banke, u okruženju je gotovo ista situacija.

Banke koje ovu podršku pružaju putem specijalizovanih klijent aplikacija i pametnih kartica, imaju veliki nivo sigurnosti, ali je njihova usluga nefleksibilna, tako da npr.

klijent koji nema pristup sopstvenom računaru neće moći da koristi usluge Internet bankarstva.

SSL je, de fakto, svjetski standard za sigurne transakcije putem Interneta. Sa te strane, crnogorske banke su na dobrom putu. Međutim, ako one nemaju povjerenja u svjetski priznate izdavače vrhovnih sertifikata, zašto bi klijenti vjerovali njima?

## Literatura

1. Diffie W., Hellman M., „New Directions in Cryptography“, IEEE Transactions on Information Theory, Nov 1976, pp. 644-654.
2. Diffie, W., Hellman M., "Privacy and Authentication: An Introduction to Cryptography," Proceedings of the IEEE, Vol. 67, March 1979, pp. 397-427
3. Hellman M., „An Overview of Public Key Cryptography“, IEEE Communications Society Magazine, Vol. 16, Nov. 1978, pp.24-32
4. Rivest, R., Shamir, A., Adleman, L. „A Method for Obtaining Digital Signatures and Public Key Cryptosystems“, *Comm. ACM* **21**, 120-126, 1978
5. Schneier B. „Applied Cryptography“, Second Edition, John Wiley & Sons, 1996
6. Singh S., „The Code Book“ Harpercollins Pub Ltd, 2002
7. Thomas S. „SSL & TLS Essentials“, John Wiley & Sons, 2000
8. Wang X., Feng D, Lai X, Yu H, „Collisions for Hash Functions MD4, MD5, HAVAL-128 and RIPEMD“, Cryptology ePrint Archive: Report 2004/199
9. [www.cb-mn.org](http://www.cb-mn.org)

**Jelena Janjušević\***

## **Tržište kapitala Crne Gore – primjer uspješnih reformskih procesa**

### **Abstract**

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

Number of domestic and foreign investor is increasing, as well as the number of the citizens, which are interested to find their chance in the Stock exchange trade. Although inflow of the foreign capital is continuously growing, domestic investments also increase. There are lots of people that borrow credits in banks in order to invest that money on the capital market. People make decisions on they own and they are ready to face with the consequences of these decisions. Finally, the stock exchange in Montenegro is realized as any other market with securities as an instrument for trade, which is traded in order to earn money in the same way as any other good.

**Key words:** *capital market, stock exchanges, information, risk, decision, investments, and reforms*

### **Uvod**

Promet i broj transakcija na crnogorskim berzama iz godine u godinu, čak iz mjeseca u mjesec raste, sve je veći broj domaćih i stranih investitora i što je najinteresantnije, sve je veći broj običnih građana koji svoju šansu traže na berzi.

Danas je situacija na tržištu kapitala Crne Gore takva da se sa sigurnošću može reći da predmet interesovanja najšire populacije postaje berza.

---

\* Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica

Do skora su se na ulicama, u prodavnicama i u kafićima u Crnoj Gori, mogli čuti komentari o politici koju vodi Vlada, o događanjima u svijetu, dešavanjima u Hagu,... Međutim, danas je sve više komentara i pitanja koja se odnose na kretanja cijene akcija crnogorskih kompanija, u koje hartije od vrijednosti uložiti novac, kolike su stope rasta cijene pojedinih hartija od vrijednosti,...

Ako za povećanje nivoa razvoja jedne zemlje «najvažnije promjene treba da se dese u glavama pojedinaca», onda možemo konstatovati da su prave promjene počele da se dešavaju u Crnoj Gori. Najažniji razvojni efekat tržišta kapitala jeste uticaj na edukaciju i promjenu stava svakog građanina prema biznisu, odnosno prema profitu.

Promjena u načinu razmišljanja ogleda se, između ostalog, i u tome što je zapažen trend uzimanja kredita od strane građana iz kojih oni kupuju akcije umjesto automobila ili drugih potrošnih dobara. Ljudi su počeli da shvataju da treba samostalno da donose odluke i snose posljedice tih odluka (dobit ili gubitak).

Resurs koji je već odavno u razvijenom svijetu najskuplji resurs, INFORMACIJA, dobija na cijeni i u Crnoj Gori.

### **Kako je sve počelo?**

#### **Kako je nastalo crnogorsko tržište kapitala?**

Crna Gora je mala zemlja. Za stvaranje i razvoj tržišta kapitala zemlje kao što je Crna Gora trebalo je početi od pojedinca. Upravo na toj ideji i počiva Masovna vaučerska privatizacija, koja je svim punoljetnim građanima Crne Gore omogućila da osjete vrijednost i važnost privatnog vlasništva. Svi punoljetni građani su dobili besplatne vaučere (svojinu) i sami su donijeli odluku šta da sa tim vaučerom, odnosno svojinom učine. Danas su osjetili posljedice svojih odluka.

Neki su vaučere bacili i na taj način se odrekli svog vlasništva. Drugi su uložili u preduzeća, treći u Privatizacione fondove. Neki su ocijenili da je tu svojinu potrebno prodati prvom zgodnom prilikom i za nju su dobili neznatan novčani iznos, dok su neki zaradili dvije, tri pa čak i 25 prosječnih zvaničnih mjesečnih zarada.

Pošto jednu državu, jedno tržište čine pojedinci, još jednom se pokazalo da su odluke i postupci pojedinaca determinanta razvoja cijelog tržišta.

Da li je država bila ta koja je donijela odluke o kupovini odnosno prodaju hartija od vrijednosti crnogorskih građana? NE!



Ono što je država učinila i što jedino i mogla da učini jeste da definiše pravila po kojima će se igrati tržišna utakmica. Odnosno, država je kreirala institucije i pravni okvir za funkcionisanje tržišta kapitala. Međutim, kredibilitet tih institucija, pa i samog tržišta, vezan je uvijek za znanje i etiku samih učenika na njemu. A to je osnov za integraciju sa okruženjem, što je neizbježno i jedino pravo rješenje za Crnu Goru kao malu zemlju sa ograničenim brojem domaćih investitora.

Kakva je situacija na tržištu kapitala Crne Gore bila prije sprovođenja procesa MVP-a? Da li je tržište kapitala zaista funkcionisalo na način na koji danas funkcioniše?

### Stanje prije Masovne vaučerske privatizacije

U periodu od 1994. do 1999. godine na berzi se većinom trgovalo kartkoročnim hartijama i žirlnim novcem. U ovom periodu u Crnoj Gori je postojala jedna berza – Montenegroberza. Marta 1999. započeta je intervencije NATO-a, usljed čega je tokom cijele godine došlo do prekida trgovanja na berzi. Promet na berzi tokom 1999. i 2000. godine nije stvarni promet, već je zapravo izdavanje novih kratkoročnih hartija od vrijednosti sa pripisanom kamatom u cilju izmirenja duga.

U tabeli koja slijedi prikazan je promet i struktura prometa na tržištu kapitala Crne Gore u periodu prije MVP-a.

**Tabela 1 Promet na Montenegroberzi sa strukturom dugoročnih i kratkoročnih hartija od vrijednosti**

Godina	Ukupan promet	Žiralni	Kratkoročne hartije	Dugoročne hartije	Broj obavljenih
	u milionima	novac	od vrijednosti	od vrijednosti	transakcija
	€	(%)	(%)	(%)	
1994	63,52	74,96	25,04	-	838
1995	63,73	53,17	46,81	0,02	2.457
1996	88,6	34,44	65,47	0,09	1.833
1997	130,15	24,36	75,06	0,58	2.125
1998	80,03	34,02	65,17	0,81	1.073
1999	13,3	45,59	47,94	6,47	260

**Izvor: Montenegroberza**

Kao što se vidi u tabeli, tržište kapitala gotovo da nije ni postojalo. Trgovina dugoročnim hartijama od vrijednosti je bila neznatna, u 1994. godini je nije bilo, dok se u narednim godinama uz neznatan trend rasta kretala od 0,02% do 6,47%.

Vrijednosno posmatrano promet koji je obavljan na Montenegroberzi bio je mnogo veći nego što je to danas. Međutim, tu se ne može govoriti o «pravom» prometu jer se uglavnom odnosio na trgovinu žiralnim novcem i kratkoročnim hartijama od vrijednosti.

### **Stanje na tržištu kapitala poslije sprovedene privatizacije**

Sprovođenje postupka privatizacije privrede zahtijevalo je uspostavljanje i obezbjeđivanje funkcionisanja modernog tržišta hartija od vrijednosti sa svom infrastrukturom koja prati to tržište, slično drugim zemljama razvijene privrede, koje treba da omoguću i nesmetano povezivanje sa tržištima drugih zemalja. U skladu sa tim, usvojen je osnovni koncept tržišta hartija od vrijednosti koji je baziran na dematerijalizaciji hartija od vrijednosti, transparentnosti rada učesnika i obavljanja transakcija sa hartijama od vrijednosti, kao i zaštiti svojinskih prava.

Vlada Crne Gore, uz tehničku pomoć USAID-a, pripremila je i sprovela postupak privatizacije svog kapitala u državnoj svojini. Ukupni kapital u Crnoj Gori procijenjen je na 4,6 milijardi €. Kao glavni metod privatizacije utvrđeni su Masovna vaučerska privatizacija i prodaja putem međunarodnih tendera. Oko 430.000 punoljetnih građana Crne Gore učestvovalo je u procesu Masovne vaučerske privatizacije. Od toga 248.000 (gotovo 60%) je uložilo svoje vaučere u privatizacione fondove, dok je 150.000 vaučere direktno u preduzeća koja su se privatizovala.

Osnovna karakteristika perioda nakon masovne vaučerske privatizacije jeste da se pojavio veliki broj u početku privremenih akcionara koji žele da prodaju akcije prvom zgodnom prilikom. Međutim, nakon četiri godine značajno je porastao broj onih koji kupuju hartije od vrijednosti i koji vide tržište kapitala kao mogućnost dobre zarade, kao i izvora finansijskih sredstava.

### **Berze u Crnoj Gori**

Kretanje prometa ostvarenog 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 2 Promet i broj transakcija na crnogorskim berzama**

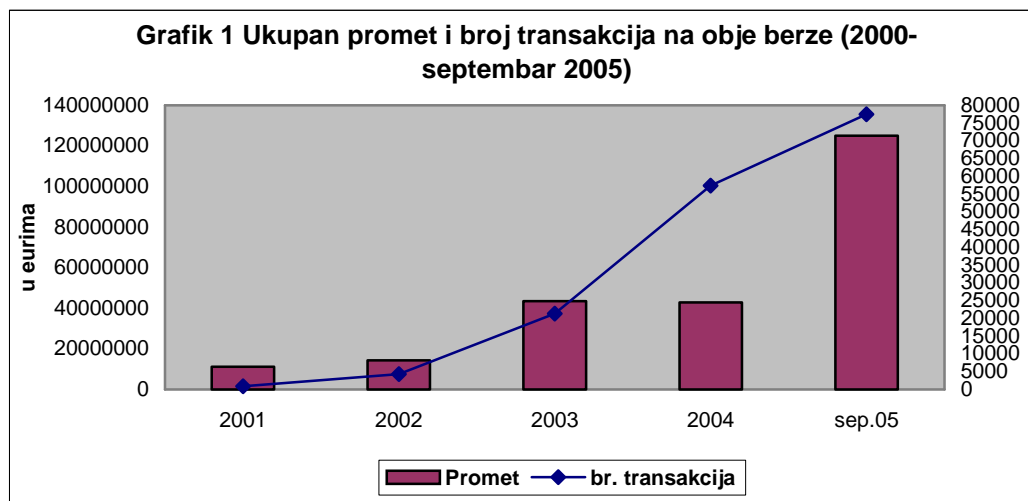
<b>Godina</b>	<b>Promet u €</b>	<b>Broj transakcija</b>
<b>2001</b>	11.262.685	906
<b>2002</b>	14.412.214	4.301
<b>2003</b>	43.554.346	21.324
<b>2004</b>	42.880.024	57.353
<b>Jan-sept 2005.</b>	125.027.918	<b>77.512</b>

Izvor: NEX Montenegro i Montenegroberza

Iz tabele se jasno vidi da visina prometa ostvarenog na berzama u Crnoj Gori raste iz godine u godinu. Dodatno, broj sklopljenih poslova je takođe rastao, po veoma visokim stopama rasta. Ovo znači da raste broj učesnika a time i investitora na tržištu kapitala Crne Gore. Odnosno građani Crne Gore su odlučili da se okušaju u ulozi investitora, odnosno u sve većem obimu i u sve većoj mjeri trguju na berzama.

Analiziraćemo 2005. godinu. Obim trgovine ostvaren u prvih 9 mjeseci 2005. godine u iznosu od oko 125 miliona € smješta tržište kapitala u sektore koji daju značajan doprinos rastu ukupnog proizvoda zemlje. Visina prometa ostvarenog na crnogorskim berzama u ovom periodu trostruko je veća u odnosu na promet ostvaren u cijeloj 2004. Sa druge strane, 77.512 sklopljenih poslova, tj. 2 puta više u odnosu na isti period 2004. godine govori o sve većem broju pojedinaca koji posmatraju tržište kapitala kao izvor finansijskih sredstava i mogućnost zarade.

Grafik 1 prikazuje kretanje prometa i broja transakcija na berzama u Crnoj Gori u periodu 2001 – septembar 2005.



Izvor: Montenegroberza i NEX Montenegro

Pojačano interesovanje domaćih i stranih investitora za akcije crnogorskih preduzeća, u prvom redu Telekoma, Plantaža, Rudnika uglja, Elektroprivrede, Luke Bar, kao i privatizacionih investicionih fondova ubrzava razvoj tržišta kapitala Crne Gore i približava ga nivou razvoja tržišta kapitala u zemljama u okruženju. Promjena u razmišljanju ogleda se u tome što građani uzimaju kredite banaka i kupuju akcije i druge hartije od vrijednosti, umjesto automobila ili druge potrošne robe. Ljudi samostalno donose odluke na tržištu i snose posljedice (dobitak ili gubitak) tih odluka. Berza je konačno u Crnoj Gori shvaćena kao i svaki drugi biznis, čiji je predmet hartija od vrijednosti kojom se trguje kao i svakom drugom robom u cilju zarade, odnosno ostvarenja profita.

Nakon MVP-a, u martu 2002. godine, ukuona kapitalizacija (vrijednost svih akcija na berzi kojima se trguje) iznosila je 37 miliona eura. U septembru 2005. godine kapitalizacija<sup>112</sup> iznosi 560 miliona eura<sup>113</sup>. Svako ko je stekao akcije u procesu MVP-a ili transformacije, sada u prosjeku može da dobije 15 puta više novca od njihove prodaje nego na početku procesa.

#### **Istraživanje o učešću građana u berzanskoj trgovini<sup>114</sup>**

Sve veće prisustvo običnih građana u berzanskoj trgovini i već pomenuta promjena načina razmišljanja podstakla je sprovođenje jednog malog istraživanja o uključenosti građana u svijet berzanske trgovine.

Ukratko ćemo prikazati rezultate navedenog istraživanja.

Kao što je već navedeno, prema zvaničnim podacima oko 60% građana je svoje vaučere uložilo u privatizacione fondove, dok se ostatak odnosi na MVP preduzeća. Kao razlog svoje odluke građani koji su vaučer uložili u PIF u najvećem broju slučajeva navode: diverzifikaciju rizika, povjerenje u stručnost tima PIF-ova, efekat ugledanja (tj, postupanje na način kao i rođaci, prijatelji, komšije), kao i nesposobnost da sami izaberu preduzeće. Sa druge strane, građani koji su vaučer uložili u jedno ili više MVP preduzeća, kao razlog svoje odluke navode očekivanu

---

<sup>112</sup> Predstavljena kapitalizacija se odnosi na akcije kojima se trguje makar jednom mjesečno. Kapitalizacija svih firmi, uključujući i cijene onih kojima se nije trgovalo u posljednjem mjesecu, iznosi preko 1.310.000.000 eura, sto znači da je skoro jednaka BDP-u Crne Gore.

<sup>113</sup> Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore

<sup>114</sup> Autor je sproveo istraživanje na cijeloj teritoriji Crne Gore na uzorku od 500 osoba. Pri tome, posebna pažnja je posvećena adekvatnoj polnoj, obrazovnoj i starosnoj strukturi, kao i zastupljenosti sva tri regiona Crne Gore i urbanih i ruralnih područja.

dobit u budućnosti, želju da sami donesu odluku i snose odgovornost za takvu odluku, kao i vjerovanje da će ulaganje u preduzeće donijeti veći dobitak od ulaganja u Fond. Najveći broj građana je odluku o ulaganju vaučera donio saostalno (81,3%); 14,7% građana je odluku donijelo uz pomoć prijatelja, dok je svega 4% građana konsultovalo stručno lice.

Od ukupnog broja ispitanika, 70,7% još uvijek nije prodalo vaučer; 25,6% je prodalo svih 5.000 vaučer poena, dok je svega 3,8% prodalo dio vaučera. Kao razlog prodaje vaučera navodi se u najvećem broju slučajeva nedostatak finansijskih sredstava i loša materijalna situacija, kao i potreba za ulaganjem tih sredstava u privatni biznis. Od onih koji još uvijek nijesu prodali svoje hartije od vrijednosti, najveći procenat – 83,3% očekuje da će cijena hartija koje posjeduje porasti u budućnosti, dok ostatak navodi nedostatak interesovanja. Ipak, 60% ispitanika planira da svoj vaučer u budućnosti proda.

Prema istraživanju, građani Crne Gore imaju povjerenja u institucije tržišta kapitala (85% ispitanika). Građani imaju povjerenja u sve institucije tržišta kapitala, a ističu se berze, Komisija za hartije od vrijednosti, kao i brokerske kuće. U budućnosti 65% ispitanika ima neka očekivanja u vezi sa razvojem tržišta kapitala i ona se uglavnom odnose na: dalje razvijanje tržišta, mogućnost zarade i lični interes, profesionalno usavršavanje i edukacija, zaposlenje i povezivanje sa berzama u regionu.

Zanimljivo i važno je napomenuti da čak 96,3% ispitanika smatra da će se tržište kapitala i u budućnosti razvijati, dok 3,7% nije dalo odgovor na postavljeno pitanje.

Od ukupnog broja ispitanika 62,1% ne trguje na berzi, dok 37,9% trguje. Ipak, od onih koji se negativno odgovorili na postavljeno pitanje, 45% u budućnosti planira trgovinu. Oni koji su do sada trgovali u najvećem broju su trgovali samo akcijama (50%), zatim kombinovano različitim hartijama od vrijednosti (42%), dok se najmanji dio odnosi na trgovinu investicionim jedinicama Fondova (8%).

U Crnoj Gori je u posljednje vrijeme zapaženo uzimanje kredita od strane građana za kupovinu hartija od vrijednosti na berzama. Prema anketi, 10% ispitanika je već koristilo kredite za kupovinu hartija od vrijednosti, 25% ima u planu da upotrijebi kredite kao izvor finansijskih sredstava za berzanku kupovinu, dok 65% ispitanika nije koristilo kredite i nema u planu da ih koristi.

O tome koliko se crnogorski građani interesuju za dešavanja na berzama u Crnoj Gori najbolje govori podatak da se svega 0,9% ispitanika uopšte ne interesuje o dešavanjima na berzama. Sa druge strane, ostali (99,1%) se o stanju na berzama informišu svakodnevno (38%), više puta nedeljno (29%), više puta mjesečno (13%) i ponekad (20%).

Najveći broj ispitanika ne pohađa niti je do sada pohađao kurseve ili obuke iz oblasti **berzanskog poslovanja (76%)**. **Ipak, 72% ispitanika je pokazalo interesovanje da u budućnosti pohađa neke od kurseva iz oblasti berzanskog poslovanja.**

### **Zaključak**

Neosporno je da tržište kapitala u Crnoj Gori živi i razvija se. Na osnovu trenda prometa može se procijeniti i očekivati dalji njegov rast i sve veće učešće u BDP-u zemlje. Odnosno, prognoze su da ćemo na kraju godine imati situaciju da promet na tržištu kapitala učestvuju sa oko 15% u BDP-u.

Nivo razvijenosti tržišta kapitala jedne zemlje ukazuje na njenu konkurentnost. Otvorenost tržišta, niski transakcioni troškovi, visok procenat privatne svojine adekvatno zaštićene, magnet su za investitore koji sa sobom nose znanje, kapital i spremnost za investiranje. A to je ono što Crnoj Gori, kao maloj zemlji potrebno!

Na koncu svega navedenog, sa sigurnošću se može reći da je reforma u ovoj oblasti jedno od najvećih reformskih dostignuća u Crnoj Gori.

### **Literatura**

1. Friedrich A. Hayek, "Poredak slobode", Global Book, 1998.
2. Henry Hazlitt, "Ekonomija u jednoj lekciji", Global Book; 1998.
3. ISSP, Podgorica, MONET, više brojeva,
4. Izvještaji o radu savjeta za privatizaciju za 2000, 2001, 2002, 2003. i 2004. godinu
5. Jelena Mušikić, «Razvoj tržišta kapitala u zemljama u tranziciji, sa posebnim osvrtom na Crnu Goru», magistarski rad, Podgorica, maj 2005
6. Miroslav Prokopijević, Konstitucionalna ekonomija, E press, Beograd, 2000.
7. Preduzetnička ekonomija, Volume I, II i III, Postdiplomske studije Podgorica
8. Stojan Dabić, "Hartije od vrednosti I njihovo tržište", Naučna knjiga, Beograd, 1990.
9. Simonetti M., Issues in Regulating Post-Privatization Securities Markets in Transitional Economies, The World Bank, Washington, 1997.
10. Šević, Redizajniranje finansijskih sistema – nedoumica izbora institucija i izgradnje njihovog potencijala, Economius and Organization, Vol 1, broj 9, 2001.
11. Steve Pejovic; Vukotić, Veselin; Tranzicija i institucije, Zbornik radova, IDN, Beograd, 2002.

12. Vukotić, Veselin; »MVP as a part of integral concept of privatization in Montenegro«, Podgorica, jul 2000.
13. Zoran Đikanović, "Restrukturiranje preduzeća putem Management Buy-out-inostrana iskustva i iskustva u Crnoj Gori", Podgorica, jun 1999.
14. <http://www.agencijacg.org>
15. <http://www.monetoline.org>
16. [www.nex.cg.yu](http://www.nex.cg.yu)
17. [www.montenegroberza.cg.yu](http://www.montenegroberza.cg.yu)
18. [www.scmn.cg.yu](http://www.scmn.cg.yu)

**Zoran Mihailović\***

## **Osnovni učesnici i njihove uloge u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja**

### **Abstract**

While the international organizations like The World Bank, ILO, OECD offered the world recognized classifications of pension pillars, not much attention was devoted to the explanation of the key players and their roles in the voluntary pension insurance. There are several choices about the institutions that might be the carriers of the System's processes, depending on a number of country specifics. As to the experiences of its neighbors, Montenegro is expected, at least, to follow the positive examples of Croatia, Slovenia and recently Serbia. This paper in further gives the basic explanations of the main institutions that should be involved in the system's creations and briefs their main assignments. It concludes with a quick recap, stressing the importance of the synergy of the institutions and organizations involved.

**Key words:** *Logic, Pillar, Voluntary Pension Insurance, Pension fund, Management Company, Insurance Company, Custody, State, Synergy*

### **Uvodna razmatranja**

S obzirom na izražene probleme u penzijskoj industriji širom svijeta, sve veću uključenost stručne i animiranje ostale javnosti u poslednjih par decenija, skoro da i nema odraslog stanovnika na planeti koji ne zna barem nešto o penzijskom sistemu u svojoj zemlji. Naučnici i istraživači su objavili veliki broj radova, formirano je na desetine međunarodnih institucija koje se isključivo bave penzijama, redovno se organizuju seminari, okrugli stolovi, rasprave i sl. na temu unapređenja i razvoja penzijskih sistema.

Zemlje koje su ranije identifikovale glavne probleme u svojim penzijskim sistemima, u 21 vijeku sumiraju rezultate i prave strategiju daljeg unapređenja (jer reforme nisu čin, već proces), dok nerazvijene i zemlje u razvoju pokušavaju da nadoknade izgubljeno vrijeme učeći na greškama svojih prethodnika. Sam process

---

\* Lovćen osiguranje, Podgorica



“učenja” ne bi bio problematičan da se većina zemalja u razvoju ne nalazi u fazi svjesnog neznanja. Zemljama sa “starim” penzijskim sistemom je sada već jasno da problemi postoje, da ih treba riješiti, ali na koji način, sa kojim resursima, sa kakvim rezultatima i poslasticama, to je već enigmatično područje. Vrijeme prolazi, međunarodne institucije imaju sve manje strpljenja za sporost administrativnih sistema, novi penzioneri u redu čekaju svoje “penzionerske knjižice”, a oni koji već imaju pravo na penziju postavljaju pitanje “Gdje li sam ja uplaćivao onolike doprinose, kad mi je sada ovolika penzija?”. U takvoj situaciji, izgleda da će put od “svjesnog neznanja” ka “svjesnom znanju”, u najvećoj mjeri, biti trasiran od strane onih koji su taj put ranije prešli.

Sa druge strane, oni koji su već reformisali svoje penzijske sisteme nisu imali isto polazište i nisu primjenjivali iste instrumente za rješavanje pojedinih problema. Najveće razlike svakako postoje između zemalja anglo-saksonskog i zemalja evropskog prava. Sa druge strane, kulturne, ekonomske i druge specifičnosti pojedinih zemalja u okviru pomenutih pravnih sistema doprinijele su daljem razumijevanju penzijskih sistema. Međunarodne institucije koje prate penzijsku problematiku poput Svjetske Banke, Međunarodnog monetarnog fonda, OECD-a, MOR-a, u skladu sa svojim programskim odrednicama, pokušale su da klasifikuju penzijske sisteme. U nedostatku kvalitetnih i obuhvatnijih informacija pojedine zemlje prihvataju određene šablone pojedinih međunarodnih institucija “zdravo za gotovo”, uvažavajući njihov renome ili pak iz drugih razloga.

Ono, u vezi čega danas postoji potpuni konsenzus na planetarnom nivo, jeste činjenica da se penzijski sistem ne može više oslanjati samo na „jednom stubu“, bilo da se taj stub identifikuje sa državnom ili privatnom penzijom, fundiranom ili nefundiranom, definisanog benefita ili definisanog doprinosa. Šta više, uglavnom se smatra da postojanje čvrstog i rentabilnog državnog penzijskog osiguranja, koje treba da obezbijedi minimalan ili dovoljan nivo sigurnosti svim građanima koji su ispunili određene uslove, treba dopuniti sa nekim oblikom dobrovoljnog ili obaveznog privatnog penzijskog osiguranja koji će obezbijediti dodatne prihode za populaciju sa većim mogućnostima i većim prohtjevima.

Sa druge strane, kakvu strukturu treba da ima tzv. prvi stub državnih penzija; da li tzv. drugi stub treba prepustiti poslodavcima ili fondovima, da li za njim uopšte ima potrebe, da li je uvođenje isplativo; šta su to dobrovoljne penzije - tzv. treći stub, kako je uređen, ko su nosioci i sl., to je već malo komplikovanije. Do sada su se iskristalisale tri kategorizacije od strane tri međunarodne institucije (1. OECD, 2. Svjetske banke i 3. MOR.) koje tretiraju tzv. stubove kao sastavne djelove penzijskog sistema, ali na različit način.

Sa dokumentom „*Maintaining Prosperity in an Ageing Society*“, OECD uspostavlja razliku između tri stuba, odnosno tri vrste penzijskih planova u okviru penzijskog sistema, što je ujedno i prva zvanična klasifikacija penzijskih planova zemalja OECD-a i prema njoj:

- **Prvi stub** predstavljaju planovi definisanog benefita; organizovani su na PAYG principu; obično se finansiraju doprinosima kojima upravlja država;
- **Drugi stub** čine penzijski planovi; koji su sastavni dio ugovora o radu; i kojima upravljaju poslodavci.
- **Treći stub** predstavljaju individualni penzijski planovi u formama štednje i anuiteta.

Iako je ova klasifikacija prihvaćena od zemalja članica OECD-a i Evropske Komisije, Sekretarijat OECD-a je relativizovao značaj klasifikacije sa obrazloženjem da u komparativnoj analizi ne daje dobre rezultate. Pored individualnih specifičnosti pojedinih zemalja, ovakvoj situaciji je doprinijela i činjenica da tržište penzijskog osiguranja nudi nove proizvode kako bi pridobilo što veći broj osiguranika. Tako recimo u svijetu postoji značajan broj penzijskih planova koji se ne mogu precizno svrstati niti u drugi niti u prvi stub ove klasifikacije. Sa druge strane postoji pregršt finansijskih proizvoda koji se ne mogu direktno svrstati u treći stub.

U posljednje dvije decenije korišćenje termina „stub“ (sinonim za određeni segment penzijskog sistema – na engleskom *pillar*), je izazvao pometnju u naučnim krugovima, jer druge međunarodne organizacije (Svjetska Banka i Međunarodna organizacija rada) koriste istu terminologiju, ali definišu stubove na različit način. Višestubni penzijski model **Svjetske banke definiše**:

- **Prvi stub**, kao mali; sa definisanim benefitima, organizovan na PAYG principu; kojim upravlja država,
- **Drugi stub**, kao obavezan; sa definisanim doprinosima (uglavnom); kojim upravljaju privatna lica i
- **Treći stub**, kao dobrovoljan; sa individualnim računima; kojima upravljaju privatna lica.

**Međunarodna organizacija rada (MOR)** je predložila takozvani troslojni, odnosno penzijski sistem u tri nivoa (*three-tier*), koji uključuje i radnike i poslodavce, kao kontributore, koji u širem kontekstu definiše:

- **Prvi nivo**, kao minimalan; usmjeren na suzbijanje siromaštva; univerzalan i testiran u odnosu na imovinsko stanje; finansiran iz javnih prihoda i indeksiran,

- **Drugi nivo**, obavezni javni PAYG sistem koji bi obezbijedio razumnu stopu zamjene (*replacement rate*). Penzijski benefiti bi morali biti potpuno indeksirani u odnosu na inflaciju, pri čemu bi sami benefiti imali svoju gornju granicu u odnosu na doprinose,
- **Treći nivo**, kao potpuno fundiran; sa definisanim doprinosima; koji bi pod privatnom upravom, bio komplementaran prvom i drugom nivou. Ovaj nivo bi obuhvatao kako poslovne, tako i individualne penzijske planove.

Zbilja, za koji koncept se odlučiti!? Polazeći linijom manjeg otpora, u kontekstu ekonomičnosti reformi, klasifikacija MOR-a se u domenu prvog nivoa (stuba) može lagano odbaciti jer je primjerenija Beveridge-ovom minimalističkom konceptu anglosaksonaca i njihovih kolonija, nego Bizmarkovim sledbenicima u koje i mi spadamo (vidjeti detaljnije u Mr Zoran Mihailović: „OSNOVNI MODELI PENZIJSKIH SISTEMA KROZ PRIZMU TAKSONOMIJE OECD-a“, Svijet osiguranja 3/2005). Svjetska banka i OECD imaju prilično identične stavove u pogledu prvog stuba koji ima Bizmarkove karakteristike. Držeći se striktno stuba/nivoa, u pogledu drugog stuba, sva tri koncepta se očigledno razlikuju. OECD pod drugim stubom tretira penzije koje obezbjeđuje poslodavac kroz sopstvene doprinose i eventualno doprinose samih radnika, dok Svjetska banka (mada ne previše eksplicitno) podržava sistem obaveznih penzija koji se finansira izdvajanjem dijela doprinosa iz prvog stuba. Oko trećeg stuba postoji najmanje dvojbe. Sve tri kategorizacije teže ka dobrovoljnom individualnom pristupu, baziranom na konceptu definisanog doprinosa, kojim ne upravlja država.

Da nije sve toliko jednostavno, treba uočiti da ova klasifikacija u suštini nudi platformu za akumulaciju penzijskih sredstava, ali ne definiše odgovornost za akumulaciju penzijskih sredstava. Dakle, ko je nosilac procesa usvojene platforme? Da li su to samo osiguravajuća društva, samo banke, samo penzijski fondovi, neke druge ovlašćene institucije ili njihova kombinacija? Da li su ovi nosioci sami po sebi dovoljni da proces obave samostalno ili je potrebno učešće i nekih drugih institucija? Kakav je položaj i zadatak države? Kakvi su mehanizmi distribucije sredstava, ko će biti nosilac distribucije? Odgovori na ova pitanja, u skladu sa reformom penzijskog sistema u Crnoj Gori kao važnom segmentu „**Agende ekonomskih reformi u Crnoj Gori 2002-2007**“, te iskustvima u regionu, su posebno bitni u kontekstu dobrovoljnog penzijskog osiguranja, pa će im se na narednim stranicama dati prioritet.

## 1. Derivacija učesnika u zavisnosti od odabranog penzijskog sistema

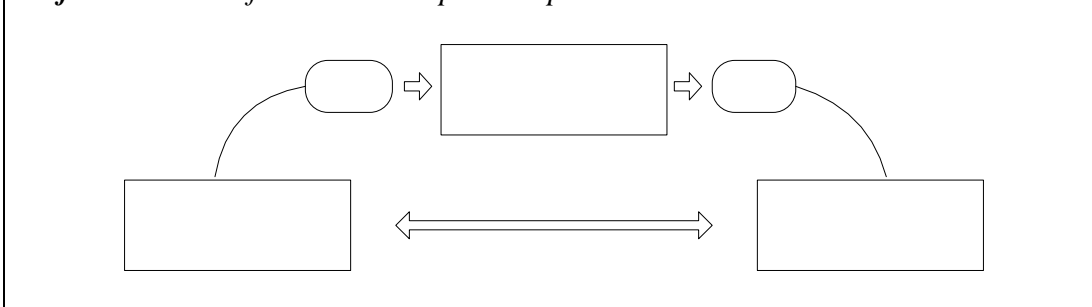
### 1.1. Logika penzijskog sistema

Šta je to penzijski sistem? Kao i svaki drugi sistem i penzijski sistem predstavlja uređen skup procesa i njihovih nosilaca. Šta je cilj penzijskog sistema? Bilo da se radi o javnom, privatnom ili nekom izvedenom sistemu, osnovni cilj svakog penzijskog sistema je prijem, upravljanje i isplata penzijskih sredstava. Sa druge strane, instrumenti i modeli za ostvarenje ovih ciljeva mogu se značajno razlikovati.

U kontekstu dobrovoljnog penzijskog osiguranja, koje pretpostavlja minimalno uključivanje države, odnosno svodenje njene uloge na regulatornu i kontrolnu funkciju, procese prikupljanja, upravljanja i isplate penzijskih sredstava obavljaju privatne organizacije. Ovo ne znači da državni organi nemaju značajno mjesto u sistemima dobrovoljnog penzijskog osiguranja, već jednostavno da upravljačke i druge povezane poslove prepuštaju efikasnijim i konkurentnijim oblicima organizacije. No pođimo od prvog procesa u sistemu, prikupljanja (uplate) sredstava.

Pretpostavimo, za sada, jednostavnu situaciju u kojoj postoji samo jedan „uplatilac“, jedan „primalac“ sredstava i sistem koji omogućava tok sredstava od „uplatioca“ do „primaoca“. Dakle, na bazi obligacionog odnosa između uplatioca i primaoca kojim se regulišu međusobna prava i obaveze, dolazi do transfera sredstava.

**Grafik br.1:** Transfer sredstava uplatilac-primalac



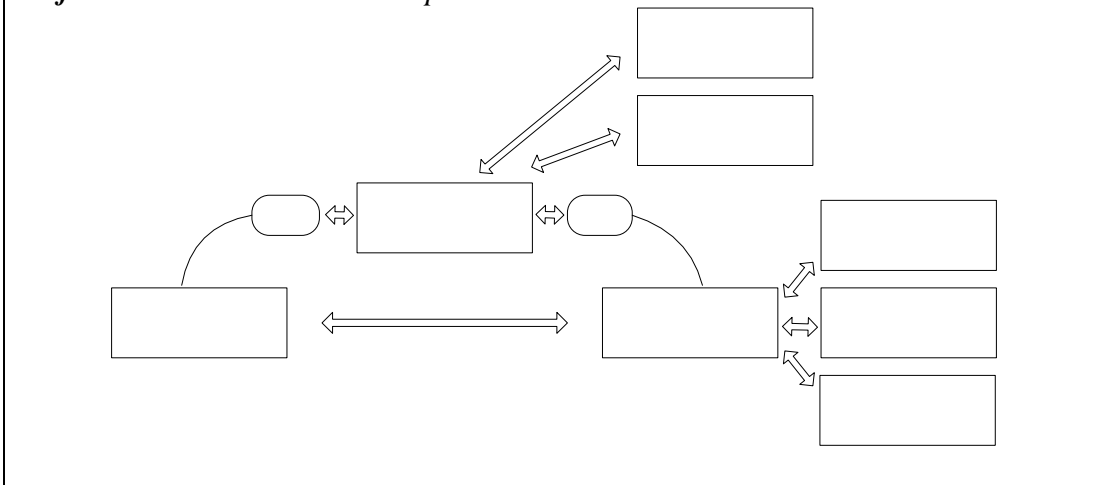
Ko sve može biti „uplatilac“? Može biti fizičko lice koje uplaćuje svoja sredstva na svoj račun, zatim fizičko lice koje uplaćuje sredstva za račun trećeg lica, pravno lice koje uplaćuje svoja sredstva za račun trećeg lica ... ili pak neka od kombinacija. Primalac može uzeti formu pravnog lica koje ima ovlašćenje za prijem sredstava od „uplatioca“. Po pravilu radi se o bankama, osiguravajućim društvima, penzijskim fondovima ili drugim institucijama sa ovlašćenjem za obavljanje ovih poslova. Kakva je platforma za uspostavljanje obligacionog odnosa, odnosno šta je predmet

obligacionog odnosa i koji su njegovi osnovni elementi u zavisnosti od „protagonista uplatiloca i primaoca“?

S obzirom da je predmet ove elaboracije dobrovoljno penzijsko osiguranje, logično da uplatilac nije obavezan da stupi u obligacioni odnos sa primaocem uplate. Dakle, uplatilac bi mogao da ne uplaćuje sredstva primaocu, čiji je zadatak (u penzijskom sistemu) da upravlja tim sredstvima i da obezbijedi isplatu penzijskih sredstava, već da njima manipuliše prema sopstvenim nahođenjima. U čemu je onda „trik“? Zbog čega bi se „uplatilac“ odlučio da sredstva uplaćuje „primaocu“ i time se odrekne lične ili investicione potrošnje? Zdravorazumski odgovor glasi: „Zbog toga što će primalac bolje upravljati mojim sredstvima i što će mi obezbijediti veći prinos i veću penziju nego što bih ja to sam uradio“ ili pak onaj koji je svojstveniji našim prostorima „Bolje da ih dam za penziju, ionako ću ih potrošiti za nešto što mi ne treba“.

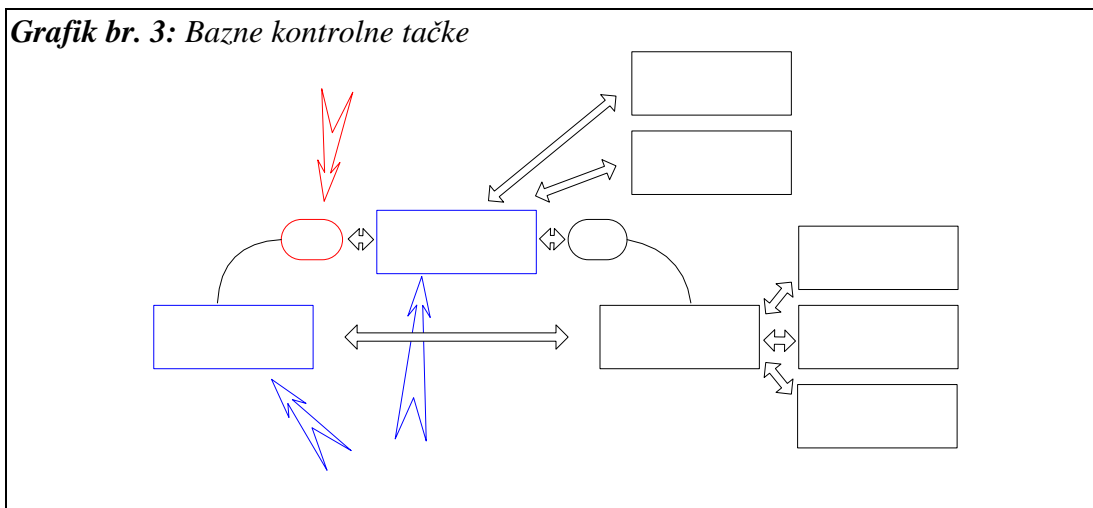
Vrlo je jasno da „držanjem“ sredstava primalac neće ostvariti prinos, već da je sredstva neophodno plasirati („obrnuti“), naplatiti, podmiriti troškove, obezbijediti sopstveni prihod i naravno obezbijediti adekvatan prinos uplatiocu, a to definitivno nije jednostavan posao! Dakle, „primalac“ se nalazi pred složenim zadatkom za koji su potrebna odgovarajuća znanja i mehanizmi za primjenu znanja. Kao pojmovno određenje se nameće upravljanje prikupljenim sredstvima, ali na način koji ne bi smio dovesti u pitanje osnovni cilj, a to je isplata penzijskih sredstava. Koristeći specijalizovana znanja, primalac sredstava posredstvom platnog prometa plasira akumulirana sredstva na pojedinim tržištima, samostalno ili kroz mrežu posrednika ovlašćenih za trgovanje na pojedinim tržištima.

**Grafik br.2:** Plasman sredstava primaoca



U čitavom procesu se stalno nameće pojam sigurnosti sredstava, odnosno budućnosti onih koji će primati penzijska sredstva. Veoma je nelogično očekivati da se sigurnost može ostvariti samo na bazi povjerenja, ili pak konkurentske utakmice, zato se u najvećem broju dobrovoljnih penzijskih sistema pribjegava regulaciji i superviziji. U cilju minimalnog učešća države u funkcionisanje sistema, a imajući u vidu veliku odgovornost „primoca“ sredstava, obično se postavlja neki oblik sistema neposredne kontrole koji će u što kraćem roku uočiti i eventualno spriječiti potencijalne probleme. Razumljivo, radi se o kontroli u okviru platnog prometa (da li je priliv i odliv sa računa u skladu sa propisima i sl.) kao saobraćajne trase svih finansijskih aktivnosti „primaoca“ sredstava. Kako ovaj oblik kontrolnog sistema ne pokriva baš sve segmente penzijskog sistema, pribjegava se i sistemu potpunije kontrole i regulacije koji obuhvata primaoca, ali i samog finansijskog „kontrolora“.

**Grafik br. 3: Bazine kontrolne tačke**



Pretpostavljajući dalje da je „primalac“ obavio procese koji za posledicu imaju ostvarivanje prinosa na sredstva „uplatioca“, jasno je da kapitalisana sredstva moraju biti vraćena „uplatiocu“. Međutim, da li će ta sredstva biti vraćena u cjelosti, u određenim porcijama, prema nekom pravilu, ko će *de facto* biti „isplatilac“ sredstva „uplatiocu“, odnosno nekom trećem licu – sam „primalac“ ili pak neko drugi, zavisi od niza faktora.

## 1.2. Derivacija učesnika u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja

### KONTROLA

U prethodnoj elaboraciji namjerno je izbjegnuto definisanje pojedinih kategorija, upravo iz razloga što postoji niz mogućnosti od kojih zavise i forma i suština penzijskog sistema. Vraćajući se od implicitnog ka eksplicitnom, definisaćemo moguće učesnike u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja i izolovati one koji su od posebnog značaja za model koji će najvjerovatnije biti usvojen u Crnoj Gori.

Na bazi prethodne analize utvrđeno je da se u kontekstu učesnika u procesu prikupljanja sredstava nalaze dva subjekta, jedan koji uplaćuje i drugi koji prima uplate. Da se uplate primaju u cilju stvaranja akumulacije i kapitalizacije sredstava, da postoji „platforma“ za taj proces i da je sam proces normiran.

Platforma za akumulaciju sredstava u terminologiji penzijskih sistema se naziva **penzijski plan**. Ugovorom o penzijskom planu (ugovor o članstvu i/ili ugovor o pristupanju penzijskom fondu) se regulišu međusobna prava i obaveze subjekta koji uplaćuje i subjekta koji prima uplaćena sredstva. Penzijski plan sadrži pravila o otvaranju individualnog računa, visini uplata, pristupnoj starosti, minimalnoj i maksimalnoj granici za početak povlačenja sredstava, prenosu sredstava, provizijama ... na bazi kojih se stranke potpisnice izjašnjavaju o međusobnim pravima i obavezama. Ugovor o penzijskom planu može se zaključiti između „primaoca“ uplata i pojedinca – u korist pojedinca, između „primaoca“ i pravnog lica ili udruženja pravnih lica – u korist zaposlenih. Dakle, na strani uplatioca mogu se pojaviti vlasnici individualnih penzijskih računa, poslodavci ili pak treća lica koja uplaćuju sredstva u ime i za račun korisnika, ukoliko je takva mogućnost predviđena. U svakom slučaju, pojedinac koji je direktno ili indirektno obuhvaćen penzijskim planom naziva se **članom penzijskog plana**.

Na strani primaoca uplate nalazi se institucionalna forma koja je od nadležnog organa ovlašćena za obavljanje predmetnih poslova. Primalac se može pojaviti u **formi banke ili štedionice**, kada se za potrebe penzijske štednje otvara štedni račun. U zemljama anglo-saksonskog prava, penzijska štednja kojom upravljaju depozitne institucije organizuje se na bazi *trust account*-a ili *custodial account*-a. U prvom slučaju, pojedinac koji otvara račun se naziva *settlor/grantor*, depozitna institucija se naziva *trustee*, a korisnik koji se kod penzijskog sistema po pravilu poistovjećuje sa *settlor*-om naziva se *beneficiary*. *Custodial account* je vrsta računa koji se otvara za potrebe „štićenika“ ili supružnika pri čemu nadzor vrši custodian - „čuvar“. Ovi računi su karakteristični u slučajevima kada roditelji za svoju maloljetnu djecu otvaraju račune koju su pod kontrolom roditelja do punoljetstva djece, mada se koriste i kao model za dobrovoljno penzijsko osiguranje.

Nije rijedak slučaj da se na strani primaoca uplata nalazi i **osiguravajuće društvo**. U suštini, ovaj model možda ima i najdužu primjenu samo što se nije nazivao penzijskim osiguranjem. Naime, poznato je da osiguravajuća društva mogu ponuditi polis životnog osiguranja svojim osiguranicima kojim se isti mogu osigurati od rizika smrti, rizika doživljenja ili njihove kombinacije. U anglo-saksonskim zemljama je prilično čest slučaj da se penzijsko osiguranje zaključuje na bazi polise odloženog životnog anuiteta, sa ili bez povrata osigurane sume u periodu odloženosti (sa eventualnim korekcijama komutativnih brojeva). Interesantno je da je ovaj model

do skoro korišćen (i da će se koristiti još neko vrijeme) i u Srbiji zbog nedostatka regulative kojom bi se penzijsko osiguranje modeliralo na drugačiji način.

Iako se na strani primaoca sredstava u svjetskoj praksi pojavljuju depozitne institucije i osiguravajuća društva, kao nosioci procesa dobrovoljnog penzijskog osiguranja sve više dominiraju **penzijski fondovi**???. Što su u suštini penzijski fondovi, neka vrsta imovine ili oblik pravnog lica??? U zavisnosti od ustrojstva sistema pojedinih zemalja, penzijski fondovi mogu uzeti ugovornu formu, formu prostog računa ili pak imati svojstvo pravnog lica. U zemljama u kojima su penzijski fondovi koncipirani u formi **fondacije ili penzijskog preduzeća**, radi se o pravnim licima sa internom upravljačkom strukturom. U zemljama u kojima se penzijski fond tretira kao prost račun (imovina) radi se o fondovima u **ugovornoj formi** sa vanjskom upravljačkom strukturom. Slična je situacija sa **trastom**, osim što postoje razlike u pogledu prava vlasništva nad sredstvima u fondu. Dakle, kao primaoci sredstava (a najčešće, ujedno i menadžeri tih sredstava) pojavljuju se: banke i druge depozitne institucije, osiguravajuća društva, fondacije, penzijska preduzeća i specijalizovana preduzeća za investicioni menadžment. U svjetskoj terminologiji, mada se i kod nas već upotrebljava ali u telekomunikacijama, često se koristi odrednica **provajderi** penzijskog osiguranja.

Sredstva koja pojedinci uplaćuju na svoje individualne račune u okviru penzijskog fonda čine novčanu masu kumuliraju se tokom određenog vremenskog razdoblja definisanog penzijskim planom. U tom vremenskom razdoblju provajderi penzijskog osiguranja moraju težiti zadovoljenju osnovnog investicionog principa, da uz zadati rizik ostvare maksimalno moguću stopu prinosa. Posao investicionih menadžera u penzijskoj industriji se dodatno usložava, obično strožijom regulativom zakonodavca koja postavljanjem kvalitativnih i kvantitativnih ograničenja postavlja okvire za modeliranje portfolija. Nerijetko se za donošenje kvalitetnih investicionih odluka angažuju i investioni savjetnici koji imaju specijalizovana znanja o pojedinim tržištima, o matematičkom i statističkom modeliranju i sl.

U cilju zaštite prava pojedinaca, članova penzijskog plana, a imajući u vidu kompleksnost posla koji se nalazi na strani provajdera, u sistemu penzijskog osiguranja se postavljaju **kontrolni i regulatorni mehanizmi**. Jedan od vrlo efikasnih sistema kontrole, na samom „izvoru“, nalazi se u samom platnom prometu. Naime, provajder penzijskog osiguranja da bi plasirao sredstva koja će se kasnije priliti zajedno sa ostvarenim prinosom, mora proći kroz sistem platnog prometa. Ukoliko je sistema platnog prometa koncipiran na bankarskom sistemu, sredstva penzijskog fonda se moraju nalaziti u okviru računa neke banke. Upravo ta banka kod koje je otvoren račun fonda ima najjasniji uvid u transakcije provajdera. Banke kod kojih se otvaraju računi penzijskog fonda se naziva **custody** ili **depozitarna banka**.



Za sigurnost penzijskog sistema, posebno u manje razvijenim zemljama, nije dovoljna samo *custody* kontrola koja se inače dešava u „*on-going*“ fazi. Na kraju krajeva, potrebno je kontrolisati i samog *custodian*-a. **Regulatorni organi provode** sveobuhvatnu kontrolu, pri čemu je kontrola od strane *custodian*-a samo karika u lancu. Resorne državne strukture donose zakonsku regulativu i podzakonska akta čime propisuju način organizacije sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja. U kontekstu dobrovoljnog penzijskog osiguranja, sveobuhatnost regulacije i kontrole mora obuhvatiti sve parcijalne odluke o institucijama i procesima koje te institucije treba da provedu, te moguće reperkusije međusobno povezanih procesa i institucija.

U nekim razvijenijim zemljama (Velika Britanija, Irska, Kanada i sl.), a u cilju rješavanja mogućih sporova između članova penzijskih planova i njihovih organizatora, primarnim zakonskim rješenjima ili amandmanima, predviđena je i institucija penzijskog ombudsmana. Kao i institucija ombudsmana koji se na fonu ljudskih prava bavi istraživanjem žalbi i sporova između državnih institucija i građana, **penzijski ombudsman** prima i istražuje žalbe i sporove između članova penzijskog plana

U kontekstu reforme penzijskog sistema u Crnoj Gori, a koja je uzgred rečeno, u domenu penzijsko-invalidskog osiguranja (prvog stuba) već daleko odmakla, najvjerovatnije će se u modeliranju dobrovoljnog penzijskog osiguranja pribjeći rješenjima koja su karakteristična za naše najbliže susjede (Hrvatska, Slovenija, Srbija) odnosno za miks onih rješenja koja su dala najbolje rezultate uz eventualno neke, nama svojstvene, nadogradnje. Pored objašnjenja institucija koje će najvjerovatnije uzeti učešće u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Crnoj Gori i njihovih uloga pomenuće se i neke dileme koje su, po autoru, od suštinskog značaja.

## 2. Penzijski fondovi i penzijska tijela

Imajući u vidu karakteristike dobrovoljnog penzijskog sistema kao sistema u kome ne postoji obaveza na strani člana penzijskog plana da uplaćuje sredstva u penzijski plan, iskustva susjednih zemalja, kao i već implementiran sistem investicionih fondova, Crna Gora će se najvjerovatnije odlučiti za koncept **kapitalisanih autonomnih ugovornih fondova, na principu definisanog doprinosa**. Autonomni fondovi podrazumijevaju odvojenost sredstava članova penzijskog plana, odnosno penzijskog fonda i sredstava institucije koja upravlja fondom. Fondovi na ugovornom principu podrazumijevaju vanjsku upravljačku strukturu, koja upravlja penzijskim fondom na bazi ugovora.

**Društva za upravljanje penzijskim fondovima** se u zavisnosti od privredne prakse mogu registrovati kao akcionarska i/ili društva ograničene odgovornosti. Njihovi osnivači mogu biti i pravna i fizička lica, uz određena ograničenja tipa konflikta interesa i sl. Društva mogu upravljati sa više penzijskih fondova, pri čemu za svaki fond moraju dobiti posebnu saglasnost nadležnog organa. Društva za upravljanje penzijskim fondovima ili kako se često nazivaju menadžment preduzeća, moraju biti kadrovski i tehnički osposobljena za upravljanje penzijskim fondom. Naime, društvo mora dokazati da raspolaže znanjima za upravljanje kapitalom i da ima, prije svega, informatičke predispozicije za primjenu tih znanja.

Društvo se finansira na bazi provizija koje naplaćuje članovima penzijskog fonda. Obično se članovima naplaćuju: **ulazna provizija** (*entry fee*) – za zasnivanje članstva, **provizija na doprinose** (*contribution fee*) – provizija na iznos uplata u penzijski fond koja ima najsnažnije destvo na depresijaciju sredstava na individualnom računu, zatim **upravljačka provizija** na iznos sredstava na individualnom računu (*management fee*) i **izlazna provizija** (*exit fee*) – provizija za izlazak iz fonda. Pored ovih, manje više standardnih provizija, u nekim zemljama postoji i **provizija na prinose** (*sucess fee*) kao nagrada za učinkovitost društva, veću od prosječne. Ne treba zaboraviti i **skrивene provizije** (*hidden fees*), kao što su odbijanje brokerskih troškova prije obračuna upravljačke provizije ili iracionalno povećanje broja transakcija čime se povećavaju brokerski troškovi i smanjuje vrijednost sredstava osiguranika, pa čak i to da provajder nastavi obračun provizija, na do tada akumulirana sredstva, iako je osiguranik prekinuo sa uplatama u penzijski plan.

Da bi provizije koje naplaćuje društvo imale smisla, ostvareni prinos mora biti veći od troškova (internih i eksternih) koje će društvo imati na putu sticanja prinosa. U zavisnosti od regulativom postavljenih investicionih ograničenja i deklariranih investicionih načela penzijskog fonda, društvo za upravljanje penzijskim fondom ima za cilj da u kontinuitetu plasira akumulirana sredstva i da na ista, uz definisan nivo rizika, ostvari što veću stopu prinosa.

Ako bi se sredstva ulagala samo u jedan investicioni instrument, logično je za očekivati visoke stope prinosa u slučaju rasta, odnosno negativne stope prinosa ukoliko dođe do pada tržišne vrijednosti odabranog investicionog instrumenta. Upravo iz tih razloga društva za upravljanje penzijskim fondovima (kao i sva druga investiciona društva) formiraju različite vrste portfolija, u zavisnosti od tolerancije članova fonda prema uključenom riziku. Zato se u društvima za upravljanje penzijskim fondovima zapošljavaju portfolio (investicioni) menadžeri koji su završili specijalističke kurseve i koji su od resornih organa dobili predmetne certifikate. Nerijetko se u društvima za upravljanje penzijskim fondovima

zapošljavaju i interni revizori kao lica koja prate finansijske aspekte kreiranja i upravljanja portfoliom.

Penzijski fondovi u dobrovoljnom penzijskom osiguranju (ako se u tom slučaju uopšte može koristiti riječ osiguranje), pored akumulacije i investiranja akumuliranih sredstava, mogu biti ovlašćeni i za distribuciju penzijskih sredstava. Moguće je, posebno u slučajevima kada država aktivno učestvuje u sistem dobrovoljnog penzijskog osiguranja kroz poreske podsticaje i poreska oslobođenja, primorati penzijske fondove da povjere distribuciju (odnosno onaj dio koji član fonda ne može podići u gotovini) osiguravajućim društvima. Sa druge strane, neki sistemi omogućavaju društvima za upravljanje penzijskim fondovima da distribuiraju sredstva članovima fonda, kada se za to ispune zakonski uslovi. Najčešći mehanizam distribucije ovog tipa se naziva programirana distribucija (*programmed withdrawal*).

**Programirana ili planirana distribucija** obezbjeđuje raspodjelu dohotka u određenom vremenskom intervalu koja se bazira na očekivanom trajanju života. Programirana povlačenja se svake godine izračunavaju u zavisnosti od investicionih prinosa i novih tablica smrtnosti. Ovaj oblik distribucije akumulacije obezbjeđuje sigurnu raspodjelu akumuliranog iznosa i odgovarajućih stopa prinosa, jer u slučaju smrti ostatak nepotrošenog iznosa ostaje na raspolaganju korisnicima, odnosno nasljednicima.

Pored programiranih povlačenja, kao oblika distribucije penzija, u zemljama Latinske amerike postoje još i **fragmentirana povlačenja** (*fragmental withdrawals*) i **permanentna povlačenja** (*permanent withdrawals*). Fragmentirana povlačenja u suštini postoje samo u Argentini, i vrlo su slična programiranim povlačenjima. Naime, član fonda dobija mjesečne prilive čiji iznos ne može preći iznos koji bi isti dobio iz životnog anuiteta. Svake godine se izračunava preostala vrijednost kao osnovica za novi obračun, i ukoliko prinosi ne mogu da nadomjeste iznos potrošenih sredstava dolazi do realnog umanjenja penzije. Osiguranik može u svakom času iskoristiti preostala sredstva da kupi anuitet, a u slučaju smrti sredstva prelaze korisniku koga je odredio osiguranik. Permanentna povlačenja, sa druge strane, su specifičnost Kostarike i to u sistemu obaveznog dopunskog osiguranja. Osiguranik mjesečno dobija iznos ostvarenog prinosa na sredstva koja ostaju u penzijskom fondu, a u slučaju smrti glavnica biva naslijeđena od strane nominovanog korisnika.

U crnogorskom slučaju, kao i u slučaju Srbije i Hrvatske, **penzijski fondovi** će najvjerovatnije uzeti formu zasebne imovine bez svojstva pravnog lica. Imovina penzijskog fonda je u vlasništvu članova penzijskog fonda, a upravljanje fondom je djelatnost društva za upravljanje penzijskim fondom. Penzijski fondovi mogu biti otvorenog i zatvorenog tipa. Otvoreni penzijski fondovi primaju u članstvo sva

zainteresovana lica, dok zatvoreni penzijski fondovi primaju u članstvo članove jednog ili više poslodavaca, sindikata, unije i sl. Po pravilu, penzijske fondove mogu osnivati društva za upravljanje penzijskim fondovima, ali i poslodavci odnosno udruženja poslodavaca koji imaju potrebu za posebnim tretmanom penzijskih sredstava koje uplaćuju samostalno, ili zajedno sa zaposlenima u korist individualnih računa zaposlenih.

Da bi penzijski fond informisao potencijalne članove o međusobnim pravima i obavezama, potrebno je da na koncizan i transparentan način obavijesti javnost, odnosno zainteresovana lica o svim bitnim elementima članstva. Informisanje javnosti se obavlja putem **informativnog prospekta**, koji se javnosti (barem u sažetoj formi) mora stavljati na uvid u određenim vremenskim intervalima. Informativni prospekt sadrži podatke o dobrovoljnom penzijskom fondu i društvu koje upravlja fondom, nazivu i sjedištu custody banke, kao i sam datum izdavanja informativnog prospekta. Podaci o dobrovoljnom penzijskom fondu sadrže: naziv i datum osnivanja fonda, investicionu politiku i osnovne rizike, minimalan iznos doprinosa, poreski tretman fonda i članova fonda, vrijednost imovine fonda na dan izdavanja prospekta, trenutnu strukturu imovine fonda, neto prinos fonda, naknade i troškove fonda i sl. Podaci o društvu za upravljanje odnose se na: naziv i sjedište društva, članove uprave, akcionare sa značajnijim učešćem, visinu osnovnog kapitala, revizorsku kuću i sl.

Pored navedenih, dvije informacije su od suštinskog značaja za svaki penzijski fond: neto vrijednost imovine - NVI (*net asset value – NAV*) i vrijednost investicione jedinice. Neto vrijednost imovine predstavlja razliku između imovine penzijskog fonda i obaveza fonda prema društvu za upravljanje i trećima licima. Vrijednost investicione (ili bolje rečeno penzijske) jedinice po osnivanju penzijskih fondova donosi resorni organ, uniformno za sve fondove, pa se broj investicionih jedinica u prvom mahu utvrđuje podjelom NVI sa vrijednošću investicione jedinice. Već sledeći dan vrijednost penzijske jedinice biće ogledalo tržišne vrijednosti portfolija penzijskog fonda.

### 3. Osiguravajuća društva

Osiguravajuća društva su finansijski posrednici koji za utvrđenu naknadu (premiju) obezbjeđuju isplatu ugovorene sume, ukoliko nastupi određeni osigurani slučaj. Osiguravajuća društva, uz poštovanje matematičkih zakonitosti, preuzimaju osigurljive rizike od većeg broja pojedinaca, grupišu ih u pojedine kategorije i za određen procenat bruto premije nude pokriće od tih rizika. Kakva je njihova uloga u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja, posebno u Crnoj Gori?

U kontekstu penzijskog osiguranja, osiguravajuća društva mogu uzeti tri uloge. Ukoliko bi recimo regulator na jednom tržištu omogućio osiguravajućim društvima da kroz polise osiguranja mogu nuditi penzijsko osiguranje, onda bi ovaj oblik institucionalnog investitora mogao ponuditi cjelukupnu uslugu (prijem, investiranje, distribucija sredstava) kroz jedan proizvod. Ukoliko takav slučaj nije predviđen regulativom, osiguravajuća društva (ukoliko im je i to dozvoljeno) se mogu pojaviti kao osnivači penzijskog fonda i na taj način, indirektno upravljati penzijskim sredstvima. Treća mogućnost, koja je i najizvjesnija u crnogoskom slučaju, minimiziraće ulogu osiguravajućih društava u periodu akumulacije i investiranja sredstava. Naime, ukoliko se „monopol“, za poslove akumulacije sredstava da penzijskim fondovima, osiguravajuća društva će morati sačekati istek štednog perioda, gubitak radne sposobnosti, teže zdravstveno oboljenje i sl. da bi ranije preuzeli sredstva od penzijskog fonda. Nije isključeno ni to, da će analogno srbijanskim rješenjima, zakonodavac privatiti liberalniji koncept koji će isključiti mogućnost primoravanja člana penzijskog fonda, da određeni procenat štednje kanališe u kupovinu nekog proizvoda koji pokriva rizik doživljenja. Za konačnu odluku, vjerovatno ćemo morati sačekati usvajanje zakona o dobrovoljnom penzijskom osiguranju.

Ako pođemo od pretpostavke, shodno premisi o dobrovoljnosti penzijskog osiguranja, da će član penzijskog fonda imati 100%-nu slobodu u raspolaganju sopstvenim sredstvima, logično je da će za posledicu očekivati i rješenje koje će osiguravajućim društvima dati minimalnu ulogu. Ovo tim prije jer ne postoje nikakvi “predznaci” da će se država neposrednije angažovati u procesu, kroz poreske podsticaje i poreska oslobođenja. Koliko će ovakav pristup biti dobar, posebno u situaciji kada se pojedincu teško odreći i jednog eura, to je već drugo pitanje? Ono što je sigurno, da su zemlje sa aktivnom fiskalnom politikom u domenu dobrovoljnog penzijskog osiguranja postigle veće rezultate, ipak uz srednjeročno veće opterećenje budžeta (Hrvatska, Velika Britanija, SAD i sl.).

Dakle, u najgorem slučaju po osiguravače ostaje im mogućnost da, onim pojedincima koji gledaju u budućnost, ponude proizvode koji će osiguranike štititi od rizika dugovječnosti. S tim u vezi, oni pojedinci koji smatraju da pretjeranim trošenjem sredstava koja će dobiti iz penzijskog fonda, mogu potrošiti sredstva prije smrti, sigurno će se odlučiti za neki od oblika životnog anuiteta (rente). Koji će to proizvodi biti, zavisi od potreba osiguranika sa jedne i možda značajnije, zavisi od snage osiguravača da ponudi pojedine proizvode, sa druge strane.

Danas se u svijetu nude raznoliki životni anuiteti. U kontekstu dobrovoljnog penzijskog osiguranja, gdje osiguravači dobijaju „dio kolača“ u fazi distribucije, svi oblici životnih anuiteta se mogu podijeliti na fiksne i varijabilne anuitete. **Fiksni anuiteti** (*fixed-rate annuities*) ili anuiteti sa fiksnom stopom prinosa su slični

certifikatima o depozitu i obezbjeđuju investitoru garantovanu stopu prinosa u određenom vremenskom intervalu pri čemu je garantovana stopa prinosa funkcija vremenskog intervala ulaganja i konkurentske pozicije osiguravajućeg društva koje izdaje anuitet. Osiguravač dakle „obećava“ investitoru fiksnu stopu prinosa, pri čemu odluku o investiranju donosi sam osiguravač, a ne vlasnik anuiteta. U kontekstu rizika, fiksnim anuitetom osiguravajuće društvo preuzima na sebe investicioni rizik, pa ukoliko ostvari stopu prinosa ispod ugovorene snosi gubitak, odnosno ako ostvari veću stopu prinosa zadržava dobitak.

U fiksne anuitete koji obezbjeđuju osiguranika od rizika doživljenja spadaju: životni anuitet, životni anuitet sa sigurnim periodom, životni anuitet posljednjeg preživjelog, „**životni anuitet sa refundacijom sredstava**“. Ovaj posljednji je najmjerno boldovan jer predstavlja proizvod koji osiguravajuća društva najčešće nude u situaciji kada im zakonodavac omogućí obavljanje penzijskog osiguranja i u fazi akumulacije i u fazi distribucije.

**Varijabilni anuiteti** (*variable annuities*) su nalik zajedničkim fondovima (*mutual funds*). Jednostavno investitor vrši selekciju jednog ili više portfolija u koji želi uložiti svoja sredstva, pri čemu prinos zavisi od prinosa portfolija. Za razliku od fiksnih anuiteta koji u ugovoru imaju tačno definisanu stopu prinosa koju osiguravač mora obračunati na osnovicu, varijabilni anuiteti prinos baziraju na odnosu između ostvarene stope prinosa i pretpostavljene stope prinosa (*AIR – assumed interest rate*). Dakle, kod varijabilnih anuiteta prinos nije fiksni već zavisi od prinosa portfolija u okviru anuiteta, a odgovornost za investicione odluke snosi sam investitor, čime i preuzima na sebe dio investicionog rizika. Najznačajniji varijabilni anuiteti koji se danas nude na svjetskim tržištima su: TIAA-CREF Anuiteti (*The Teachers Insurance and Annuity Association College Retirement Equities Fund*), Anuiteti sa učešćem u dobiti (*Financial Profit Sharing Annuity*), Anuiteti koji su vezani za akcijske indekse (*Equity Linked Annuities*) i sl.

Bilo kako bilo, osiguravajuća društva egzistiraju već nekoliko stotina godina, pa ih i najgora varijanta neće previše potresti. Ipak, sredstva penzijskih fondova čine od 20 do 40 procenata sredstava institucionalnih investitora, pa će pojedina zakonska rješenja sigurno uticati na njihov značaj i na njihov razvoj.

#### 4. Custody banke (depozitarne banke, banke čuvari)

##### 4.1. Custody poslovi

Poslovi čuvanja hartija od vrijednosti predstavljaju skup usluga koje pružaju finansijske institucije svojim klijentima. Pored poslova na čuvanju materijalnih i

dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, custodian se bavi i povezanim administrativnim poslovima. Klijentsku bazu custodiana mogu činiti razne finansijske institucije, investicioni i penzijski fondovi, pravna i fizička lica. *Custody* inače podrazumijeva pravnu odgovornost za čuvanje tuđe imovine. Ovim poslom se u svijetu najčešće bave banke, po brokerskom ili dilerskom principu. Poslovni odnos se sklapa na bazi ugovora kojim se preciziraju usluge koje će *custodian* izvršiti za klijenta, kao i visina i način plaćanja nadoknade od strane klijenta za izvršene usluge od strane *custodian*-a. Hartije od vrijednosti se čuvaju na depozitarnom računu (*custodian account*) finansijske institucije – *custodian*-a. Ukoliko klijent posjeduje gotovinske i negotovinske instrumente, otvaraju se podračuni za hartije od vrijednosti i gotovinu.

U svjetskoj praksi svi poslovi custody banke se grupišu na tzv. osnovne usluge (*core services*) i dodatne usluge (*value added*). **Osnovne usluge** custodian-a podrazumijevaju čuvanje i registraciju hartija od vrijednosti, saldiranje transakcija, prikupljanje prihoda, te emisije hartija od vrijednosti. **Dodatne usluge** u principu obuhvataju: obavljanje transakcija, izvještavanje, pozajmljivanje hartija od vrijednosti, analizu ostvarenih rezultata, praćenje promjena u regulativi, više-valutno računovodstvo i sl. Sa druge strane, konkurencija nameće potrebu da *custody* banka stalno nudi nove usluge ili pakete usluga, tako da granica između osnovnih i dopunskih usluga lagano nestaje.

#### 4.2. Uloga custody-ja u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja

U smislu ovog rada, koji podrazumijeva koncept autonomnih ugovornih fondova, custody banka za društvo za upravljanje penzijskog fonda mora obaviti najmanje dva zadatka:

1. da kao pravni subjekt koji je odvojen od društva za upravljanje penzijskim fondom, garantuje članovima penzijskog fonda pravilno vrednovanje imovine fonda, da je iskazana neto vrijednost aktive dobro izračunata, te da su uplate članova koriste u skladu sa zakonskim i internim aktima;
2. da kao institucija specijalizovana za poslove custody-ja, pruža penzijskim fondovima sve administrativne usluge za vođenje portfelja, tako da se društvo fokusira na donošenje investicionih odluka (*front-office* poslovi), čime se vrši značajna racionalizacija troškova jer fondovi ne moraju zapošljavati ekipe koje rade *back-office* poslove.

A šta je to *front-office* i *back-office*? *Front office* poslovi predstavljaju sve poslove koji su usmjereni na donošenje adekvatnih investicionih odluka u cilju strukturiranja portfelja penzijskog fonda, sve do momenta davanja naloga za kupovinu hartija od vrijednosti. Sa druge strane, *back-office* poslovi podrazumijevaju sve *post-trade*

poslove koji se dešavaju od momenta davanja naloga za kupovinu.. Poslove back-office-a obavljaju službenici custody banke, dok društvo za upravljanje preko svog činovnika vrši monitoring onog što uradi custody banka. Moglo bi se reći da je back office društva, ogledalo back office-a custody banke. Društva za upravljanje koja u svom okrilju imaju više fondova, ili pak jedan veći fond obično imaju i razvijen *midlle-office*. I na bazi prethodne terminologije može se zaključiti da *middle office* povezuje *front* i *back* office. *Middle-office* se bavi računovodstvenim poslovima, donošenjem politika i procedura, koordinacijom sa eksternim savjetnicima, usaglašenosti sa regulativom, menadžmentom dokumentacije i ukupnom kontrolom nad operacijama penzijskog fonda.

*Back office* poslovi su glavna odgovornost custody banke i društva za upravljanje fondom. U kontekstu penzijskih fondova, ovi poslovi najčešće obuhvataju: 1. kontrolu novčanog stanja, uplata i isplata, 2. vođenje registra vlasnika obračunskih jedinica, odnosno stalni uvid i provjeru individualnih računa, kao i usklađivanje stanja na njihovim računima u skladu sa uplaćenim doprinosima, 3. slanje naloga custody za uplatu/isplatu nakon prispjeća obavještanja o izvršenom poslu, 4. kontrola izvršenih uplata/isplata i status pojedinih transakcija, 5. dnevni izračun neto vrijednosti imovine i poređenje sa rezultatom custody banke, 6. praćenje prihoda od instrumenata u vlasništvu, 7. praćenje sopstvenih akcija i sl. Još jednom, većinu ovih i par drugih poslova obavljaju i custody banke.

Vratimo se začas na poziciju custody banke i sagledajmo njenu ulogu na finansijskom tržištu, počevši od momenta davanja naloga za kupovinu neke hartije od vrijednosti od strane penzijskog fonda.

Dakle, ciklus započinje davanjem naloga Brokeru A od strane penzijskog fonda, da izvrši kupovinu određenih hartija od vrijednosti. Sa druge strane prodavac hartija od vrijednosti preko Brokera B, daje nalog za prodaju hartija od vrijednosti koje traži penzijski fond. Brokeri naloge svojih klijenata unose u računarski sistem berze i dolazi do uparivanja naloga.

Nakon izvršene trgovine, Broker A obavještava penzijski fond o ishodu trgovine. Penzijski fond zatim daje nalog svome čuvaru (banci) kod koje ima otvoren gotovinski račun da izvrši prenos sredstava ka Brokeru A koji će, u skladu sa berzanskim pravlinikom, izvršiti dalji transfer do Klijenta B. Istovremeno, penzijski fond daje nalog čuvaru da izvrši prijem i čuvanje kupljenih hartija od vrijednosti na računu hartija od vrijednosti.

Banka čuvar (*custodian*) sa svoje strane komunicira sa sistemom depozitne institucije (centralni registar/kliring) i unosi nalog za realizaciju predmetne transakcije, vrši plaćanje po nalogu i na dan saldiranja prima od Brokera B kupljene





učešćem, kao pasivnom akteru, zavisi od „državnog uloga“. Nije li takva situacija i kod akcionarskih društava? Naime, ukoliko se država odluči da stimuliše dobrovoljno penzijsko osiguranje fiskalnim instrumentima - poreskim olakšicama i poreskih podsticajima, logično je da će država tražiti za sebe veću „ulogu“. A zašto i ne bi kada na taj način „ulaže“ svoja sredstva, praveći privremeni deficit u budžetu, ako ne deficit onda barem oportunitetni trošak? Dakle, veće ulaganje veće angažovanje! Ipak, jedno je sigurno, neko mora predložiti, usvojiti i sprovesti zakonsku i podzakonsku regulativu, a taj vid odgovornosti sleduje državne resorne organe.

Potreba za regulacijom privatnih penzija postoji zbog istih razloga zbog kojih postoji i potreba za regulacijom u čitavom finansijskom sektoru, dakle, promocija mobilizacije i alokacije sredstava kroz sistem koji omogućava transparentnost, sigurnost i stabilnost, snižavanje troškova i koji promoviše kvalitetno investiciono odlučivanje. U kontekstu modela dobrovoljnog penzijskog osiguranja za koji se „izjašnjava“ ovaj rad, na državnim organima je velik i kompleksan zadatak. Probajmo ga definisati, barem minimalno. Prvo, potrebno je donijeti Zakon o dobrovoljnom penzijskom osiguranju, zatim usvojiti i primijeniti podzakonska akta. Drugo, ukoliko se u bilo kojoj sekvenci uključe i osiguravajuća društva, potrebno je po što hitnijem postupku donijeti novi Zakon o osiguranju, te podzakonska akta koja će dotaći i vezu osiguravajućih društava sa penzijskim fondovima. Treće, neophodno je uskladiti pomenutu regulativu sa već postojećom regulativom kojom se uređuje poslovanje finansijskog tržišta. Četvrto, obezbijediti kvalitetan informacioni sistem i kadrovsku strukturu koja će dnevno pratiti tržišne procese. Peto, promovisati sistem kod populacije (potrošača) koja još uvijek nije dovoljno svjesna potrebe za ovakvim oblikom štednje. Šesto, obezbijediti efikasno funkcionisanje i unapređenje sistema u dugom roku.

Dakle, ako se temelji postave kako treba, onda će i nadgradnja imati veće šanse za uspjeh! Prevedeno u kontekstu dobrovoljnog penzijskog osiguranja, ukoliko se napravi dobar model penzijskog osiguranja, ako se isti dobro pokaže u simulaciji, šanse za uspjeh su velike. Dalje, ukoliko se donese dobra regulativa sa mehanizmima kontrole, učenja i korekcije, ukoliko postoji snaga u ekonomskom sistemu za primjenu zakona, ukoliko postoje uslovi za stabilnost tržišta koji omogućavaju priliv kapitala, uspjeh ne može izostati. Ono na što bi u ovom radu posebnu skrenuo pažnju su pojedine situacije koje su predmet regulacije putem podzakonskih akata, a koje uprkos dobroj osnovnoj regulativi i efikasnim institucijama sistema mogu prouzrokovati značajne posledice. Koje su to ključne determinante koje se ne uređuju zakonom, a koje mogu imati jako bitan efekat na razvoj i stabilnost penzijskog tržišta, a samim tim i na ispunjenje osnovnog cilja sistema, a to je očuvanje i isplata kapitalizovanih penzijskih sredstava? Navedimo par, na prvi pogled, manje značajnijih.

Jedno od rješnja koje direktno utiče na iznos sredstava na računu člana penzijskog fonda odnosi se na **troškove brokerske provizije**. Ukoliko zakon predvidi da ove troškove snosi član fonda i ako, uprkos regulativi koja reguliše konflikt interesa između fonda i brokerske kuće (vlasnici povezana lica) postoji mogućnost da menadžeri fonda kupuju neku hartiju sa više kupovnih naloga čime se namjerno ili nenamjerno povećavaju troškovi brokerske provizije, jasno je kakav će uticaj imati na stanje na računu.

S tim u vezi povezano pitanje je, **da li se provizija za upravljanje (*management fee*) obračunava prije ili posle odbitaka na ime troškova brokerske provizije**, odnosno da li uopšte postoji regulacija i kontrola na tom polju? Ako se provizije obračunavaju prije odbitaka troškova brokerske provizije, a troškovi padaju na teret člana, onda je član fonda dodatno oštećen.

Dalje, **u kom trenutku se utvrđuje vrijednost „penzijske (investicione) jedinice“?** Da li se utvrđuje u trenutku kada se izvrši uplata novog doprinosa ili se pak čeka završetak radnog dana, pa se vrijednost jedinice formira na principu nepoznate cijene!? U prvom slučaju, vrijednost jedinice neće obuhvatiti povećanje aktive za iznos nove uplate, a u drugom slučaju će ipak obuhvatiti i tu novu uplatu. Sa druge strane, moguće je da u roku od 60 minuta dođe do pada portfolia i da uplata od 200 € sada vrijedi 0.8, umjesto 0.9 investicionh jedinica.

Takođe, vrlo je važno utvrditi **principe za vrednovanje aktive**? Da li će se vrednovanje obavljati prema MRS-u, prema nekom drugom kriteriju ili kombinaciji? Ukoliko se dozvoli značajnije ulaganje u nekretnine, a ne postoji razvijeno hipotekarno tržište, da li je to tržište dovoljno uređeno da „primi i obradi“ tražnju fondova? ... i sl. Ovo su samo neka od pitanja na koja treba obratiti pažnju prilikom modeliranja penzijskog sistema podzakonskom regulativom.

Iako bi trebao biti predmet posebne elaboracije, na ovom mjestu bih samo napomenuo da država ima izuzetno važnu ulogu u domenu kapitalizacije penzijskih sredstava. Naime, dobrovoljno penzijsko osiguranje zahtijeva da na tržištu postoji dovoljna ponuda bezrizičnih ili instrumenata sa vrlo niskim rizikom. Od države se očekuje da tržištu ponudi državne obveznice sa dužim periodima dospijeca kako bi penzijski fondovi i/ili osiguravajuća društva imala manje rizične portfolije i kako bi se obezbijedila veća sigurnost sistema. Od Crne Gore kao moderne države se u narednom periodu treba očekivati i emisija *inflation-indexed* obveznica, koje će omogućiti očuvanje realne vrijednosti penzijskih sredstava.

### **Zaključna razmatranja - Sinergija učesnika**

Uvažavajući realne mogućnosti Crne Gore u pogledu konstrukcije modela penzijskog osiguranja, sa jedne strane i karakteristike obaveznog i dobrovoljnog penzijskog osigurnaja, logično je da će se pažnja usmjeriti ka dobrovoljnom penzijskom osiguranju, dok će se komplikovaniji i skuplji sistem obaveznog osiguranja vjerovatno razmatrati u narednih nekoliko godina.

Crna Gora se sa jedne strane nalazi u veoma povoljnoj situaciji za implementaciju sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja. Naime, skoro sve zemlje u okruženju su donijele odgovarajuću regulativu ili već imaju zaokružen i funkcionalan sistem dobrovoljnog penzijskog osiguranja, pa se na njihovim iskustvima i greškama može dosta naučiti. Sa druge strane, Crna Gora je u zaostatku za svojim komšijama i ne smije gubiti dodatno vrijeme. Potreban je vrlo dinamičan pristup, koji će dati dobre rezultate u kratkom roku.

Imajući u vidu prethodna izlaganja, vrlo je realno očekivati da će nosioci faze akumulacije i kapitalizacije doprinosa dobrovoljnog penzijskog osiguranja biti penzijski fondovi. Od početka distribucije penzijskih sredstava će proći barem godinu dana, tako da postoji dovoljno vremena da se donesene odluke koriguju. U svakom slučaju, smatram da će, ukoliko se izostave fiskalni instrumenti stimulacije dobrovoljnog penzijskog osiguranja, primarni nosioci distribucije biti penzijski fondovi. Osiguravajuća društva se mogu nadati onim licima koja će prepoznati rizik dugovječnosti kao realnu komponentu. Naravno, osiguravači će u tom kontekstu imati i zadatak da utiču na kreiranje tražnje, s obzirom da većina ljudi u Crnoj Gori nema dovoljno osnovnog znanja o životnom osiguranju.

Neposredna kontrola će biti povjerena komercijalnim bankama koje će vjerovatno, u početku, formirati po jednu organizacionu jedinicu za custody poslove. Ovo prosto iz razloga, što u Crnoj Gori još uvijek ne postoji investiciono bankarstvo. Nije isključeno da će na bankarskom tržištu pojaviti i nove banke koje su već specijalizovane za custody poslove.

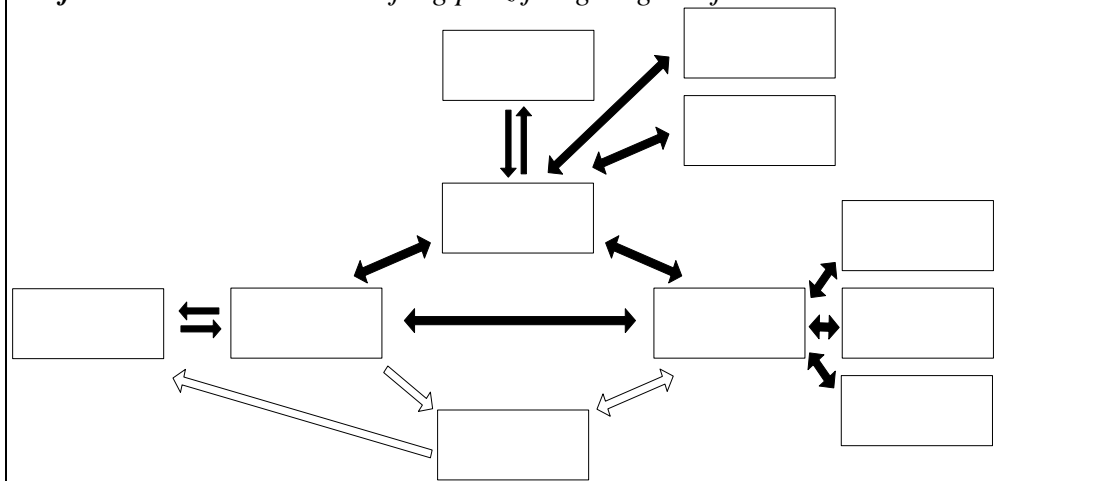
Regulacija i kontrola (supervizija) je zadatak državnih tvorevina. Uz pomoć stručnjaka Svjetske banke, resorna ministarstva Vlade će ponuditi predlog osnovne regulative koja će se u formi Zakona verifikovati od strane Parlamenta. U tom trenutku odgovornost se prenosi ili na Komisiju za hartije od vrijednosti ili na odjeljenje Centralne banke (ili kombinaciju) pred kojima se nalazi zadatak da putem podzakonske regulative obezbijede sprovođenje usvojenog zakona.

Međutim, lista učesnika nije iscrpljena. Pored navedenih, osnovnih učesnika, u sistemu dobrovoljnog penzijskog osiguranja svoje mjesto nalaze brokerske kuće, berze, investicioni savjetnici, penzijski ombudsman, stvarno nadležni sudovi koji će rješavati eventualne sporove, zatim investicioni fondovi kao emitenti investicionih jedinica koje će se naći u portfoliju penzijskih fondova i sl. Ispadanje jedne od karika u lancu, uticaće na probleme u čitavom sistemu. Naravno, ukoliko se problemi pojave kod osnovnih učesnika onda će i posledice biti veće. Sa druge strane, vidjeli smo kako brokerske kuće (namjerno ili nenamjerno) mogu uticati na umanjenje vrijednosti člana fonda, što je ne manje značajno od toga ko će i na koji način biti nosilac distribucije sredstava.

Na bazi iznesenih stavova u ovom radu, može se zaključiti da sistem dobrovoljnog penzijskog osiguranja ne pripada kategoriji jednostavnih sistema. Da postoji nekoliko značajnih institucija i organizacija koje su kompleksne same po sebi, da postoji međuzavisnost osnovnih i sporednih učesnika, da pojedini procesi traju i po par decenija što je dovoljno čak i za evolutivne procese u prirodi i da se ti procesi prožimaju kroz nekoliko učesnika. Sistem sa ovakvim karakteristikama može dati dobre rezultate, ako i samo ako, postoji održiva sinergija izađu svih sudionika.

Drugim riječima, ako je vjerovati teoriji da je od postanka čovjeka do danas „interes“ osnovni pokretač svih procesa, onda koncipiranje sistema „**međusobno povezanih interesa svih učesnika, održivih u dugom roku**“ jeste sinergijska formula za uspjeh dobrovoljnog penzijskog osiguranja u Crnoj Gori.

**Grafik br. 5:** Sistem dobrovoljnog penzijskog osiguranja



**Literatura:**

1. JP Službeni glasnik. 2005. „*Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima*“, 85/2005, Beograd
2. Vlada RCG, 2005. „*Agenda ekonomskih reformi u Crnoj Gori 2002-2007*“, Podgorica
3. Mihailović mr Zoran. 2005. „*Osnovni modeli penzijskih sistema kroz prizmu taksonomije OECD-a*“, „Svijet osiguranja 3/2005“, Zagreb
4. Mihailović mr Zoran. 2004. „*Funkcionalni aspekti regulacije i supervizije penzijskih fondova*“, „Preduzetnička ekonomija 4/2004“, Podgorica
5. Yermo, Yuan. 2003. „*Revised taxonomy for pension plans, pension funds and pension entities*“, OECD, Paris
6. OECD. 2003. „*Regulating Private Pensions No. 4*“, Paris
7. Štimac mr Dubravko. 2002. „*Uloga banke skrbnika u mirovinskoj reformi*“, Financijska teorija i praksa 26/2, Zagreb
8. Yermo, Yuan & Annamaria Marossy. 2001. „*Pension Fund Governance*“, DAFEE, OECD, Paris
9. Palacios Robert & Rafael Rofman, 2001. „*Annuity markets and benefit design in multipillar pension schemes: Experience and lessons from four Latin America countries*“, No. 0107, The World Bank
10. Baldwin, Ben. G. 2001. „*The New Life Insurance Investor Adviser*“, McGraw-Hill, New York
11. Black, Jr. Kenneth & Harold D. Skipper Jr., 2000. „*Life and Health Insurance*“ XIII Edition, Prentice Hall, New Jersey
12. Hrvatski Sabor. 1999. „*Zakon o obaveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima*“, Zagreb
13. Valdes-Prieto, Salvador. 1998. „*Risks in Pensions and Annuities: Efficient Designs*“, The World Bank

**Jelena Pavićević\***  
**Stanko Mugoša\***

## **Bankoosiguranje**

### **Abstract**

Many countries, especially developing countries, have been reforming their financial systems over the past two decades. These reforms have involved the removal of barriers to entry, the reduction of portfolio restrictions and lowering of directed lending requirements, and the general removal of many product limits. One of the most significant changes in the financial services sector over the past few years has been the appearance and development of bankinsurance, banking institutions and the insurance companies have found bankinsurance to be an attractive and often profitable complement to their existing activities. The successes demonstrated by various bankinsurance operations, although not all of them have been successful, have attracted the attention of the financial services sector, and the further new operations continue to be set up regularly.

Bankinsurance means the offering of banking and insurance products from one single provider. Banking and insurance were for a long time two strictly segregated areas of activity. Bankinsurance is a concept that has rewritten the way in which insurance products are distributed in many parts of the world and has the potential to do the same in many other markets. By offering a holistic financial services package, encompassing banking, insurance, lending and investment products and banks can maximise distribution of products to a captive customer base.

**Key words:** *Bankinsurance, Insurance, Banking, Financial Services, Distribution models, Regulation.*

### **Uvod**

Promjene na svjetskom finansijskom tržištu od osamdesetih godina pa nadalje uticale su na sve veće sužavanje granica između pojedinih sektora finansijskih usluga. Rastuća liberalizacija i finansijske inovacije na tržištu novca prouzrokovale su nova kvalitativna prilagođavanja na globalnom nivou. Poslovanje banaka je

---

\* Lovćen osiguranje, Podgorica

\* Lovćen osiguranje, Podgorica

znatno suženo i bilježi se konstantno smanjenje učešća banaka na finansijskom tržištu. Deregulacija na finansijskom tržištu je dovela do veće prisutnosti drugih finansijskih posrednika među kojima su i osiguravajuće kompanije. Ukidanjem opštih institucionalnih podjela između banaka i osiguranja došlo je do obostranog prihvatanja nove poslovne filozofije i strategije. Banke počinju da se bave poslovima osiguranja, a osiguravajuće kompanije kreiraju bankarske poslove.

S druge strane u procesu diverzifikacije poslovanja finansijskih institucija, rastuće tržište osiguranja traži nove puteve distribucije sopstvenih proizvoda. Banke su u situaciji globalnog pada profita, konglomerizacije, oligopolizacije i segmentacije tržišta od strane velikih grupacija, prihvatile integraciju sa osiguravajućim kompanijama motivisane profitabilnošću i pružanjem cjelovite finansijske usluge svojim klijentima. Životno osiguranje, kao profitabilni finansijski proizvod, prvi je pobudio interes bankarskog sektora i inicirao bankoosiguravačke kompanije. Potencijalni modeli saradnje banaka i osiguravajućih društava se kreću od sporazuma o distribuciji do složenih korporativnih modela.

### **Pojam bankoosiguranja**

Integracija finansijskih usluga se dešava kada jedna klasa finansijskih posrednika (komercijalnih banaka, osiguravajućih kompanija ili investicionih kompanija), za koju se tradicionalno vezuju određene klase finansijskih usluga počinje da se bavi onim finansijskim uslugama koje su karakteristične za druge posrednika.

Faktori koji dovode do ovakvih integracija nalaze se i na strani ponude i na strani tražnje.

Faktori na strani tražnje su promjene ponašanja potrošača, racionalna očekivanja na bazi veće informisanosti, kao i kriza državnih penzionih fondova. Došlo je povećane tražnje za fleksibilnim finansijskim instrumentima koji su nudili određenu zaštitu od inflacije i to je dovelo do uspona novih finansijskih institucija koje su mogle da zadovolje tu tražnju. Pored toga neuspjeh državnih penzionih fondova zasnovanih na "pay as you go" sistemu, da u uslovima pogoršanja racija izražavanih kao odnos penzionera prema zaposlenima, obezbijede stabilnu distribuciju penzija, stimulisao je radnike da usmjere sredstva ili u privatne penzione fondove ili u odgovarajuće polise osiguranja.

Faktori na strani ponude koji utiču na integraciju finansijskih usluga su: pojava novih finansijskih posrednika (otvoreni investicioni fondovi), mogućnost ostvarenja ekonomije obima ali i različiti politički i globalni trendovi. Politički trendovi se odnose na nesposobnost državnih penzionih fondova da vrše svoju funkciju, zbog



čega države poreskim olakšicama podstiču stvaranje ovih institucija u privatnom vlasništvu. Globalni trendovi se odnose na procese liberalizacije u kojima zemlje konstantno otvaraju svoja tržišta stranim firmama koje nude finansijske usluge.

Bankoosiguranje je termin koji opisuje merđžere, akvizicije, džoint venčere ili tržišne alijanse između banaka i osiguravajućih kompanija. Nastali su kao rezultat pokušaja banaka i osiguravajućih kompanija da smanje svoju ranjivost na sužavanje profitnih margina. Banke su pokušale da se preusmjere sa tradicionalnih kreditnih aktivnosti na usluge kod kojih bi mogle da naplaćuju proviziju, i najzad na prodaju usluga osiguravajućih kompanija, a osiguravajuće kompanije su pokušale da kreiraju nove polise osiguranja i najzad da primaju depozite.

Termin bankoosiguranje izvorno potiče od francuske riječi bancassurance, što najčešće podrazumijeva prodaju proizvoda osiguranja putem banaka i, često, prodaju bankarskih usluga putem osiguravajućih društava. Ono je samo jedan od pojavnih oblika finansijske koncentracije koja je kao svjetski fenomen bila na djelu u proteklom razdoblju. Tako se u Evropskoj uniji broj banaka, osiguravača životnih i neživotnih osiguranja smanjio za više od 20 %.

### **Oblici bankoosiguranja**

Koncept bankoosiguranja može se realizovati na više načina i teško je reći koji je način najbolji za svaku banku i svaku osiguravajuću kompaniju. Do odgovora se može doći tek nakon utvrđivanja strateških ciljeva društva kroz analizu vlastitog položaja i položaja u poslovnom okruženju. No, bez obzira na rezultate do kojih će se u analizama doći, osnovni scenarijumi realizacije bankoosiguranja svode se na sljedeće:

- Distribicioni kanal jednog partnera dobija pristup bazi podataka klijenata drugog partnera. Ovo je očito najjednostavniji oblik bankoosiguranja i ako dvije strane dovoljno ne sarađuju, sve može lako završiti fijaskom. Najviše što se pritom može postići je slab poslovni rezultat i niska profitabilnost za oba partnera. Sasvim drugačija situacija nastaje ako banka i osiguravajuće društvo zaključe ugovor o distribuciji, prema kojem banka svog partnera automatski navodi na potencijalne klijente, to jest, ukazuje na "vrući trag", koji proizilazi iz bančine baze podataka o klijentima. Prodaja osiguravajućeg društva tada nastoji prodati klijentima svoje standardne proizvode. Uspjeh ovakvog scenarijuma se može očekivati samo pod pretpostavkom bliske saradnje među partnerima. Prednost je u tome što su troškovi za banku relativno niski, pored onih uobičajenih za osnovnu obuku osoblja u poslovnici.

- Osiguravajuće društvo i banka sklapaju ugovor o prodaji pri čemu će banka biti ovlašćeni zastupnik osiguravajuće kompanije. Primjena ovog modela može dati zadovoljavajuće rezultate za oba partnera, a investicioni troškovi za banku su niski.
- Pod trećim modelom podrazumijevamo sve moguće tipove integracija koji su na djelu u sektoru finansijskih usluga. Navodimo samo neke:
  - a) Banka i osiguravajuće društvo mogu imati uzajamna učešća u akcionarskom kapitalu. Ovdje je za uspjeh bankoosiguranja najvažnije koliko su više upravljačke strukture zainteresovane za uspjeh zajedničkog poduhvata, posebno u slučaju ugovora o prodaji preko multi-distribucionih kanala.
  - b) Banka i osiguravajuće društvo mogu stvoriti potpuno novo osiguravajuće društvo.
  - c) Banka može preuzeti neko od postojećih osiguravajućih društava.
  - d) Osiguravajuće društvo može stvoriti ili preuzeti banku. Ovome scenariju se pribjegava kada osiguravajuća kompanija ne želi prepustiti svoj tržišni udio bankoosiguravačima.

Bankoosiguranje se najčešće javlja u formi alijansi u kojima banke vode glavnu riječ i može se zaključiti da ovakvo ukrštanje različitih finansijskih posrednika još ne označava njihovu punu integraciju. Štaviše, uprkos nekim spektakularnim uspjesima upotreba tradicionalnih proizvoda osiguranja i njihovo plasiranje kroz mrežu filijala banaka nije još uvijek postigla značajan stepen penetracije na tržištu. U sledećim tabelama dati su primjeri integracija nekih banaka i osiguravajućih kompanija po zemaljama, razlozi tih integracija, organizacija i rezultati.

***Kooperativni sporazumi banaka i osiguravajućih kompanija***

	Nacionalna pariska banka i UAP	Dresdner i Allianz	Bank of Scotland i Standard Life
Osnova	Četvrta banka po veličini u Francuskoj i najveći francuski osiguravač	Druga najveća njemačka banka i najveći osiguravač u Evropi	Regionalna UK banka i drugi po veličini osiguravač u UK
Godina i razlog alijanse	(1989) Banki je trebao pristup tehničkim vještinama, osiguravaču je potrebna distributivna mreža	(1989) Banka nije željela da ugrozi odnose sa kupcima, osiguravaču je potrebna distributivna mreža	(1989) Banka je trebala diversifikaciju prihoda, osiguravač je trebao distributivnu mrežu
Pristup distribuciji	Preko šaltera osiguranja u filijalama	Prodaje osoblje filijala	Prodaje osoblje filijala i stručnjaci osiguranja
Struktura nadoknada	Stručnjaci osiguranja plaćeni po proviziji	Plaćanje po proviziji	Stručno osoblje plaćeno po učinku, bez provizije za ostale
Početni uspjesi	Posle prvobitnog neuspjeha, bolja perspektiva kroz primjenu sistema distribucije	Obećavajući	I dalje ispod očekivanja

***Bankoosiguranje kroz joint venture***

	Royal bank of Scotland i Scottish Equitable	Commerzbank i DBV	Midland i Commercial Union
Osnova	6-ta UK banka po veličini i veliki regionalni osiguravač	3-ća njemačka banka po veličini i jedan od najvećih osiguravača	4-ta najveća UK banka i 10-ti osiguravač
Godina i razlog joint venture	(1990) Banka je željela da poveća profit a osiguranje distributivne kanale	(1989) Banka je željela da postane konkurentnija, a osiguranje da proširi distributivne kanale	(1987) Banka je željela da postane konkurentnija, a osiguravač portfolio investiranja
Pristup distribuciji	Jednostavnije proizvode prodaje osoblje filijala,	Životno osiguranje prodaje osoblje banke, a neživotno	Osoblje banke i specijalisti osiguranja po

	složene specijalisti	DBV	dogovoru
Struktura nadoknada	Specijalisti dobijaju platu plus bonus, a osoblje dobija proviziju	Bez podsticaja za osoblje, specijalisti dobijaju proviziju	Svi fiksno
Početni uspjesi	Rano za procjenu	Uspješniji u životnom nego u neživotnom	Postiže targetirane stope rasta, ali stepen penetracije potrošača mali

***Bankoosiguranje kroz merđžere i akvizicije***

	NMB Postbank i NetNed	Lloyds i Abbey Life	Rabobank i Interpolis
Osnova	Treća po veličini holandska banka i najveći osiguravač	3-ća po veličini UK banka i 15-ti osiguravač života	Druga najveća holandska banka i 15-ti osiguravač
Godina i razlog	(1991) Merđžer da bi se izvukle koristi iz ekonomije obima i veličine	(1985) Akvizicija, banka je željela diversifikaciju a osiguravač distributivne kanale	(1990) Akvizicija, oboje željeli da povećaju tržišni udio efektima sinergije
Pristup distribuciji	Zajednička ukrštena prodaja	Filijale banaka i savjetnici iz osiguranja	Specijalisti osiguranja bazirani u bankama
Struktura nadoknada	N/A	Bez plate za osoblje banke, stručnjacima iz osiguranja provizija	Obična plata
Početni uspjesi	Rano za procjenu	Lloyds veoma uspješan, Abbey nešto manje, ali dobra sinergija	Prodaja razočaravajuća

***Bankoosiguranje stvaranjem novih preduzeća***

	TSB	Credit Agricole	Deutsche bank	Barlays Bank
Osnova	5-ta UK banka po veličini	Najveća francuska banka	Najveća njemačka banka	Najveća UK banka
Godina i razlog	(1967) Banka opazila	(1985) Banka željela da	(1989) Banka	(1969) Banka željela da koristi

osnivanja	profitni potencijal	odbrani tržišni udio	željela da odbrani tržišni udio	sinergije
Pristup distribuciji	Specijalisti za osiguranje u filijalama	Prodaja od osoblja banke	Prodaja od osoblja banke	Specijalisti osiguranja u filijalama
Struktura nadoknada	Fiksna plata sa ogromnim provizijama	Fiksna plata plus mali bonus	Samo fiksna plata	Specijalistima uglavnom provizija
Početni uspjesi	Visoko uspješno: sa učešćem 30% osiguranja u profitu	Visoko uspješno: sa učešćem osiguranja od 15% u ukupnom profitu	Relativno uspješno: nakon samo 4 godine 15-ti osiguravač života u Njemačkoj	Veoma uspješno: osiguranje daje 25% ukupnog profita zadnjih pet godina

Na osnovu prethodnih tabela možemo zaključiti da je osnovna motivacija ulaska u bankoosiguranje na strani osiguravajućih kompanija širenje distributivnih kanala, koji im nedostaju. Sa strane banaka ne postoji neki dominantni motiv. Iz tabela se vidi da su noviji oblici bankoosiguranje uglavnom nastajali na bazi merdžera i akvizicija, da se bolji rezultati postižu distributivnom mrežom u kojoj važnu ulogu igraju stručnjaci osiguranja i sistem nadoknade koji je zasnovan na bazi provizija i bonusa.

### **Modeli distribucije u bankoosiguranju**

Bankoosiguravači su razvili tri osnovna modela plasiranja novog posla, odnosno modela distribucije:

1. model integrisanja
2. model specijaliste
3. model finansijskog planiranja.

#### **Integrirani model**

Prema modelu integrisanja proizvodi se plasiraju kroz postojeće bankarske kanale prodaje, što se u Evropi svodi na to da se proizvodi osiguravača prodaju strankama kroz same poslovnice. Ovaj model zahtijeva sveobuhvatnu edukaciju referenata prodaje u poslovnicama. Od njih se očekuje da su upoznati sa svim pojedinostima i detaljima svih osiguravačevih proizvoda koje banka nudi. Primjeri ovog modela su telemarketing, kao i direktna prodaja putem pošte.

### **Model specijaliste**

Model specijaliste podrazumijeva plasiranje proizvoda osiguravača preko eksperata za proizvode koji su obično zaposleni ili su predstavnici osiguravajućih kompanija (osiguravača). Uloga zaposlenih u poslovnica je da prepoznaju potencijalne kupce proizvoda osiguranja i da ih upute ekspertu za osiguranje. Ovaj model zahtijeva manje školovanja u odnosu na prethodni model, ali s druge strane traži veće novčane stimulacije ukoliko se želi da proces upućivanja bude djelotvorniji. Nedostatak ovog modela je u dinamici sklapanja osiguranja, budući da se proces prodaje odvija u dva koraka. Ovaj model možda ne zadovoljava sve potrebe potencijalnog kupca, budući da produžava vrijeme prodaje samog proizvoda osiguranja.

### **Model finansijskog planiranja**

Ovaj model je najsloženiji i zahtijeva timski rad. To je metoda koja nudi svakom klijentu i pretpostavljenom kupcu potpuni paket finansijskih usluga prilagođen njegovim potrebama, nivou rizika na koji je spreman, zatim životnoj dobi. Od modela finansijskog planiranja imaju koristi i klijent i banka i osiguravač. Ovdje se klijent ne gleda samo kroz optiku brojeva, već mu se šalje poruka da je bankoosiguravač spreman da sagradi pošten odnos sa klijentom i da mu pomogne u zadovoljavanju njegovih finansijskih potreba. Praktična primjena ovog modela je vrlo zahtjevna. Ukoliko banka želi da djelotvorno i uspješno upotrebljava ovaj model, njena prodaja prvo mora biti usmjerena da prepozna potencijalnog kupca, da zna kako mu pristupiti i da zna kako da koristi sistem upućivanja odnosno usmjeravanja. Banka kao pratner mora naučiti kako da kod svojih postojećih klijenata prepozna životne prekretnice ili situacije koje mogu predstavljati povoljne prilike za osiguravača. Iako su bankari oduvijek nastojali da vezuju svoje klijente za sebe nudeći im raznovrsne bankarske usluge, za njih je ipak novo da primjenjuju isti koncept i na proizvode osiguranja.

Npr. ukoliko klijent ima otvoren račun kod banke i govori referentu prodaje da želi da podigne uštedjevinu zbog kupovine novog automobila. Uspješan referent prodaje će odmah pomisliti na osiguranje automobila i na eventualno osiguranje od nezgode. Na taj način će bankar preuzeti funkciju ličnog finansijskog savjetnika dajući klijentu koristan savjet, preporučujući mu proizvod osiguranja koji u tom trenutku najbolje zadovoljava klijentove sadašnje i buduće potrebe. Kada osoblje nauči da prepozna situacije koje mogu dovesti do korišćenja osiguranja.

proizvoda osiguranja, ono će automatski usmjeravati klijenta na osiguravača i time omogućiti prodaju

Bankarske institucije i osiguravajuće kompanije su u bankoosiguranju otkrile zanimljiv i profitabilan komplement njihovim postojećim aktivnostima. Postojeće bankoosiguravajuće iskustvo pruža dobar putokaz onima koji su zainteresovani za distribuciju proizvoda osiguranja kroz bankovni kanal. Uspjeh, između ostalog zavisi od primijenjenog modela distribucije proizvoda osiguranja kroz bankovne kanale kao i od stepena uvažavanja razlika u kulturi poslovanja partnera u bankoosiguranju. Svaki od ovih modela distribucije je uspješan u pravim okolnostima. Tajna uspjeha bankoosiguranja je u prepoznavanju tih okolnosti. Najvažnije je ustanoviti da li je model kompatibilan sa strateškim ciljevima osiguravajuće kompanije i bazom klijenata na koju se oslanja banka u svom poslovanju. Evropsko iskustvo pokazuje da je model finansijskog planiranja vrlo produktivan, što samo po sebi ne znači da bi taj model, barem u početku, bio najbolji za nas.

### **Dostignuća bankoosiguranja u svijetu**

Bankoosiguranje (Bancassurance) je termin koji se prvi put pojavio u Francuskoj nakon 1980. godine da definiše prodaju usluga osiguranja kroz distributivne kanale banaka. Ali ovaj termin se ne odnosi specijalno samo na distribuciju. Ostale karakteristike, kao što su legalni, fiskalni, kulturni i/ili bihevioristički aspekti čine integralni dio koncepta bankoosiguranja. U stvari, sve ove karakteristike kombinovano mogu objasniti primijećene razlike u bankoosiguranju širom svijeta. Iako je, bankoosiguranje preovlađujuća karakteristika na nekim tržištima, predstavljajući preko dvije trećine fakturisane premije u životnom osiguranju, druga tržišta ga nisu prihvatila kao svoj model.

**Francuska.** U Francuskoj, sedamdesetih godina, banke su se borile sa zrelim i visoko konkurentnim tržištem u bankarstvu. Upotrebljavajući postojeće zakonodavstvo u osiguranju, bankoosiguranje im je postalo novi izvor profita, koji im je poslužio da diverzifikuju njihove bankarske aktivnosti i optimizuju njihov portfelj proizvoda i usluga, tako povećavajući lojalnost klijenata. Klijentima je obezbijedeno jednostavno rješenje od strane modela «one-stop shop» koji je izlazio u susret svim njihovim finansijskim potrebama: kratkoročna likvidnost, planiranje i ostale usluge vezane za penziju i štednju, kupovinu imovine, zaštitu od svih nepredviđenih događaja u svakodnevnom životu.

U 2000. godini, bankoosiguranje je ostvarilo 35% od premije životnog osiguranja, 7% od premije imovinskih osiguranja, i 69% novog premijskog prihoda na

individualne štednje. Ovaj uspjeh je napravljen u Francuskoj koja ima vodeće tržište osiguranja individualne štednje u Evropi. Što se tiče premijskog prihoda ono je vodeće u bankoosiguranju.

**Španija.** Kao i Francuska, je među najrazvijenim tržištima bankoosiguranja. Danas, ono predstavlja preko 65% premijskog prihoda u životnom osiguranju (oko 17 milijardi eura u 2001. godini), u poređenju sa 43% u 1992. godini. Međutim, ova visoka stopa rasta nije samo zasluga bankoosiguranja, nego čitavog tržišta životnog osiguranja koje je ustaljeno raslo 30% godišnje u prosjeku u prošlih petnaest godina. U posljednoj dekadi, mnogi internacionalne, često evropske, alijanse su stvorene između banaka i osiguravajućih kompanija. Ovo je koncentrisalo tržište bankoosiguranja koje je prethodno bilo veoma fragmentisano.

Na tržištu Španije, bankoosiguranje se razvilo brže zbog dobro uspostavljene mreže regionalnih društava koje danas prihoduju 50% premija životnog osiguranja u bankoosiguranju.

**Portugal.** Portugal je zabilježio najveću stopu penetracije u bankoosiguranju, sa 82% tržišnog udjela, ali ono predstavlja samo oko 4 milijarde u premiji na limitiranom tržištu životnog osiguranja.

**Italija.** Bankoosiguranje u Italiji je bio svojstven brz rast. Amato zakon (Amato Law) iz 1990. godine, ovlastio je banke da posjeduju akcije u osiguravajućim kompanijama, lansirajući tako bankoosiguranje. Ovo, udruženo sa pogodnim poreskim okruženjem koje je preovladavalo između 1995. godine i 1998. godine još više je promovisalo proizvode životnog osiguranja. Najzad, sa solidnom, dobro postavljenom bankarskom mrežom, u kombinaciji sa opštim povjerenjem u banke doprinijelo je razvoju ovog proizvoda. Kao rezultat, udio bankoosiguravača na tržištu je porastao sa 8% u 1992. godini na 50% u 2002. godini, predstavljajući preko 60% novozaključenog životnog osiguranja.

**Belgija.** U Belgiji, bankoosiguranje je ostvarilo rapidan rast poslednjih godina. Ovaj tren nije bio spriječen od strane tržišta životnog osiguranja kojim većinom dominira prodaja proizvoda od strane brokera, iako postoji lepeza dostupnih distributivnih metoda. Ono je bilo podržano sa investicijama inostranih kompanija, većinom iz Luksemburga. Takođe je iskoristilo značajan rast tržišta životnog osiguranja. Najzad, činjenica da su nastali mnogi merdžeri, akvizicije i restrukturiranja kompanija je dovela bankare i osiguravače bliže jedne drugima. Pet tržišnih lidera su članovi bankarskih ili osiguravačkih grupa. Sa 56% tržišnog udjela u proizvodima životnog osiguranja, bankoosiguranje je postalo vodeća distributivna mreža.



Iako je dostiglo stopu rasta preko 50% u Francuskoj, Španiji, Italiji i Belgiji, druge države su odabrale tradicionalnije mreže.

**UK.** Tržište životnog osiguranja u UK (United Kingdom) je većinom u rukama brokera. Njihov tržišni udio je porastao sa 40% u 1992. godini na 54% u 1999. godini. Agenti prodaje takođe igraju značajnu ulogu na tržištu koje je cjelokupno regulisano od strane Financial Services & Markets Act (FSMA), koji je nametnuo veoma stroge uslove marketinga. Kao rezultat, banke nisu uspjele da penetriraju na tržište: njihov udio je dostigao plafon od 15% u ranim devedesetim, i danas iznosi oko 9%. Iako su prtnerstva oformljena između banaka i osiguravajućih kompanija, i reforme u distribuciji proizvoda životnog osiguranja se očekuju, još uvijek je teško procijeniti rast u bankoosiguranju.

**Njemačka.** Navika, zakon i odnos snaga između finansijskih institucija objašnjavaju zaostatak Njemačke na ovom polju. Bankari i agenti osiguranja nisu navikli da prodaju usluge jedni drugih. Korisnici obično kupuju osiguranje od agenata koji su vezani za jednu osiguravajuću kuću, radije nego od banaka. Poreske vlasti ohrabruju segregaciju tako što odbijaju da daju poreske olakšice za tipove osiguranja koji oponašaju, tj. slični su bankarskim uslugama. A neke banke su oklijevale da same započnu svoje osiguranje kako ne bi stupile u konflikt sa osiguravajućim kućama koje su često među njihovim najboljim mušterijama. U Njemačkoj, tržištem još uvijek dominiraju opšti agenti prodaje, iako je njihov tržišni udio opao sa 85% u 1992. godini na 54% u 1999. godini. Ovim opadanjem su stekli benefite i brokeri i bankoosiguravatelji, čiji tržišni udio se povećao značajno sa 2% na 20% i 1% na 18% između 1992. godine i 1999. godine. Činjenica da je bankoosiguranje postiglo tako mali uspjeh može se objasniti sa postojećim regulatornim ograničenjima povezanim sa uslugama osiguranja. Međutim, iako se tržišni udio bankoosiguranja povećao tokom devedesetih brojna partnerstva i uzajamna učešća u akcionarskom kapitalu načinjena između banaka i osiguravajućih kompanija su takođe poslužila kao barijera za ulazak novih učesnika na tržištu.

**Holandija.** U Holandiji, na koncentrisanom i konkurentnom tržištu, gdje su prisutni svi distributivni kanali, bankoosiguranje se pojavljuje i predstavlja kao nuđenje konkurentnih cijena i kompletne usluge sa jednog prodajnog mjesta. Iako brokeri i dalje dominiraju tržištem, bankoosiguranje je uzelo značajan tržišni udio posljednjih godina, predstavljajući 18% tržišta danas, i očekuje se da će konsolidovati svoju poziciju u budućnosti.

**Slovenija.** U Sloveniji Zakonom o osiguranju<sup>115</sup> regulisano je da se poslovima posredovanja u osiguranju mogu baviti, pored posredničkog društva koje je dobilo

---

<sup>115</sup> ZZAVAR čl. 227

dozvolu za rad od nadležnog organa, i banke koje su dobile dozvolu da obavljaju poslove posredovanja u osiguranju od Banke Slovenije uz prethodno pribavljeno mišljenje Agencije za nadzor osiguranja. Tu je dozvolu prva dobila Banka Koper, pa je u saradnji sa Adriatic osiguranje, započela sa posredovanjem u prodaji polisa osiguranja u prvoj polovini 2003. godine. Dozvola omogućava davanje ponude za osiguranje od strane kadra banke koji je prethodno stručno osposobljen i ima licencu za zastupanje u osiguranju.

**Hrvatska.** U Hrvatskoj je data mogućnost da pravne i fizičke osobe mogu bez posebnog odobrenja obavljati poslove zastupanja u osiguranju ako je to utvrđeno propisima kojima je uređena djelatnost koju su ovlašćeni da obavljaju<sup>116</sup>. Na ovaj način pružena je mogućnost da se poslovima zastupanja mogu baviti između ostalih i banke pod uslovom da je Zakonom o bankama to regulisano. Model bankoosiguranja po kojem osiguravajuće društvo i banka sklapaju ugovor o prodaji pri čemu će banka biti ovlašćeni zastupnik osiguravajuće kompanije je moguće sprovesti u Hrvatskoj s obzirom da je Zakonom o bankama, član 6. stav 2. tačka 8., bankama omogućeno posredovanje i zastupanje u prodaji polisa osiguranja, u skladu sa zakonom koji uređuje osiguranje, posredovanje i zastupanje u osiguranju.

**Sjedinjene Američke Države.** Istorijski, regulatorne restrikcije u Sjedinjenim Američkim Državama su limitirale razvoj konglomerata finansijskih usluga segmentirajući industriju finansijskih usluga. Kako su te regulatorne restrikcije splasnule, komercijalnim bankama se otvorila mogućnost ulaska u tradicionalno nekomercijalne aktivnosti kao što je investiciono bankarstvo i proizvodnja i usluge u osiguranju. Osiguravajuća društva, banke i ostale finansijske institucije mogu koegzistirati u istoj ekonomskoj porodici pod Gramm-Leach-Bliley Act iz 1999. godine (GLB).

Gramm-Leach-Bliley Act dopušta osnivanje finansijskih holding kompanija koje se mogu baviti širokom lepezom finansijskih aktivnosti. GLB je značajan jer je obrisao tragove Glass-Steagall Act-a iz 1933. godine, koji je nalažao odvajanje komercijalnog bankarstva od investicionog bankarstva. GLB je dalje modifikovao Bank Holding Company Act iz 1956 i njegove amandmane iz 1970 godine koji dozvoljavaju afilijacije između banaka i osiguravajućih kompanija. Postignuća GLB-om su više evolutivna nego revolucionarna, jer su osiguravajuće kompanije već činile značajne pohode u bankarski posao prije donošenja GLB-a. Gramm-Leach-Bliley Act, međutim, obezbjeđuje otvoreniji i jasniji put ka finansijskim integracijama.

---

<sup>116</sup> ZPZO HR čl 16 stav 6

GLB dopušta bankarskim holding kompanijama i inostranim bankama da postanu finansijske holding kompanije. Gramm-Leach-Bliley Act iz 1999. godine omogućava osiguravajućim kompanijama sa viškom kapitala da se registruju kao finansijska holding kompanija i da osnuju bankarsku filijalu sa kojom mogu sarađivati u proizvodnji i distribuciji obje vrste proizvoda, i osiguravajućih proizvoda i bankarskih proizvoda.

Finansijska holding kompanija može osnivati filijale (subsidiaries) koje se bave osiguranjem, prodajom osiguranja i hartija od vrijednosti, komercijalnim i investicionim bankarstvom. Takođe, finansijske holding kompanije, sa dozvolom Federal Reserve Board-a, mogu se baviti i ostalim aktivnostima koje su finansijske po prirodi ili su sporedne finansijske aktivnosti, kao i nefinansijskim aktivnostima koje su komplementarne finansijskim aktivnostima.

Do decembra 2001. godine, 582-je banke (uključujući 21-u inostranu banku) i dvije osiguravajuće kompanije su izabrale da budu tretirane kao finansijske holding kompanije.

GLB nastavlja istorijsku praksu prenošenja regulative nad tradicionalnim osiguravajućim proizvodima ka državama, a USA Federal Reserve ima autoritet nad finansijskim holding kompanijama.

GLB limitira tokove sredstava između bankarske filijale i ostalih finansijskih filijala jedne finansijske holding kompanije.

Prije nego je GLB donešen 1999. godine, kreiranje udružene štedne holding kompanije (Unitary thrift institutions) je bio jedini način kojim su se osiguravači mogli početi baviti bankarstvom. Udruženim štednim holding kompanijama, definisanim kao holding kompanije koja posjeduju samo jednu štedionicu, bilo je dozvoljeno da se bave bilo kojom poslovnom aktivnošću, ako ta aktivnost ne ugrožava bezbjednost i povećava rizik poslovanja njihove štedionice. Do sada, samo dvije osiguravajuće kompanije su izabrale da budu tretirane kao finansijske holding kompanije. Moguće objašnjenje je to da GLB još uvijek dozvoljava holding kompanijama da posjeduju udruženu štednu instituciju. prema GLB-u, udruženja (unitaries) obavljena prije 4 maja 1999. godine mogu se baviti bilo kojom finansijskom ili komercijalnom aktivnošću, dok udruženja osnovana nakon ovog datuma se mogu baviti samo aktivnostima dozvoljenim za finansijske holding kompanije. Do decembra 2001. godine, 45 osiguravajućih kompanija je osnovalo udružene štedionice, uključujući i 8 koje su nastale nakon 4 maja 1999. godine.

Za osiguravajuće kompanije koje već imaju rasprostranjenu mrežu poslovnica, povlastica štedionice obezbjeđuje mogućnost nuđenja bankarskih proizvoda putem njihovih distributivnih kanala.

GLB dozvoljava filijalama finansijske holding kompanije da dijele privatne informacije o njihovim klijentima. Finansijske holding kompanije, takođe, mogu dijeliti informacije o njihovim klijentima sa trećim licima, ako su informacije neophodne za ta treća lica kako bi obavila usluge za finansijske holding kompanije. Klijenti finansijske holding kompanije mogu zabraniti objelodanjivanje njihovih nejavnih, privatnih informacija trećim licima.

Mogućnost razmjenjivanja finansijskog i osiguravajućeg profila klijenata ima veliki potencijal i može stvoriti jaku motivaciju za uključivanje osiguranja i bankarstva u istu finansijsku holding kompaniju.

Odobranje Gramm-Leach-Bliley/Financial Services Modernization Act 4. maja 1999. godine je poravnalo put za banke da uđu u područje osiguranja i obrnuto tj. osiguravajućim društvima da se bave bankarstvom. Gramm-Leach-Bliley Act je proširio sposobnost banaka da prodaju usluge osiguranja na četiri načina<sup>117</sup>:

1. proširio ovlašćenja prodaje osiguranja za podružnice nacionalnih banaka (bez ograničenja vezanih za veličinu gradova)
2. zaštitio nacionalne banke i njihove podružnice od teških, visokih zahtjeva pojedinih regulativa država za aktivnosti prodaje i unakrsnog marketinga
3. obezbijedio jedinstvenu licencu za agente u svim državama
4. dozvolio banakama da se udruže sa osiguravajućom kompanijom

U USA, banke su okvirno prikupile u 2000. godini oko 45 milijardi dolara premije osiguranja. Ovaj iznos je predstavlja oko 6% od 735 milijardi dolara ukupne premije osiguranja prikupljene te godine.

U 2002. godini, od 8.380 banaka, 4.359 ili 52% njih ostvarilo je komisioni i provizionu prihod od osiguranja. Ove organizacije zaradile su rekordnih 3.49 milijardi dolara prihoda od osiguranja tj, 500 miliona dolara više (17,3%) od 2,98 milijardi u 2001. godini<sup>118</sup>.

**Latinska Amerika.** U nekoliko država u Latinskoj Americi, banke su ostvarile benefite od skorašnjih reformi – deregulacije finansija, između ostalih – prodajom usluga osiguranja. Bankoosiguranje je steklo prednosti velikim borjem nacionalnih i posebno internacionalnih partnerstava koja su nastala u prošloj dekadi. Na primjer, u

---

<sup>117</sup> ABIA Legislative, Litigation, and Regulatory Report, Nov. 9, 1999

<sup>118</sup> Michael White's Bank Insurance and Investment Fee Income Report 2002

Argentini i Meksiku, strane osiguravajuće kompanije su formirale partnerstva sa lokalnim bankama koje imaju dobro osnovane i široke mreže. Danas, bankoosiguranje je dosta zastupljeno u Argentini, a nastavlja da se razvija u Meksiku, Čileu i Brazilu.

**Tajland.** U Tajlandu, do skoro, osiguravajućim kompanijama nije bilo dozvoljeno da plaćaju provizije bankama. Danas, svaki proizvod osiguranja može biti distribuiran preko banaka. Takođe, mnoge veze preko uzajamnih udjela u akcionarskom kapitalu između banaka i osiguravajućih kompanija podstiču razvoj distributivnih kanala.

**Japan.** U Japanu, nadležni organi su postepeno deregulisali finansijski sektor od početka devedesetih godina. Bankoosiguranje je bilo zabranjeno do tada. One imaju dozvolu da distribuiraju životno osiguranje od oktobra 2002. godine.

**Indija.** Indija doživljava velike promjene na tržištu osiguranja. Jedna od ovih promjena je uspostavljanje bankoosiguranja. Komercijalne banke imaju velike distributivne mreže u poređenju sa ostalim kompanijama koje pružaju finansijske usluge. . Deregulacijom industrije osiguranja u Indiji, banke su krenule ka bankoosiguranju kao logičnom koraku u ekspanziji njihovog posla. Takođe, novi osiguravači su gledali na banke kao idealan mehanizam za dobijanje distribucione moći.

Odgovarajući na interes iskazan od strane komercijalnih banaka za ulazak u sektor osiguranja, Reserve Bank of India je izdala detaljno uputstvo za banke koje žele da prošire poslovanje na osiguranje. Ovo uputstvo daje tri opcije dostupne bankama:

- joint venture će biti dozvoljen finansijski jakim bankama koje žele da preuzmu posao osiguranja sa preuzimanjem rizika
- za banke nepogodne za joint venture opciju, moguća je opcija investiranja do 10% neto vrijednosti banke
- svakoj komercijalnoj banci je dopušteno da preuzimaju poslove osiguranja kao agenti osiguravajućih kompanija, na bazi provizija bez preuzimanja rizika

### **Posredovanje i zastupanje banaka u poslovima osiguranja u Crnoj Gori**

Poslovima pružanja drugih usluga u osiguranju, mogu se kod nas baviti specijalizovane Agencije za pružanje drugih usluga u osiguranju kao i preduzeća i druga pravna lica čiji je pravni položaj uređen saveznim zakonom ukoliko ispunjavaju zakonom propisane uslove.

Poslovi pružanja drugih usluga u osiguranju su poslovi obligaciono pravne prirode ili tehnički poslovi vezani za djelatnost osiguranja kao:

- posredovanje i zastupanje u osiguranju i reosiguranju
- snimanje rizika
- snimanje i procjena šteta
- pružanje intelektualnih i tehničkih usluga

Članom 43. Zakona o osiguranju imovine i lica odstupa se od osnovnog opredeljenja da se poslovima pružanja drugih usluga u osiguranju mogu baviti samo specijalizivane Agencije imajući, vjerovatno u vidu faktičku situaciju na tržištu osiguranja<sup>119</sup>. Ovim članom je definisano da se poslovima pružanja drugih usluga u osiguranju mogu baviti preduzeća i druga pravna lica čiji je pravni položaj uređen saveznim zakonom, pod uslovom da imaju posebni organizovani dio za obavljanje tih poslova, koji je kadrovski i tehnički osposobljen za obavljanje poslova pružanja drugih usluga u osiguranju, da na posebnom računu uplate i vode iznos od 5.000\$ na dan podnošenja zahtjeva za dobijanje dozvole za rad i da od organa nadležnog za poslove finansija dobiju dozvolu za rad.

Ovakvo zakonsko rešenje omogućava da se između ostalih i banke mogu baviti poslovima pružanja drugih usluga u osiguranju pod uslovom da ispune ZOIL-om propisane uslove.

U proteklom periodu kod nas su banke bile akcionari osiguravajućih društava, bilo da su bile njihovi osnivači ili da su nekim pravnim poslom postale vlasnici akcija. Banke su imale već formiranu razgranatu mrežu šaltera, kao i značajan broj komitenata sa kojima su poslovno sarađivale, i kao osnivači su imale interes da pomognu osiguravajućim društvima čiji su akcionari. S druge strane osiguravajuća društva su imala ekonomski interes da ne razvijaju prodajnu mrežu u mjestima u kojima su banke njihovi osnivači, već bile prisutne. Nametnuto je logično rješenje da osiguravajuća društva iskoriste bankarsku mrežu za zaključivanje ugovora o osiguranju. Banke su takođe bile i kadrovski solidno opremljene i uz dodatnu obuku vezanu za djelatnost osiguranja, bančini kadrovi su mogli da pruže kvalitetnu uslugu posredovanja i zastupanja u poslovima osiguranja.

Kako je ZOIL omogućavao da se banke bave ovim poslovima uz uslov da ispune određene uslove to su krenule inicijative iz banaka da se registruju za poslove pružanja drugih usluga u osiguranju. Zakonom o bankama regulisano je osnivanje, organizacija, poslovanje i način upravljanja bankama i drugim finansijskim organizacijama, kao i kojim se poslovima mogu baviti (član 23 Zakona o bankama RCG). Zakon o bankama nije izričito predvidio mogućnost da se banka bavi i

---

<sup>119</sup> Komentar ZOIL-a DUNAV PREVING, 1996 godina, komentar uz čl. 43 str 84.

poslovima posredovanja i zastupanja u osiguranju ili bilo kojim drugim sličnim poslovima.

Da bi obavljala poslove pružanja drugih usluga u osiguranju banka mora da ispoštuje odredbe ZOIL-a što podrazumijeva formiranje posebnog organizacionog dijela za obavljanje tih poslova i da na posebnom računu vodi dredstva u iznosu potrebnom za obavljanje ovih poslova. Sve ove radnje nije moguće preduzeti bez izmjena i dopuna ugovora o osnivanju i statuta banke, kao i izmjene upisane djelatnosti u sudskom registru njenim proširenjem za što je potrebna saglasnost Centralne Banke.

Sadašnje zakonodavstvo tj. Zakon o bankama RCG ostavlja malo prostora za razvoj bankoosiguranja u Crnoj Gori.

Logično je i ima ekonomskog opravdanja da se omogući bankama da se bave poslovima zastupanja i posredovanja u osiguranju posebno u onim vrstama osiguranja koje se nude građanima (lična osiguranja i osiguranja imovine građana).

U proteklim godinama vraćeno se povjerenje građana u bankarski sistem, građani dolaze u banke i prilika je da im se pored bankarskih usluga na šalterima banke ponudi i mogućnost da završe još jedan za njih bitan posao – zaključe ugovor o osiguranju. Osiguravajuće kuće će u bliskoj budućnosti ponuditi tržištu pored postojećih vrsta osiguranja i nove proizvode ličnih osiguranja (penziono, zdravstveno osiguranje) koji će biti neophodni svakom građaninu. Određen komoditet građana predstavljala bi mogućnost da prilikom posjete banci mogu da se informišu o mogućnostima koje im pruža osiguranje kao i da ukoliko žele na šalteru banke i zaključe željeni ugovor o osiguranju.

S obzirom na prethodno bilo bi potrebno izvršiti izmjene i dopune Zakona o bankama i dozvoliti razvoj bankoosiguranju u Crnoj Gori

### **Faktori uspjeha u bankoosiguranju**

Čak i pod pretpostavkom da su banka i osiguravajuća kompanija u potpunosti odlučili ući u bankoosiguranje, postoje mnoge prepreke koje treba savladati tokom njegove primjene. Pokazalo se da su najčešći faktori neuspjeha sledeći:

- loše upravljanje ljudskim resursima
- nedostatak kulture prodaje kod osoblja u banci
- neuključivanje šefa poslovnice
- nedovoljna integrisanost marketinških planova
- neodgovarajuće nagrađivanje i motivisanje
- slaba povezanost kanala prodaje

S druge strane, svi uspješni poduhvati vezani za bankoosiguranje imaju nešto što im je, više ili manje, zajedničko:

- strategije u skladu s vizijom banke
- poznavanje potreba ciljnih grupa klijenata
- jednostavna i potpuna ponuda proizvoda
- potpuna integracija ponude osiguranja sa ponudom proizvoda i usluga banke
- obim i kvalitet obuke
- sistem kontrole i podsticanja prodaje
- definisan proces prodaje proizvoda i usluga osiguranja
- kvalitetna obrada

Najvažniji faktor uspjeha je nedvosmisleno pravno i fiskalno okruženje. Nacionalne regulacije igraju glavnu ulogu, što je ilustrovano u Italiji sa Amato zakonom koji je ovlastio banke da ulažu u osiguravajuće kompanije. Nasuprot tome, Glass Steagall Act je usporio fenomen bankoosiguranja u Sjedinjenim Američkim Državama. Takođe, prednosti putem poreskih olakšica podstiču ličnu štednju: u francuskoj ovo je bio najvažniji faktor uspjeha. Najzad, kulturološki i biheviristički faktori: dobar imidž banki, njihovi privilegovani odnosi sa klijentima i raširenost bankarskih mreža kao u Francuskoj, Španiji, Italiji i Belgiji. U zemljama gdje je bankoosiguranje ostvarilo malo uspjeha, kao u UK ili u USA, posjećivanje banaka često nije prirodno potrošačima u tim državama.

Mala stopa rasta u životnom osiguranju, koja podstiče strane osiguravače da investiraju u bankoosiguranje, može imati važan uticaj na razvoj bankoosiguranja. U stvari, ove osiguravajuće kompanije često biraju alijanse sa lokalnim bankama koje imaju dobro razvijenu mrežu i potrošački su orjentisane, kao u Španiji i određenim državama u Latinskoj Americi.

Model bankoosiguranja ima takođe interne faktore uspjeha: svoju organizaciju, informacioni sistem, obuka i nagrađivanje svojih prodavaca, metode prodaje, kao i usluge osiguranja koje prodaje.

Informacioni sistem koji u potpunosti integriše parksu osiguranja u bankarsko poslovanje je esencijalno. On omogućava učesnicima da decentralizuju proces preuzimanja rizika koliko god je moguće u bankama, i centralizuju upravljanje odštetnim zahtjevima u osiguravajućoj kompaniji

Takođe, uspješna marketing strategija obavezno uključuje obuku i motivisanje bančinog osoblja da prodaju usluge osiguranja informišući ih o finansijskim benefitima.



Najzad, karakteristike proizvoda koji se prodaju su esencijalne. Aktivnost osiguranja u bankarskoj mreži često počinje sa proizvodima koji su povezani sa bankarskom aktivnošću kao što su individualno životno osiguranje, osiguranje kredita i bankarskih transakcija (hipoteka, potrošačkih zajmova, osiguranje prekoračenja računa...) Distribuirajući proizvode živonog osiguranja banka povećava svoj dio dugoročnih štednji. Distribuirajući osiguranje kredita i bankarskih transakcija, nudi dodatne usluge svojim klijentima. Obezbeđuje im lak pristup osiguranju, jednostavan metod plaćanja i povoljno finansijsko pokriće kroz jedinstvenu stopu. Čak i kada bankari prošire opseg proizvoda osiguranja, ugovori koji se nude su često laki za klijenta i prodavca za razumijevanje pošto obezbeđuju jednostavno pokriće, sa niskom premijom i samo nekoliko opcija, što je doprinos pojednostavljenog pristupa preuzimanju rizika.

Sposobnost uspješnog utrživanja proizvoda osiguranja kroz bankarsku mrežu itekako zavisi od reputacije banke. Banka mora uživati dobru reputaciju sa velikom bazom redovnih mušterija, i da je njen marketing proces u potpunosti integrisan sa bančinom dnevnim rutinom. Takođe je apsolutno esencijalno da usluge osiguranja koji se distribuiraju budu adaptirani bankarskoj mreži.

Rezultati poslovanja bankoosiguravača mogu u značajnoj mjeri zavisiti od razlike u kuturi poslovanja banaka i osiguravača. Izvjesno je da menadžeri u bankama i oni u osiguravajućim kompanijama potiču iz različitih kultura poslovanja i poslovnog okruženja. To ima za posledicu različite stavove i mišljenja o poslu, što na kraju može biti rezultat problema u međusobnoj komunikaciji pa samim tim i primjeni bankoosiguranja u praksi. Zna se da su banke organizacije tradicionalno uslovljene potražnjom, što se direktno odražava i u njihovoj npr. pasivi odnosno prodajnoj/poslovnoj filozofiji. Osiguravajuće kompanije ipak imaju za razliku od banaka agresivniju poslovnu politiku, samim tim što su proizvodi osiguranja, na neki način. Uvijek vezani za nezgodu ili smrt, odnosno za nešto o čemu čovjek nije uvijek spreman da razmišlja ili nije odmah spreman da prihvati kao normalnu posledicu života. Razmišljanje o ovome zahtijeva dodatni napor učesnika u prodaji proizvoda osiguranja. Zato se i kaže da se osiguranje ne «kupuje» već se «prodaje».

Praksa je pokazala da na nivou referenata prodaje u bankama i učesnika u prodaji životnih osiguranja dolazi do nesuglasica uzrokovanih različitim pristupom prodaji i stimulacijama. Osim toga bankarsko i osiguravajuće poslovanje se bori na istom tržištu za naklonost klijenata pa se zaposleni u bankama boje da prodaja životnog osiguranja podstiče klijente na povlačenje depozita u bankama, a time i slabljenje položaja banke, što dovodi u pitanje njihovo zaposlenje. Sve to ima za posledicu slabljenje timskog rada. Koji je jedini zalog uspjeha poslovanja bankoosiguranja. Ukoliko se ne uspije suzbiti taj negativni duh neće biti pomaka u poslovnim rezultatima. Dakle, svi učesnici u bankoosiguranju moraju biti svjesni razlika koje

među njima postoje, prihvatiti ih i tražiti put prema uspjehu kroz međusobnu sinergiju.

### **Zaključak**

Bankoosiguranje je posledica globalnog trenda integracije sektora finansijskih usluga. Bankarske institucije i osiguravajuća društva su u bankoosiguranju (bancassurance) otkrile zanimljiv i profitabilan komplement njihovim postojećim aktivnostima. Uspjeh koji je bankoosiguranje postigao u Evropi bio je podstrek za mnoga spajanja i preuzimanja u svijetu. Bankoosiguranje je posebno bitno za zemlje čija su tržišta u razvoju.

Privučeni sinergijom, ekonomijom obima i većim prihodima od unakrsne prodaje bankarskih proizvoda klijentima osiguravajućih kompanija i obrnuto, mnoge banke i osiguravajuća društva su udružili snagu tokom prethodnih godina, posebno u Evropi. 1997. godine Credit Suisse je platio 8,8 milijardi dolara za Winterthur, drugog najvećeg osiguravača u Švajcarskoj. 2000. godine ING iz Holandije je pripojio ReliaStar, američkog osiguravača života, zajedno sa odeljkom finansijskih usluga Aetha, američkog zdravstvenog osiguravača, Evropskom. 2001. godine Allianz, gigant u osiguranju iz Njemačke, kupio je Dresden Bank, njemačku drugu najveću banku.

Mnogi insistiraju na tome da bankoosiguranje donosi benifite i bankama i osiguravajućim kompanijama u vremenu nemira na tržištu jer mogu kompenzirati poslovne gubitke u jednoj branši prodajne aktivnosti povećanjem u drugoj. Takođe, bankoosiguravajuće grupe manje brinu o kapitalu nego tradicionalni osiguravači, jer imaju veće područje na kome mogu upotrijebiti svoj kapital kako bi postigli najbolji povraćaj.

Međutim, postoji i mnogo tvrdnji da su bankarstvo i osiguranje različiti poslovi i njihova kombinacija ne donosi dobitak, da je distribucija osiguranja samo marginalni posao za banke i da su strateške alijanse između banaka i osiguravajućih kompanija dovoljan nivo povezanosti. Banke i osiguravajuće kompanije su i organizmi sa različitim profilom rizika i različitim potrebama za kapitalom. Osiguravači su veći preuzimači rizika nego banke, i potrebno im je da budu više kapitalizovani. Takođe, imaju različite vremenske horizonte, posebno u životnom osiguranju koje je fokusirano na dugi rok. Tvrde da bankoosiguranje ne smanjuje troškove mnogo, donosi neke uštede u tehnologiji ali ne i u kadrovima.

Prvi korak u USA bio je merger Citicorp – Travelers u 1998. godini. Međutim, oslobađanje Citigroup-a od Travelers-a<sup>120</sup> indicira da prodaja, prije nego proizvodnja usluga osiguranja, će omogućiti bankama da generišu mnoge od benefita nuđenja konsolidovanih finansijskih usluga bez nepogodnosti koje se tiču vrednovanja ovih usluga. Prednosti za banke koje stiču prodajom usluga osiguranja, uključujući diverzifikaciju, informacione prednosti, komplementarnost u proizvodnji i ekonomiji obima, mogu biti ostvarene i bez stvarnog potpisivanje ugovora o osiguranju tj. stvarnog preuzimanja rizika osiguranja.

Benefiti CreditSuisse-a, druge najveće finansijske grupe u Švajcarskoj, od posjedovanja osiguravajuće kompanije Winterthur nisu očigledni. U početku je kupovina Winterthur-a izgledala kao odličan potez. Winterthur je donio neoporezovani profit od oko 1 milijarde dolara i prebacio dividendi od oko 350 miliona. Međutim, 2001. godine se situacija okrenula. CreditSuisse je prodao podružnicu osiguranja koja je služila multinacionalnim kompanijama, Winterthur Internacional. Utvrđeno je da su bankarske podružnice dobro poslovale u dijelu prodaje proizvoda osiguranja, ali podružnice osiguranja su se slabije prilagodile bankarskim proizvodima. Razni događaji, posebno pad na tržištima kapitala, doveli su do gubitka od 100 miliona za prvi kvartal 2002. godine u životnom osiguranju. Sve ovo dovelo je do pada cijena akcija CreditSuisse-a.

Postoje mišljenja da će bankari i osiguravači u budućnosti se opet okrenuti osnovnim poslovima (core business-u). Primjer za to je Citigroup, američka najveća banka, koja je odvojila od sebe osiguravača Travelers Group. Osiguravači će prodati i realocirati svoje poslovanje, posebno dopunsko, koje ih odvlači od njihove osnovne aktivnosti. Banke će se takođe pregrupisati i vratiti osnovnim aktivnostima.

Međutim, bankoosiguranje kao model je uspješno u Španiji, Francuskoj, Belgiji, USA, i još nekim državama. Studija koju su sprovele Boston Consulting Group i Bank Administration Institute, USA, između ostalog, tvrdi da postojeće bankarske infrastrukture omogućavaju da one posluju na nivou troškova koji je 30% do 50% niži od troškova kod tradicionalnih osiguravajućih kompanija. Isto tako, putem bankoosiguranja može se prodati 3 do 5 puta više polisa osiguranja nego na način kako to radi uobičajena prodaja osiguranja. Institucionalno uspostavljanje bankoosiguranja u tranzicionim zemljama zavisi od konkretne zakonske regulative i nivoa razvijenosti sektora finansijskih usluga. U Francuskoj, Italiji i Njemačkoj, bankama je u početku bilo dopušteno ponajprije da distribuiraju proizvode osiguranja za naknadu, što je imalo za posljedicu povećani prihod za banke, budući da je razvoj proizvoda i upravljanje rizicima bio prepušten osiguravajućim društvima. U svakom slučaju, treba učiti od onih koji na tom polju imaju najviše

---

<sup>120</sup> Ostao je na snazi ugovor o unakrsnom marketingu proizvoda i usluga ove dvije kompanije

iskustva, a lekcija koju trebamo naučiti je da se bankoosiguranje mora razvijati postepeno.

### **Literatura**

1. Michael R. Sneyd : Osiguranje, Banja Luka, 2003.
2. Dunav Preving: Zakon o osiguranju imovine i lica – Komentar, Beograd, 1996.
3. Dr. Kočović J., Dr. Šulejić P.: Osiguranje, Beograd 2002.
4. Munich Re Group: Bancassurance in Practice, 2001.
5. Insurers Expansion into Banking: Carolin D. Schellhorn, Nicos A. Scordis, 2002.
6. Bancassurance in Europe – Consolidation and competition: Susan Drury, 2001.
7. Zakon o bankama RCG: Sl. list RCG, br. 52/00, 53/00, 47/01
8. Zakon o bankama Republike Hrvatske
9. [www.osiguranje.com](http://www.osiguranje.com)
10. [www.bankinsurance.com](http://www.bankinsurance.com)

**Srdan Janković**•

## **Problemi mikrokreditiranja u Crnoj Gori**

### **Abstract**

Microcrediting means provision of micro loans and other financial services (for example, micro savings and micro insurance, worldwide) to marginalized people with low incomes, for the purpose of selfemployment, or start up of own businesses, thus enabling them and their families to be economically independant.

Growth of microfinancing directly influence growth of entrepreneurship and role of market, it decreases unemployment and poverty which represent significant part of transition process in which Montenegrin society is currently in.

**Key words:** *Microcredit, microfinance, adjustment methodologies, funding costs adjustment, poverty, microfinance regulation.*

### **1. Uvod**

Mikrokredit je po definiciji mali kredit namijenjen siromašnom dijelu populacije za kreditiranje projekata samozapošljavanja.<sup>121</sup>

Ujedinjene nacije su u decembru 1995. pokrenule program nazvan Microcredit<sup>122</sup>, sa ciljem da kod siromašnih razvije određene vještine koje bi ih na kraju mogle izvući iz siromaštva. Ovaj program uključuje dodjelu manjih novčanih zajmova ženama iz najsiromašnijih porodica. Organizatorima programa je cilj da poboljšaju uslove života za najmanje stotinu miliona ljudi tokom sledećih osam godina.<sup>123</sup>

Glavni problemi u mikrokreditiranju u Crnoj Gori su: ne postojanje kreditnog biroa, garancije, nestabilno ekonomsko i političko okruženje, nepotpuna zakonska regulativa, nepostojanje jedinstvenog softvera za obračun efektivne kamatne stope za banke

---

• Alter Modus, Podgorica

<sup>121</sup> The Microcredit Summit Campaign,

<http://www.microcreditsummit.org/involve/page1.htm#microcredit>

<sup>122</sup> Skupština Ujedinjenih nacija, Rezolucija 50/107, 20. decembar 1995., „First United Nations Decade for the Eradication of Poverty (1997-2006). Rezolucijom 51/178, 16. decembra 1996. se potvrđuje značaj mikrokredita i svetskog mikrokreditnog samita koji se održava 1997. god. gdje će se definisani planovi i zadaci u narednom periodu.

<sup>123</sup> The Microcredit Summit „Declaration and Plan of Action”, 2-4 Februar 1997. Washington

i MFI, primjene različitih metoda prilagođavanja kod organizacija, visoki pokazatelj strukture zaposlenih, problem vlasništva i odsustvo kontrole nad menadžmentom.

## **2. Nedostatak kreditnog biroa**

Ideja kreditnog biroa postoji ali još nije zaživjela u Crnoj Gori. O čemu se zapravo radi? Veoma često se dešava da jedno lice (klijent) uzme kredit kod jedne mikrofinansijske organizacije ili banke i problem nastaje kod otplate kredita, ako korisnik nije u mogućnosti da servisira kredit ili kasni u otplati kredita. Da bi vratio kredit on se zadužuje kod druge mikrofinansijske organizacije ili banke i vraća kredit. Uzimanjem novog kredita kod druge poslovne banke ili MFI korisnik vrši refinansiranje starog kredita. Na drugoj strani, mikrofinansijske organizacije i banke nemaju pregled korisnika kredita kod drugih poslovnih banaka i MFI, kao ni podatke o njihovim žirantima. Ukoliko bi MFI i banke imale informacije o stvarnoj namjeni kredita (da se otplaćuje neki drugi kredit) u takvom slučaju ne bi odobravale ovako visokorizične kredite. Zbog toga je potrebno formiranje kreditnog biroa koji bi zapravo trebao da ima jedinstvenu bazu podataka o klijentima, kako lošim tako i dobrim, koji uredno izvršavaju svoje obaveze i samim tim „otvaraju vrata” za uzimanje kredita kod druge finansijske organizacije. Kreditni biro bi trebao svakodnevno da ažurira podatke tj. da banke i mikrofinansijske organizacije Birou šalju i od njega dobijaju potrebne podatke.

## **3. Problem sa garancijama**

Najčešći oblik garancija koje mikrokreditne organizacije dobijaju su žiranti. Ono što se dešava u praksi je da jedan žirant garantuje za više zajmoprimaoca da će vratiti kredite, tako da kad dođe do raskida ugovora sami žiranti se nalaze u kreditima i njihove ionako niske plate su opterećene vraćanjem svojih i kredita žiranata i kad se tome doda da plate obično kasne, onda se neminovno ova nelikvidnost prenosi na mikrofinansijske organizacije. Drugi vid garancija su jemci (obično se garantuje autima), a poznato je koliko je pravni sistem ažuran u Crnoj Gori da se izvrši prenos vlasništva i naplata potraživanja.

## **4. Nestabilno ekonomsko i političko okruženje**

Nestabilno ekonomsko i političko okruženje otežava poslovanje preduzetnika u Crnoj Gori. Kao sistemski faktori iz okruženja koji destabilizuju mikrokreditni sektor su:

- nesavršenost sudske procedure - sudski postupci naplate kredita od žiranata su dosta dugi,

- visoki troškovi za fiduciju,
- nizak životni standard stanovništva,
- visoka nelikvidnost u privredi,<sup>124</sup>
- niska štednja stanovništva
- nizak nivo investicija itd.

## **5. Nepotpuna zakonska regulativa**

Zakon koji se odnosi na mikrofinansijske institucije treba dorađivati i usklađivati sa Međunarodnim računovodstvenim standardima finansijskog izvještavanja. Postoji niz odredbi koje se odnose na banke, a nisu sadržane u Zakonu o mikrofinansijskim institucijama, a mikrofinansijske institucije moraju da ih poštuju<sup>125</sup>. Osim toga treba uvesti mikro štednju u zakon kao jedan od potencijalnih poslova kojim bi mikrokreditne organizacije trebalo da se bave u budućnosti, jer je poznato da se ovim poslovima bave u svijetu.

## **6. Nepostojanje jedinstvenog softvera za obračun efektivne kamatne stope za banke i MFI**

Iako je zakonom propisana jedinstvena metodologija obračuna efektivne kamatne stope, sa njom se u praksi manipuliše od strane banaka da bi se privukli klijenti, jer ona kod svih banaka nije izračunata na isti način.

Centralna banka je jasno propisala način utvrđivanja efektivne kamatne stope i u avgustu 2003. godine je donijela Odluku o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite.<sup>126</sup> Posebno je pitanje da li se ona saopštava korisnicima zajedno sa ostalim uslovima kreditiranja i kako se saopštava. Naime, softver za izračunavanje efektivne kamatne stope se razlikuje od banke do banke, jer Centralna banka nije distribuirala jedinstveni softver. Usljed

---

<sup>124</sup> Na 31.jul 2004. god. od 24.928 pravnih lica u Republici Crnoj Gori, nelikvidno je bilo 3926 ili 15,7% pravnih lica sa 40.433 radnika i 49,2 miliona eura neizvršenih obaveza, prema izvještaju glavnog ekonomiste Centralne banke januar - jul 2004. za realni sektor, Podgorica, 2004. god.

<sup>125</sup> Npr. sve kamate koje kasne više od 90 dana treba otpisati i dalje voditi vanbilansno prema Službenom listu 44/02, Član 15 Obustava i suspendovanje kamate, a ova uredba ne postoji u zakonu o mikrofinansijskim institucijama.

<sup>126</sup> Savjet Centralne banke: Odluka o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite, Sl. list RCG br. 48, Podgorica 2003.

toga su banke i mikrofinansijske institucije same kreirale sopstvene softvere za izračunavanje efektivne kamatne stope.

## 7. Primjene različitih metoda prilagođavanja kod organizacija

Mikrofinansijske institucije, kod nas i u svijetu, primjenjuju različite metode prilagođavanja, koje utiču na dobijanje različitih finansijskih pokazatelja u finansijskim izvještajima. Ovo dalje otežava agregiranje i komparaciju podataka između samih organizacija pa se može stvoriti pogrešna slika da je jedna organizacija bolje poslovala od druge, a u suštini se radi samo o različito korišćenim metodama prilagođavanja. U svijetu još one nisu standardizovane, tako da mikrofinansijske institucije koriste različite metode prilagođavanja.

Mikrofinansijske institucije koriste prilagođavanje, kako bi prikazale dodatne troškove na već iskazane troškove u finansijskim izvještajima, što samim tim utiče na dobijanje manjeg profita. Može se postaviti pitanje zbog čega mikrofinansijske institucije rade prilagođavanje? Prilagođavanje se radi da bi se dobile informacije o tome šta bi se desilo sa organizacijom ukoliko bi realno prikazala troškove i prihode u svojim finansijskim izvještajima. Na primjer, mikrofinansijska organizacija, umjesto što je dobila donirana sredstva od donatora<sup>127</sup>, mogla je da izađe na tržište novca, uzme kredit i plati odgovarajuću kamatu. Ovo bi uslovilo dodatne finansijske rashode što bi uticalo na smanjenje finansijskog rezultata i kapitala, a zatim i na dobijanje drugačijih finansijskih pokazatelja. Na ovaj način može se stvoriti pogrešna slika da je jedna organizacija bolje poslovala od druge, a u suštini se radi samo o različitom korišćenim metodama prilagođavanja.

Najčešće se koriste sledeća prilagođavanja:

a) Prilagođavanje inflaciji (inflation adjustments).

b) Prilagođavanje subvencija - donacija (Subsidy Adjustments) :

☞ prilagođavanje troškova subvencioniranih izvora sredstava (Subsidized cost-of-funds adjustments),

☞ prilagođavanje negotovinskih subvenicija (In-kind subsidy adjustment).

c) Prilagođavanja kredita u kašnjenju i to:

---

<sup>127</sup> Donirana sredstva mikrofinansijska organizacija nema obavezu da vrati i ne plaća kamatu.



☞ prilagođavanje kreditnih rezervi i troškova rezervisanja (adjustment of loan-loss reserves and provision expense),

☞ prilagođavanje otpisa kredita (write-off adjustments),

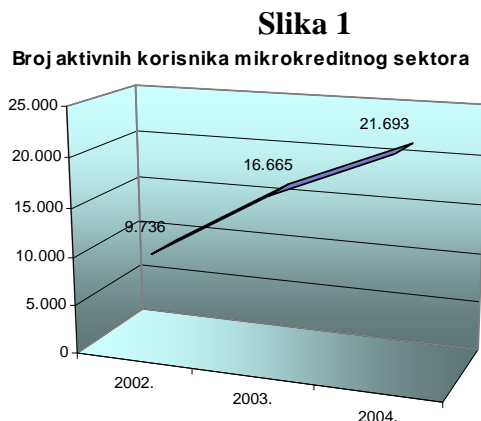
☞ obustava obračunate kamate na kredite u kašnjenju (reversal of interest accrued on non-performing loans).

d) Prilagođavanje kursa strane valute (adjustments for foreign exchange gains/losses).<sup>128</sup>

## 8. Visoki pokazatelj strukture zaposlenih

U mikrokreditnom sektoru<sup>129</sup> u 2004. god. pokazatelj strukture zaposlenih, odnosno učešće kreditnih oficira u ukupnom broju zaposlenih, iznosi 52,50%, dok u 2003. god. 50,68%. Da bi se povećao ovaj pokazatelj potrebno je uvesti nove softvere za praćenje kredita, jer bi se na taj način olakšali administrativni poslovi i poboljšalo izveštavanje i produktivnost u organizaciji. To bi omogućilo da se brže povećava broj kreditnih oficira nego "ostalih zaposlenih".

Broj aktivnih korisnika mikrokreditnog programa je porastao u 2003. god. za 71,17%, a u 2004. za 30,17%. Ukupno je na 31.12.2004. god. postojalo 21.693 aktivna korisnika kredita kredita što pokazuje sledeći grafik:



---

<sup>128</sup> CGAP/The World Bank Group: Definitions of selected financial terms, ratios, and adjustments for microfinance, September 2003, 13.

<sup>129</sup> U analizi su korišćeni podaci organizacija „Alter Modusa”, „Agroinvesta” i linija koja predstavlja mikrokreditni program „Opportunity bank” (oko 51% od ukupnih portfolija ove banke su mikrokrediti).

Na 31.12.2004. godine ukupan portfolio<sup>130</sup> mikrokreditnog sektora u Crnoj Gori je iznosio preko 24,3 miliona € što predstavlja povećanje za 34,2% u odnosu na decembar 2003. godine, kada je iznosio 18,1 milion €, što pokazuje sledeća tabela:

**Tabela 1 Portfolio mikrokreditnog sektora u Crnoj Gori u €**

Portfolio	2002.	2003.	2004.
Mikrokreditni sektor	11.905.064	18.121.999	24.310.989
Stopa rasta	-	52,22%	34,15%

Što se tiče broja isplaćenih kredita treba istaći da je u 2004. godini isplaćeno 19.493 mikro kredita, tako da su već premašene prošlogodišnje isplate za 30,14%.

**Tabela 2 Broj isplaćenih kredita**

Ukupan broj isplaćenih kredita	2002.	2003.	2004.
Mikrokreditni sektor	8.914	14.979	19.493
Stopa rasta	-	68,04%	30,14%

Produktivnost kreditnih oficira se povećava iz godine u godinu i to u 2003. god za čak 52,5%, a u 2004. god za 10,14%. Prosječni kreditni oficir mikrokreditnog programa u Crnoj Gori ima na 31.12.2004. god. 334 aktivna klijenta.

**Tabela 3 Produktivnost kreditnih oficira mjerena aktivnim klijentima**

Produktivnost kreditnih oficira (mjerna klijentima)	2002.	2003.	2004.
Mikrokreditni sektor	199	303	334
Stopa rasta	-	52,50%	10,14%

Mikrokreditni sektor se dobro nosi sa delinkventnim kreditima iako raste portfolio, što pokazuje i stopa portfolija u riziku od 31 do 365 dana. Portfolio u riziku od 31 do 365 dana pokazuje koji je to procenat portfolija koji kasni od 31 do 365 dana. On na 31.12.2002. god. iznosi 0,2%, na 31.12.2003. god. 1,0%, dok je na 31.12.2004. god. 0,7%.

<sup>130</sup> Misli se na "outstanding portfolio" tj. ukupna potraživanja glavnice MFI od klijenata tj. neotplaćena glavnica koja se još nalazi "u rukama" klijenata.

## 9. Problem vlasništva i odsustvo kontrole nad menadžmentom

Mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori su osnovane kao nevladine organizacije.<sup>131</sup> Samim tim što ne postoji vlasnik organizacije, ne postoji ni *kontrola* nad menadžment timom, što je uslovilo da se odluke menadžment tima ne mogu preispitivati.

One mikrofinansijske organizacije koje su registrovane kao nevladine organizacije u svijetu, i kod nas, u budućnosti će se morati preregistrovati. Razlog je što je shvaćeno da su ove organizacije izuzetno profitabilne i da će morati postojati i funkcija vlasništva a ne samo funkcija upravljanja. Ovo će dovesti do problema kome dati vlasništvo nad organizacijom. *Može se postaviti pitanje da li neko ko sada upravlja organizacijom može postati vlasnik mikrokreditne organizacije u Crnoj Gori?*

## 10. Zaključak

Rešavanjem ovih problema se obezbjeđuje brži razvoj mikrofinansijskog sektora, što samim i povećava životni standard stanovništva u Crnoj Gori. *Mikrokreditiranje je jedan od načina borbe protiv siromaštva.* Do sada se pokazao kao veoma plodan i uspješan. Mikrokrediti na jednoj strani obezbjeđuju stvaranje novih radnih mjesta bilo kroz formiranje novih biznisa ili proširenja postojećih, dok na drugoj lica u stanju socijalne potrebe prevodi u ekonomske subjekte kroz finansijsku ali i stručnu analizu. Osim razvijanja preduzetništva, legalizacijom mikro biznisa i urednim izvršavanjem obaveza prema državi se obezbjeđuje povećanje javnih prihoda.

## Literatura:

1. The Microcredit Summit „Declaration and Plan of Action”, 2-4 Februar 1997. Washington
2. The Microcredit Summit Campaign, <http://www.microcreditsummit.org/involve/page1.htm#microcredit>
3. Skupština Ujedinjenih nacija, Rezolucija 50/107, 20. decembar 1995., „First United Nations Decade for the Eradication of Poverty (1997-2006).
4. Službenom listu 44/02, Član 15, Obustava i suspendovanje kamate, a ova uredba ne postoji u zakonu o mikrofinansijskim institucijama, 2002. god.
5. Sl. list 01/03, "Odluka o mikrokreditnim finansijskim institucijama",
6. The Microbanking Bulletin, Trend lines - Issue No. 10, March 2005.

---

131 Član 2 "Odluka o mikrokreditnim finansijskim institucijama", Sl. list 01/03

7. CGAP/The World Bank Group: Definitions of selected financial terms, ratios, and adjustments for microfinance, September 2003.
8. Odluka o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite, Sl. list RCG br. 48, Podgorica 2003.

Aleksandar Vujović\*

## Budžet Crne Gore sa posebnim osvrtom na akcize na gorivo

### Abstract

One of the main income sources of the Montenegrin budget are excises. This budget income source, as any other, presents at the same time direct and/or indirect expenditure for every company and individual. In addition, increased excises produce decrease of the economic freedom in one economy; as excises per product raised, the economic freedom index decrease. However, Montenegrin budget is already in deficit, which is significant burden for entire economy. The question is: are the excises to solve this problem or to even making it more difficult.

**Key words:** *budget, budget deficit, budget revenue and expenditure, excises, fuel price*

### 1. Uvod

Država kao veliki privredni organizam funkcioniše slično kao i svako preduzeće. Tačnije, svaka država tokom svog funkcionisanja ima svoje prihode i rashode. Prilikom formiranja plana prihoda i rashoda, odnosno budžeta, svaka država polazi od planiranih troškova koje mora da pokrije. Praksa pokazuje da je vladama mnogo lakše povećati prihode koji ulaze u budžet nego smanjiti troškove. Pomenuto stanje može se uporediti sa šupljom kantom vode koja ima određeni broj rupa. Ukoliko želimo da u kanti bude vode, moramo je stalno držati ispod otvorene česme. Dok je česma otvorena u kanti će biti vode, mada nikad do vrha. Čim prestane da teče voda, kofa će se izprazniti.

U svom radu ću se osvrnuti na budžet Crne Gore za period januar-septembar 2005. godine, kao i na akcize kao poseban budžetski prihod. U radu će posebna pažnja biti posvećena i određivanju cijene goriva na našim pumpama. Razlog za to je doskorašnje variranje cijena goriva i česta pitanja u javnosti šta sve ulazi u cijenu goriva.

---

\* Centar za preduzetništvo i ekonomski razvoj, Podgorica

## 2. Budžet Crne Gore

Fiskalnu situaciju u Crnoj Gori karakterišu:

- planirani budžetski deficit (za 2005. godinu projektovan je na nivou od 2,17% BDP-a),
- budžetska analiza koja se unaprijeđuje;
- novi, ali još nedovršen sistem izvršenja budžeta;
- javni dug koji je za 2004. procijenjen na 671 miliona eura ili 43,8%BDP (prema podacima Ministarstva finansija);
- očekivano poboljšanje u naplati prihoda;
- uvođenje novina kod poreza na dobit pravnih lica, poreza na dohodak fizičkih lica i poreza na dodatu vrijednost (PDV).

Prema mišljenjima predstavnika Vlade, u cilju unaprijeđivanja postojeće situacije, potrebno je sprovoditi politiku koja će proširiti poresku osnovicu i smanjiti poresko opterećenje. Cilj poreske politike je da se postigne fiskalna ravnoteža, dok se istovremeno održava poreska struktura bazirana na konkurentnosti i širokoj osnovi koja dozvoljava snažan rast privatnog sektora.

Radi sticanja prave slike o budžetu Crne Gore neophodno je krenuti od posmatranja budžetskih rashoda i prihoda kroz vrijeme. U narednoj tabeli je predstavljeno kretanje budžetskog deficita Crne Gore kroz vrijeme:

Tabela 1: Budžetki deficit Crne Gore posmatran kroz vrijeme

mil. €	2002.	2003.	2004.
<b>Budžetski rashodi</b>	255,02	386,84	408,07
<b>Budžetski prihodi</b>	229,87	341,55	375,85
<b>Budžetski deficit</b>	25,15	45,29	32,22
<b>Budžetski deficit kao % BDP</b>	3,1%	3,29%	2,18%

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore,

Posmatrajući period od 2002. godine do 2004. godine može se vidjeti da je crnogorski budžet svake godine bio u višemilionskom deficitu. Podaci o budžetskim prihodima i rashodima za 2002. godinu ne predstavljaju odraz stvaranog stanja. Takva situacija je rezultat metodoloških problema konsolidacije i različitih metodologija obračuna deficita u to vrijeme, kada nije postojao centralizovani budžetski sistem.

Budžetski deficit od 25,15 miliona eura je budžetski deficit centralnog budžeta, dok je konsolidovani budžetski deficit za ovu godinu bio na znatno višem nivou. Iz ovog

razloga nije preporučljivo upoređivati 2002. godinu sa narednim godinama. Uzimajući ovo u obzir može se vidjeti da budžetski deficit ima tendenciju smanjenja, posebno u realnim iznosima (kao % učešća u BDP).

Takođe, budžetski deficit u 2004. godini u odnosu na 2003. godinu smanjio se kako u apsolutnom iznosu, tako i u procentu od BDP. Naime, kao rezultat akcija reformskih politika Vlade koje su planirane Agendom ekonomskih reformi od 2002-2007 u 2004. godini u odnosu na prethodnu godinu, došlo je do smanjenja budžetskog deficita za 28,85%, dok je došlo i do smanjenja odnosa deficita i BDP za 33,74%. Iako je i dalje ostvarivan veliki deficit, smanjivanje njegove vrijednosti predstavljalo je veliki napredak kao i optimistički signal za naredni period.

### Box 1: Kretanje budžetskog deficita

U sljedećoj tabeli je prikazano kretanje budžetskog deficita u 2004. godini u izabranim zemljama u tranziciji koje su postale članice EU, kao i u nekim privredama u tranziciji iz regiona.

Zemlja	Crna Gora	Bosna	Hrvatska	Republika Češka	Makedonija	Mađarska	Slovenija	Albanija
Budžetski deficit u % BDP	2,2	0,4	4,5	5,7	1,5	5,0	1,9	6,5

Izvor: *Transition report, 2004*

Evidentno je da se Crna Gora nalazi u grupi zemalja koje imaju niži nivo budžetskog deficita. Međutim, potrebno je i dalje raditi na njegovom smanjenju.

Prema navodima aktuelne Agende ekonomskih reformi Crne Gore 2002-2007 u narednim godinama cilj fiskalne politike je smanjenje i fiskalnih rashoda i deficita, kako bi se stvorio prostor za fiskalno rasterećenje biznisa u Crnoj Gori. Agenda predviđa akcije kojima će se uravnotežiti budžet u narednih pet godina, sprovođenjem odgovarajuće ekonomske politike i utvrđivanjem osnovnih ciljeva razvoja prilikom planiranja budžeta, sa strogim finansijskim upravljanjem, strogom računovodstvenom kontrolom u izvršenju budžeta i poreskom strukturom koja je konkurentna, kao i stimulativnom monetarnom politikom, koja će omogućiti snažan rast privatnog sektora.

Napori na konsolidovanju javnih finansija evidentni su i u 2005. godini, posebno kada se uzme u obzir plan i realizacija plana u dijelu prihodnih i rashodnih kategorija. Stoga, u narednom poglavlju, upravo su obrađeni prihodi i rashodi budžeta u 2005. godini.

## 2.1 Prihodi Budžeta u periodu januar-septembar 2005. godine

Plan prihoda budžeta Crne Gore za prvih devet mjeseci 2005. godine projektovan je na nivo od 314,3 miliona eura. U narednoj tabeli su prikazani svi prihodi koji su se u periodu januar-septembar 2005. slili u budžet Crne Gore.

Tabela 2: Prihodi budžeta Crne Gore za period januar-septembar 2005

Opis	Ostvarenje jan-sep. 2004.	Plan jan- sep. 2005.	Ostvarenje jan-sep. 2005	% odstupanja u odnosu na ostvarenje jan- sep. 2004	% ostvarenja u odnosu na plan jan-sep. 2005.
<i>Porez na dohodak građana</i>	44,18	45,68	46,78	5,89	2,42
<i>Porez na dobit preduzeća</i>	11,49	16,17	16,61	44,54	2,68
<i>Porez na imovinu i porez na promet nepokretnosti i prava</i>	1,45	1,36	1,65	13,89	20,72
<i>Porez na dodatu vrijednost</i>	115,22	139,31	143,99	24,97	3,36
<i>Akcize</i>	45,10	49,71	49,28	9,26	-0,87
<i>Porez na međunarodnu trgovinu i transakcije</i>	27,47	29,60	30,48	10,95	2,96
<i>Ostali porezi</i>	0,94	2,54	2,71	187,68	6,74
<i>Takse</i>	5,28	4,91	4,93	-6,67	0,28
<i>Ostali republički prihodi</i>	19,51	21,96	14,49	-25,72	-33,98
<i>Kapitalni prihodi</i>	2,79	3,06	3,06	9,92	0,00
<i>Primici od otplate kredita</i>	0,00	0,00	1,19		
<b>UKUPNI IZVORNI PRIHODI</b>	<b>273,43</b>	<b>314,30</b>	<b>315,16</b>	<b>15,26</b>	<b>0,27</b>

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

U periodu od januara do septembra 2005. godine prihod budžeta Crne Gore je bio 315,16 miliona eura kroz razne poreze, akcize, takse i ostale budžetske prihode. Ta realizacija prihoda je za 0,27% veća od planiranog iznosa za ovaj period, dok je za 15,26% viša nego za isti period 2004. godine. Interesantno je da su po prvi put u zadnjih 15 godina budžetski prihodi ostavreni čak i iznad plana, za jedan duži vremenski period (9 mjeseci).

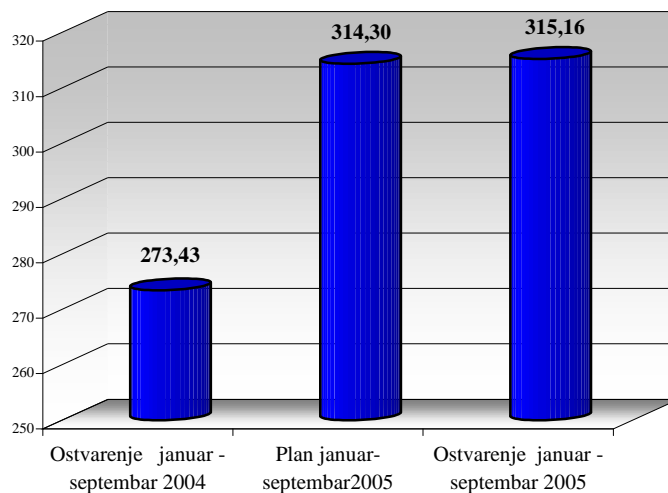
Tri najznačajnija prihoda budžeta Crne Gore su porez na dodatu vrijednost (sa 45,68% je učestvovao u ukupnim realizovanim prihodima za jan-sep 2005. godine), akcize (sa 15,64% je učestvovao u ukupnim realizovanim prihodima za pomenuti period) i porez na dohodak građana (sa 14,84% je učestvovao u ukupnim realizovanim prihodima za pomenuti period). Ova tri prihoda su u periodu januar-septembra 2005. godine obuhvatili 76,16% ukupnih ostvarenih budžetskih prihoda.



Veće ostvarenje prihoda u odnosu na isti period prethodne godine rezultat je veće naplate kod:

- poreza na dobit preduzeća za 5,11 miliona eura ili 44,54%,
- poreza na dodatu vrijednost za 28,76 miliona eura ili 24,97%,
- poreza na dohodak fizičkih lica za 2,6 miliona eura ili 5,89%
- poreza na međunarodnu trgovinu i transakcije za 3,0 miliona eura ili 10,95%.

**Grafik 1: Ostvarenje prihoda budžeta Crne Gore**



*Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore*

## 2.2 Izdaci Budžeta u periodu januar-septembar 2005

Ostvarenjem prihoda većem od planiranog (za prvih 9 mjeseci 2005. godine) omogućena je realizacija rashoda, u tom periodu, na nivou od 298,63 miliona eura.

U sljedećoj tabeli su prikazane planirane i realizovane vrijednosti rashoda budžeta za prvih 9 mjeseci 2005. godine:

Tabela 3: Izdaci budžeta Crne Gore za period januar-septembar 2005

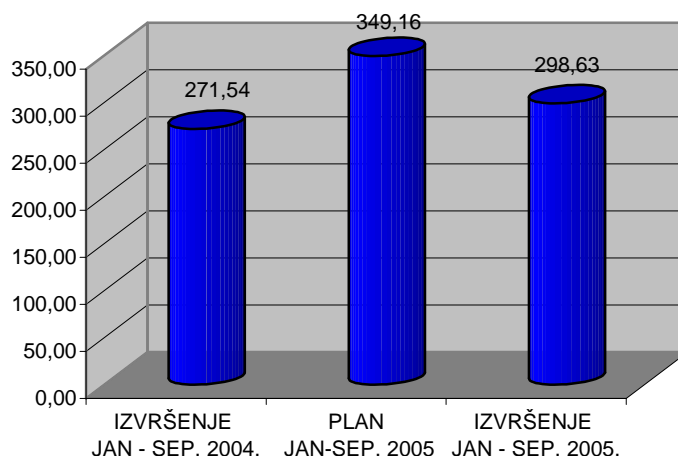
Opis	Izvršenje jan-sep. 2004.	Plan jan- sep.2005.	Izvršenje jan- sep. 2005	% odstupanja u odnosu na izvršenje jan- sep. 2004	% ostvarenja u odnosu na plan jan-sep. 2005.
<i>Bruto zarade zaposlenih</i>	103,19	120,33	113,76	10,24	-5,46
<i>Ostala primanja i naknade zaposlenih</i>	8,93	9,35	6,96	-22,00	-25,49
<i>Rashodi za materijal i usluge</i>	31,07	48,06	36,16	16,38	-24,78
<i>Kamate</i>	17,67	12,18	14,09	-20,24	15,70
<i>Renta</i>	1,22	1,43	1,30	6,39	-9,16
<i>Subvencije</i>	6,10	5,18	4,80	-21,31	-7,28
<i>Besteretna davanja i soc. benificije</i>	77,14	106,54	88,34	14,52	-17,08
<i>Ostali izdaci</i>	0,71	1,42	1,13	60,28	-20,37
<i>Kapitalni izdaci</i>	9,55	25,67	14,49	51,71	-43,56
<i>Date pozajmice</i>	4,81	6,17	4,70	-2,37	-23,94
<i>Rezerve</i>	11,16	12,82	12,90	15,58	0,60
<b>UKUPNI RASHODI</b>	271,54	349,16	298,63	9,97	-14,47
<i>Otplata dugova</i>	39,88	33,12	95,51	139,47	188,43
<b>U KUPNI IZDACI</b>	311,43	382,27	394,14	26,56	3,10

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Ukupni rashodi budžeta Crne Gore su za period januar-septembar 2005. godine iznosili 298,63 miliona eura, što je za 9,97% više nego za odgovarajući period 2004. godine. Ostvareni rashodi za period januar-septembar 2005.godine odstupaju za 14,47% od planirane vrijednosti za ovaj period koja je iznosila 349,16 miliona eura.

Od januara do septembra 2005. godine iz budžeta Republike redovno su servisirane obaveze po osnovu neto zarada, poreza i doprinosa na isplaćene zarade, socijalna davanja i ino-obaveze.

Niže izvršenje po osnovu bruto zarada (prikazano u tabelarnom pregledu) posledica je toga što se isplata zarada i poreza i doprinosa, shodno zakonskim propisima, vrši u tekućem mjesecu za prethodni tj. planirana sredstva za bruto zarade zaposlenih u iznosu od 120,33 miliona eura odnose se na devet mjeseci, a isplate u iznosu od 113,76 miliona eura odnose se na osam mjeseci tekuće godine.

**Grafik 2: Izvršenje rashoda budžeta Crne Gore**

*Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore*

Najznačajniji rashod budžeta Crne Gore su bruto zarade zaposlenih što potvrđuje i tabela 2. Naime, bruto zarade zaposlenih prema planu za period jan-sep 2005. obuhvataju 34,46% ukupnih planiranih rashoda za ovaj period.

Ovakva situacija se ponavlja iz godine u godinu. Naime, država je najveći poslodavac koja je iz budžeta u 2004. godini raspodjelila čak 10,7% GDP.

### **3. Akcize kao posebna vrsta budžetskih prihoda sa posebnim osvrtom na akcize na gorivo**

Akciza predstavlja posebnu vrstu poreza koji se plaća na proizvode koje je utvrdio Zakon o akcizama. Ovim zakonom se uređuje sistem i uvodi obaveza plaćanja akcize na akcizne proizvode koji se na teritoriji Republike Crne Gore stavljaju u slobodan promet. Akcizni proizvodi su:

- alkohol i alkoholna pića,
- duvanski proizvodi, i
- mineralna ulja, njihovi derivati i supstituti.

Akciza se plaća na akcizne proizvode proizvedene na području Republike Crne Gore i akcizne proizvode koji se uvoze u Crnu Goru. Najveći dio prihoda po osnovu naplaćenih akciza (preko 85%) ide u budžet RCG.

Ukupni prihodi od akciza su značajni za budžet. Naime, posmatrajući njegovu prihodovnu stranu (tabela 3) uočava se da su akcize na drugom mjestu prema veličini (poslije poreza na dodatu vrijednost).

U periodu od januara do septembra 2005. godine ostvareni prihodi od akciza su bili u iznosu od 49,28 miliona eura, što je za 0,87% manje od planirane vrijednosti za taj period, dok je za 9,26% više nego ostvareni prihod u odgovarajućem vremenskom intervalu 2004. godine. Realizovani prihodi od akciza u ovom vremenu učestvuju sa 15,63% u ukupnim prihodima, dok se njima pokriva 12,50% ukupnih izdataka za pomenuti period.

Najveći dio prihoda od akciza predstavljaju prihodi od akciza na uvezenu robu. Njihov udio se kreće oko 75%. U sljedećoj tabeli je predstavljen odnos prihoda od akciza koje se plaćaju u proizvodnji i akciza koje se naplaćuju na uvezenu robu.

Tabela 4: Pregled prihoda od akciza za period januar-septembar 2005

AKCIZE (u milionima eura)	Plan za 2005. sa rebalansom	Plan jan-sep. 2005	Ukupno jan-sep. 2005	% ostvarenja u odnosu na plan 2005.	% ostvarenja u odnosu na plan jan-sep 2005.
<b>Akcize koje se plaćaju u proizvodnji</b>	14,56	11,52	9,53	65,43	82,69
<b>Akcize na uvezenu robu</b>	46,69	38,19	39,75	85,14	104,09
<b>Ukupan iznos akciza</b>	<b>61,26</b>	<b>49,71</b>	<b>49,28</b>		

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Ukupan prihod od akciza za period januar-septembar 2005. godine iznosio 49,28 miliona eura, od čega su akcize koje se plaćaju u proizvodnji iznosile 9,53 miliona eura, a akcize na uvezenu robu 38,19 miliona eura.

### 3.1 Struktura prihoda od akciza

Akcize kao vrsta poreza se naplaćuju na alkohol, duvanske proizvode i mineralna ulja. Uporedni pregled ostvarenih prihoda od akciza po vrstama proizvoda u 2004. godini u odnosu na prethodnu godinu, dat je u sljedećoj tabeli:

Tabela 5: Prihod po osnovu akciza (u milionima €)

Red. broj	Vrsta akciznog proizvoda	Ostvareno za I – XII 2003.	Ostvareno za I – XII 2004.	Index
<b>1.</b>	<b>Akcize u proizvodnji</b>	<b>7,3</b>	<b>13,8</b>	<b>189</b>
1.1.	Akciza na alk. i alkoh. pića	4,0	4,2	105
1.2.	Akciza na duvan. proizvode	2,1	6,2	295
1.3.	Akciza na mineralna ulja	1,2	3,4	283
<b>2.</b>	<b>Akcize pri uvozu</b>	<b>55,6</b>	<b>57,0</b>	<b>102</b>
2.1.	Akciza na alk. i alk. pića	0,8	0,8	-
2.2.	Akciza na duvan. Proizvode	1,4	1,8	128
2.3.	Akciza na mineralna ulja	53,4	54,4	102
	<b>U k u p n o:</b>	<b>62,9</b>	<b>70,8</b>	<b>112</b>

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore

Ukupno naplaćeni prihodi od akciza za izvještajni period 2004. godine, iznose 70,8 miliona eura (prosječni mjesečni iznos naplate 5,9 miliona eura) i u odnosu na isti period prethodne godine (62,9 miliona eura) veći su za 12,0%.

Naplaćena sredstva od akciza za izvještajni period 2004. godina (70,8 miliona eura) raspoređena su na sljedeći način: Budžet Republike 61,7 miliona eura (87,1%); Direkcija za izgradnju autoputeva 5,6 miliona eura (7,9%); pokriće troškova platnog prometa 0,4 miliona eura (0,6%), ostale namjene 3,1 miliona eura (4,4%).

Ostvareni prihodi Budžeta Republike po osnovu akciza za 2004. godinu (61,7 miliona eura) u odnosu na prethodnu godinu (58,2 miliona eura) veći su za 6,0%, a u odnosu na planirane prihode za isti period po ovom osnovu (70,7 miliona eura) manji za 12,7%.

### 3.2 Akcize na gorivo. Obračun maksimalnih maloprodajnih cijena naftnih derivata

U Crnoj Gori se od 2002. godine primjenjuje novi način obračuna cijene goriva. Zbog sve većeg interesovanja za ovaj obračun, koji je uzrokovan i skorašnjim fluktacijama cijene nafte, u ovom dijelu teksta će se objasniti šta sve ulazi u cijenu goriva i kako se ona obračunava.

Način obračuna cijena goriva je definisan Uredbom o načinu obrazovanja maloprodajnih cijena naftnih derivata.

Maksimalna maloprodajna cijena se primjenjuje na motorni olovni benzin (SUPER 98), motorni bezolovni benzin (EURO SUPER 95), dizel gorivo (DISEL, 0,2% sumpora), eko dizel (EN 590) i lož ulje (ekstra lako 0,5% sumpora).

Naftnim kompanijama nije dozvoljeno da gorivo prodaju na teritoriji Crne Gore po cijenama koje su više od maksimalne propisane cijene, dok je prodaja po nižim cijenama dozvoljena. Na skoro svim pumpama u Crnoj Gori cijena goriva je na maksimalnom nivou, izuzetak su jedino pumpe Jugopetrola na kojima se gorivo prodaje po cijeni jeftinijoj za jedan euro cent od maksimalno utvrđjene.

U slučaju da neka kompanija prekši ovu uredbu bila bi novčano kažnjena za svaku takvu prodaju u iznosu koji je jednak razlici u ostvarenoj cijeni uvećanoj za 50% vrijednosti ostvarene prodajom po maksimalnoj maloprodajnoj cijeni.

Prihodi od akciza na naftne derivate plaćaju se na propisane uplatne račune za plaćanje akciza i dijele se između Budžeta RCG i Direkcije za izgradnju autoputeva u sljedećoj srazmjeri:

- |                                       |                 |
|---------------------------------------|-----------------|
| • kod olovnog benzina super – 98      | 92,6 % : 7,4 %  |
| • kod bezolovnog benzina – 95         | 89,6 % : 10,4 % |
| • kod dizel goriva D – 2 i eko dizela | 87,0 % : 13,0 % |

Maksimalna maloprodajna cijena (MP) se određuje na osnovu sljedeće formula:

$$MP=(X1*X2*D)+X3+X4, \text{ €/lit.}$$

X1= prosjek srednjih cijena naftnih derivata koje su objavljene u Platt's European Marketscan.

X2=prosijek prodajnih deviznih kurseva izraženo u €US\$ objavljen od strane Centralne banke Crne Gore za period od 14 kalendarskih radnih dana.

D= gustina konverzije

$D=rd/1000$

Rd=gustina konverzije naftnih derivata:

0,772kg/lit za motorni benzin 91/95;

0,755kg/lit za motorni benzin 98,

0,850kg/lit za dizel gorivi, eko dizel i lož ulje

Dijeljenje sa 1000 konvertuje metričke tone u kilograme.

$X1 \cdot X2 \cdot D$  je izraženo u €/lit.

$X3$ =ukupne takse, porezi i sve naknade čiji iznos sadrži, ali nije ograničen samo sledećim:

- ukupne uvozne takse i dadžbine (uključujući težinsku taksu i lučku taksu)
- akcize
- porez na promet
- ekološku naknadu
- sve ostale primjenjive po zakonima Crne Gore
- naknadu za izgradnju autoputeva (0,070 €/lit za super 98 i 0,059€/lit za bezolovni 95)

$X4$ = fiksni iznos izražen u €/lit koji obuhvata sljedeće:

- međunarodne maksimalne gubitke od 0,5%
- troškove za uvoz, pretovar, manipulisanje, i proviziju banke
- skladištenje, transport, troškove distribucije
- maloprodajne troškove
- bruto maržu za naftnu kompaniju

svi elementi  $X4$  izuzev bankarske provizije su fiksni iznosi.

Prema zakonu o akcizama na jedan litar goriva obračunava se akciza od 0,3640 €/lit za olovni 98 i bezolovni 95, dok se na dizel i eko dizel obračunava akciza od 0,27€/lit.

Da bi se ove suvoparne formule razumjele na sljedećoj tabeli je pokazano formiranje maloprodajne cijene goriva u Crnoj Gori na dan 1. april 2005. godine:

Tabela 5: Formiranje cijena goriva u Crnoj Gori

<b>Gorivo (€)</b>	<b>SUPER</b>	<b>BEZOLOVNI</b>	<b>DIZEL</b>	<b>EKODIZEL</b>
Uvozna cijena	0,270	0,273	0,317	0,358
Carina	0,007	0,007	0,008	0,009
Akciza	0,364	0,364	0,270	0,270
Marža veletrgovca	0,025	0,035	0,030	0,031
PDV	0,113	0,155	0,106	0,114
Porez za autoputeve	0,070	0,059	0,000	0,000
Ekološka naknada	0,002	0,002	0,003	0,003
Veleprodajna cijena sa PDV-om	0,891	0,855	0,734	0,785
Zarada na pumpi	0,039	0,095	0,146	0,045
Maloprodajna cijena	0,930	0,950	0,880	0,830

Izvor: Household Survey number 11, July 2005.

Vidi se da je akciza na super i bezolovni benzin čak veća od uvozne cijene i iznosi €0,364 po litru, (akciza je za 25,82% veća od uvozne cijene supera), dok akciza na dizel i ekodizel iznosi €0,270 po litru (što je samo 14,83% manje od cijene 1l dizela, a 24,58% manje od 1l ekodizela). Ovaj primjer se odnosi na cijenu goriva koja je važila na dan 1. april 2005. Kasniji porast cijena nije rezultat povećanja bilo koje od taksi nego porasta nabavne cijene goriva do koje je došlo na svjetskom tržištu.

Porast cijena goriva do kojeg je došlo u proteklim mjesecima, dovele su do čestih kritika visine akciza i dijela koji država uzima od svakog litra goriva. Povećanje cijene nije rezultat povećanja nekog od poreskih opterećenja već povećanja tržišne cijene nafte.

Međutim, činjenica je da veliki dio prihoda od prodaje goriva odlazi u budžet i da bi trebalo smanjiti akcize na gorivo. Smatram da do toga neće doći u skorije vrijeme iz razloga što akcize predstavljaju značajan budžetski prihod kojeg Vlada još uvijek nije spremna da se odrekne. Sa druge strane je evidentno da i pored svega u Crnoj Gori ne postoji, ili makar nije vidljivo sivo tržište goriva (u maloprodaji), koje je za vrijeme hiperinflacije i sankcija bilo itekako zastupljeno.



#### 4. Zaključak

Analizom crnogorskog budžeta može se zaključiti da iako se on nalazi u značajnom deficitu situacija se popravlja iz godine u godinu. Naša 'kanta sa vodom' ima veliki broj rupa, odnosno prisutni su značajni budžetski rashodi.

Prije svega potrebno je uticati na dalje smanjivanje budžetskih rashoda koji su i dalje na visokom nivou i koji vrše veliki pritisak na budžet. Očigledno je da je to veoma težak i dugotrajan posao, ali je on neophodan.

Rasterećivanjem budžeta doći će do uravnotežavanja budžetskih prihoda i rashoda i do nade da će se u Crnoj Gori jednog dana porezi naći na veoma niskom nivou.

Budućnost Crne Gore u mnogome zavisi od razvoja svih vrsta sloboda, a naročito ekonomskih sloboda, koje su u obrnuto proporcionalnoj vezi sa poreskim opterećenjima. Ako želimo slobodu moramo smanjiti poreska opterećenja, a da bi to mogli moramo smanjiti rupe u našoj kanti (to jest rashode u našem budžetu). Država kod nas predstavlja najvećeg poslodavca, što znači da značajan dio BDP sama raspodjeljuje. Prevelika administracija predstavlja veliko opterećenje za budžet Crne Gore.

Međutim, da se Crna Gora nalazi na pravom putu reformi dokazuje i činjenica da se budžetski deficit iz godine u godinu smanjuje pri čemu se već nekoliko godina ostvaruje budžetski deficit koji je manji od 3% od BDP-a, što je kriterijum koji je postavila EU za njene članice.

Sa druge strane treba napomenuti da su prihodi od akciza drugi po veličini prilivi budžeta sa učešćem nešto većim od 15%. Veći prihod se ostvaruje jedino od poreza na dodatnu vrijednost. U zadnje vrijeme su se mogle čuti u javnosti konstatacije da su akcize na gorivo krive zbog porasta maloprodajne cijene goriva na pumpama u Crnoj Gori. Međutim, do naglog porasta cijena goriva nije došlo zbog akciza koje su već duže vrijeme zadržane na istom nivou, već zbog porasta cijene nafte na svjetskom tržištu. Ipak, potrebno je naglasiti da uz ovu visinu akciza u Crnoj Gori je smanjeno, tačnije u potpunosti ukinuto sivo tržište goriva koje je do prije nekoliko godina bila naša realnost.

### **Literatura**

- 1) Agenda ekonomskih reformi Crne Gore 2002-2007
- 2) Zakon o akcizama, Službeni list RCG br 65/01
- 3) Uredba o načinu obrazovanja maksimalnih maloprodajnih cijena naftnih derivata (Službeni list Republike Crne Gore, br. 52/2002, 55/2002 u 23/2003
- 4) Household Survey 11, July 2005

### **Web site**

- 1) [www.mfinansija.cg.yu](http://www.mfinansija.cg.yu)
- 2) [www.vlada.cg.yu](http://www.vlada.cg.yu)

**Borislav Uskoković\***

## **Kompatibilnost sporta i turizma**

### **Abstract**

A high quality shaping of an integrated/destination tourist product, as a functional combination of various goods and services, especially when we speak of a tourist town, presupposes that, among other, many elements (partial products) from the sphere of possibilities of taking up sports or sport recreation are weaved into its content. Simply speaking, the offer of possibilities of taking up sport activities has to represent one of the important characteristic of tourist destinations. The values of sport in tourism should be seen in securing of higher level of meeting tourist needs, that is in stimulating tourist visits/better use of capacities, overcoming of tourist seasoning problem, in achieving a higher level and content of ourist spending, high quality promoting of destinations through media (PR), positive effects on local inhabitants etc.

**Key words:** *destination tourist product, sport recreation, meeting tourist needs, economic values of sport in tourism.*

Kvalitetno oblikovanje turističke ponude, posebno destinacijskog turističkog proizvoda (nivo turističkog centra/mjesta ili šireg prostora) kao funkcionalnog spoja različitih pogodnosti (dobara i usluga) što služe zadovoljavanju različitih turističkih potreba, pretpostavlja da su u njegov sadržaj utkani, pored ostalog, i brojni elementi iz domena mogućnosti bavljenja sportom, odnosno sportskom rekreacijom. Naime, na kvalitet integrisanog turističkog proizvoda i njegovo željeno tržišno pozicioniranje, pored kvaliteta prostora (prirodni uslovi i antropogene strukture), pristupačnosti (savladanosti prostora na relaciji: emitivno - receptivno područje), od velikog značaja je i stanje prihvatnih faktora u destinaciji (turističkom centru), među kojima sve zapaženiju ulogu imaju povoljne mogućnosti za uključivanjem u sve razuđenije oblike sporta ili, određenije, sportske rekreacije.

Treba imati u vidu da su kao posljedica otežanih uslova života i rada u mjestu stalnog boravka turista, te, s tim u vezi, očekivane koristi od turističkog boravka -

---

\* Ekonomski fakultet - Podgorica

vezano za psihofizičko rasterećenje, tj. otklanjanje socijalnog i fizičkog umora - sportom/sportskom rekreacijom u izboru destinacije motivisani bezmalo svi turisti, a sasvim naglašeno, iz razumljivih razloga, segmenti mlađe starosne dobi. A to znači da ponuda sportsko-fizičkih aktivnosti koje doprinose aktivnom odmoru (turizam je aktivna psihička i fizička dinamička rekreacija!) mora predstavljati jedno od važnih obilježja turističkih destinacija.

Ne treba nekritički («zdravo za gotovo») prihvatiti rezultate različitih anketnih istraživanja u kojima se saopštava da turisti nijesu u većoj mjeri motivisani sportom/sportskom rekreacijom prilikom odabira naših destinacija. Naime, rezultat da samo 5% turista preferira sport kao «glavni motiv» dolaska na Crnogorsko primorje jeste tačan (nauzged, da su turisti anketirani u našim ski-centrima rezultat izbor destinacije motivisanošću bavljenja zimsko-sportskim aktivnostima bio bi bezmalo 100%!!), ali ne govori cjelovito o sportskim motivima odabira destinacija. Naime, objektivnija ocjena se dobija kada se prethodnom rezultatu pribere i, makar u jednom dijelu, dominantan motiv «odmor i rekreacija na moru», uz to i motiv «šetnje i planinarenje», te srećno i spretno kombinovanje sportske rekreacije u okviru zdravstvenog turizma i dr. Sve to, u stvari, pokazuje da je motiv sporta uvijek prisutan u turizmu, pa i kada je, naravno, u pitanju izbor destinacijskih područja/lokaliteta u Crnoj Gori.

Konačno se mora shvatiti da su turisti postali sasvim zahtjevni, tj. da se ne zadovoljavaju samo manje-više uspješnom ponudom «intendanskih» usluga (koje karakteriše tzv. «spavališni»/»horizontalni» turizam, a koji, u osnovi, obuhvata spavanje, prehranjivanje i piće), već preferiraju aktivan odmor (sa obiljem kretanja, sportske rekreacije, uzbuđenja, razonode i dr.), što znači da je pored osnovnih/egzistencijalnih nužno obezbijediti mnoštvo drugih formalnih parcijalnih elemenata ponude/proizvoda (objekti sporta, kulture i zabave i dr.). Treba, još jasnije rečeno, imati u vidu da se i u turizmu dogodila transformacija u okviru «procesa»: «Od užitka u trbuhu do užitka u glavi» (J. Krippendorf), odnosno da se sada fokusira stil provođenja bitno aktivnijeg («adrenalinskog») odmora, koji pored tradicionalnih elemenata ponude karakteriše razonoda, uzbuđenja, obrazovanje, sport i sl., a što je poznato kao «3 E» (entertainment, excitement, edukation). Bez ovih elemenata ponude kao dodatnih «karika u lancu» integrisanog turističkog proizvoda, ponuda je, objektivno gledano, sa krupnim nedostacima/»uskim grlima», otuda i neprihvaćena od strane savremene turističke tražnje.

Napuštanjem «proizvodne orijentacije» u turizmu koju karakterišu «kvantitativna» obilježja (novi smještajni kapaciteti, masovni turistički promet i sl. - što su karakteristike ekstenzivnog razvoja turizma), a usvajanjem strategije «proizvodnje zadovoljnih gostiju» (prelazak sa kvantiteta na kvalitet, odnosno

intenzivan razvoj u ovoj oblasti!), pretpostavlja, pa naravno i kada je u pitanju turizam Crne Gore, usredsređivanje napora ka dizajniranju više složenog, sadržajno bogatog turističkog proizvoda naših destinacija. U naporima obezbjeđenja kvalitetnog turističkog mozaika Crne Gore, nesumnjivo važnu ulogu treba da ima i ponuda sportskih aktivnosti.

S razlogom se u ekološkoj Crnoj Gori pouzdavamo u veliko (naravno iscrpno!) bogatstvo prirodnih elemenata ponude (mogućnosti razvoja različitih vidova turizma: na moru, rijekama i jezerima, na visokim planinama – sve do nadmorske visine do 2.523 m), zahvaljujući čemu se može, uz ostale rekreativne aktivnosti (kulturno-zbavni programi i sr.), sa velikim uspjehom razvijati i intenzivna sportska rekreacija u okviru turizma.

Ali, dakako, mnoge vrste sporta zahtijevaju obezbjeđenje i odgovarajuće supra- i infrastrukture (tereni, hale, bazeni, uspinjače, druga oprema i dr.). To je, na sreću, posljednjih godina shvaćeno u Crnoj Gori, pa su očigledni naponi u opštinskim područjima da se obezbijede što kvalitetniji uslovi za razvoj sporta kao uslov njegove što potpunje integracije sa turizmom. Riječ je o izgradnji sportskih otvorenih i zatvorenih objekata koje pored lokalnog stanovništva (rekreacije i takmičarskog sporta) koriste tokom godine i turisti, bilo da je riječ o bazičnim pripremama sportista ili sportskoj rekreaciji turista. Naravno, i hotelsko-turistička preduzeća su već snažno artikulisala svoj interes za obezbjeđenjem uslova za odvijanje sportskog života (primjerom navodimo »Budvanska rivijera«, »Ulcinska rivijera«, »Korali«, »Boka« i dr.).

Srećna je oklonost da veliki broj oblika sportske rekreacije u turizmu ne zahtijeva iole značajnija investiciona ulaganja: plivanje i ostali sportovi na vodi i plaži, veslanje, skijanje na vodi, rafting, kajak na divljim vodama, planinarenje i alpinizam, skijanje, biciklizam, sportski lov i ribolov, pješaćenje/šetnje, goging, trim-staze, igre loptom na slobodnim terenima, krosemi, auto-reliji, fitnes-centri, pa i neki ekstremni sportovi kao što su ronjenje, slobodno penjanje, paragliding, bungee, mountbiking i dr.

Posebno treba naglasiti činjenicu da je već pokrenuta i značajna preduzetničko/investiciona aktivnost na izgradnju sportskih objekata »u službi turizma«, kao što su: zatvorena igrališta za male sportove, stonotenski klubovi, golf igrališta, jahting klubovi, uslovi za odvijanje ekstremnih sportova. Nadati se i širenju inicijativa za stvaranje boljih uslova za atletske discipline, vaterpolo, fudbal i dr.

Razumljivo, sa povećanjem kvaliteta svoje ekonomije, materijalno sposobnija preduzeća u turizmu mogu preduzeti i značajnije investicione napore u snaženju materijalne osnove sporta.

Besumnje, sa jačanjem materijalne osnove, osnažiće i aktivnost u domenu organizacije sportskih igara/manifestacija. Logična je pretpostavka da takvi napori moraju biti djelotvorno podržavani od strane Uprave za sport i omladinu, Crnogorskog olimpijskog komiteta i opštinskih/lokalnih sportskih organizacija, uz to i turističko-ugostiteljskih subjekata na lokalnom nivou. Riječ je, u stvari, o neophodnosti dizajniranja kvalitetne marketing-menadžment strategije u predmetnoj oblasti na nivou opština i širim prostornim cjelinama (turističkim zonama).

«Bliski susret» sporta i turizma, odnosno ostvarenje njihove simbioze u turističkim destinacijama, rezultira mnogostruke koristi. Obezbjedjenjem uslova za bogat sportski život stimulišu se obimne posjete, značajnim dijelom prevladava veliki problem sezonalnosti turizma - turistički kapaciteti se značajnije bolje koriste tokom godine. Poznato je, nadalje, da turistički boravci sa razuđenim sportskim aktivnostima emituju značajno obimniju i sadržajniju potrošnju, odnosno imaju veću ekonomsku vrijednost. Ne treba, uostalom, dokazivati da «spavališni» gost ima sasvim ograničene (već rekosmo: dominantno «intendantske») potrebe. Vjerujemo da je na sreću turizma, takvih gostiju sve manje, pored ostalog i kao posljedica sve veće ponude za bavljenjem nekim od sportskih aktivnosti.

Razuđeni sportski život u turističkim mjestima (Durmitor, Bjelasica, Crnogorsko primorje i dr.) uz neposredno uljučivanja turista ili, makar, pasivno posmatranje sportskih aktivnosti (manifestacija, sportskih priredbi/igara, pojedinačnih ili grupnih sportskih aktivnosti), izvanredno će popularisati naše destinacije kao «oaze» sporta: zdrave/sanatogene prostore, imajući, naravno, za posljedicu veću satisfakciju turista, samim tim i obimnije posjete. Jednostavno, uvođenje sporta u turizam donosi mladost, veselost, razonodu, noćni život, prijateljstvo, sveukupno: obezbjeđuje moderan imidž destinaciji u zamjenu za «spavališni», odnosno imidž dosadnih destinacija koje nude samo zadovoljenje osnovnih («intendantskih») turističkih potreba. Takva ponuda danas ne može zadovoljiti ni potrebe tržišnog segmenta starih lica.

Posebno treba ukazati na činjenicu da su sportske manifestacije, pa i individualni boravci sportista, praćene velikim publicitetom koji je veoma djelotvoran u promovisanju ukupne resursne osnove turističkih mjesta i hotelskih kuća. Naravno, ovdje je boravak sportista, te profesionalnih i/ili amaterskih sportskih

ekipa i njihovog vodstva, od posebne važnosti (bazične pripreme sportista, pa i ligaška takmičenja i dr.).

Pored toga što je izvjesno da bi se stepen vjernosti (lojalnosti) turista sa obezbjeđenjem sporta (i razonode) našim destinacijama značajno povećao, treba se pouzdati i u imitacioni efekat, tj. djeystvo iracionalnih faktora tražnje (moda, prestiž), posebno ako se obezbijedi i prisustvo (popularnih) sportista u našim destinacijama.

Uvijek treba imati u vidu da kvalitetni uslovi za sportsku rekreaciju turista naročito stimulišu lokalno stanovništvo na sportsku aktivnost, a što je jedna od temeljnih pretpostavki za puno uključivanje turističke destinacije u organizovanje sportskih manifestacija (formiranje klubova/društava, obezbjeđenje instruktora/sportskih animatora i dr.). Drugim riječima, stvarajući uslove (materijalne, organizaciono-kadrovske) za kvalitetnu sportsku rekreaciju u turizmu, istovremeno se obezbjeđuje široka osnova za bavljenje sportom od strane lokalnog stanovništva, što je još jedan dokaz da se sportom generiše ukupan društveno-ekonomski razvoj jednog područja (destinacije).

Da bi međuzavisnost sporta u turizmu bila u što potpunijoj mjeri postignuta, nužno je sa maksimumom pažnje programirati aktivnosti u ovom domenu, bilo da je riječ o programima izgradnje i prostornog razmještaja objekata sporta ili organizovanju sportskih aktivnosti/manifestacija. Jer, ako se o «oazama sporta» ne vodi računa mogu se pojaviti i kontraindikacije odvijanja sportskih (relativno bučnih) aktivnosti i ostalih komponenti turističke ponude (parcijalnih turističkih proizvoda, pa i kada je u pitanju zahtjev za obezbjeđenjem odmora «u miru i tišini»).

Da zaključimo, što potpunija integracija sporta i turizma rezultira koristi u domenu dizajniranja kvalitetnijeg (integrisanog) turističkog proizvoda turističkih mjesta/centara, omogućava uspješnije upravljanje ostalim instrumentima marketinga (promocijom, cijenama, pronalaženju kanala prodaje), doprinosi produženju turističke sezone, reperkutuje se na porast turističke potrošnje i druge izvedene ekonomske učinke. S druge strane, orijentacija na stvaranje uslova za što cjelovitije uključivanje turista u sportsku rekreaciju sasvim stimuliše razvoj sporta među lokalnim stanovništvom, što, opet, pored blagotvornog uticaja na zdravlje, podsticajno djeluje na sve kvalitetnije dizajniranje turističke ponude, uz to snaži i preduzetničku aktivnost u domenu MSP-a (izgradnja i korišćenje objekata i/ili proizvodnja sportske opreme kroz ekspanziju tzv. malih i srednjih preduzeća i dr.). Imajući sve to u vidu, brižljivo programiranje i izgradnja sportskih objekata namijenjenih turizmu (a, naravno, korišćenih i od lokalnog stanovništva), treba

prihvatiti kao jedan od važnih strateških ciljeva turističkog razvoja Crne Gore, odnosno manjih prostornih cjelina.(turistički centri/mjesta).

Realizacija ciljeva definisanih u Master planu turističkog razvoja Crne Gore do 2020. godine (oko 20 miliona noćenja, turistička potrošnja od oko 1,2 milijarde eura i dr.) je, nesumnjivo, u dobroj mjeri determinisana uspjehom koji se bude ostvarila integracija/simbioza sporta i turizma.

#### **Literatura:**

1. Z. Marković: *Osnove turizma*, Školska knjiga, Zagreb, 1980.
2. M. Relac-M. Bartoluci: *Turizam i sportska rekreacija*, Informator, Zagreb 1987.
3. *Rezultati istraživanja «Stavovi i potrošnja turista u Crnoj Gori»*, Agencija za ispitivanje javnog mnjenja «Damar», Podgorica, 2000.
4. *Program razvoja i zaštite morskog dobra Crne Gore – sveska VII (Turistički sadržaji)* Fakultet za pomorstvo – Kotor i C.T.D. 3 – Beograd, 1995.
5. *Ekonomske vrijednosti sportske rekreacije u turizmu*, Međunarodni zimpozijum (zbornik), Zagreb-Poreč, nov. 1972.
6. B.Uskoković: *Vrijednosti sporta u turizmu Crne Gore*, «Putovanja», 41-42, FSCG, Podgorica, 2005.
7. S. Vučković: *Teorija i metodika rekreacije*, Univerzitet u Nišu – Filozofski fakultet (Studijska grupa za fizičku kulturu), Niš, 1994.
8. B. Uskoković: *Marketing-menadžment u turizmu Crne Gore*, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2000.
9. *Master plan turističkog razvoja Crne Gore do 2020. godine*, DEG – Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft mbH, 2001.



Nemanja Nikolić\*

## Rehabilitacija i problemi daljeg razvoja crnogorskog turizma

### Abstract

Tourism can be included in growing industries of the world. We are the witnesses to enlargement of investments in this type of industry, within domestic borders and abroad. The reasons for this expansion lie in the fact that it is tourism that has potential for economic development of countries which pay special attention to this type of economic activity. Montenegro is one of the small countries with great natural potential for tourism development. In the future, tourism will have large positive effects on economic development of Montenegro and it is therefore proclaimed as one of the strategic industries which the future development should be based on.

**Key words:** *tourism, market, economic prosperity, development....*

### 1. Uvod

U protekloj deceniji u sektoru turizma, kako kod nas tako i u svijetu, ostvaruje se značajan napredak. Turizam je među granama u kojima se ostvaruju najveće stope rasta, u kojima se zapošljava sve veći broj ljudi, u kojima se ulaže najviše kapitala i sl. Zemljama koje znaju da iskoriste svoje turističke potencijale turizam omogućava ekonomski prosperitet. Međutim priroda turističke tražnje (neprestalne promjene) zahtijeva i promjenu turističke ponude. One zemlje koje svoju ponudu ne prilagode potencijalnim gostima veoma brzo nestaju sa turističke mape usled pojavljivanja novih, atraktivnijih turističkih destinacija.

Crna Gora spada u zemlje u razvoju koja je neka bila razvijena turistička zemlja i prepoznatljiva destinacija. Međutim, iz objektivnih razloga Crna Gora kao turistička destinacija nestala je devedesetih godina. Do tog perioda turizam je u Crnoj Gori davao značajne ekonomske efekte. Sada, kada su se stekli uslovi, Crna Gora nastoji da povрати svoj duboko poljuljani ugled kao turističke destinacije. Ovo prije svega jer se budući ekonomski razvoj treba temeljiti na turizmu kao strateškoj grani. Postizanje ovog cilja biće teško. Tokom perioda "mirovanja" turizma u Crnoj Gori u drugim djelovima svijeta promovisale su se nove, konkurentne turističke destinacije,

---

\* Fond za razvoj Crne Gore

a stare su značajnim prilagođavanjem potrebama potrošača postale još konkurentnije.

Da bi se turistička ponuda Crne Gore učinila konkurentnom potrebno je prije svega riješiti postojeće probleme sa kojima se susrijeću postojeća turistička preduzeća i stvoriti uslove za osnivanje MSP u ovoj grani jer podaci govore da su upravo MSP motor razvoja zemalja u tranziciji.

U protekloj deceniji činili su se veliki napori da se turizam kao grana rehabilituje. Efekti tih napora ogledaju se prije svega u rastućim pozitivnim pokazateljima efekata turizma.

## **2. Ekonomski efekti turizma u Crnoj Gori**

Turizam u Crnoj Gori je na putu oporavka. Ekonomski efekti koji se očekuju od odve grane u budućnosti su veliki. U proteklim godinama uočen je značajan napredak u rehabilitaciji ove grane. Međutim, trebaće još vremena i ulaganja da bi turizam pokazao sve svoje potencijale.

U narednom dijelu rada dati su neki pokazatelji koji upućuju na ostavriavanje pozitivnih stpa rasta u ovoj grani.

U narednoj tabeli dat je rezultat efekata turizma za prvih osam, odnosno dvanaest mjeseci 2004. god.

Tabela br. 1: Ekonomski efekti turizma u 2004. godini<sup>132</sup>

	Ostvareni promet	I-XII 2004./2003.
Broj noćenja	4,5 miliona*	+14,71%
Strani	1,2 miliona	+33,65 %
Domaći	3,3 miliona	+9,04%
Posjetioci	703 hiljade*	+17,36%
Strani	188 hiljada	+32,64 %
Domaći	515 hiljada	+12,63%
I-VIII 2004./2003.		
Granični prelazi	promet putnika	+20%
JP "Aerodromi Crne Gore"	promet putnika broj letova	+15% +8%
AD "Montenegro airlines"	broj putnika broj letova	+19% +2%
AD "Pomorski saobraćaj"	promet vozila	+4,2%
I-XII 2004./2003.		
	Ostvareni prihodi (€)	I-XII 2004./2003.
Prihodi od turizma	179,73 miliona**	+18,8%
Prihodi od stranih turista	82,2 miliona**	+33,12%
Prihodi od domaćih turista	16,24 milion**	+7,34%
Prihodi od gostiju iz Srbije	81,29 miliona**	+9,4%
I-VIII 2004./2003.		
BUDŽET - prihod po osnovu PDV-a	87,4 miliona*** april-septembar	+11,9% u odnosu na april septembar 2003.
Monet	Prodaja pripaid paketa Prodaja MO bonova	+26,4% +8%
Promonte	obim saobraćaja obim prihoda	+3% +7%
AD "Jugopetrol" Kotor	promet ukupan promet jun-avgust	+5% +10%
INFRASTRUKTURA		
Vodosnabdijevanje	uredno u svim opštinama sa manjim problemima u opštinama Kotor i Herceg Novi	
Snabdijevanje električnom energijom	uredno	

<sup>132</sup> Ministarstvo turizma, (ww.vlada.cg.yu), "Ekonomski efekti turizma", 2004. godina.

Sudeći po izvještajima relevantnih institucija i subjekata koji prate i analiziraju efekte turističke sezone, ovogodišnja ljetnja turistička sezona je uspješnija od prethodne. Podaci koji slijede potvrđuju izrečenu konstataciju:

Tabela br. 2: Ostvareni promet za osam mjeseci i ostavreni prihod za osam mjeseci 2005. god.<sup>133</sup>

	Ostvareni promet za osam mjeseci*	I-VIII 2005./04.*
Broj noćenja	4.404.373	+13.57%
Strani	1.256.003	+31.80%
Domaći	3.148.370	+7.63%
Broj turista	668.018	+16.83%
Strani	211.806	+49.72%
Domaći	456.212	+6.01%
	Ostvareni prihodi za osam mjeseci (€)**	I-VIII 2005./04.**
Prihodi od turizma	181,2 miliona	+21,8%
Prihodi od stranih turista	68,5 miliona	+33,5%
Prihodi od domaćih turista	112,7 miliona	+15,6%

Tabela br. 3: Budžetski prihodi<sup>134</sup>

	Januar-septembar 2005.	% ostvarenja u odnosu na isti period 2004.	% ostvarenja u odnosu na plan
Ukupni izvorni prihodi Budžeta	314.398.721 eura	+14,67%	+0,03%
Prihodi Budžeta po osnovu PDV-a	143.390.104 eura	+26,87%	+2,93%

Prema zvaničnim informacija iz Poreske uprave Republike Crne Gore, za prvih osam mjeseci 2005. godine, naplaćeni PDV veći je za 32.54% u odnosu na isti period prošle godine.

<sup>133</sup> Izvor - Ministarstvo turizma RCG

<sup>134</sup> Izvor – Ministarstvo turizma RCG

### 3. Problemi sa kojima se susrijeću turistička preduzeća

Preduzeće (privredno društvo), u našim uslovima predstavlja bazični privredni subjekt i kao takvo ključna je karika u sprovođenju sveobuhvatnih promjena. To je naročito izraženo u poslednjoj deceniji kada su društvena preduzeća u tranzitu ka subjektima tržišne ekonomije. I pored značajnog protoka vremena, stiže se utisak da su zadržala svoje osnovne karakteristike. Nažalost, obilježja društvene svojine ostaju prisutna u svom izvornom vidu ili nekom od oblika metamorfoze koje limitiraju njegovu efikasnost.

Karakteristike strukturalnih i funkcionalnih obilježja preduzeća u oblasti turizma relevantne za ovaj vid analize su:<sup>135</sup>

- Neadekvatna struktura kapitala;
- Neadekvatna struktura zaposlenih;
- Zastarjela i izraubovana oprema;
- Organizacija koja je neprimjerena tržišnom načinu privređivanja;
- Sistem nagrađivanja koji demotiviše;
- Konzervativan menadžment;
- Tromost i neadaptibilnost na tržišne uslove;
- Nedovoljno uvažavanje potreba potrošača;
- Nedostatak sluha za kooperativnost sa malim biznisom i dr.

Pobrojani atributi objektivno dovode preduzeće, koje je predmet transformacije, u stanje iz koga je teško naslutiti jednostavan algoritam za efikasnije poslovanje. Iz tih razloga od svih subjekata koji učestvuju u procesu privatizacije (bilo da su oni internog ili eksternog karaktera) očekuje se da u granicama svojih moći pomognu uspostavljanju ekonomskih normi primjerenih budućem vremenu i uslovima, naročito u usvajanju atributa razvojne tržišne privrede.

Bilo kakva transformacija preduzeća, treba da polazi od ambijentalnih uslova (u najširem smislu) u kojima se sprovodi proces tranzicije. Zato je ovaj problem jedino moguće riješiti multidisciplinarnim pristupom, sa dominacijom ekonomskih aspekata u njegovom rješavanju. Tu posebno dolazi do izražaja logika interakcijske veze između okruženja i ekonomskog subjekta. Samo preduzeće koje svoju ekonomsku efikasnost zasniva na kompatibilnosti sa ciljevima okruženja može računati na pozitivan ishod promjene. Kako je svako okruženje zainteresovano za razvoj to se od preduzeća očekuje ekspertske konstruisana "konceptualna

---

<sup>135</sup> Vidjeti više u B. Mihailović, D. Lajović: "Restrukturiranje i privatizacija preduzeća-dilema redoslijeda", Savjetovanje ekonomista – Kopaonik, mart 1998. godine.

arhitektura" koja podržava strukturne, humane, eksterne i interne odnose u upravljanju jedne firme. Očekivanja u dizajniranju preduzeća ka ostvarivanju višeg nivoa efikasnosti mogu se ispuniti ako ono krene u rast i razvoj. Ovim ciljevima je moguće stremiti pod uslovom da se uvažavaju fundamenti rasta i faktori razvoja.

U primjerima propadanja turističkih i ugostiteljskih malih preduzeća može se vidjeti postojeći disparitet u pogledu različite prirode, strukture i karakteristika vrsta preduzeća.

Hoteli imaju tendenciju da budu kapitalno intenzivniji sa većim početnim investicijama i sa većim periodima povrata od ostalih ugostiteljskih preduzeća. Ovo je zbog toga što je količina fiksnih sredstava po zaposlenom mnogo veća u hotelima nego u ostalim ugostiteljskim preduzećima. Hotelska preduzeća, imaju veću proporciju dugova od ugostiteljskih preduzeća što je u vezi sa činjenicom da hoteli mogu dobiti kredite na duže rokove. Međutim, zbog prethodnog, hoteli mogu imati problema sa cash flow – om.

Ovo ne treba da dovede do zaključka da ugostiteljska preduzeća nijesu u sličnom konkurentskom tržištu. Kako god, njihovi potrošači se razlikuju, naročito u pogledu tražnje koja kod ovih subjekata nije toliko sezonski određena. Takođe, ugostiteljski objekti često rade u prostorijama koje su iznajmljene i zbog toga zahtijevaju manje početnog ulaganja i niže fiksne troškove. Znanje i zahtjevi za obukom za ove dvije vrste djelatnosti su različite i elementi ugostiteljstva su najčešće uključeni u hotelijerstvo.

Naučnici ističu da karakteristika industrije može uticati na način finansiranja hotela i na stope propadanja u ovim sektorima. Oni su zaključili da, imajući u obzir kapitalno intenzivnu prirodu hotela i kao posledicu toga zavisnost od dugoročnih kredita, preduzeća u ovoj industriji su zavisna od stanja u bankarskom sektoru. Ovo postaje evidentnije ako se ima u vidu da npr. u Velikoj Britaniji 4 banke finansiraju 65% malih preduzeća.<sup>136</sup> Zbog toga, ako dođe do poremećaja u ovim institucijama, ti poremećaji se lako prenose na njihove klijente, one koji koriste njihova finansijska sredstva, u ovom slučaju na mala preduzeća.

Stručnjaci, čija analiza razloga propadanja malih preduzeća uključuje kratak pregled turizma i ugostiteljstva, identifikuju razloge date u narednoj tabeli i karakterišu ih kao najvažnije, tj. primarne razloge propadanja hotela i restorana. Treba primjetiti da su ovi zaključci izvedeni iz malog dijela ukupnog uzorka i da nijesu detaljno

---

<sup>136</sup> Rhodri Thomas, "The management of smalltourism & Hospitality firms", Cassell, UK, str. 50, 1998. god.

analizirani. Uprkos tome, svi navedeni razlozi su vjerodostojni i mogu biti logično objašnjeni u pogledu karakteristike industrije kojoj pripadaju.

*Tabela br. 4: Faktori propadanja preduzeća*

<b>Razlozi</b>	<b>Rangiran u sektoru</b>	<b>Rangiran ukupno</b>
Podkapitalizacija	1	1
Loš operativni menadžment	2	2
Loša državna ili lokalna ekonomija	3	7
Veliko prilagođavanje	4	6
Loš izvršni direktor	5	5

Komparativno veće investicije u fiksnu aktivu, i kao posledica toga visoka tačka rentabilnosti u hotelima i restoranima, često će značiti da samo mali dio izvora finansija ostaje za radni kapital, što rezultira poslovima koji su podkapitalizovani. Nedostatak znanja kao barijera, može pomoći pri objašnjenju lošeg menadžmenta i lošeg izvršnog direktora kao razloga za propadanje malih preduzeća u oblasti turizma i ugostiteljstva. Geografski ograničena tržišta za svaku jedinicu, zajedno sa nerazdvojnou prirodom usluga, koje pružaju restorani i hoteli, ilustruje krucijalnu važnost koju igra stanje lokalne ekonomije u preživljavanju malih hotelskih i ugostiteljskih preduzeća.

Vrijedno je primjetiti da je jedan od razloga "kratkoročni problemi likvidnosti" koji je rangiran kao treći u globalnom rangiranju, niže rangiran kao sedmi u industriji turizma i ugostiteljstva. Ovo može biti objašnjeno samom karakteristikom usluge koja se pruža, jer se plaćanje zahtijeva prije, ili odmah nakon pružanja usluge. Ovo je u suprotnosti sa malim preduzećima iz drugih oblasti, koja su primorana da naplaćuju svoja potraživanja duže vrijeme i da svojim klijentima daju bolje kreditne uslove.

Za gore navedene razloge propadanja preduzeća iz oblasti turizma i ugostiteljstva može se reći da su prisutni i u našim preduzećima, ali da se pored gore pobrojanih razloga naša preduzeća u skladu sa cjelokupnim okruženjem susrijeću sa dodatnim problemima. Osnovne karakteristike preduzeća iz oblasti turizma i ugostiteljstva, su: permanentna nelikvidnost, prezaduženost, zastarjelost turističkih kapaciteta, izražena konkurencija, loš ljudski kadar i sl. Posmatrajući gore pomenute razloge mora se naći izlaz iz problema sa kojima se preduzeća iz oblasti turizma i ugostiteljstva kod nas susrijeću. Ukoliko se ovim problemima dodaju problemi nedostatka vode, neriješena imovinska pitanja, može se reći da se ova preduzeća nalaze u veoma složenoj situaciji iz koje izlaz može biti restrukturiranje.

#### 4. Smjernice za dalji razvoj turizma u Crnoj Gori

Može se reći da postoji puno prostora za unapređenje turizma u Crnoj Gori. Sa aspekta Republike Crne Gore, za dinamičniji, budući razvoj turizma potrebno je:

- ❖ Povećati odgovornost Ministarstva turizma i uključiti potrebe ove privredne grane u glavne politike zapošljavanja, trgovine, ulaganja, obrazovanja i zaštite životne sredine.
- ❖ Zatim je potrebno ubrzati razvoj nacionalne turističke politike, koja treba da pruži stalno ažuriranje Master plana razvoja turizma, u skladu sa novim prostornim planom koji je trenutno u izradi, obezbjeđujući konsultacije sa svim zainteresovanim subjektima, pogotovo lokalnim vlastima i privatnim sektorom.
- ❖ Jedna od mjera prilagođavanja dinamičnom turističkom tržištu je i osnivanje odjeljenja za praćenje, predviđanje i prilagođavanje promjenljivim trendovima turističke potražnje kao i promovisanje veće diversifikaciju tržišta i proizvoda da bi se smanjio sezonski karakter i izbjegla prevelika zavisnost od kupališnog turizma koji se realizuje posredstvom tur-operatora, kao i da bi se povećala dobit.
- ❖ Sa aspekta kongresnog turizma potrebno je osnovati Nacionalni konvencijski biro (NCB), bilo povezan sa ili unutar Turističke organizacije Crne Gore, koji bi upravljao kompletnim kongresno - sajamskim turizmom u Crnoj Gori.
- ❖ Jedna od gorućih tema vezano za turizma na našim prostorima je svakako i pitanje marketinga. Na ovom polju potrebno je unaprijediti marketing i promociju da budu u skladu sa preovladavajućim pristupima konkurenata i obezbijediti da reorganizovana Turistička organizacija predstavlja efikasno partnerstvo javnog i privatnog sektora, kao i da koordinira napore na nacionalnom i lokalnom nivou i obezbijedi uključivanje svih zainteresovanih subjekata.
- ❖ Ono na šta Republika Crna Gora mora posebno da obrati pažnju je uvođenje daljih podsticajnih mjera za ulaganje od strane privatnog sektora, bilo lokalnog ili stranog. Potrebno je prepoznati uticaj putovanja i turizma i potencijalni budući uticaj na ukupnu privredu, kao i njegovu stratešku važnost kao katalizatora za druge privredne grane i preduzetništvo.
- ❖ Turizam treba da se odražava u glavnim politikama zapošljavanja, trgovine, investicija i obrazovanja, obezbjeđujući da okvir politike vodi održivom razvoju.
- ❖ U cilju generisanja novih ideja za razvoj turizma potrebno je organizovati Nacionalni turistički kongres koji bi okupljao sve turističke poslenike da diskutuju o izazovima i mogućnostima za razvoj ove grane.



- ❖ Promovisanje pozitivnog imidža turističke privrede među članovima Vlade, u školama i u javnosti, kao mogućnosti za građenje karijere, a ne samo dobijanje posla motivišu se mladi ljudi da svoju budućnost vežu za ovu privrednu granu i na taj način rješavaju pitanje zaposlenja. U tom pogledu potrebno je i da sistemi formalnog obrazovanja i stručne obuke budu prilagođeni brzom promjeni potreba ljudskih resursa u ovoj privrednoj grani.
- ❖ Liberalizacija trgovine, transporta i komunikacije putem Opšteg sporazuma o prometu usluga Svjetske trgovinske organizacije i regionalnih trgovinskih režima, javlja se kao još jedan zahtjev za brži razvoj turističke grane.
- ❖ Obzirom da je transport putnika jedan od problema sa kojima se suočavamo potrebno je otvoriti tržišta vazdušnog saobraćaja i proširiti liberalne avio ugovore, kako bi se privukli novi ugovoreni servisi i uvele nove podsticajne mjere za operatore rade tokom cijele godine. U tom cilju potrebno je i proširiti infrastrukturu, uključujući aerodrome, kako bi se izašlo u susret prognoziranoj potražnji i poboljšati putnu mrežu, proširenjem veza između glavnih centara.
- ❖ Kako bi se riješio problem turističkih kapaciteta potrebno je uvesti nove, proširene podsticajne mjere za brzu modernizaciju infrastrukture hotelskog smještaja Crne Gore, izgraditi nove kapacitete za kongresni turizam u cilju zadovoljavanja povećane potražnje sa ovog tržišta kojeg karakteriše visoka stopa dobiti.
- ❖ Preuzimanje vođstva u promovisanju upotrebe tehnologije i razvijanju vještina e-marketinga u turizmu kako bi se postigla efikasnost i efektivnost, kao i da bi se osiguralo da ova privredna grana bolje odgovara potrebama promjenljivog tržišta.
- ❖ Hitno rješavanje postojećih problema vodosnabdijevanja, odlaganja otpada i elektrifikacije i u skladu sa razvojem potrošnje predvidjeti i unaprijed planiran otpad i korištenje resursa da bi se ostvario projektovani rast turističke potražnje, ali i očuvali prirodni resursi.

## 5. Zaključak

Crna Gora je sektor turizma promovisala kao stratešku važnu granu na kojoj će se zasnivati budući ekonomski prosperitet Crne Gore. Može se reći da je u vrijeme stare Jugoslavije Crna Gora bila obilježena kao visokokvalitetna turistička destinacija. Takav imidž je nestao tokom devedesetih godina. Sa uspostavljanjem stabilnosti u regionu pred crnogorski turizam su se postavili brojni u gornjem dijelu teksta prezentirani problemi. Crna Gora je imala dva moguća puta:

1. Da postane jeftina turistička destinacija u koju će dolaziti turisti niže platežne sposobnosti;

2. Da postane visokokvalitetan destinacija u koju će dolaziti turisti veće platežne sposobnosti.

Prva varijanta daje kratkoročno pozitivne posledice, dok druga varijanta omogućava Crnoj Gori da svoj budući ekonomski razvoj temelji na turizmu ako izuzetno atraktivnoj grani u svijetu.

Imajući u vidu sve probleme sa kojima se turizam u Crnoj Gori srijeće, a od kojih je najizraženiji nedostatak kapitala za investicije u turizam, Crna Gora ima jedan zadatak a to je da stvori povoljne uslove za investiranje u turizam. Stvaranje povoljnih uslova i prilivom kapitala doći će do podizanja nivoa kvaliteta usluga u turizmu čime se otvara put da Crna Gora postane visokokvalitetna turistička destinacija.

Značaj razvoja turizma za budući ekonomski razvoj Crne Gore je veliki. Turizam ima multiplikativni efekat na ekonomiju Crne Gore. Najznačajnije oblasti djelovanja turizma su:

- ❖ Povećanje zaposlenosti – svi raspoloživi podaci ukazuju na to da je turizam generator velikog broja radnih mjesta kako u Crnoj Gori tako i u svijetu;
- ❖ Priliv kapitala u Crnu Goru – turizam predstavlja jednu vrstu izvoza turističkih usluga. Naime, inostrani turisti dolazeći u Crnu Goru troše svoj novac a to predstavlja priliv kao i u slučaju izvoza nekog proizvoda. Na taj način akumuliraju se sredstva koja se opet ulažu u razvoj ove grane;
- ❖ Budžetski prihodi – kao što se može vidjeti iz prethodno elaboriranih podataka država ostvaruje značajne prihode po osnovu turizma i na taj način rešava probleme budžetskog deficita;
- ❖ Turizam omogućava da Crna Gora iskoristi resurse sa kojima raspolaže – Crna Gora ima sve preduslove za razvoj visokokvalitetnog turizma;
- ❖ U turizmu se ostvaruje veliki broj direktnih stranih investicija – sektor turizma je veoma privlačan za investicije ino ulagača što rezultuje direktnim stranim investicijama u našu privredu...

Svima je jasno da je turizam kako u svijetu tako i kod nas jedan od važnih generatora privrednog razvoja. U Crnoj Gori koja se deklarise kao otvorena tj. liberalna ekonomija turizam će imati poseban značaj jer se od njega očekuju značajni ekonomski efekti. Međutim, prije "dolaska" očekivanih efekata potrebno je uraditi sve kako bi ti efekti bili što veći.

**Literatura:**

- Čelik Dijana: "Turizam kao promoter integracije", Zbornik radova: "Posletranzicioni procesi", Savez ekonomista SCG, Miločer, 2003;
- Rhodri Thomas: "The management of small tourism & hospitality firms", Cassell, UK, 1998. godina;
- B. Mihailović, D. Lajović: "Restrukturiranje i privatizacija preduzeća-dilema redosljeda", Savjetovanje ekonomista – Kopaonik, mart 1998. godine.
- »Master plan – strategija razvoja turizma do 2020. godine«, Ministarstvo turizma RCG, 2001. godina;
- »Uticaj putovanja i turizma na zaposlenost i privredu«, Svjetska organizacija za turizam i putovanja (WTTC), 2003. godina.

Internet sajt:

- [www.vlada.cg.yu](http://www.vlada.cg.yu);

**Nebojša Obradović\***

## **Novi turistički proizvodi u Crnoj Gori**

### **Abstract**

Tourist supply, according previous years, was based on common types of tourism, like summer and sightseeing tourism. The most fragile point of tourism in Montenegro is shortage of season and summer-vacation characteristic of tourism. The main goal is restructuring of "tourism industry" in whole year activity through creating of supply that can attract tourists with better payment ability.

According to that, new tourism products need to be developed, with higher level of quality. Montenegro has great potential for developing of new tourism product that could have great influence on its future development. Some of them are: health tourism, nautical tourism, rural tourism, cultural and religious tourism, congress tourism, fishing and hunting tourism, transit tourism, sport tourism and speleological tourism.

**Key words:** *Elite tourism, new products, potentials of Montenegro*

### **1. Uvod**

Imajući u vidu strateški značaj turizma za jednu zemlju, ne čudi činjenica da je turizam širom svijeta najveći izvozni proizvod, znatno ispred izvoza vozila, hemikalija i prehrambenih artikala. S toga, ukoliko želimo da vodimo raspravu o razvoju turizma, na bilo kojem nivou, veoma je značajno imati tri slijedeće pretpostavke na umu:

- Turizam se u svijetu smatra za jednom od najvažnijih privrednih grana;
- On je akcelerator razvoja, koji onima koji znaju da to iskoriste mnogo obećava;
- Sve analize pokazuju da se i dalje mogu očekivati pozitivne stope uspona turizma;

---

\* Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica

Pretpostavlja se da će do kraja 2005. godine 340 miliona ljudi biti zaposleno u turističkoj industriji, generišući snažno ostale sektore i proizvodeći značajne multiplikativne efekte.<sup>137</sup>

S obzirom da Evropa predstavlja centar zbivanja kada je turizam u pitanju, veoma je važno imati na umu ovu činjenicu prilikom analiza razvoja kapaciteta u Crnoj Gori. U tom kontekstu treba istaći da se poseban rast među zemljama Sredozemlja očekuje u istočnoj regiji, sa stopama rasta od oko 4-5%, posebno u zemljama bivše Jugoslavije. Očekuje se da će glavna tržišta u Istočnoj Evropi biti Poljska, Slovačka i Mađarska. Globalno gledano, očekuje se da će turistička tražnja biti takva da će se sve više tražiti visokokvalitetni uslovi.

Da li je Crna Gora spremna da se suoči sa sve zahtjevnijim turistima, i da li je u stanju da ponudi nešto što će je izdvojiti od konkurencije i pozicionirati na samom vrhu turističke mape? Pitanje nije preambiciozno postavljeno iz prostog razloga jer niko ne sumnja u mogućnosti i potencijale Crne Gore. Ali, da bi došli do pozitivnog odgovora potrebno je mnogo toga promijeniti i uraditi. Počev od pribavljanja sredstava za unapređenje, modernizaciju i razvoj, preko otklanjanja svih problema koji su uzrokovani nedavnim ratom u okruženju i nestabilnom političkom situacijom. Zbog toga se može konstatovati da treba još puno uraditi dok se ne dođe do konačnog valorizovanja ukupnog turističkog potencijala, što znači da oživljavanje turističke privrede Crne Gore ostaje veliki izazov.

## **2. Atraktivni potencijali Crne Gore**

Crna Gora, kao geografski mala zemlja, može da se pohvali jedinstvenim bogatstvom i raznovrsnošću kulturnog nasljeđa i prirodnih ljepota. To je dobar znak za njen budući uspjeh kao destinacije održivog turizma jer bi, uz dobro planiranje, bila u mogućnosti da zadovolji sve zahtjevnije aspiracije novih turista koji traže različita iskustva i aktivnije odmore.

Pod uticajem brojnih kultura tokom svoje istorije, Crna Gora čuva tragove Mletaka, Austro-Ugarske, Vizantije i islamskog nasljeđa, koji daju živopisnu arhitektonsku i kulturnu mješavinu. Crna Gora je, istovremeno, i zemlja nevjerovatnih geografskih kontrasta. Pored obale u stilu rivijera sa skrivenim uvalama, može se pohvaliti brojnim glečerskim jezerima, visokim planinama, bogatim šumama i živopisnim selima. Obala dugačka 293 kilometra ima 73 kilometra plaža od kojih je Velika plaža, na jugu u blizini Ulcinja, 13 kilometara duga, široka plaža sa bijelim pijeskom, gotovo potpuno neizgrađena. Uski priobalni pojas se karakteriše

---

<sup>137</sup> Dijana Čelik: "Turizam kao promoter integracije", Miločerski ekonomski forum, 2003. godina.

spektakularnim plažama i zalivima, uključujući i jedini fjord na Mediteranu, Boku Kotorsku.

Priroda, kao nesumnjivo najvrijedniji i najatraktivniji resurs Crne Gore, vješto je opisana turističkim sloganom ove destinacije: "divlja ljepota". Više od 50% njene teritorije je pokriveno šumama od čega je 80% na teritorijama nacionalnih parkova kojih ima četiri. Nacionalni park Biogradska gora, koga je 1878. godine osnovao kralj Nikola, posljednja je prašuma u Evropi. U zemlji postoji 86 raznih vrsta drveća, kao i 2.833 različite biljne vrste, odnosno 25% ukupne evropske flore. Najveća planina u Crnoj Gori je Durmitor (2.523m), nacionalni park pod zaštitom UNESCO-a i ujedno jedan od najpopularnijih ski centara u Republici. Kroz ovaj nacionalni park protiče najduža rijeka u Crnoj Gori: Tara (150 km duga) koja ima drugi najdublji kanjon u svijetu, poslije Velikog kanjona. Zatim, nacionalni park "Lovćen" obuhvata centralni i najviši dio lovcenskog masiva, površine 6.220 ha. Proglašen je Nacionalnim parkom 1952 godine. Smješten u jugozapadnom dijelu Crne Gore, uzdiže se sa ivica jadranskog basena, zatvarajući tako duge i vijugave bokeljske zalive, čineći zaledje drevnom pomorskom gradu Kotoru. Skadarsko jezero, još jedan nacionalni park, ima površinu od 39 km<sup>2</sup> i predstavlja najveći rezervat ptica u Evropi.

Sa raznovrsnim atrakcijama, uz blagu mediteransku klimu, koja potencijalno produžava ljetnu turističku sezonu na više od osam mjeseci godišnje, mogućnosti za aktivnosti po raznovrsnim ukusima su ogromne. Aktivnosti poput plivanja i posmatranja ptica za umjereno aktivne, pješačenja, jedrenja ili raftinzi za aktivnije, su samo neke od mnogobrojnih mogućnosti na raspolaganju turistima. Pored navedenih, ne treba zaboraviti i brojne zimske, planinske aktivnosti koje dodatno upotpunjuju privlačnost Crne Gore tokom čitave godine.

### **3. Sadašnja situacija u turizmu**

Trenutna situacija u turizmu Crne Gore još uvijek nije najpovoljnija. Crnogorski turistički proizvod i dalje se prilagođava tržištu, ali uz evidentan nedostatak kvalifikovanog stručnog osoblja, finansijskih sredstava i dr. Kao posljedica dugovremene društveno-ekonomske krize u prostoru ranije Jugoslavije (SFRJ), turistički promet u Crnoj Gori je sa nepunih 11 miliona noćenja (1988. godine), značajno je opao krajem prošlog vijeka. Skoro sva strana tržišta tada su nestala, a potražnja iz Srbije i Crne Gore bila je koncentrisana na špic ljetnje sezone i na korišćenje jeftinog smještaja. Kvalitet smještajne ponude je opao. Poboljšanje strukture i kvaliteta kapaciteta smještaja i dalje je u toku. Procjenjuje se da trenutno, svega oko 3.000 hotelskih ležaja može biti ponuđeno stranom tržištu. Osim toga

postoje i infrastrukturni problemi, posebno snabdijevanje vodom. Takvu ponudu u ovom trenutku prati imidž nisko-budžetne destinacije.

Kada su u pitanju ostvareni poslovni rezultati hotelsko turističkih preduzeća, u proteklih nekoliko godina, može se reći da nisu na zavidnom nivou. Međutim, na loše rezultate nije samo uticala neadekvatna poslovna politika menadžmenta preduzeća, već i niz drugih eksternih faktora na koje se nije moglo uticati. Naime, uvođenje poreza na dodatu vrijednost (PDV) na cijene hotelskog smještaja u maju 2003. godine izazvalo je veoma loše reakcije inostranih turoperatora. Razlog tome je činjenica da nakon potpisivanja ugovora, nisu bili u mogućnosti da to povećanje prebace na teret svojih klijenata. Zatim, već dugi niz godina aktuelan problem infrastrukture Crne Gore, pogotovo snabdijevanje vodom i električnom energijom, što je za rezultat imalo veliki broj nezadovoljnih gostiju usled učestalih restrikcija. Tako da su iz gore pomenutih razloga neki od hotela pretrpjeli izuzetno velike neplanirane gubitke. Pored navedenih faktora treba pomenuti preveliku buku u turističkim gradovima, nekvalitetne usluge, neadekvatno odlaganje otpada i sl..

Vrlo malo podataka postoji o organizaciji putovanja turista koji dolaze u Crnu Goru. Većina domaćih putovanja i dolazaka iz susjednih država, zemalja bivše Jugoslavije, organizuje se individualno, ali sve veći broj putovanja sa zapadnoevropskih tržišta je ili u potpunosti ili djelimično paket aranžman, rezervisan preko turoperatora, odnosno turističkih agencija.

Ovaj broj je manji nego što su aranžmani turoperatora iznosili tokom 80-tih, prije izbijanja rata. Ipak, povećana dostupnost aranžmana sa atraktivnim cijenama, pogotovo na njemačkom tržištu, povećala je potražnju. U tom slučaju postoji rizik da najšire dostupna vrsta aranžmana privuče isuviše velik broj onih turista koji traže niske cijene i zainteresovani su samo za more i sunce.

Broj rezervacija koje se vrše posredstvom interneta je mali, mada se na srednji rok može očekivati njegov rast, pri tome da u doglednoj budućnosti najviše interesovanja generišu sajтови turoperatora. To takode može doprinijeti povećanju prihoda oko 120 operatora koji dovode goste u Crnu Goru. Oni se trenutno oslanjaju na opšte prodajne agencijske ugovore sa stranim turoperatorima u cilju obezbijedivanja minimalnih zarada, s obzirom da se ne bave izdavanjem neregistrovanih objekata.

Turisti iz Crne Gore i Srbije čine oko 70% ukupnog broja turista i ostvarenih noćenja, sa prosječnom dužinom boravka približno istom kao kod međunarodnih turista (udio domaćih gostiju bio bi i veći kad bi sivo tržište bilo registrovano).

Kao jedna od slabosti Crne Gore kao avio - turističke destinacije je često skup i nedovoljno kvalitetan dolazak izuzev, možda, tokom špica ljetnje sezone. Imajući u vidu činjenicu da su oba međunarodna aerodroma u Crnoj Gori, u Podgorici i Tivtu, daleko ispod međunarodnih standarda što se tiče kapaciteta i usluge, u toku su intenzivni radovi na rekonstrukciji i adaptaciji prvo podgoričkog aerodroma, a zatim će uslijediti i renoviranje aerodroma u Tivtu.

Imajući u vidu iznad svega veliko bogatstvo prirodnih vrijednosti, u Master-planu - "Strategija razvoja turizma Crne Gore do 2020. godine" postavljen je globalni cilj: "Crna Gora će u ljetnjoj polovini godine biti »visokokvalitetna Majorka«, a zimi predstavljati kvalitetnu ponudu specijalnih proizvoda, što treba da joj osigura poziciju ekskluzivnog ponuđača na Sredozemnom moru. S obzirom na nedostatnost kvalitetnog hotelskog smještaja, posebna pažnja biće usmjerena na veoma dinamično izrastanje ove ponude". S optimizmom se planira, naime, da će kapaciteti hotela u 2020. godini porasti do nivoa od oko 100.000 ležaja. Težište pri stvaranju hotelskih kapaciteta biće na međunarodnoj kategoriji sa 3-5 zvjezdica, tako da će biti obezbijedena kvalitetna mješavina ponude na višem nivou. Paralelno sa tim, i ostala ponuda smještaja, i ostale turističke suprastrukture, će biti restrukturirane, težeći ka standardima i obimu potrebnom za određenu kategoriju. Naravno, izvjesno je i značajno poboljšanje saobraćajne infrastrukture (modernizacija aerodroma u Podgorici i Tivtu, drumskih saobraćajnica i dr.), obezbjeđenje kvalitetnijeg snabdijevanja vodom, ekološko odvođenje otpadnih voda i dr.

Planira se da će posebno kvalitet hotela uticati na bitno produženje sezone, što će imati za posljedicu visoko učešće hotelijerstva u ukupno ostvarenom turističkom prometu - 78% u 2020. godine. Ukupan turistički promet je aproksimiran na 20,9 miliona noćenja u 2020. godini. Ovaj obim prometa će rezultirati turističku potrošnju od oko 1,2 milijardi EUR. Planirani razvoj turizma će emitovati, kako se procjenjuje, 75.000 radnih mjesta.

Na osnovu svog geografskog položaja, Crna Gora za zapadno-sjevero i istočno Evropejce je prihvaćena kao avio-čarter destinacija. Nasuprot tome, emitivno tržište zemalja jugoistočne Evrope pretežno generiše moto-turiste. U datim uslovima Crna Gora se mora, bar srednjoročno, koncentrisati na izvorne regije: domaće tržište sa zemljama bivše SFRJ, te na zapadnu i srednju Evropu.



## **4. Razvoj selektivnih vidova turizma kao šansa**

### **4.1. Seoski turizam**

U literaturi se pominju oko 150 vrsta turizma, pri čemu je motiv, odnosno potrošnja i potreba, u svakom turističkom kretanju osnov za takvu podjelu. Među ovim oblicima je i seoski turizam, koji se zahvaljujući podložnosti promjena motiva, ne može izolovano posmatrati, jer se pojedini turisti u toku svog privremenog boravka pojavljuju kao subjekti kod nekoliko vrsta turizma (npr. izletnički, lovni, ribolovni, pješački i dr.).

U dosadašnjim planovima razvoja turističke privrede Crne Gore, najveći dio aktivnosti bio je usmjeren ka valorizaciji izuzetnih potencijala na Primorju, a vrlo malo u kontinentalnom dijelu. To najbolje pokazuje odnos u smještajnim kapacitetima i broju turista, odnosno ostvarenim noćenjima. U avgustu 2005. godine, na nivou Crne Gore evidentirano je 120.270 ležaja, od čega na hoteli i slični objekti čine 35%. Većina turističko-ugostiteljskih objekata smještena je u primorskom dijelu Republike - 96%, dok se svega 4% nalazi u kontinentalnom dijelu. Međutim, pošto u sjevernom dijelu Republike u komplementarnom smještaju ima mali broj jedinica, to su praktično svi smještajni kapaciteti na ovom području hoteli i moteli.

U središnjem i sjevernom dijelu Crne Gore nema dovoljno registrovanih kapaciteta u privatnom smještaju osim nešto na Žablaku (49 soba ili 110 ležaja), što već na početku otežava realizaciju inicijative za razvoj seoskog turizma.

Uslovi razvoja ovog turizma u selima naročito u opštinama Žabljak, Kolašin, Rožaje, Plav, a zatim i u Budvi, Baru i Hercegovini, su povoljni.

U posljednje dvije decenije u svijetu je u trendu tražnja za odmorom u seoskoj sredini, gdje se uz ekološku hranu i specijalitete domaće kuhinje, ostvaruje neposredan kontakt sa izvornom prirodom, čistim vodama i vazduhom, doživljava iskonski mir, uživa u bogatstvu i raznolikosti pejzaža, upoznaje sa narodnim stvaralaštvom, uspostavlja željeno prijateljstvo sa gostoprivnim domaćinima i dr. Zapravo, obezbjeđuju se uslovi vrlo sadržajnog boravka, veoma različitog i otuda privlačnijeg, od onog koji se može doživjeti u manje – više urbanim primorskim turističkim centrima.

Razvojem seoskog turizma stvaraju se uslovi za veće zapošljavanje lokalnog stanovništva i njihovo zadržavanje na selu, a povećavaju se i te kako značajni dopunski prihodi koji u ovom trenutku mogu da igraju važnu ulogu u povećanju

životnog standarda. Kroz ovaj vid turizma plasirao bi se višak poljoprivrednih proizvoda, suvenira i dr., što u većini mjesta, zbog neorganizovanosti otkupa, predstavlja problem. Razvojem turizma na selu sprečava se «starenje» sela i smanjuje pritisak na grad (izrazit primjer je Podgorica).

Prednosti boravka na selu imaju višestruke koristi za potencijalnog turistu – boravak u zdravoj, netaknutom prirodnoj sredini, mogućnosti bavljenja različitim sportsko – rekreativnim aktivnostima, učenje interesantnih zanata domaće radinosti, bavljenje poljoprivredno-šumskim radovima, jeftiniji boravak i sl.

Kapaciteti seoskog turizma su veoma fleksibilni u odnosu na ponašanje ponude i tražnje. Dok u ostalim oblicima smještaja svaki poremećaj na tržištu bitno utiče na kretanja turista, u seoskom turizmu negativni uticaji su ublaženi, jer se radi o dopunskoj djelatnosti i dopunskom radu.

Pored ovih faktora i mnogi drugi govore u prilog intenzivnog razvoja ovog selektivnog vida turizma (manja migracija i veće zadržavanje stanovništva, valorizacija viška stambenog prostora i proizvedenih roba, promjena načina života i socijalnih razvoj, veće obrazovanje itd.).

#### **4.2. Wellness - spa turizam**

U Evropi, pravo značenje »SPA« su mineralne vode poznate po svojim ljekovitim moćima - vodeni tretmani se često provode pod nadzorom ljekara specijalista kao dio banjskog programa (primjer – Mediteranski zdravstveni centar „Simo Milošević“)

Definicija koju je dao čuveni specijalista za zdravlje, wellness i izgradnju hotelskih spa objekata, Mel Zuckerman iz Canyon Ranch-a u Arizoni predstavlja najbolju definiciju modernog zdravstvenog i wellness turizma: „Današnji spa kompleksi pružaju programe koji su posvećeni zdravlju i kondiciji, tako dizajnirani da čine da se gosti osjećaju značajno bolje nego kada su stigli. Kombinacija zabave, vježbe, zdrave i balansirane ishrane, opuštanja i obuke za ublažavanje stresa nude fantastičnu priliku da se čovjek osjeća bolje. Wellness kompleks predstavlja prijatno okruženje u kome se pružaju usluge za poboljšanje života i stiče motivacija za vraćanje u svakodnevicu uz primjenu onoga što je doživljeno.“<sup>138</sup>

Zdravstveni i wellness turizam su veoma različiti proizvodi:

---

<sup>138</sup> Priručnik za »wellness« kapacitete hotela

- Turisti koji imaju zdravstvene probleme putuju da dobiju terapije koje će im pomoći da povrate ili poboljšaju zdravlje (primjer – Mediteranski zdravstveni centar „Simo Milošević“, hotel “Vrmac”, itd).
- Turista koji traži wellness iskustvo je u principu zdrava osoba koja putuje radi tretmana koje će mu/joj pomoći da se osjeća i izgleda bolje, smanji tjelesnu težinu, uspori znake starenja, ublaži nelagodu, da se bolje podnosi stres, itd. Današnji Wellness - spa kompleksi odgovaraju potražnji potrošača za prevencijom, poboljšanjem kondicije i zdravim načinom života. Poslovni model uspješnih Wellness - spa hotela je zasnovan na pružanju pomoći ljudima da nađu lično ispunjenje, da se dobro osjećaju i da su zadovoljni životom.

U potrazi za zdravstvenim i wellness doživljajem, turisti mogu pronaći raznovrsne paket aranžmane u zemljama širom svijeta preko turoperatora kao što su FIT Reisen »Kuren, Beauty, Wellness, Thalasso Ayurveda«. Iako je Međunarodno spa udruženje definisalo sedam vrsta spa kapaciteta, od kojih je svaki tehnički osposobljen da pruža zdravstvene i wellness programe, Crna Gora će se usredsrediti na dvije kategorije.

Spa Finder, najveća veleprodaja spa - odmora na svijetu koja ima kontakte sa najvećim brojem spa - potrošača, predviđa da će hoteli koji imaju spa - kapacitete biti segment hotelske privrede sa najbržim porastom. Spa - komponenta u hotelima će postajati sve značajniji faktor prilikom donošenja odluka vezanih za putovanja.

Da bi se kreiralo wellness turističko tržište u Crnoj Gori, neophodno je usredsrediti se na modernizaciju medicinskih banjskih kapaciteta (primjer – Mediteranski zdravstveni centar „Simo Milošević“, hotel “Vrmac”, itd): Osnovna svrha ovakvih turističkih kapaciteta je pružanje sveobuhvatne medicinske i wellness njege u okruženju, koje integriše spa - usluge sa konvencionalnim i komplementarnim terapijama i tretmanima. Očekuje se da će se u ovoj kategoriji ponovo zabilježiti veliki porast narednih godina.

Potrošački trendovi pokazuju da će wellness - spa kapaciteti u hotelskom okruženju postati odlučujući faktor u odabiru nekog hotela radi odmora, što je od ogromnog značaja za konkurentnost hotela u Crnoj Gori.

SPA's 2002 – studija o spa privredi:<sup>139</sup>

- Potrošači sve više doživljavaju spa - iskustvo kao preduslov da ostanu zdravi i dobrog izgleda. Dobra usluga i dobri programi tretmana više nisu dovoljni. Potrošač očekuje okruženje oslobođeno stresa sa programima spa - tretmana za poboljšanje opšteg stanja organizma.
- Od Wellness – Spa ponude se očekuje da će postati najznačajnija aktivnost vezana za odmore i da će spa – odmori imati isti visoki profil kao golf ili skijanje.
- Da bi izbalansirali rad i odmor, potrošači će tražiti fleksibilnost prilikom rezervisanja spa – odmora (kraće, učestalije posjete).
- Potrošači traže jednostavnost u svom spa – iskustvu, uključujući i trend povratka osnovnim tretmanima kao što su hidroterapije i masaže.
- Istočnjački / azijski wellness programi će postajati sve popularniji.
- Predviđa se veliki porast integrisanih wellness centara koji kombinuju medicinsku banjsku proizvodnu liniju sa ne-tradicionalnim medicinskim tretmanima.

Osim kapaciteta za zdravstvene tretmane u tri hotela, ova infrastruktura se trenutno razvija u 4 hotela u Bečićima i jednom hotelu u Kolašinu. Ohrabrujući je podatak da su hotelijeri iz Bečića već uključili wellness kapacitete kao najvažniju komponentu svojih planova modernizacije.

U cilju daljeg razvijanja wellness – spa turizma neophodno je ispuniti sledeće zadatke:

- Razvijati wellness turizam kao konkurentnu nišu turističkog tržišta
- Podstaći hotele da primjenjuju kategoriju specijalizacije – wellness hotel /zdravstveni hotel,
- Prepoznati da je za wellness segment potrebna visokokvalifikovana radna snaga,
- Uskladiti standarde zanimanja za raznorodna radna mjesta u wellness - spa privredi sa međunarodnim standardima.

Ovaj vid turizma zaslužuje da mu hotelska privreda stalno posvećuje pažnju, jer odražava značajnu pogonost za dalji razvoj hotela sa zdravstvenim i wellness - spa kapacitetima. Kombinovane inicijative koje dolaze iz ove privrede i komplementarni naponi Ministarstva turizma i Turističke organizacije Crne Gore bi trebalo da ubrzaju napredak turizma u smislu da postane i ostane međunarodno konkurentan.

---

<sup>139</sup> Priručnik za »wellness« kapacitete hotela

## 5. Zaključak

Vrijeme masovnog turizma je na izmaku. Savremeni turista sve više teži ispoljavanju svog individualističkog duha i sve više traži slobodnog prostora za ispoljavanje svoje kreativnosti prilikom turističkih kretanja. Dakle, jedino postovanjem njegovih individualnih preferencija može se uspijeti u kreiranju nove turističke ponude karakteristične za zemlju koja je krenula putem održivog razvoja.

Crna Gora ima sve potrebne prirodne predispozicije na kojima može da gradi nove turističke proizvode koji se zahtijevaju od strane novih, usmjerenih na kvalitet i sve sofisticiranijih klijenata. Iako će uvijek postojati potreba za niskobudžetnim turizmom za one koji sebi ne mogu priuštiti ništa drugo, segmentacija, specijalizacija, standardizacija i diversifikacija će osigurati održivi razvoj ove privredne grane na korist svih subjekata.

Ukoliko se, pak, cijene smanje i Crna Gora postane poznata kao jeftina destinacija, biće mnogo teže osloboditi se tog imidža i preorjentisati se na platežnije goste u budućnosti. Takođe bi bila šteta ako bi potencijalni turisti i investitori potcijenili potencijal destinacije, što se tiče kvaliteta proizvoda. Za razliku od nekih konkurenata, kao što su Hrvatska, Turska, Bugarska, ili čak Španija, Crna Gora je premala zemlja da bi sebi mogla priuštiti takve greške.

Realna razvojna vizija je da će Crna Gora u narednih 15 - 20 godina da dostigne poziciju jedne od najuspješnijih evropskih destinacija. Međutim, preduslovi za dostizanje ovako ambicioznog cilja su kompleksni i podrazumijevaju realizaciju velikog broja zadataka, počev od poboljšanja neodgovarajuće infrastrukture i saobraćajne dostupnosti do sadržajnog obogaćivanja turističkog proizvoda i podizanja kvaliteta usluga.

## Literatura

1. **Turizam kao strateška grana crnogorske privrede**, Nemanja Nikolić, Magistarski rad, Podgorica, 2005
2. **Sektorska analiza turizma**, Centar za aplikativna istraživanja i analize, Podgorica, 2005
3. **Razvoj seoskog i wellness-spa turizma**, Ministarstvo turizma, 2005
4. **Ekonomsko istraživanje putovanja i turizma za 2005. godinu**, 1-2 Queen Victoria Terrace, Sovereign Court, London E1W 3HA, United Kingdom,
5. **Turizam kao promoter integracije**, Dijana Čelik, Miločerski ekonomski forum, 2003 godina.

**Mira Radunović\***

## **Tokovi razvoja turizma u Crnoj Gori**

### **Abstract**

Tourism is one of the most powerful world economic sector. Importance of tourism in the global, regional and national economies is growing. One of the basic precondition for tourism development is high quality of natural resources combined with adequate quality of services. Thanks to numerous positive trends of development, tourism has become one of the most dynamic branches of economy, with multiple effects.

For Montenegro, tourism is very important export product and generator of employment. Montenegro offers numerous possibilities for development of tourism, with almost 300 km long Adriatic coast with lots of beaches and bays, four national parks, rich natural heritage. Tourism is also the sector with most attractive investments possibilities in Montenegro. In privatization process in tourism focus is not only on price of privatization objects, but also on increase of volume of investments and number of employees. This paper analyzes the effect of privatization and investments in tourism.

**Key words:** *tourism, privatization, investments, strategic investors, development*

### **1. Uvod**

Turizam se smatra svjetski najbrže rastućim sektorom i akceleratorom procesa globalizacije. Učešće turizma u svjetskoj ekonomiji iznosi 11%. Prema Svjetskom savjetu za putovanja i turizam, preko 760 miliona dolazaka je ostvareno u toku prošle godine, a u 2020. godini se očekuje povećanje broja dolazaka na preko 1,6 milijardi.

Već dugo vremena turizam u Crnoj Gori predstavlja najznačajniju granu koja ima realne mogućnosti za ekonomski rast i razvoj, sa višestrukim multiplikativnim efektima. Posle industrije i trgovine, turizam se nalazi na trećem mjestu u formiranju

---

\* Montenegro Investment Promotion Agency

bruto društvenog proizvoda. Učešće turizma u GDP-u Crne Gore u 2004. godini je iznosilo 14,8%<sup>140</sup>.

Prema izvještaju Svjetskog savjeta za putovanja i turizam, crnogorski turizam se nalazi na prvom mjestu u svijetu po dugoročnom rastu (u poslednjih 10 godina). Crna Gora zahvaljujući odličnoj geografskoj poziciji i klimi, prirodnim resursima, istorijskom nasleđu ima potencijal za razvoj više vidova turizma- nautički, kulturni, lovni, ruralni i dr.

Osnovni prioriteti u politici razvoja turizma Crne Gore su brza privatizacija i stvaranje pretpostavki za strane direktne investicije. U poslednjih nekoliko godina Crna Gora je napravila značajan napredak u poboljšanju biznis okruženja. Ovo poboljšanje se ogleda u usvajanju seta zakona u skladu sa standardima Evropske unije, uvođenju korporativne poreske stope od 9%, koja je najniža u Evropi, i drugih pogodnosti za investitore. Usvojen je i čitav niz poreskih i carinskih olakšica sa ciljem da se podstakne priliv stranih direktnih investicija. Izmjenom zakona o PDV-stvara se prostor za dodatne poreske olakšice u turizmu. Prateći praksu zemalja Evropske unije, očekuje se da će se u Crnoj Gori od 2006. godine primjenjivati redukovana stopa PDV od 7%, sa ciljem da ova stopa bude svedena na nulu, što će značajno uticati na poboljšanje razvoja biznisa u turizmu. Potencijalnim stranim investitorima se nudi dobra poslovna i investiciona klima, bazirana na zaštiti prava investitora i nacionalnom tretmanu kojim strani investitor ima ista prava kao i domaći.

## **2. Privatizacija kao instrument efikasnosti**

Privatizacija je jedan od najpopularnijih metoda koje vlade koriste da ohrabre investicije. Sherly kaže: «Glavna poenta privatizacije je pokušaj da se podstakne konkurencija, a naročito da se ohrabre oni koji namjeravaju ući na to tržište».<sup>141</sup> Privatizacija se najčešće koristi kao instrument u podizanju efikasnosti preduzeća, kao i društva u cjelini.

Do 2000. godine, proces privatizacije u turizmu, kao i u ostalim sektorima, bio je spor zbog nedovoljne zainteresovanosti stranih investitora i nepovoljnog investicionog okruženja. Od 2001. godine, a posebno u poslednjih godinu i po dana, proces privatizacije u turizmu je značajno ubrzan. Značajan broj hotela i drugih turističkih objekata je već prodat kao real estate. Prodaja hotela stranim

---

<sup>140</sup> Izvor: Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2004. godinu, Centralna banka, mart 2005.

<sup>141</sup> Ekonomske reforme danas, Centar za preduzetništvo i ekonomski razvoj.



investitorima počiva na maksimi «ne prodajemo hotele, već kupujemo dobre vlasnike».

Po odluci Vlade, Savjet za privatizaciju je odgovoran za upravljanje državnim akcijama i tehničku implementaciju privatizacije. Formiranjem Tenderske komisije za turizam značajno je ubrzan proces privatizacije u turizmu. Tenderska komisija donosi odluke o prodaji hotela na osnovu dostavljenih ponuda, koje se rangiraju po unaprijed određenim kriterijumima, kao što su: renome investitora, predloženi biznis plan, odnos prema radnicima, rešavanje problema nezaposlenosti, ponuđena cijena i ekološki problem.

Glavni ciljevi privatizacije u turizmu su stvaranje jakih, zdravih i konkurentnih kompanija, ne samo na domaćem već i na međunarodnom tržištu, povećanje efikasnosti privređivanja i privlačenje strateških investitora u Crnu Goru. Prisustvo domaćih i stranih investicija je veoma važno i ima multiplikativne efekte koji su mnogo veći od samog plasmana kapitala. Dokazano je da su investicije pokretač i stimulans ekonomskog razvoja. One kreiraju nova radna mjesta, stimulišu razvoj turizma, omogućavaju uspostavljanje veza, otvaranje zemlje i pristupe novim tržištima.

Prilikom privatizacije velika pažnja se poklanja ciljevima kao što su: zapošljavanje, prihod države od poreza i plasman domaćih proizvoda. Jedan od važnih uslova koji se mora ispuniti, da bi se osigurao uspjeh privatizacije, jeste primjena zakona, kreiranje imidža Crne Gore kao atraktivne investicione destinacije i povećanje informisanosti stranih investitora o reformama koje se sprovode. Povećanje promocije investicionog okruženja je utoliko više potrebno ako se zna da postoje djelovi svijeta u kojima potencijalni investitori i dalje misle da je stanje u Crnoj Gori nestabilno i nepovoljno za razvoj biznisa. Zato je važna aktivnija i agresivnija promocija investicionih mogućnosti i ukupnog poslovnog ambijenta.

Tri osnovna modela privatizacije koja se koriste u turizmu su:

1. prodaja preduzeća strateškim partnerima:
  - prodaja preduzeća putem međunarodnog tendera, kada se na međunarodnom tenderu strateškom investitoru nudi kontrolni paket akcija (preko 51% vrijednosti akcija);
  - batch sale metod predstavlja ubrzani oblik privatizacije, odnosno prodaje uz garanciju razvoja kompanije. Ovaj metod podrazumijeva prodaju od 30-35% vrijednosti akcija uz mogućnost dokapitalizacije.
2. Prodaja preduzeća i njihove imovine putem aukcije, odnosno javnog nadmetanja učesnika po osnovu cijene;

3. Masovna vaučerska privatizacija (MVP) - Programom MVP su obuhvaćeni svi hoteli i hotelska preduzeća u Crnoj Gori i privatizovano je oko 39,65%<sup>142</sup> od ukupnog kapitala koji je ponuđen građanima.

Iskustvo pokazuje da je kod privatizacije u turizmu veoma važno ko kupuje hotele. Jer, nije svejedno ko će postati vlasnik nekog hotela. Nije svejedno da li kupac dolazi sa jasnim know how, tehnologijom i upravljačkim iskustvima i prepoznatljivim imidžom ili dolazi neko potpuno nepoznat. Hotele treba prodavati kupcima koji raspolažu sa dovoljno novca za početna ulaganja i obezbjeđenje stručnog menadžmenta koji će biti u stanju da privuku kapital stranih investitora. Takođe, važno je i vrijeme u koje se hoteli privatizuju. Cijene prodatih hotela na početku 2000. godine bile su ispod njihove realne vrijednosti. To je bila posledica ukupnog ambijenta u kojem su hoteli poslovali i uslova za razvoj biznisa.

Kod privatizacije je veoma važno ostvarivanje «investor targeting»-a. Osnivanje Agencije Crne Gore za promociju investicija (MIPA) i njene aktivnosti su upravo usmjerene na «investor targeting», odnosno na pronalaženje stranih investitora i njihovo upoznavanje sa pozitivnim pomacima u oblasti regulative, zakonodavstva i mekroekonomskih pokazatelja. Cilj MIPA-e je pronalaženje strateških partnera za hotele koji se privatizuju. Osnivanje MIPA-e se pokazalo opravdanim što pokazuju i rezultati privatizacije u poslednjih nekoliko mjeseci.

### **3. Investicije u turizmu**

Najveće investicije u turizam dolaze iz privatnog sektora. Međutim, učešće države je neophodno da bi se obezbijedio indirektni rast i razvoj infrastrukture i da bi sam proces privatizacije uspio.

Rezultati privatizacije u turizmu u Crnoj Gori su relativno dobri. Do sada je veliki broj hotela privatizovan i očekuje se da će se u 2006. godini privatizovati preostali turistički objekti sa državnim vlasništvom. Strani investitori osim što kupuju domaće hotele, grade i nove. Izgradnja novih hotela će pomoći da se riješe problemi kvaliteta usluga i da se osigura rast stranih turista. Prema prognozama, očekuje se da će 2005. i 2006. godine biti godine u kojima će se finalizovati proces privatizacije i ostvariti najveće investicije. Dokaz za ovo su ostvarene investicije u prvih osam mjeseci ove godine koje ukupno iznose 230 miliona eura.

---

<sup>142</sup> Izvor: Savjet za privatizaciju RCG

Do 2005. godine investicije u privatizovane hotele su iznosile više od 100 miliona eura. Tokom 2004. godine privatizovano je 17 hotela, a očekuje se da će se do kraja ove godine privatizovati oko 90% turističkih kapaciteta, što će uticati na poboljšanje kvaliteta turizma i stvaranje raznovrsnih usluga. Izgrađen je značajan broj hotelsko ugostiteljskih objekata i rekonstruisan veliki broj postojećih hotela.

Sledeća tabela prikazuje crnogorske hotele koji su prodati na međunarodnom tenderu od 1999. godine. Tenderi za privatizaciju nekih hotela i hotelskih preduzeća su više puta objavljivani. Neki od njih su bili neuspješni, ali je ipak značajan broj turističkih objekata privatizovan kroz tenderski postupak.

**Tabela 1:** Privatizovani hoteli putem međunarodnog tendera

Hotel	Kupac	Cijena (u 000 eura)	Investicije (u 000 eura)
Hotel «Avala»	Beppler & Jacobson	3.200	9.032
Hotel «Maestral»	HIT «Nova Gorica»	4.857	7.209
Hotel «AS»	Sibinergoesurs, Rusija	2.556	11.248
Hotel «Bellevue»	Imobilia, Budva	2.200	7.779
Hotel «Panorama»	Springer & Sons	2.455	5.056
Hotel «Splendid»	Montenegro Stars, Kotor	2.425	4.784
Hotel «4 jul»	Moskovskaja Trastovaja Grupa	2.600	3.400
Hotel «Montenegro A»	Unis Tours, B&H	1.120	3.556
Hotel «Mediterran»	Maestraltours, Budva	1.200	2.639
Hotel «Montenegro»	Hotel Apartmans	1.200	1.730
Hotel «Rivijera»	Perni Bau, Njemačka	800	1.922
Hotel «Topla»	Hunguest Hotels, Mađarska	800	3.358
Hotel «Centar»	Hunguest Hotels, Mađarska	1.000	1.660
UTIP «Crna Gora»	Buric Žarko, Podgorica	840	3.413
Hotel «Mimoza»	IRVA AD Beograd	400	3.413

*Izvor: Savjet za privatizaciju RCG*

HTP «Budvanska rivijera» je najuspješnije privatizovano hotelsko-turističko preduzeće sa više od 11 prodatih turističkih objekata. Sigurno jedan od najuspješnije privatizovanih hotela je hotel «Maestral», čiji je kupac HIT «Nova Gorica», najveća kompanija u oblasti turizma u Sloveniji. Iako se ova kompanija ugovorom obavezala da će investirati 7 miliona eura, do sada je investirala više od 35 miliona eura i očekuju se dodatne investicije u narednom periodu. Ovaj hotel je u 2005. godini primio najviše stranih turista.

Privatizacijom hotela Crna Gora je dobila nekoliko strateških partnera kao što su: «Beppler&Jacobsen», HIT«Nova Gorica», «Springer&Sons», «Montenegro Stars»... Ove godine je raspisan tender za prodaju HTP «Boka», koji je proglašen uspješnim,

a pregovori sa firmom PQ Consulting iz Češke, čija je ponuda prvorangirana, su u toku. Ove godine se očekuje i izdavanje u zakup tri hotela na Svetom Stefanu.

Pored hotela, putna infrastruktura i bezbjedna dostupnost turističke destinacije imaju veliki uticaj na turistički razvoj. Stanje crnogorske putne infrastrukture je počelo da se popravlja poslednjih godina, i to većinom kroz donacije i povoljne kredite, dok je učešće sopstvenih sredstava skromno. Do sada su značajne investicije realizovane u infrastrukturi, izgrađen je tunel «Sozina», aerodromi su u toku modernizacije, poboljšana je putna/drumska infrastruktura.

Crna Gora ima veliki potencijal za greenfield investicije u oblasti turizma, što treba iskoristiti za privlačenje renomiranih hotelskih lanaca (npr. Hilton), jer sa njima dolazi i veliki broj stranih turista.

#### **4. Efekti investicija u turizmu**

Efekti investicija u turizmu su vidljivi i ogledaju se u povećanju efikasnosti privatizovanih turističkih objekata, atraktivnosti Crne Gore kao turističke destinacije i broju turista. Broj turista se iz godine u godinu povećava. Na porast broja stranih turista koji su posjetili Crnu Goru uticala je aktivnija promocija Crne Gore na više svjetskih sajмова, kao i povećan kvalitet usluge. Tokom perioda januar-septembar ove godine Crnu Goru je posjetilo preko 800 000 turista, pri tome je broj stranih turista bio preko 270 000, odnosno za 50% više nego prethodne godine. Prihodi od turizma u ovoj godini za prvih devet mjeseci su bili za 23% obimniji nego u prethodnoj i iznosili su preko 240 miliona eura. Otvorena su nova radna mjesta i ponuda je kvalitetnija, povećava se konkurentnost crnogorskog turizma na međunarodnom tržištu. Crna Gora se polako ali sigurno približava svom cilju jedinstvene, prepoznatljive i atraktivne turističke destinacije.

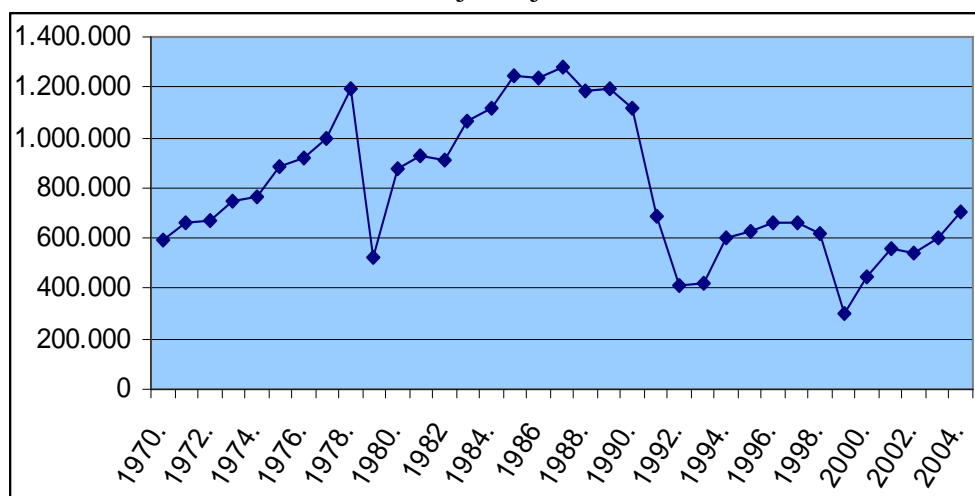
U sledećoj tabeli je prikazan broj noćenja kao jedan od pokazatelja uspešnosti turističke sezone.

**Tabela 2:** Broj noćenja turista u periodu 1989-2004. godine

Godina	Broj noćenja	Indeks (1989=100)	Indeks (prethodna godina =100)
1989	9.945.200	100	-
1990	9.352.800	94,04	94,04
1991	5.043.000	50,71	53,92
1992	2.752.800	27,68	54,59
1993	3.235.609	32,53	117,54
1994	4.383.533	44,08	135,48
1995	4.215.689	42,39	96,17
1996	4.602.624	46,28	109,18
1997	4.806.537	48,33	104,43
1998	4.558.110	45,83	94,83
1999	2.034.634	20,46	44,64
2000	3.185.741	32,03	156,58
2001	4.011.413	40,34	125,92
2002	3.689.504	37,10	91,98
2003	3.976.266	39,98	107,77
2004	4.561.094	45,86	114,71

Izvor: Monstat i proračuni autora

Crnu Goru je u 2004. godini posjetilo 703 484 turista što je za 17,4% više u odnosu na prethodnu godinu. Domaćih turista je bilo više za 12,6%, a stranih 32,6%. Međutim, ako kao baznu godinu uzmemo 1989. godinu (koja se smatra veoma uspješnom), broj noćenja u 2004. godini je manji za 54,14%.

**Grafik 1:** Kretanje broja dolazaka turista

Izvor: Monstat

Kao što vidimo na grafiku do oscilacija u kretanju dolazaka turista došlo je 1979. godine, početkom i krajem devedesetih. Glavni uzrok pada dolazaka turista 1979. godine bilo je dejstvo prirodne stihije (zemljotresa). Međutim, već naredne godine broj turista se povećao za 59,7% (u odnosu na 1979. godinu), i za period od pet godina tj. 1984. godine dolasci turista dostigli su približno isti nivo koji ostvaren 1978. godine.

Do drugog i trećeg pada u dolascima turista došlo je početkom i krajem devedesetih usled ekonomske, političke i državne krize u regionu, što je ostavilo dugoročne negativne posledice po razvoj crnogorskog turizma. Broj dolazaka turista u 1999. godini iznosio je 23,24% od broja turista u 1987. godini.

## **5. Master plan razvoja turizma**

Osnovu za razvoj crnogorskog turizma do 2020. godine čini Master plan razvoja turizma. Master planom su jasno definisani ciljevi koji se moraju ostvariti da bi crnogorska turistička ponuda pratila međunarodni razvoj i bila konkurentna na međunarodnom tržištu.

Prema Master planu potrebno je dosta vremena i ulaganja da bi se Crna Gora orijentisala na razvoj elitnog turizma. Neki od osnovnih principa na kojima se zasniva strategija razvoja crnogorskog turizma su: isticanje komparativnih prednosti Crne Gore, diferenciranje regija, standardizacija po međunarodnim mjerilima, individualizacija ponude i diferenciranje ponude svakog turističkog kompleksa.

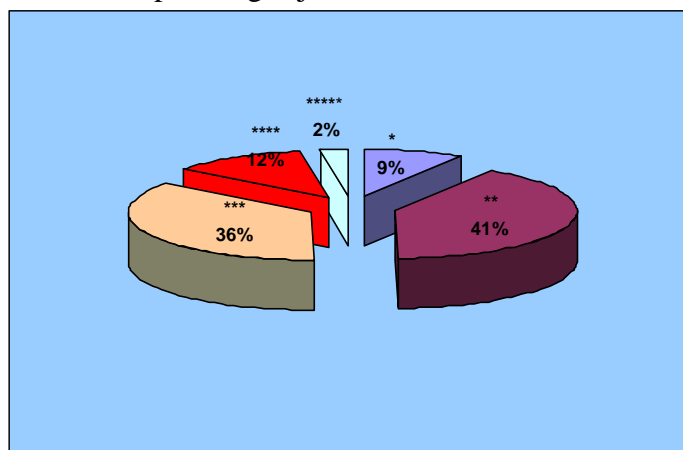
Master planom je predviđeno povećanje hotelskih smještajnih kapaciteta sa sadašnjih 26 000 na 50 000 kreveta u 2010. godini, odnosno 100 000 kreveta u 2020. godini, pri čemu će se težiti međunarodnim standardima hotelskih jedinica koji će zadovoljiti kompleksne zahtjeve gostiju sa područja Zapadne i Srednje Evrope.

Navedenim planom je predviđeno i povećanje broja noćenja na 11,4 miliona do 2010. godini, odnosno na 20,9 miliona do 2020. godini. Planira se i povećanje broja stranih turista na 45% do 2010. godine, odnosno 65% u 2020. godini. Predviđeno je i povećanje prihoda na oko 555 miliona eura u 2010. godini, odnosno 1,2 milijarde eura u 2020. godini. Planira se da će se direktno ili indirektno po osnovu turizma otvoriti 75 000 novih radnih mjesta do 2020. godine.

Master planom je predviđeno da 5% hotela dobije 5 zvjezdica, 80% tri ili četiri zvjezdice, a svega 3% jednu ili dvije zvjezdice. Dosadašnji rezultati kategorizacije hotela nisu ispunili očekivanja. Do februara 2004. godine kategorisano je ukupno 123 turistička objekta. Samo 2% od ukupno kategorisanih hotela je dobilo 5

zvezdica (Vila Montenegro na Svetom Stefanu i dva budvanska hotela). Najviše hotela je dobilo 2 ili 3 zvezdice. Međutim, treba uzeti u obzir da nisu svi hoteli kategorisani i da se njihova kategorizacija očekuje u narednom periodu.

**Grafik 2:** Struktura hotela po kategorijama



*Izvor: Bilten broj 28, februar 2004 god., Ministarstvo turizma Vlade RCG*

Master planom su definisani sledeći strateški ciljevi:

- razvoj Crne Gore kao evropske destinacije kvalitetnog turizma i produženje ljetnje sezone;
- diverzifikacija turističkog proizvoda;
- standardizacija i specijalizacija usluga;
- povećanje promotivnih aktivnosti;
- podsticanje preduzetništva i kreiranje uslova za otvaranje novih radnih mjesta.

Svjetski savjet za putovanja i turizam predviđa da će turizam postati vodeći izvozni sektor u Crnoj Gori, koji ostvaruje najveće prihode i ima potencijal da diverzifikuje ekonomiju, stimuliše preduzetništvo i kreira veliki broj radnih mjesta.

## 6. Zaključak

Zahvaljujući naročito velikom prirodnom potencijalu Crna Gora ima brojne mogućnosti za razvoj turizma.

Rezultati dosadašnjih aktivnosti u turizmu su vidljivi: povećan je broj turista, rastu prihodi od turizma, otvaraju se nova radna mjesta, ponuda je kvalitetnija, povećava se konkurentnost Crne Gore kao turističke destinacije. U narednom periodu je potrebno kontinuirano podizanje nivoa usluga i okretanje elitnom turizmu po ugledu na druge zemlje (Francusku, Italiju).

Crna Gora ima realne šanse da kroz standardizaciju, specijalizaciju, segmentaciju i diverzifikaciju svoje turističke ponude izgradi imidž međunarodno priznate visokokvalitetne turističke destinacije.

#### **Literatura:**

1. *Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2004. godinu*, Centralna banka, mart 2005;
2. *Declaration on Tourism and the Millennium Development Goals*, World Travel and Tourism Council, 2004;
3. *Ekonomске reforme danas*, Centar za preduzetništvo i ekonomski razvoj;
4. *Investment Guide for South East Europe 2005*, Bulgaria Economic Forum, december 2004;
5. *Izvještaj o realizaciji plana privatizacije za 2004. godinu*, Savjet za privatizaciju RCG, decembar 2004;
6. *Master plan razvoja turizma u Crnoj Gori do 2020. godine*, Ministarstvo turizma Vlade Crne Gore, novembar 2001;
7. *Montenegro Business Outlook #15*, CEED, octobar 2005;
8. *Montenegro Transition Report 2003*, Institut za strateške studije i prognoze, 2004;
9. *Result of privatisation of state owned enterprises in tourism*, World Tourism Organisation, 2001;
10. *Sektorska analiza turizma*, Centar za aplikativna istraživanja i analize, maj 2004;
11. *Tourism in developing countries: The privatisation issue*, C. L. Jenkins, 2001.

[www.savjet.org](http://www.savjet.org)

[www.agencijacg.org](http://www.agencijacg.org)

[www.world-tourism.org](http://www.world-tourism.org)

[www.cb-cg.org](http://www.cb-cg.org)

[www.monstat.org](http://www.monstat.org)

[www.wttc.org](http://www.wttc.org)



**Jasmina Četković\***  
**Miloš Knežević\***

## **Model upravljanja rizikom građevinskog projekta**

### **Abstract:**

A Project risk is occurring from the reason of conflict of primary project goals: the quality, budget and the project deadline. Infrastructure of investment structures is followed by decision for decreasing risk level, and they are often very complex.

**Key words:** *civil engineering project, risk, model of risk managing.*

### **1. Uvod**

Za realizaciju svakog građevinskog projekta definišu se potrebni poslovi koje treba izvršiti, kontigent resursa i formira se budžet projekta. Upravljanje se obavlja u definisanom vremenskom okruženju i u okvirima spolja nametnutih faktora. Ciljna funkcija upravljanja svodi se na izvršenje posla u roku, sa planiranim resursima, finansijama i kontrolom kvaliteta radova.

### **2. Definicija rizika**

Donošenje odluka u uslovima rizika najčešće predstavlja najveći dio upravljačkih odluka uopšte. Rukovodstvo projekta je dužno predvidjeti nivo rizika prilikom donošenja odluka kao veoma značajnog faktora. Za donošenje takvih odluka neophodno je imati relevantne informacije.

Kao dobar primjer donošenja odluka u uslovima rizika mogu se navesti osiguravajuće kuće. Statistika u osiguravajućim kućama vodi se veoma detaljno. Iz tog razloga rukovodstvo može sračunati vjerovatnoću nastupanja nesrećnih slučajeva i donijeti rješenje o osiguravanju ili neosiguravanju određene imovine i sl. Na osnovu tih podataka određuje se i osigurana suma na koju je neophodno zaključiti ugovor o osiguranju (polisu).

---

\* Ekonomski fakultet - Podgorica

\* Univerzitet Crne Gore

Rizik ima različito značenje i srijeće se u svim sferama života. Zavisno od sfere u kojoj se pominje rizik, postoji velik i različit broj definicija (za matematičare je rizik vjerovatnoća, za osiguravajuće kuće to je predmet osiguranja i sl.). Navodi se par definicija rizika:

- Rizik je vjerovatnoća štetnog ishoda (1)
- Rizik je nepreciznost u procjenjivanju rezultata – postoji mogućnost da rezultati budu bolji nego što se očekuje kao i gori od očekivanog (*Lifson i Shaifer*, 1982.)
- Rizik je moguća opasnost gubitka, koja proizilazi iz specifičnosti pojava u prirodi ili zbog različitih djelatnosti ljudskog društva.

Upravljanje rizikom je formalan proces kojim se faktori rizika sistematično identifikuju, procjenjuju i predviđaju (8). Krajnji cilj procesa upravljanja rizikom je alokacija rizika, umanjeње ili pak izbjegavanje rizika.

Upravljanje rizikom je formalan sistematičan metod upravljanja, koji se usredsređuje na identifikovanje i kontrolisanje područja i događaja koji mogu izazvati štetne posljedice (8).

Konceptualno, rizik se često u literaturi definiše kao funkcija zavisna od hazarda, kao izvora opasnosti, i osiguranja, tj.:

$R = f(H, O)$ , gdje je:

R - rizik,

H - hazard i

O - osiguranje.

Takodje, rizik se u literaturi, definiše i kao odnos neizvjesnosti i štete koju izaziva, tj.:

$R = f(N, S)$ , gdje je:

R - rizik,

N - neizvjesnost i

S - šteta.

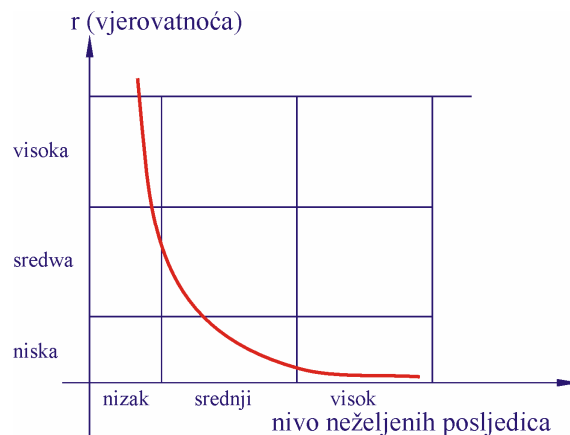
Analizom raznih definicija rizika uočava se da neki autori karakterišu rizik i kao postizanje boljih rezultata od očekivanih, kao i da uključuju elemente izgubljene dobiti kao karakteristike rizika. Smatrajući da je ovakav pristup necjelishodan, tj. da on uglavnom karakteriše prihod, a ne rizik, u ovom istraživanju se rizik posmatra kao vjerovatnost slučajnosti određenog događaja ili slijeda događaja koji mogu biti štetni po projekat (*Faber*, 1979).

Klasifikacija rizika je kategorisana u odnosu na različite ciljeve. Za građevinske projekte neki autori rizike klasifikuju na spoljašnje i unutrašnje u zavisnosti da li je projekat međunarodnog ili lokalnog karaktera. Ako se radi o međunarodnim projektima tada je neophodno sagledati širok spektar rizika u koje spadaju društveni uslovi, ekonomski i politički scenariji, nepoznati uslovi upravljanja radnom snagom i sl. Ovi rizici imaju prednost nad unutrašnjim rizicima kada se radi o međunarodnim projektima (*Flanagan i Norman*, 1993).

Stav da prihvatanje ili neprihvatanje rizičnih odluka zavisi od uslova u kojima se one donose, doživio je u literaturi različite interpretacije. Neki autori interpretiraju averziju prema riziku osim u izuzetnim slučajevima kada je očekivana dobit visoka.

Drugi autori zagovaraju tezu da preduzeća sa lošim poslovnim rezultatima imaju sklonost prihvatanja većeg rizika.

Takodje na osnovu inostranih istraživanja definisano je da visoka vjerovatnoća pojave rizika ima za posljedicu preduzimanje adekvatnih mjera u cilju izbjegavanja rizika, pa samim tim i nizak nivo neželjenih posljedica ([slika 0-1.](#)).



**Slika 0-1. Zavisnost vjerovatnoće pojave rizika i nivoa neželjenih posljedica**

Naša tekuća praksa ne pokazuje prikazanu zakonitost. Iz prostog razloga što se kod građevinskih projekata još uvijek ne poklanja dovoljna pažnja fazama koncipiranja i definisanja projekta. U zemljama zapadne Evrope se dugo koncipira i projektuje da bi se kratko gradilo. Kod nas je obrnut slučaj. Ova pojava je karakterisana veoma dugim periodom socijalizma i donošenjem "diktatorskih" odluka, čak i u domenima

razmještaja proizvodnih kapaciteta, veoma često bez racionalnog razloga. Stav autora *Adižisa* je da je neophodno "demokratski" dugotrajno i mukotrpno raditi na koncipiranju i projektovanju, a samu implementaciju projekta sprovesti "diktatorski".

### **3. Uzroci visokog stepena rizika građevinskih projekata**

Upravljanje rizikom se mora posmatrati kao preventivna akcija, zasnovana na predviđanju, kontroli i procjenjivanju, a sve u cilju smanjenja, alokacije ili izbjegavanja rizika. Ovakav pristup proizilazi iz koncepta Project Managementa koji je baziran na planiranju i kontroli događaja. Odgovor na rizike koji se već dogode predstavlja samo «gašenje požara».

Značajno je istaći da koncept upravljanja rizikom projekta mora biti neprekidan proces.

Već su naznačene karakteristike građevinskih projekata, pa se iz navedenih razloga može zaključiti da je građevinarstvo naročito opterećeno uticajima velikog broja faktora sa rizicima, koji su izraženiji nego kod drugih industrijskih grana. Svjedoci smo da su u našim uslovima rijetki objekti koji se završavaju u roku i u granicama planiranih budžetskih sredstava. No, činjenica je da građevinarstvo i u mnogim drugim zemljama ima problematiku kašnjenja rokova i premašaja sredstava, kao značajnih tržišnih negativnosti. Svjetska banka je 1990 godine objavila izvještaj (2) gdje je izvršena analiza 1778 građevinskih projekata sa zaključkom da je u 40% projekata došlo do prekoračenja troškova i u 63% do prekoračenja planiranih rokova. Slična istraživanja su radjena i na području Republike Hrvatske tokom 1996 godine. Istraživanje (9) je obavljeno na 150 građevinskih projekata sa zaključkom da je u 66% projekata došlo do prekoračenja rokova i u 17% do prekoračenja troškova.

Dosadašnja praksa pokazuje da je prekoračenje troškova u uslovima građevinske proizvodnje uobičajeno. Razlozi ovog prekoračenja leže u činjenici netačnih procjena troškova ili pak u činjenici nepredviđenih problema tokom gradjenja. Veoma često su procijenjeni troškovi niski za predviđeni projekat, a u cilju "bankoprohodnosti", pa je i prekoračenje tako procijenjenih troškova neizbježno.

Uglavnom, svi građevinski projekti zahtijevaju značajan rok realizacije. Rokovi izgradnje građevinskih projekata su često veoma optimistični. Takav stav podrazumijeva veoma često prolongiranje roka, a samim tim i odlaganje sticanja prihoda nakon realizacije objekta. To je veoma nepovoljno ako je budžet projekta povezan sa povraćajem kreditnih sredstava od određenog fiksiranog roka.

Istraživanja Svjetske banke ukazuju da se građevinski projekti mnogo teže realizuju (u smislu prolongiranja roka) u naseljenim nego u nenaseljenim regionima. Objašnjenje ove pojave u naseljenim regionima je fluktacija radne snage, pad produktivnosti i veće uključenje lokalnih i/ili državnih vladinih institucija (4).

#### **4. Značaj procjene rizika**

Polazeći od činjenice konfliktnosti ciljeva nekog projekta, potrebno je zapaziti da struktura konflikta varira u različitim razvojnim fazama projekta.

Identifikacija i procjena potencijalnih rizika mora biti urađena na početku realizacije projekta. Ako ovaj posao nije valjano obavljen u najranijoj fazi, finansijski model projekta neće moći obezbijediti realan odraz rizika za investitora i izvodjača.

U uslovima tržišne ekonomije, kada značajan udio u finansiranju objekata imaju privatni finansijeri, veoma je značajan aspekt gradjenja u roku i u okvirima budžeta. Zahtjevi privatnih finansijera ogledaju se u generisanju dovoljnog viška novčanih tokova i zadovoljenju performansi poslovnog poduhvata.

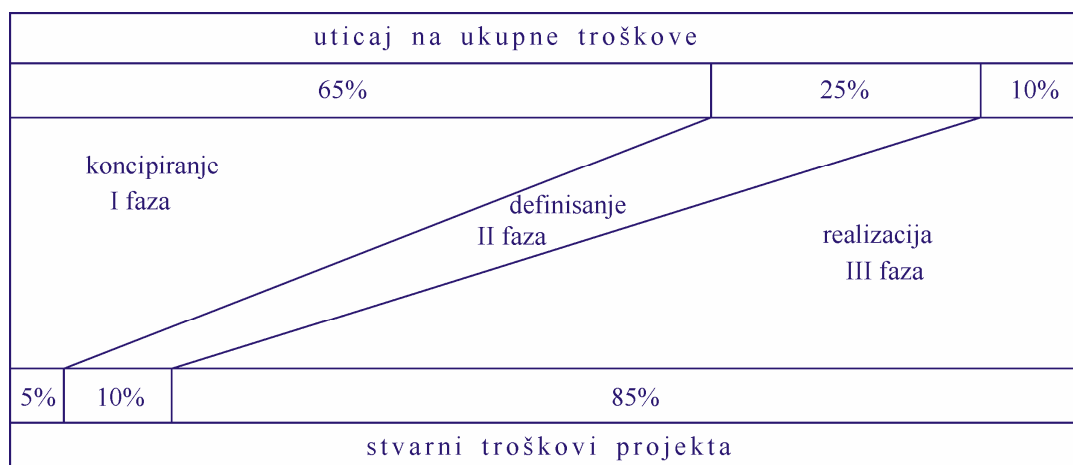
Uticati na cijenu i kvalitet u fazi projektovanja efikasno je u početnim fazama (izrada Generalnog i Idejnog projekta). Ovaj uticaj opada kako se približavamo fizičkoj realizaciji objekta.

Time se želi naglasiti značaj upravljanja rizikom projekta u najranijim fazama. Problematika ranih faza - koncipiranja projekta je najkompleksnija i zahtijeva multidisciplinarni pristup.

Za očekivati je da se u ranim fazama projektovanja očekuje veći konflikt kod tehničkih pitanja, dok su u fazama realizacije projekta troškovi dominantniji nego u fazama proučavanja projekta.

Uticaj na ukupne troškove projekta iznosi do 65% u fazi koncipiranja projekta koji u stvarnim troškovima projekta imaju učešće od svega 5%. Ovaj uticaj se smanjuje kako se približavamo fazi definisanja i realizacije projekta. (7)

Sve navedene činjenice govore da je neophodno i značajno upravljati rizicima na strateškom nivou upravljanja projekta. Na osnovu takvih sagledavanja i preduzetih mjera mogu se očekivati i pozitivni rezultati u realizaciji projekta. Naravno, ovdje se ne smije isključiti činjenica da kvalitetno upravljati projektom znači i kvalitetno sprovoditi pravilno donesene odluke.



**Slika 0-2. Učešće i uticaj pojedinih teza na troškove Projekta (7)**

Za veoma obimne kompleksne i unikatne projekte, kakva je većina građevinskih projekata, postoji velika vjerovatnoća da će biti visoko rizični. Možda se čini da je cijena rizika velika, ali cijena neupravljanja rizikom je znatno veća.

## 5. Donošenje odluka u uslovima određenosti, rizika i neodređenosti

Donošenje odluka predstavlja fundament rada menadžera na svim nivoima upravljanja. Iz tog razloga razumijevanje svih sastavnih djelova procesa donošenja odluka u različitim uslovima predstavlja značajan korak ka donošenju pouzdanih, efikasnih i efektivnih odluka upravljačkog personala.

Donošenje odluka je neizbježan proces. U građevinarstvu, uz neizbježnost ovog procesa, javlja se veoma velika složenost. Većina autora se slaže da pojam odluke predstavlja izbor alternativa.

U literaturi se susrećemo sa tri grupe istraživanja u pogledu donošenja odluka:

- istraživanja kongnitivnih psihologa u oblasti donošenja individualnih odluka,
- laboratorijska istraživanja psihosociologa o grupnom donošenju odluka i
- istraživanja teoretičara upravljanja o procesima donošenja odluka. (6)

Teorija upravljanja karakteriše proces donošenja odluka kao sistematičan proces koji je povezan sa velikom odgovornošću.

Odluke se mogu donositi u uslovima ograničenog broja alternativa, ili pak ako se radi o situacijama za koje se vezuje odredjen stepen nepoznanice sa neizvjesnošću, u uslovima neograničenog broja mogućih alternativa.

Značajno je istaći da svaka odluka ne može proizvesti pozitivan efekat. Iz tog razloga svaka organizaciona odluka predstavlja jednu vrstu kompromisa.

Procesi donošenja odluka mogu biti individualni ili pak kolektivni. Praktikuje se da se strategijska odluka ili odluke koje značajno utiču na ishod događaja, donose kolektivno. Kolektivne odluke umanjuju rizik od neoptimalnosti i snižavaju moralni pritisak na donosioce odluka.

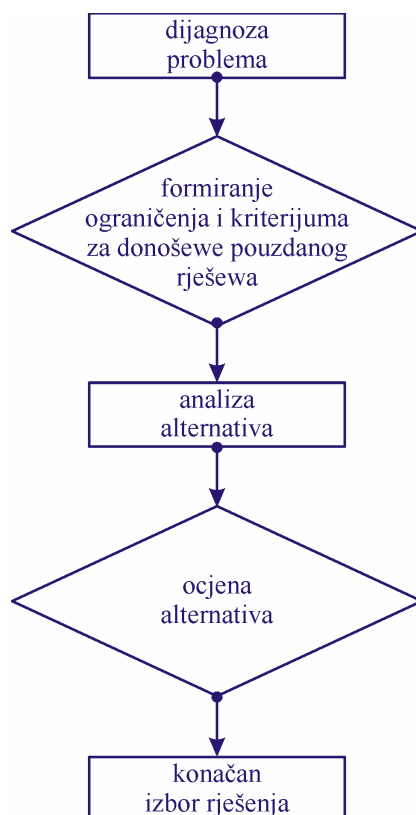
Proces donošenja odluka može biti:

- intuitivan,
- racionalan,
- logičan i
- naučno analitičan.

**Intuitivna odluka** bazira se na osjećaju rukovodioca da je odluka ispravna. Za ovakvu odluku ne analizira se izbor alternativa, te stoga ovakva odluka u najvećem broju slučajeva ima negativne konotacije u rješavanju određenog problema.

**Racionalne odluke** donose se na osnovu objektivnog analitičkog procesa koji obuhvata ([slika 0 -3.](#)):

- dijagnosticiranje problema.
- formulaciju ograničenja i određenog broja kriterijuma za donošenje pouzdane odluke,
- analizu i ocjenu alternativa i
- izbor odluke.



**Slika 0-3. Etape racionalnog donošenja odluka**

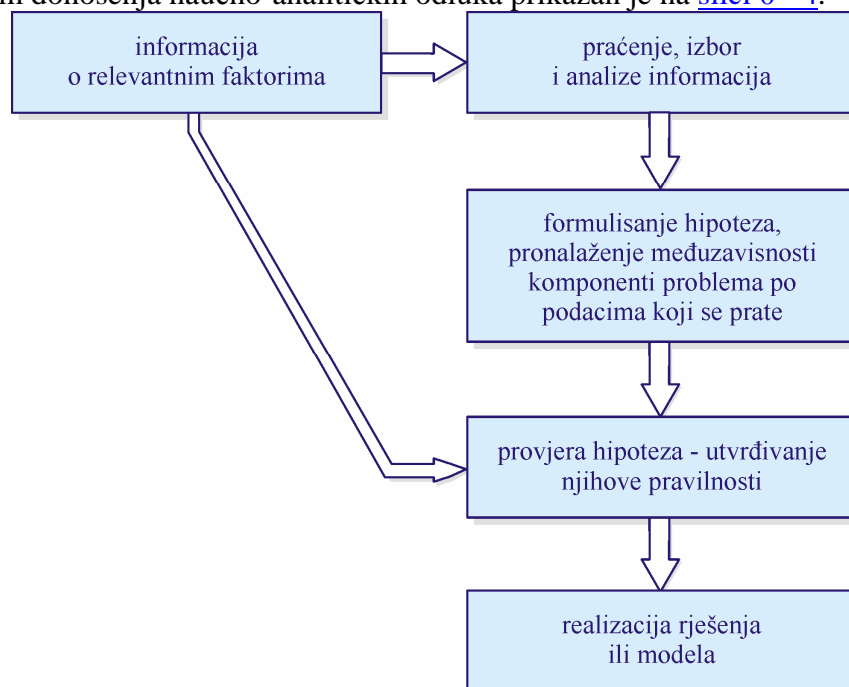
**Logične odluke** se najčešće donose u praksi. Zasnovane su na znanjima rukovodioca o sličnim situacijama koje su se dogodile u prošlosti. Ovaj metod donošenja odluka je relativno brz i nezahtjevan u pogledu troškova. Donošewe odluka logičkim zaključivanjem bez dopunskih informacija je nepouzđano i često, zbog ljudskog faktora podložno različitim interpretacijama. Za djelimično i potpuno nove situacije ovakav način donošenja odluka je sasvim nepouzđan zbog zanemarivanja većeg broja alternativa.

**Naučno-analitične odluke** donose se na osnovu naučnog analitičkog procesa koji obuhvata:

- identifikaciju informacija o relevantnim faktorima,
- praćenje, izbor i analizu informacija,
- formulacije hipoteza, pronalaženja medjuzavisnosti komponenti problema po podacima koji se prate,
- provjere hipoteza i utvrđivanje njihove pravilnosti i
- realizaciju odluka ili modela.



Algoritam donošenja naučno-analitičkih odluka prikazan je na [slici 0 - 4](#).



**Slika 0-4. Etape naučnog-analitičkog rješenja problema**

U literaturi se može naći čitav niz različitih podjela upravljačkih odluka. Podjele upravljačkih odluka mogu biti u zavisnosti od:

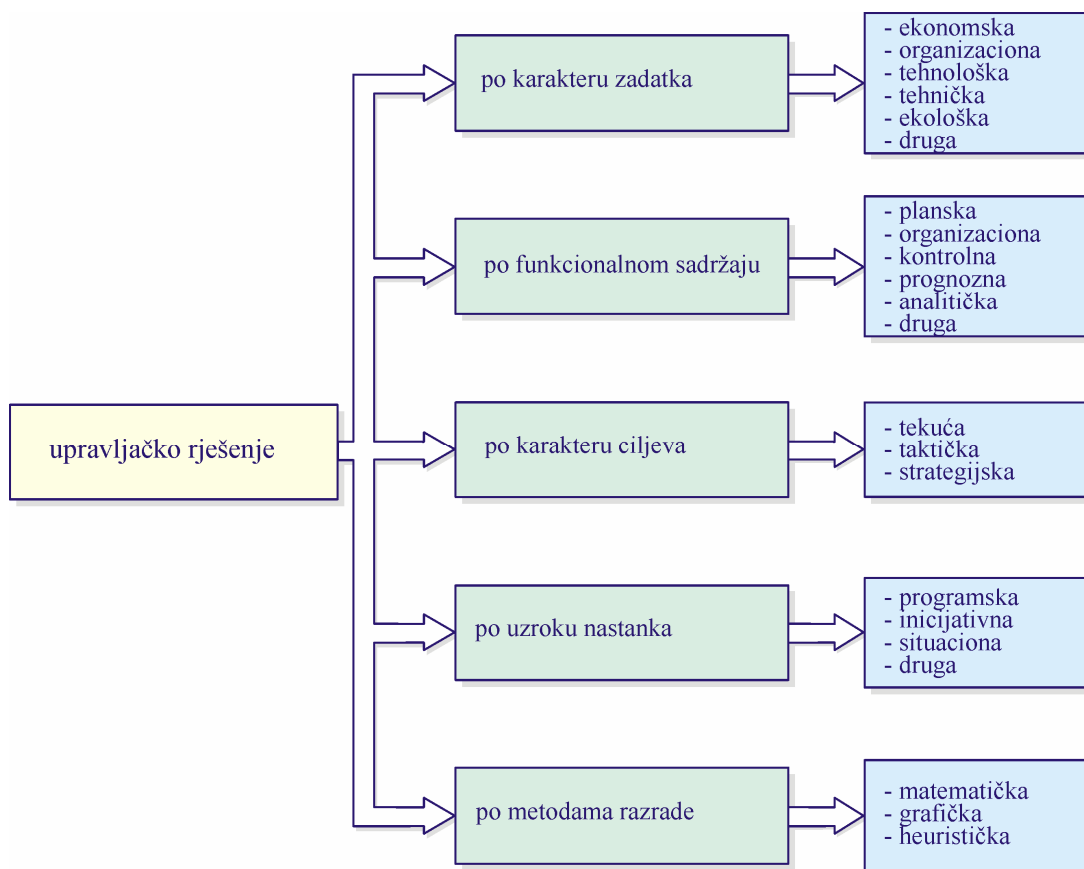
- karaktera zadatka,
- funkcionkionalnog sadržaja,
- karaktera ciljeva,
- uzroka nastanka
- metoda razrade i sl.

Ovaj način podjele upravljačkih odluka prikazan je na slici 0 – 5.

Donošenje upravljačkih odluka može se odvijati u uslovima:

- determinisanosti
- rizika i
- neodredjenosti.

*U uslovima odredjenosti (determinisanosti)* može se pouzdano odrediti rezultat svake akcije u odredjenoj situaciji. Uslovi determinisanosti su veoma rijetki u građevinskoj proizvodnji zbog velikog broja spoljašnjih i unutrašnjih faktora koji utiču na sam proces.



Slika 0-5. Klasifikacija upravljačkih odluka

Pouzdan pravni sistem države u kojoj se izvode radovi i mala kolebanja u ekonomskoj sferi uvijek dovode do povećanja pouzdanosti u procesu donošenja odluka.

***U uslovima rizika*** donose se odluke čiji se rezultati ne smatraju određenim već se vjerovatnoća svakog pojedinačnog rezultata može odrediti. Vjerovatnoća se određuje u rasponu od 0 do 1 i predstavlja stepen mogućnosti događaja. Suma vjerovatnoća svih alternativa jednaka je jedinici.

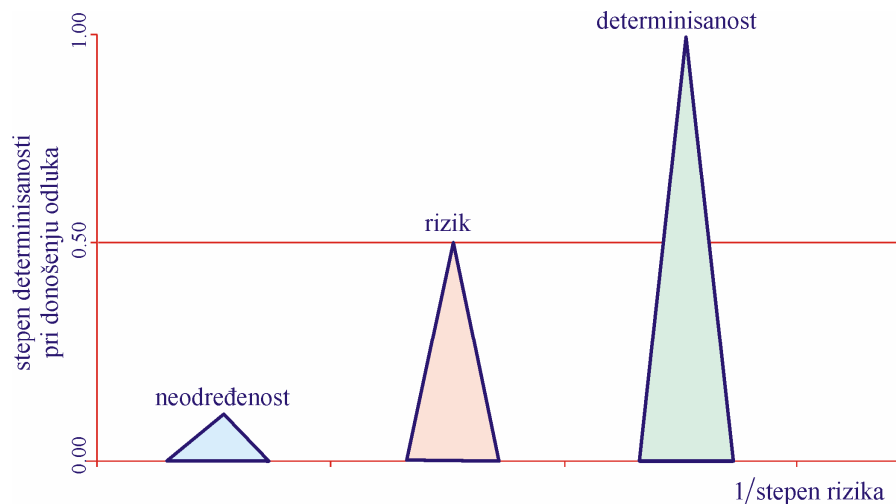
Rizici prilikom donošenja odluka su različitog porijekla u zavisnosti od tipa rizika i njihova vjerovatnoća se može odrediti matematičkim i statističkim metodama. Određivanje vjerovatnoće rizika je veoma povezano sa objektivnošću i pouzdanošću informacija na osnovu kojih se određuje rizik.

Odluke nijesu rezultat mehaničkog traganja za ekonomski optimalnim rješenjima, već se na njima prelamaju brojni uticaji ljudskog ponašanja izraženo kao ograničena racionalnost, međusobno konfliktni ciljevi i različiti nivoi aspiracija (11).

Ako se u ocjeni vjerovatnoće rizika koristi subjektivna vjerovatnoća tada je nepouzdanost upravljačkih akcija veoma velika. Zbog različitih vrijednosnih sudova donosioca odluka, objektivnost vjerovatnoće se postiže na osnovu pouzdanih statističkih podataka.

*U uslovima neodredjenosti* nemoguće je ocijeniti vjerovatnoću alternativnih rješenja. Ovakvi slučajevi su veoma česti za nove i složene projekte. Zato se vjerovatnoća ne može ni iskazati sa značajnim stepenom pouzdanosti. Za uslove neodredjenosti pristupa se prikupljanju dopunskih relevantnih informacija i iterativnom postupku analize problema. Obično su vjerovatnoće neodredjenih događaja subjektivne, nekada logičke ali često intuitivne.

Na [slici 0 -6](#). prikazan je dijagram zavisnosti stepena determinisanosti pri donošenju odluka i recipročne vrijednosti rizika.



**Slika 0-6. Zavisnost stepena determinisanosti pri donošenju odluka i recipročne vrijednosti rizika**

## 6. Model upravljanja rizikom projekta

Upravljanje rizikom se mora posmatrati kao formalan i kontinualan proces identifikacije, analize i reagovanja na rizik u smislu vođenja projekta ka optimumu

eliminacije, ublažavanja ili kontrole rizika. Upravljanje rizikom (*Risk management*) mora se posmatrati kao preventivna akcija za aktivnosti na projektu koje će se dogoditi u budućnosti.

Vrsta reakcije na rizik u vezi je sa stavom donosioca odluke. Čitav proces upravljanja rizikom nema za cilj otklanjanje u potpunosti svih rizika na projektu. Cilj upravljanja rizikom na projektu je preduzimanje akcija u smislu reakcije na kritične rizike.

Koncept upravljanja rizikom projekta koji je definisao *Project Management Body of Knowledge* (8) sastoji se iz pet faza i to:

- identifikacije rizika,
- analize posljedica rizika,
- sistema reagovanja,
- upotrebe podataka i
- planiranja reagovanja.

*Kerzner* upravljanje rizikom posmatra kroz nekoliko povezanih faza i to:

- faza pristupa riziku (istraživanje situacija, identifikacije i klasifikacije potencijalnih rizika),
- faza analize rizika (otkrivanje uzroka, efekta, intenziteta rizika),
- faza rukovanja rizikom (smanjivanje i kontrola rizika) i
- faza naučenih lekcija (dokumentovanje rizičnih situacija za buduće projekte).

Pod upravljanjem rizikom *Jeff Bush* (3) podrazumijeva procese:

- identifikacije rizika,
- analize rizika i
- preventivnih akcija.

Na osnovu analize prethodno navedena tri modela upravljanja da se zaključiti da različiti autori imaju i različit pristup modelu upravljanja rizikom.

Smatrajući da je upravljanje rizikom projekta iterativan proces, te da se isti ne može posmatrati nezavisno od realizacije akcija koje su usmjerene na prihvatanje, ublažavanje ili pak eliminaciju rizika, u ovom radu se upravljanje rizikom projekta posmatra u mnogo širem kontekstu. Procesi upravljanja su međusobno povezani svojim rezultatima, pa je rezultat jednog procesa ulazna informacija za drugi.

Ne može se zaobići činjenica da je model upravljanja rizikom projekta definisan u okviru *PMBOK* (8) nepotpun, jer ne obuhvata procese implementacije plana i analize posljedica izvršenja plana. Isto se odnosi i za model koji je definisao *Jeff Bush*. Primjećuje se da najprihvatljiviji model definiše *Kerzner*.

No ipak, ovdje će se analizirati model rizika kroz 3 faze i to:

- fazu planiranja u uslovima rizika,
- fazu implementacije plana i
- fazu analize posljedica izvršenja plana.

### **Faza planiranja u uslovima rizika**

Faza planiranja u uslovima rizika obuhvata niz podfaza i to:

- Identifikacija rizika (obezbjeđivanje pouzdanih ulaznih podataka, proučavanje izvora podataka, klasifikaciju rizika u odnosu na uzroke, klasifikaciju rizika u odnosu na mjesto nastanka i definisanje pokazatelja rizika).
- Ocjena rizika projekta (definisanje rizika s aspekta posljedica i vremenskog trajanja identifikovanog rizika i ocjena rizika, analiziranje rizika i određivanje prioriteta rizika).
- Vrednovanje rizika sa analizom alternativa (određivanje prihvatljivosti rizika, alternativne akcije (ako ih ima) za smanjenje rizika i određivanje prioriteta prihvaćenih rizika).
- Odgovornost i osiguranje planiranih aktivnosti (određivanje odgovornosti za aktivnosti identifikovane u planu, izvodljivost plana, iterativnost procesa).
- Mjere za smanjenje rizika (propisivanje mjera za smanjenje rizika u odnosu na uzroke rizika iz razloga svodjenja na najmanju moguću mjeru ili pak eliminisanje rizika i sprovođenje metoda za umanjenje neželjenih događaja, alokaciju rizika, osiguranje projekata i tehničke i organizacione mjere, izvodljivost i cijena mjera).

### **Faza implementacije plana**

Faza implementacije plana obuhvata:

- implementaciju i kontrolu plana rizika sa postojećim organizacionim aktivnostima i
- rješavanje eventualnih konflikata usljed neplaniranih rizika.

### **Faza analize posljedica izvršenja plana**

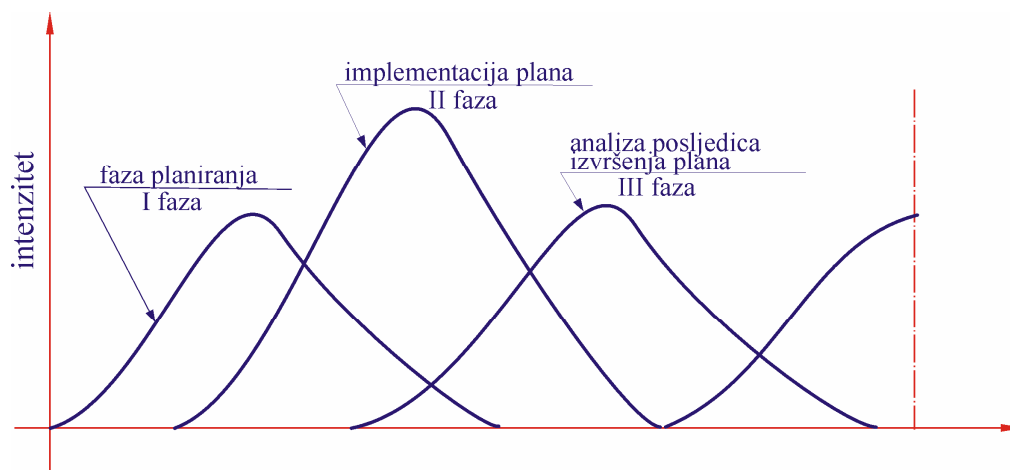
Faza analize posljedica izvršenja plana podrazumijeva donošenje korisnih zaključaka za bližu i dalju budućnost na osnovu dokumentovanih rizičnih situacija na prošlim projektima.

Ova faza obuhvata:

- analizu rizika nakon završetka projekta i
- analizu uticaja planiranih mjera za smanjenje rizika nakon završetka projekta

### Model upravljanja rizikom projekta

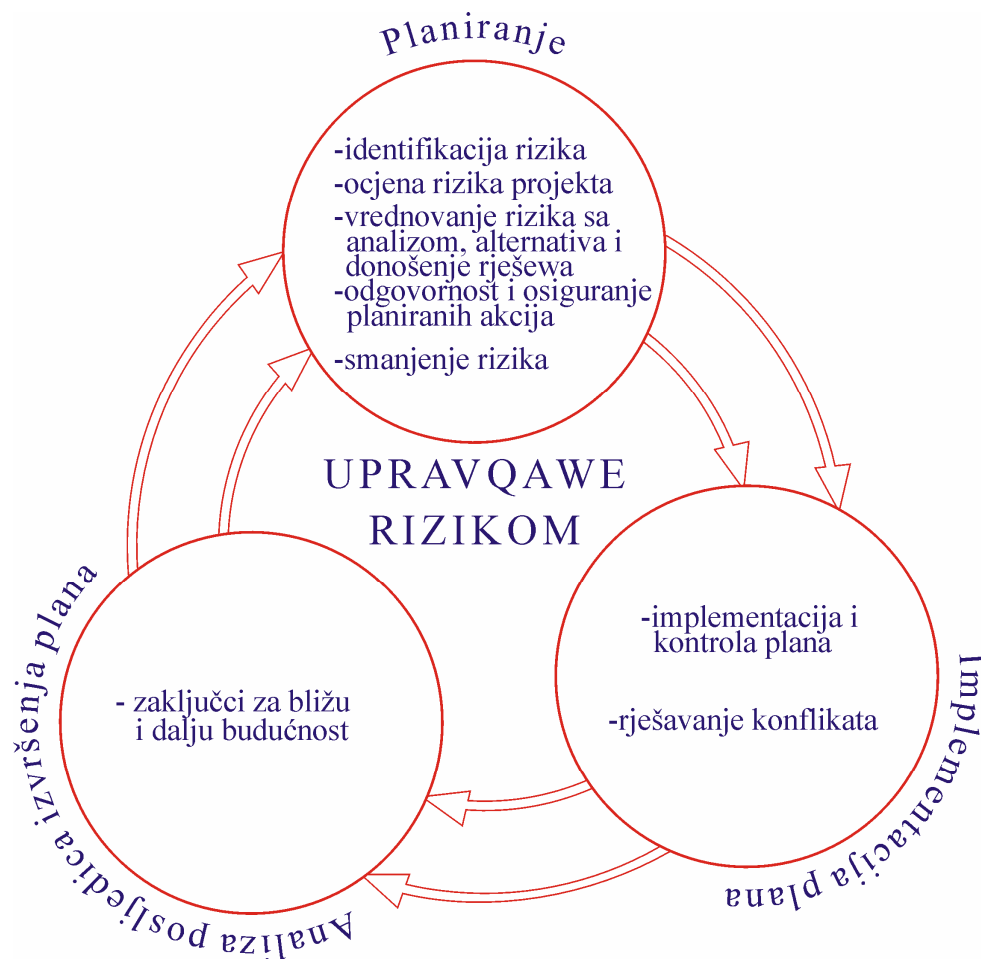
Ciljevi upravljanja rizikom projekta se u najvećoj mjeri moraju ostvarivati preventivno, ranim dijagnosticiranjem rizika i uzročnika rizika koji su značajni za projekat. Faze upravljanja rizikom projekta prikazane su na [slici 0 -7](#). Faze se međusobno ne graniče, već se pozitivna iskustva iz prethodnih faza ugrađuju u nove faze. Intenziteti aktivnosti u određenom periodu dostižu svoje maksimume. Već nakon analize posljedica izvršenja plana imamo zabilježeno iskustvo koje može koristiti za realizaciju novog projekta.



**Slika 0-7. Faze upravljanja rizikom projekta**

Na osnovu predloženog modela, prikazanog na [slici 0 - 8](#), uočava se zatvorenost procesa upravljanja rizikom projekta. Naime, planiranje se vrši kontinuirano na osnovu iskustva sa prethodnih projekata i uzimajući u obzir specifičnosti projekata, te isražujući eventualno nove rizike.

Planiranje se vrši i tokom procesa implementacije indicirajući konkretne akcije. Analize posljedica izvršenja plana se mogu aktivno razmatrati već iz prognoznih modela u fazi planiranja, a mnogo bliže kada već započne faza implementacije projekta. Povratnu spregu ovog modela, i uopšte upravljanja rizikom projekta, čini podsistem informacija.



**Slika 0-8. Model upravljanja rizikom projekta**

Da se zaključiti da sam sistem upravljanja rizikom projekta čini upravljiv ili kibernetički sistem sa zatvorenim upravljanjem i sa povratnom spregom.

### **Umjesto zaključka**

Cilj upravljanja rizikom nije eliminacija svih potencijalnih rizika projekta, već reakcija na kritične rizike. Moramo biti svjesni da je to uglavnom dovoljno, ali ne uvijek, u smislu održivosti projekta. Granice mogućnosti se iscrpljuju sa sto boljom identifikacijom kritičnih rizika sa značajnom frekvencijom pojavljivanja. U tom smislu, raspoloživost i blagovremenost relevantnih informacija je ključ uspješnosti svih modela upravljanja rizikom projekta.

**Literatura:**

1. Van Horn D. *Osnovy upravleniya finansami*: Пер. с англ., (pod redakciej I. I. Eliseevoj M.) *Finansy i statistika*, 1997, 800. str.
2. World Bank: *Annual Review of Project Performance Results*, Operations Evaluation Department, World Bank, 1990.,
3. Jeff Bush: *Project Management*, SAD, 1988.god.
4. Майкл Мескон, Майкл Альберт, Франклин Хедоури, *Основы менеджмента*: Пер. с англ., М.: «Дело ЛТД», 1994 g.
5. Marković M.: *Projektno finansiranje u zemljama u razvoju - Analiza rizika u evaluaciji hidroenergetskih projekata*, Elektroprivreda Crne Gore, Nikšić, 2000
6. Mintzberg H, Raisinghani D, Theoret A. *The Structure of "Unstructured" Decision Processes*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 21, June, 1976.
7. *Podaci svjetske banke na osnovu obimnih istraživanja povodom pedesetogodišnjice rada banke.*
8. *Project Management Body of Knowledge*, Project Management Institute, Drexel Hill, 1987.
9. Radujković M.: *"Upravljanje rizikom kod građevinskih projekata"*, *časopis Gradjevinar br 49*, Zagreb, 1997, str. 247-255,
10. Trifonov Ю. V., Plehanova A. F., Ю эрлов F. F. *Vibor effektivnih rešenij v Ekonomike v usloviah neopredelennosti*, *Monografija*, N. Novgorod, Izdateystvo NNGU, 1998. g. 140 str.
11. Hambric D, Phyllis A. M. *Upper Echelons The Organization as a Reflection of its Top managers* *Academy of Management Review*, Vol. 9, No 2, 1084, str. 194.



**Nikola Perović\***

## **Industrija stimulansa u SAD – osnovne karakteristike**

### **Abstract**

In this paper author tried to transfer personal working experience in incentive industry in USA. This industry covers various segments of incentive programs and corporate gift transfers. We will analyze different industry players, characteristics of buyers, different incentive needs, distribution strategies, and the most important elements to succeed in the incentive industry. Although this paper covers American economy, it is valuable for any practice in incentive industry, regardless to the country.

**Key words:** *incentive, stimulation, player, profile, product.*

### **Uvod**

Industrija stimulansa se odnosi na mrežu proizvođača, distributera, kupaca i krajnjih primaoca korporativnih poklona. U ovom radu se analizira industrija, skicira profil kupaca i identifikuju osnovne potrebe koje su pokretač ove industrije. Učesnici u ovoj industriji u SAD su organizovani u mnogim asocijacijama, koje pružaju širok spektar podrške u vidu organizacije obuke i objavljivanja rezultata istraživanja od interesa za ovu industriju.

### **Veličina industrije i osnovne potrebe za korporativnim poklonima**

Prema podacima zvanične institucije za industriju stimulansa u SAD (IMA<sup>143</sup>) veličina ove industrije je više d 29 milijardi dolara<sup>144</sup>. Stimulansi, koji su osnova ove industrije, se odnose prvenstveno na korporativne poklone<sup>145</sup>, kojima menadžment

---

\* Brandeis University, SAD

<sup>143</sup> IMA-Incentive Marketing Association

<sup>144</sup> "Incentive Industry Primer: Corporate market for incentives, gifts, and promotional products", [http://www.sellingcommunications.com/Incentive\\_Industry\\_Primer\\_\\_Corporate\\_market\\_for\\_incen.472.0.html](http://www.sellingcommunications.com/Incentive_Industry_Primer__Corporate_market_for_incen.472.0.html)

<sup>145</sup> Termin korporativni pokloni se odnose na poklone u poslovne svrhe, bez obzira da li pravni subjekti pripadaju korporacijama ili drugim pravnim subjektima. Razlog za korišćenje tog termina jeste što se u literaturi koristi termin "corporate gift" pa je želja autora da olakša razumijevanje ove industrije sa korišćenjem prevoda koji korespondiraju opšte prihvaćenih terminima.

želi da motiviše zaposlene i klijente da usmjere svoje napore u pravcu ostvarenja definisanog poslovnog cilja. Industrija se ne odnosi isključivo na transfere proizvoda između ponuđača i kupaca u ovoj industriji, već uključuje i kreiranje motivacionih programa u kojima je transfer proizvoda jedan od elemenata.

Osnovne potrebe koje kupci imaju u ovoj industriji se mogu svrstati u četiri osnovne kategorije:

1. Promocije za potrošače/kupce/klijente
2. Stimulisanje sopstvenog prodajnog osoblja
3. Stimulisanje dilera/distributera/veleprodavaca
4. Priznanja za postignute rezultate (ne prodajni ciljevi).

Promocije kojima se žele stimulirati potrošači su izuzetno značajni u svim fazama životnog ciklusa proizvoda, posebno u fazi lansiranja. Upravo tada pokloni koji se daju potrošačima moraju biti dio šire marketing kampanje za uvođenje novih proizvoda i usluga<sup>146</sup>. Ovdje vidimo kako je industrija stimulansa povezana sa opštom marketing strategijom preduzeća i kako profesionalci koji su zaduženi za uspješno uvođenje novih proizvoda moraju razumjeti načine kako motivirati potrošače, što je ključno za uspjeh bilo kojeg novog proizvoda ili usluge.

Nema konačnih rezultata u bilo kojoj industriji, ako se oni ne potvrde na tržištu. Nema raspodjele vrijednosti ako se prvo vrijednost ne razmjeni na tržištu. Stoga, bez motivisanja prodajnog osoblja, nema dugoročnog uspjeha preduzeća. U SAD su odavno to shvatili, pa nije neobično da najbolji prodavci (prodajni menadžeri) imaju veća primanja nego generalni direktori ili članovi upravnih odbora. Stimulisanje prodajnog osoblja mora da prati prethodno definisane prodajne ciljeve. Samo ukoliko su ti ciljevi pravilno i precizno definisani, stimulisanje putem korporativnih poklona daje rezultate. Program mora da precizno definiše cilj<sup>147</sup>. Na primjer: "Ukoliko povećate prodaju ovog kvartala za 10%, dobijate desetodnevni put na Havaje u avgustu 2006. za dvoje sa plaćenim troškovima aviona i hotela". U tom slučaju prodavci precizno znaju šta dobijaju, kada dobijaju, i šta trebaju da pruže za određeni korporativni poklon. U SAD postoji veliki broj konsultantskih agencija koje pružaju specifične usluge koordiniranja motivacionih programa, i posebno je

---

<sup>146</sup> Promocije su neophodne u svim industrijama. Na primjer, agencije za nekretnine trebaju da motivišu sve nove klijente, jer u savremenom turbulentnom tržištu nekretnina, neophodne je osvojiti i zadržati klijente.

<sup>147</sup> "10 steps to an effective ROI incentive program", Donna Oldenburg, [www.incentivemarketing.org](http://www.incentivemarketing.org)

njihova stručnost korisna u slučaju definisanja programa za motivaciju prodajnog osoblja.<sup>148</sup>

Koliko je bitno stimulirati svoje prodajno osoblje, toliko je bitno stimulirati sve ostale članove u distributivnom lancu, osobito sa povećanjem stepena konkurentnosti na nivou industrije. Sve rečeno za neophodnost precizno definisanog plana motivacije za prodajno osoblje, odnosi se i na distributere.

Osim prodajnog osoblja, neophodno je motivirati i sve ostale u preduzeću: za ostvarene proizvodne rezultate, za određeno vrijeme provedeno u preduzeću (ne samo za 5 ili 10 godina, motiviranje treba da počne od samog početka radnog odnosa kako bi se zadržali najbolji kadrovi), prekretnicu u istraživačkom ili razvojnom projektu, uspješno predavanje na fakultetu, uspješnu žetvu, i sl.

### **Analiza industrije stimulansa**

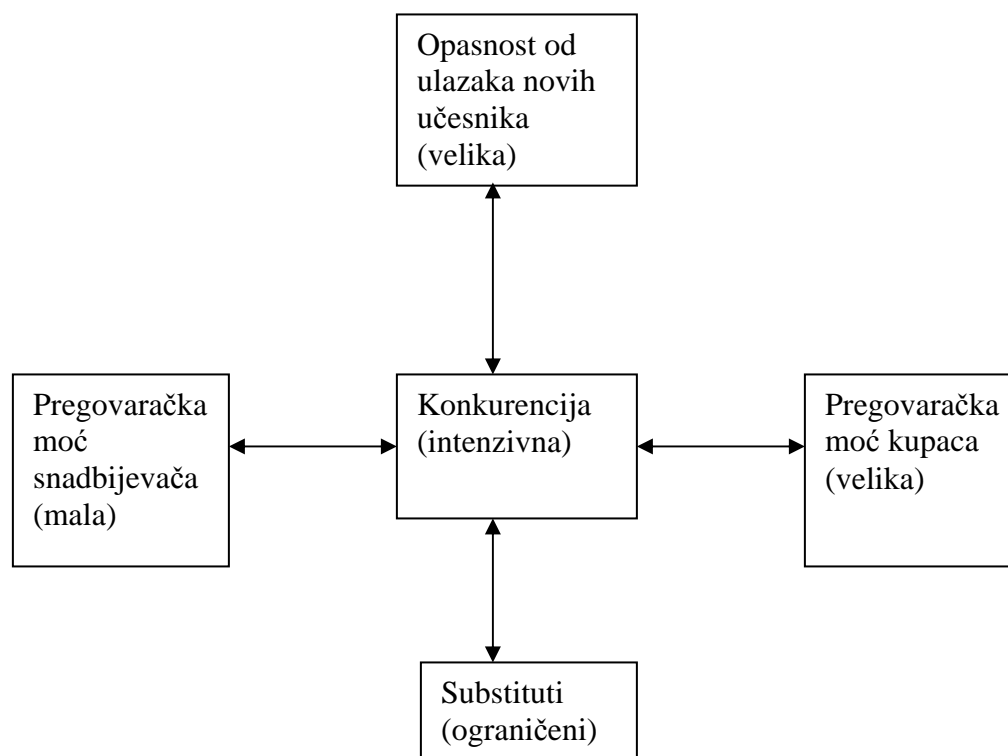
Industriju stimulansa analiziramo opšteprihvaćenom metodom "Porterovih pet sila"<sup>149</sup>. Prema Porteru, industriju možemo identifikovati i analizirati putem konkurencije, opasnosti od ulazaka novih učesnika, pregovaračke snage kupaca i dobavljača i prisustva substituta. Na primjeru industrije stimulansa, možemo skicirati sledeću šemu na bazi navedenih elemenata "Porterovih pet sila":

---

<sup>148</sup> Ukoliko koristimo prethodni primjer za nekretnine, možemo primjetiti kako je neophodno stimulirati prodavce. Stoga, za osvajanje svakog novog klijenta prodavac mora i treba biti nagrađen korporativnim poklonom pored finansijske nadoknade, koja mu pripada za uspješan transfer.

<sup>149</sup> Michael Porter: "How competitive forces shape strategy", Harvard Business Review, Cambridge, USA, March-April, 1979

Šema 1: Primjena Porterovih 5 sila na industriju stimulansa u SAD



---

U industriji stimulansa u SAD možemo identifikovati šest kategorija kompanija koji karakterišu intenzivnu konkurenciju u ovoj industriji:

1. Proizvođači korporativnih poklona
2. Proizvođački agenti
3. Master distributeri
4. Distributeri propagandnog materijala
5. Konsultantske agencije
6. Promotivne agencije.

Kategorija proizvođača je izuzetno heterogena. Prožima se od proizvođača pribora za pisanje, preko proizvođača sitne tehnike, do proizvođača luksuzne hrane i

ugostiteljskih preduzeća, i svi konkurišu jedni drugima. Komplikovanost strateške održivosti u industriji stimulansa upravo leži u činjenici da konkurenti dolaze iz velikog broja raznih industrija. Ukupno se smatra da ima više od 1000<sup>150</sup> proizvođača korporativnih poklona u SAD.

Proizvođački agenti prodaju u ime i račun proizvođača ili glavnog distributera i plaćeni su provizijom koja je regulisana ugovorom uglavnom na godišnjoj osnovi. Ugovorom je takodje definisana “nekonkurentnost”, tj.klauzula koja zabranjuje agentima da prodaju proizvode dva proizvođača iz iste produktne grupe. Smatra se da u SAD ima oko 300 ovakvih agenata.

Master distributeri kupuju direktno od proizvođača i preprodaju drugim kompanijama koje žele stimulisati krajnje primaocce poklona, najčešće preko agentske mreže, slično kao i proizvođači.

Distributeri propagandnog materijala raspolažu proizvodima koji su pogodni za unos logoa kupca. Problem sa ovim distributerima jeste da mnogi proizvođači smatraju da se imidž ekskluzivnosti korporativnih poklona može narušiti ako se oni prodaju zajedno sa sitnim propagandnim materijalom. Medjutim, veliki broj ovakvih distributera često utiče da je neophodno sa njima saradjivati, bilo direktno (ili putem agenata) ili preko glavnih distributera. U SAD ima više od 15000 ovakvih distributera.

Konsultantske agencije pružaju širok spektar usluga korisnicima, tako da kompanije koje žele da primjenjuju motivacione programe, od ovih specijalizovanih institucija dobijaju idejna rešenja i koordiniranu implementaciju, koja uključuje izbor i transfer adekvatnih korporativnih poklona. U SAD postoji trenutno više od 100 ovakvih agencija.

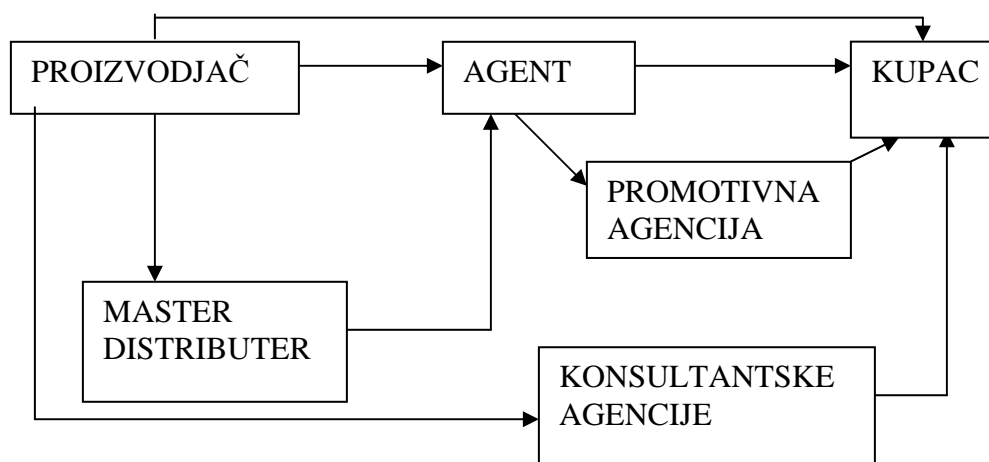
Konačno, promotivne agencije, koje pokrivaju razne aspekte saradnje sa kompanijama, učestvuju u dizajnu i primjeni korporativnih poklona, kao dijela širih marketing kampanja (uvodjenje novih proizvoda, priprema prezentacija i promocija u trgovinama, i sl). Ove agencije preprodaju korporativne poklone zajedno sa ostalim promotivnim uslugama i ima ih više od 1000 u SAD.

U nastavku se daje šematski prikaz distributivnih odnosa navedenih kompanija:

---

<sup>150</sup> “A study conducted among current users of merchandise and travel items for Motivation/Incentive Applications”, [www.incentivemarketing.org](http://www.incentivemarketing.org)

Šema 2: Distributivni kanali u industriji stimulansa



Definisanje vrsta kupaca se odnosi sa aspekta ponuđača u ovoj industriji, tj. proizvođača korporativnih proizvoda i mnogobrojnih konsultantskih agencija, koje nude osim proizvoda i definisanje pomenutih motivacionih programa za klijente. Kupce dijelimo prema privrednoj djelatnosti kojoj pripadaju. Najznačajni kupci su:

1. Finansijske institucije
2. Zdravstvene institucije
3. Nekretnine i konstrukcije
4. Osiguranje
5. Svi ostali čiji proizvodi/usluge nijesu adekvatni korporativni pokloni (univerziteti, proizvođači gabaritne opreme, konsalting kompanije, itd).

Opšta karakteristika svih segmenata kojima kupci pripadaju jeste da njihovi proizvodi ili usluge nijesu u većini slučajeva adekvatni kao poklon u poslovne svrhe. Primjera radi, u nabrojane segmente nijesu uključena hotelska i turistička preduzeća, jer se njihovi proizvodi često koriste kao stimulansi, kako za poslovne partnere, tako i za zaposlene.

Moć kupaca je izuzetno velika jer je konkurencija intenzivna, pa je kupcima vrlo jednostavno da se preorijentišu na drugog snadbijevača korporativnih poklona. Kupci se mogu snadbijevati direktno od proizvođača, agenata, master distributera, promotivnih agencija, ili pak konsultantskih agencija koje nude osim korporativnih poklona i usluge kreiranja motivacionih menadžment programa.

U nastavku se daje tabela koja analizira definisane potrebe koje kupci imaju sa tipom industrije kojoj pripadaju i omiljenim korporativnim poklonima.

Tabela 1: Potrebe kupaca i popularnost proizvoda

Potrebe kupaca	Koji su proizvodi popularni?	Tip kupaca
<b>Promocije za potrošače/kupce/klijente</b>	Sertifikati za poklone, elektronika, hrana i piće, odjeća	Finansijske institucije
<b>Stimulisanje dilera/distributera/veleprodavaca</b>	Sertifikati za poklone, elektronika, hrana i piće, satovi, odjeća	Finansijske institucije, osiguranje
<b>Stimulisanje prodajnog osoblja</b>	Sertifikati za poklone, elektronika, plakete i trofeji, satovi, odjeća, hrana i piće	Finansijske institucije, osiguranje nekretnine
<b>Priznanje za postignute rezultata (ne prodajne )</b>	Sertifikati za poklone, elektronika, plakete i trofeji, satovi, odjeća, hrana i piće	Univerziteti, finansijske institucije, zdravstvene institucije

Finansijske institucije najčešće imaju potrebu za promocijama za klijente i stimulisanjem sopstvenog prodajnog osoblja i distributera, a proizvodi za koje smatraju da su najefikasniji su sertifikati, elektronika i u poslednje vrijeme paketi luksuzne hrane. S druge strane, agencije za nekretnine i osiguravajuće kompanije, od posebnog značaja smatraju stimulisanje prodajnog osoblja, pa formulišu programe kojim nagradjuju prodavce za svakog novog klijenta. Zdravstvene institucije ili univerziteti kupuju proizvode najčešće da bi pokazali zahvalnost za odredjeni ne-prodajni cilj, a proizvodi za koje smatraju da posebno stimulisu krajnje primaocce poklona jesu sertifikati, elektronika, plakete i satovi.

Snadbijevači u industriji stimulansa su proizvodjači sirovina i materijala, ili pak na primjeru morske hrane, kompanije koje obavljaju ulov i prodaju kompanijama koje proizvode korporativne poklone sa morskom hranom. Obzirom da je broj snadbijevača veći od proizvodjača korporativnih poklona njihova pregovaračka moć je mala, što utiče na smanjenje nabavnih cijena.

|

Opasnost od ulazaka novih učesnika je velika, obzirom da sve kompanije, bez obzira kojoj proizvodnoj ili uslužnoj djelatnosti pripadaju, mogu ući u ovu industriju ukoliko posjeduju adekvatne proizvode (više o tome u tački “Efikasni proizvodi za industriju stimulansa i adekvatni povodi za korporativne poklone”).

Substituti imaju funkciju da zadovolje iste potrebe kao i korporativni pokloni, ali na drugačiji način. Najvažniji substituti jesu različiti popusti za potrošače, rabati za distributere, i sl. Zajednička karakteristika substituta jeste da su oni ograničenog obima i da su monetarnog karaktera.

Nakon opisanog karaktera ove industrije, sledeća tačka se fokusira na profil kupaca koji nabavljaju korporativne poklone kako bi stimulisali krajnje primaoce poklona, tj. svoje klijente, potrošače, distributere, i sl.

### **Profil kupaca korporativnih poklona**

Ko je kupac, tj. ko je donosilac odluke o kupovini korporativnih poklona? U većini slučajeva to je menadžer srednjeg ili višeg nivoa u sektoru prodaje, marketinga, proizvodnje, odnosa sa potrošačima, ili kadrovske poslova. Ovi kupci kupuju u skladu sa prethodno definisanim planom, ali vrlo često u zavisnosti od situacije, bez prethodnog plana. Obzirom da postoji veliki broj opisanih menadžera, smatra se da u američkim kompanijama ima više od 20000 ljudi koji učestvuju u procesu donošenja odluka o kupovini korporativnih poklona. Vrlo su zainteresovani za cijene i isključivo traže da se one diferenciraju (budu niže) za korporativne poklone od istih takvih poklona namijenjenih tržištu široke potrošnje. Kupci uvijek traže proizvode koji ispunjavaju sledeće uslove:

- Imaju visoku prestižnu vrijednost sa dokazanim uspjehom u maloprodaji (“snažan” brand), i
- U skladu su sa kupčevim promotivnim planom i identitetom njegovog brand-a.

Obzirom da proizvođači dolaze iz velikog broja izuzetno heterogenih industrija, moć kupaca da se preorijentišu sa jedne proizvodne grupe na drugu je izuzetno velika. Stoga, greške u ovoj industriji se ne praštaju! Kupci često eksperimentišu sa različitim korporativnim poklonima u istom vremenskom periodu, ali ponavljaju kupovine proizvoda gdje je reputacija i povjerenje u proizvođača izuzetno naglašena (npr. proizvođači hrane-korporativnih poklona).



### **Efikasni proizvodi za industriju stimulansa i adekvatni povodi za korporativne poklone**

Da bi se mogao smatrati efikasnim i održivim za ovu industriju, proizvod (korporativni poklon) mora da sadrži:

1. Visoku luksuznu vrijednost, npr. korpa morske hrane
2. Snažan brand, kako bi krajnji korisnici znali da je poklon vrijedan i cijenjen na tržištu
3. Koncept koji je u skladu sa porukom koja želi da se pošalje krajnjem primaocu poklona
4. Više cjenovnih segmenata, kako bi se mogao nuditi u velikom broju okolnosti.

U prilogu se daje prikaz najpopularnijih proizvoda/usluga prema istraživanju<sup>151</sup> krajnjih korisnika:

• Proizvod sa snažnim brandom	28%
• Gotovina	27%
• Putovanje	15%
• Sertifikat za poklon iz maloprodaja	10%
• Nagradne kartice iz maloprodaja	9%
• Ostalo	12%

Adekvatne prilike za korporativne poklone su:

- Osvajanje novog kupca/klijenta
- Motivisanje prodajnog osoblja
- Motivisanje distributera
- Promocije za potrošače
- Povećana lojalnost potrošača
- Uvećanje prosječne porudžbine
- Manji broj dana na odsustvu (za motivisanje zaposlenih)
- Osvojeni cilj u proizvodnji
- Čestitanje rođendana/praznika/godišnjice/prekretnice.

---

<sup>151</sup> A Study Conducted among Current Users Of Merchandise and Travel Items For Motivation/ Incentive Applications, Center for Concept Development, May 2005; % se odnosi na učestalost odgovora u istraživanju

Neophodno je znati koji je povod zbog kojeg potencijalni kupac kontaktira proizvođača korporativnih poklona, njegovog agenta, ili drugog snadbijevača u industriji stimulansa, jer na taj način korporativni specijalista<sup>152</sup> zna najbolje kako da odgovori potrebama konkretnog klijenta.

### **Zaključak**

Razumijevanje potrebe određenog klijenta olakšava snadbijevачima da ponude korporativni poklon koji odgovara trenutnom cilju klijenta i poruci koju želi da pošalje krajnjem korisniku korporativnog poklona. Zato sve veći broj proizvođača u ovoj konkurentski intenzivnoj industriji zapošljava osoblje specijalizovano za korporativne poklone. Kao i u većini drugih industrija u SAD, postoje razne asocijacije koje olakšavaju tržišni nastup. U ovom slučaju to je IMA –Incentive Marketing Association, koja organizuje programe obuke i mnogobrojna istraživanja, čiji su rezultati korišćeni i u ovom radu.

### **Korišćena literatura:**

1. "Incentive Industry Primer: Corporate market for incentives, gifts, and promotional products",  
[http://www.sellingcommunications.com/Incentive Industry Primer Corporate market for incen.472.0.html](http://www.sellingcommunications.com/Incentive_Industry_Primer_Corporate_market_for_incen.472.0.html)
2. Michael Porter: "How competitive forces shape strategy", Harvard Business Review, Cambridge, USA, March-April, 1979
3. "10 steps to an effective ROI incentive program", Donna Oldenburg,  
[www.incentivemarketing.org](http://www.incentivemarketing.org)
4. "A study conducted among current users of merchandise and travel items for Motivation/Incentive Applications", [www.incentivemarketing.org](http://www.incentivemarketing.org)
5. <http://promomagazine.com>
6. <http://www.asicentral.com>
7. <http://www.the-dma.org>

---

<sup>152</sup> Korporativni specijalista je medadžer u sektoru prodaje koji je zadužen za prodaju poklona korporacijama. Neophodno je razumjeti razlike u opisu posla ovog specijaliste u odnosu na osoblje koje prodaje poklone za tržište široke potrošnje.

Vladimir Vulić\*

## SAD: Protekcionizam ante portas

### Abstract

This paper deals with the current economic relations between China and the United States. A brief recap of China's spectacular growth is given in the introduction. Relevant economic policies and reforms undertaken by Chinese government are also discussed. Various aspects of Sino-American relations are taken into consideration. A number of common myths are debunked. Textile industry issues, which have been the focal point of negotiations in the past years, are discussed. The paper also tries to answer the question whether the US deficit is the result of China's exchange rate policy. Some political issues could not be neglected, and are also discussed. The author's view on the future of these economic relations is given in the conclusion.

**Keywords:** *trade, deficit, protectionism, quotas, tariffs, exchange rate, growth, unemployment*

### Uvod

Amerikanci se dive ljepoti, ali je veličina ono što ih zaista očarava. Pomislite samo na Veliki kanjon rijeke Kolorada, nepregledne šume crvenog bora u Kaliforniji, željezničku stanicu Grand Central Terminal u Njujorku, zabavni park Disney World u Orlandu (Florida), GMC Yukon i Cadillac Escalade terenska vozila, vojsku SAD-a, General Electric (GE), dupli čizburger... Evropljani preferiraju kompleksnost i nijanse, Japanci cijene minimalizam, a Amerikanci vole veličinu, i to po mogućnosti super-veličinu.

To je razlog zašto su Amerikanci toliko fascinirani Kinom. Kina je zemlja u poređenju sa kojom SAD izgleda kao patuljak. Ima 1,3 milijardi stanovnika, što je četiri puta više od SAD-a. Kina je najveći svjetski proizvođač uglja, čelika i cementa, drugi najveći potrošač energije, treći najveći uvoznik nafte... Godišnja potrošnja alumunijuma, bakra, nikla i gvožđa u Kini iznosi 20% ukupne svjetske potrošnje. Kina privlači najviše stranih direktnih investicija na svijetu - 53 milijarde dolara u 2003. godini, u poređenju sa 40 milijardi dolara koje su investirane u SAD. Na vrhuncu industrijske revolucije, Britaniju se obično nazivali "radionicom

---

\* Vladimir Vulić, Ekonomski fakultet, Podgorica; student postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija"

svijeta". Ta titula danas, bez dileme, pripada Kini. U Kini se proizvodi 2/3 ukupnog broja foto-kopir aparata, mikrotalasnih rerni, DVD uređaja, igračaka i cipela koje se proizvode u svijetu. Kina je danas najbrže rastuća velika ekonomija na svijetu. Posjeduje druge najveće devizne rezerve na svijetu, poslije Japana (oko 711 milijardi dolara). Ima najveći broj vojnika na svijetu (2,5 miliona) i četvrti najveći vojni budžet.

### **Novo sunce na Istoku**

Prelomna godina u razvoju Kine je 1978. U decembru 1978. godine, na Trećem plenumu jedanaestog Centralnog komiteta Komunističke partije Kine, pokrenute su ekonomske reforme. Neposredno prije zvaničnog sastanka, novi šef Partije, a kasnije i premijer, Deng Xiaoping, je održao govor koji se pokazao kao jedan od najvažnijih u modernoj kineskoj istoriji. Smatrao je da režim treba da se fokusira na razvoj i na modernizaciju i da dozvoli da činjenice, a ne ideologija, budu linija vodilja budućeg razvoja. "Nije bitno da li je mačka crna ili bijela", često je govorio Deng. "Sve dok može da uhvati miša, to je dobra mačka." Od tada, Kina je uradila upravo to - pratila je put modernizacije koji je bio pragmatičan.

Rezultati su bili fantastični. Kina je rasla po stopi od oko 9% godišnje u poslednjih 25 godina, što je najveći ikad zabilježeni ukupni rast u istoriji. U tom periodu, prosječan dohodak kineskog građanina je povećan četiri puta, a više od 400 miliona Kineza je prešlo granicu siromaštva (oko 416 miliona Kineza još uvijek živi ispod granice siromaštva, prema podacima Svjetske banke). Sve ovo se dogodilo bez katastrofalnih socijalnih nemira. Kineskim liderima se mora odati priznanje za ovo istorijsko dostignuće.

Kada se govori o Kini, neizbježno se pominje i njena jedinstvena kultura. Konfučijanstvo je u centru psihologije kineske nacije i smatra se da je tradicija discipline, učenja i poštovanja starijih, za koje se konfučijanstvo zalaže, uzrok kineskog uspjeha. Ali, konfučijanstvo je bilo vjekovima prisutno u Kini, a dobar dio tog vremena, Kina je bila siromašna i nazadna. Početkom XX vijeka, njemački sociolog, Max Weber je čak pokušao da objasni nespojivost Kine i kapitalizma kroz postojanje konfučijanske kulture. Kina je počela sa svojim spektakularnim rastom u ranim '80.-im godinama, ne zbog svoje kulture, koja je bila relativno nepromijenjena, nego zbog svoje ekonomske politike koja je prošla kroz dramatičnu transformaciju.

Bitno je napomenuti da je razvojna politika Kine bila drugačija od one koju je slijedio Japan. Za razliku od Japana koji je svoj rast bazirao na izvozu roba na ograničen broj tržišta, dok je istovremeno držao svoje tržište zatvoreno, Kina se otvorila stranim investicijama i međunarodnoj trgovini. Kina je u periodu od kada su

reformе počele u 1978. godini do sada, primila oko 500 milijardi dolara u stranim direktnim investicijama, što je 10 puta više od sume novca koja je investirana u Japan u periodu od 1945. do 2000. godine! Kao rezultat, dobar dio svijeta danas zavisi od kineskog tržišta. Od SAD-a, preko Njemačke, do Japana, izvoz u Kinu je jedan od glavnih faktora koji pokreće rast. Za zemlje u razvoju takođe, Kina je nezamjenljiv trgovinski partner.

Postoje mnogi koji kritikuju kineski ekonomski put. Oni smatraju da su brojevi koje Kina saopštava "naduvani", da je stepen korupcije visok, da su banke na ivici izdržljivosti, da su razlike između regiona prevelike, da nejednakost među građanima raste... Takvi već deceniju predviđaju: "Ovo ne može potrajati. Kina će krahirati." Do sada se ni jedna od ovih prognoza nije pokazala kao tačna. Tačno je da Kina ima problema. Ali je takođe tačno da Kina ima nešto što svaka zemlja očajnički želi - konzistentno visoke stope rasta!

### **Veza Kine i SAD-a**

Više od dvadeset godina je veličina Kine privlačila poslovne ljude iz zapadnog svijeta - milijardu usta koje treba nahraniti, milijardu ljudi koje treba obučiti... Ali nije bilo rezultata. Neke od kompanija koje su prve došle u Kinu ('80.-ih godina XX vijeka) su bile primorane da otpišu velike investicije, nakon što su propale. Kina je bila veoma velika, ali istovremeno i veoma siromašna. Propisi su bili komplikovani i protekcionistički. Sve se to sada mijenja. Prepreke koje su toliko dugo činile da Kina izgleda kao crna rupa koja usisava novac bez ikakvih rezultata, nestaju jedna po jedna.

Zbog fantastičnog ekonomskog rasta Kine, čitav svijet, ali u prvom redu SAD, uživa očigledne koristi. Istraživanje investicione banke, Morgan Stanley, je pokazalo da je jeftin uvoz roba iz Kine uštedio američkim potrošačima preko 100 milijardi dolara u periodu od 1978. godine, kada su reforme u Kini počele. Američki industrijski giganti (Boeing, Ford, General Motors, IBM, Intel, Motorola...) su uštedili još više. Ugledni britanski časopis "The Economist", mudro zapaža da je "svjetska ekonomija izbjegla recesiju, nakon što je američki berzanski "balon" "pukao" krajem 2000. i početkom 2001. godine, najviše zahvaljujući robusnom rastu kineske ekonomije".

Američki izvoz u Kinu se u posljednjih 15 godina povećao za 415% (uprkos činjenici da ukupni američki izvoz stagnira u posljednjih par godina), dok je kineski izvoz u SAD, u istom periodu, porastao 1.600%. Kina je danas peto najveće izvozno tržište za SAD i treći najveći trgovinski partner, ukupno gledano. U toku 2004. godine, američke kompanije su izvezle u Kinu robu i usluge u vrijednosti od 42 milijarde dolara. SAD je najveći izvozni partner Kine. Udio SAD-a u ukupnom kineskom izvozu iznosi 21,6%. Na drugom mjestu je Evropska unija sa 16,8%.

U anketi koju je sproveda Američka privredna komora (American Chamber of Commerce), od ukupno 450 američkih kompanija koje posluju u Kini, 68% je bilo profitabilno, a 70% je ostvarilo stope prinosa koje su na nivou njihovih stopa na svjetskom nivou, ili su veće. Ovakvi rezultati su bili nezamislivi do 1999. godine, prije nego što je Kina pristupila Svjetskoj trgovinskoj organizaciji (STO). Najveći dobitnici su multinacionalne kompanije koje su prve došle u Kinu i tu su se zadržale do danas - Procter & Gamble, Caterpillar, United Technologies...

Za neke američke kompanije koje posluju u Kini, rezultati su fantastični. Prodaja na kineskom tržištu u 2004. godini je iznosila 9% ukupnog prihoda telekomunikacione kompanije Motorola. Informatički div, kompanija Hewlett-Packard, koja je posljednjih par godina u SAD-u u krizi, u Kini već godinama raste po stopi od 20% godišnje. Kinesko tržište je jedno od najvažnijih za posrnulog automobilske giganta iz Detroita, General Motors. Proizvođač automobilske djelova, Delphi, bilježi stope rasta u Kini od 30% godišnje, već 11 godina.

Ovo naravno ne znači da je Kina iznenada postala mjesto u kojem je lako poslovati. Kina i dalje ostaje jedno od najrizičnijih i najkompleksnijih tržišta na svijetu. Inteliktualna svojina se drsko krade, a ugovori se krše bez mnogo posljedica. Korupcija je razuzdana. Propisi se stalno mijenjanju. Žestoka konkurencija od strane domaćih kompanija, koje često imaju pristup jefitnim državnim kreditima, smanjuje profitne stope. Sve ovo primorava kompanije da se stalno mijenjaju i prilagođavaju kako bi ostale ispred konkurencije.

Danas, međutim, upravo veličina Kine koja je ranije privlačila Amerikance, počinje da bude zastrašujuća. Amerikanci počinju da se pitaju da li je "kineska opasnost" zaista stvarna.

### **Problemi u međusobnim odnosima**

U posljednjih 400 godina u svijetu su se dogodila dva velika premještanja centara moći. Prvo premještanje je nastalo kao posljedica razvoja Evrope, koja je u XVII vijeku postala najbogatiji i najambiciozniji dio svijeta. Drugo je bilo rezultat razvoja SAD-a krajem XIX i početkom XX vijeka, kad je SAD postao najmoćnija država na svijetu - odlučujući igrač na svjetskoj ekonomskoj i političkoj sceni. Vjekovima je ostatak svijeta služio kao poligon za sukob interesa velikih Zapadnih sila. Današnji razvoj Kine, zajedno sa razvojem Indije i već značajnim uticajem Japana, mogao bi da predstavlja treće po redu premještanje moći u svijetu.

Velike sile ne nastaju svakog dana. Lista današnjih velika sila (SAD, Velika Britanija, Francuska, Njemačka, Rusija) je ostala skoro nepromijenjena tokom

posljednja dva vijeka. Dolazak nove sile obično stvara tenzije, jer "došljak" pokušava da pronađe svoje mjesto u već uređenom okruženju. Sjetite se samo dolaska na svjetsku scenu početkom XX vijeka Njemačke i Japana, ili propasti Otomanskog carstva.

Razvoj Kine predstavlja veliki izazov SAD-u. Istorijski gledano, kada god je vodeća sila na svijetu bila "izazvana" od strane druge sile koja je u razvoju, dolazilo je do problema. Iako ni jedna ni druga strana nije spremna da to javno prizna, i Kina i SAD su zabrinuti i prave planove u slučaju nevolje. Naravno, ovo ne podrazumijeva da će doći do rata ili čak ni do konflikta, ali je vjerovatno da će postojati određene tenzije između ove dvije zemlje.

Američki zvaničnici često opravdavaju postojanje trgovinskih barijera prema drugim zemljama činjenicom da SAD sprovodi politiku slobodne trgovine, dok ostale zemlje podižu trgovinske barijere i bave se nepoštenim trgovinskim radnjama. Njihova teorija je da bi SAD trebalo da vodi politiku "slobodne, ali poštene trgovine", što znači da bi tržište SAD-a trebalo da bude otvoreno samo za one zemlje koje uklone sve trgovinske barijere. Međutim, činjenice pokazuju da američki zvaničnici često i sami podižu trgovinske barijere, iako to ne žele da priznaju.

U posljednjih 25 godina, SAD je bio svjetski šampion slobodne trgovine. U tom smislu, Vašington je potpisao veliki broj bilateralnih i multilateralnih ugovora. Podržavao je slobodnu međunarodnu trgovinu kroz Opšti sporazum o carinama i trgovini (General Agreement on Tariffs and Trade (GATT)) i njegovog nasljednika, STO. Ali, u posljednje dvije godine, podrška SAD-a slobodnoj trgovini je utihnula. Ovaj pasivni protekcionizam u 2004. godini je zamijenjen aktivni pokušajima da se SAD zaštiti od uvoza kineskih roba i kapitala.

Amerikanci su sve više zabrinuti zbog ekonomskog rasta Kine. Kinezi se optužuju za "krađu" američkih radnih mjesta, namjerno potcjenjivanje vrijednosti nacionalne valute (renminbi<sup>153</sup>), "izvoz" deflacije u druge zemlje putem prodaje svojih roba po neprirodno niskim cijenama, kršenje prava radnika kako bi troškovi ostali niski, kao i nespremnost da se ispoštuju sve obaveze prema STO. Većina ovih optužbi nema mnogo smisla. Ali nerazumijevanje osnovnih činjenica koje su dovele do njih je otvorilo put trgovinskom ratu između SAD-a i Kine. Ukoliko bi eskalirao, ovaj rat bi mogao da učini veliku štetu objema stranama.

---

<sup>153</sup> Renminbi je zvanična valuta u Narodnoj republici Kini. Osnovna jedinica renminbija je juan, pa je to razlog zašto se kineska valuta u žargonu često naziva "juan".

## Demistifikovanje problema

Kao prvo, Kina ne krade američka radna mjesta, niti koristi nepoštene poteze u trgovini kako bi smanjila američku ekonomsku moć. Šta više, skoro 60% kineskog izvoza u SAD je proizvedeno u kompanijama koje su u stranom vlasništvu, od kojih je veliki broj u vlasništvu Amerikanaca. Ove kompanije su preselile svoje proizvodne pogone iz svojih matičnih zemalja u Kinu, kako bi smanjile troškove proizvodnje. Na taj način, one su u poziciji da ponude kupcima svoje proizvode po nižim cijenama, a da svojim akcionarima omoguće više stope prinosa na uloženi kapital. Najveći američki uvoznici iz Kine, kao što su lanac robnih kuća, Wal-Mart, i Hallmark, najveći proizvođač papirnih čestitki na svijetu, imaju moćnu pregovaračku poziciju u odnosu na svoje kineske dobavljače, što prisiljava dobavljače da dodatno snižavaju svoje troškove.

Da bi stekli utisak o kineskoj dominaciji u proizvodnji roba sa niskom cijenom, pogledajmo primjer Wal-Marta. Wal-Mart je kompanija sa najvećim ukupnim prihodom na svijetu (iznosi oko 2% američkog bruto domaćeg proizvoda (BDP)). Zapošljava oko 1,4 miliona ljudi - više nego General Motors, Ford, GE i IBM zajedno! U 2004. godini, Wal-Mart je uvezao robu iz Kine u vrijednosti od 18 milijardi dolara, što ga čini osmim najvećim kineskim trgovinskim partnerom (ispred Australije, Kanade i Rusije). Od ukupno 6.000 Wal-Martovih dobavljača, 5.000 je iz Kine.

Pa koga onda treba "okriviti" za činjenicu da Kina izvozi deflaciju u SAD? Odgovor se sam nameće - američke kupce koji kupuju kinesku robu po izuzetno niskim cijenama, kao i američke uvoznike i njihove akcionare koji stalno zahtijevaju bolje rezultate. Trgovinski rat sa Kinom bi najviše pogodio upravo ove grupe.

Druga od optužbi koje se upućuju na račun Kine, da namjerno potcjenjuje vrijednost nacionalne valute, proizilazi iz nerazumijevanja odnosa dolar - renminbi. Ove optužbe stižu sa svih strana - američkih državnih zvaničnika, menadžera i predstavnika sindikata. Njihova teorija je da potcjenjivanje vrijednosti renminbija, kroz vezivanje za dolar, donosi nepoštenu prednost Kini prilikom izvoza svojih roba u SAD. Ovo je, prema njima, glavni uzrok postojanja američkog trgovinskog deficita sa Kinom, koji je sa 124 milijarde dolara u 2003., porastao na 162 milijarde dolara u 2004. godini (najviši ikada zabilježeni američki trgovinski deficit sa bilo kojom zemljom). Koliko god veliki izgledao u apsolutnom iznosu, trgovinski deficit sa Kinom iznosi svega 1% američkog BDP-a, što je nedovoljno veliko da na bilo koji način utiče na ekonomiju SAD-a. Krajem '90.-ih godina XX vijeka, kada je većina azijskih valuta drastično gubila na vrijednosti zbog finansijske krize koja je vladala u tom regionu, Kina je držala nepromijenjen kurs renminbija. Tada su



ekonomski analitičari hvalili kinesku politiku deviznog kursa, jer je pomogla da se održi stabilnost u regiji koja je bila pogođena krizom. Tada nikome nije smetalo što je ovakav potez Kine značio da su kineski proizvodi u kratkom roku manje konkurentni u odnosu na proizvode iz drugih azijskih zemalja.

Senat je u aprilu 2005. godine izglasao (67 glasova "za" i 33 glasa "protiv") da se u razmatranje uzme predlog senatora iz Njujorka, Charlesa Schumera, i senatora iz Južne Karoline, Lindseyja Grahama, o uvođenju carina na uvoz svih kineskih proizvoda u visini od 27,5% ukoliko Kina do 24. novembra 2005. godine ne izvrši revalvaciju deviznog kursa svoje valute. Glasanje je zakazano za 27. jul, ali su početkom istog mjeseca senatori Schumer i Graham tražili odlaganje glasanja, kako bi se Pekingu dalo još vremena da izvrši revalvaciju. Kineska narodna banka je 21. jula objavila da je prekinula vezanost renminbija za dolar i izvršila revalvaciju u iznosu od 2,1% (na 8,11 juana za jedan dolar). Bio je to kraj vezanosti renminbija za dolar i fiksnog kursa od 8.28 juana za jedan dolar koji je važio punih 11 godina.

Alan Greenspan, predsjednik američkih Federalnih rezervi (Federal Reserve (Fed)) je u svom obraćanju Finansijskom komitetu Senata (Senate Finance Committee), 23. juna 2005. godine, rekao da "nadolazeći protekcionizam može da ugrozi američke napore za smanjivanjem trgovinskog deficita". Greenspan je objasnio da je "globalizacija povećala međunarodnu ekonomsku fleksibilnost i da je omogućila bezbolno rješenje za američki trgovinski deficit", ali je i upozorio da "najavljene protekcionističke inicijative mogu značajno smanjiti fleksibilnost svjetske ekonomije". Dodao je da bi "uvođenje carina na kinesku robu samo rezultiralo uvozom te iste robe iz neke druge zemlje u razvoju, a ne smanjenjem američkog uvoza ili zaštitom radnih mjesta za američke radnike".

Iako Kina ostvaruje rekordan trgovinski suficit u razmjeni sa SAD-om, njen ukupni suficit, prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda (MMF), iznosi svega 25 milijardi dolara u 2004. godini. Drugim riječima, Kina ima trgovinski deficit sa ostatkom svijeta. MMF u svom izvještaju od 18. novembra 2004. godine kategorično odbija tvrdnje da Kina vještački održava potcijenjen kurs svoje valute, navodeći da "nema jasnih dokaza da je renminbi značajno potcijenjen."

Jasno je, dakle, da vrijednost renminbija nije razlog postojanja američkog trgovinskog deficita. On postoji još od 1975. godine i rezultat je dugoročnih trendova u razvoju svjetske trgovine i strukture američke ekonomije. I druge zemlje u svijetu imaju vezan devizni kurs svoje valute za dolar ili čak "dolarizovanu" ekonomiju, pa ih niko ne pominje kao nepoštenu konkurenciju. Rezultati istraživanja Američkog državnog trezora (U.S. Treasury) su pokazali da Kina nije manipulirala vrijednošću svoje valute kako bi stekla nepoštenu prednost u trgovini sa SAD-om. Interesantno je napomenuti da je objavljivanje rezultata ovog istraživanja čekalo na

završetak američkih predsjedničkih izbora održanih u novembru 2004. godine. Šta više, tvrdnje da Peking izvozi deflaciju, bi se mogle protumačiti gledano iz druge perspektive - Kina uvozi inflaciju. Cijene sirovina koje Kina uvozi su drastično porasle u posljednje vrijeme. To potvrđuje i rast vrijednosti indeksa berzanskih cijena šest metala (aluminijum, bakar, olovo, nikal, kalaj i cink), koji je formirao časopis "The Economist", koji je u novembru 2005. godine dostigao najveću vrijednost u posljednjih 17 godina.

Kineska zamjenica premijera, Wu Yi, je izjavila: "SAD imaju trgovinski deficit sa Kinom i ja potpuno razumijem zabrinutost američke strane. Vjerujem da je ključ rješavanja problema u povećanju američkog izvoza u Kinu, a ne u smanjenju uvoza iz Kine. Wu je pozvala SAD da ukinu kontrolu izvoza američkih proizvoda u Kinu, jer je trenutno izvoz nekih vrsta opreme visoke tehnologije zabranjen.

Određene grupe Amerikanaca, prvenstveno neokonzervativci i zvaničnici Pentagona, sve češće govore o rastućoj vojnoj opasnosti od Kine. Istina je da Kina povećava svoju vojsku, i da se vojni budžet povećava po stopi od 10% godišnje. Međutim, taj budžet je i dalje daleko od iznosa koji na raspolaganju ima Pentagon. Vojni budžet Kine iznosi nepunih 10% godišnje potrošnje Pentagona.

Vrijednost kineskog uvoza je porasla 40% u 2003. godini, a dodatnih 36% u 2004. godini. Uvoz je, dakle, rastao brže od izvoza. Prema podacima STO, Kina je danas treći najveći uvoznik na svijetu (poslije SAD-a i Njemačke). "Kina prodaje, ali ona takođe i kupuje.", rekao je na Istočnoazijskom samitu Robert Zoellick, zamjenik državnog sekretara SAD-a. Kinin povećani "apetit" za uvozom uključuje i veliki broj američkih proizvoda - od pšenice, soje i sirovog pamuka, do plastike, poluprovodnika i industrijskih mašina. Od 2000. godine, američki izvoz u Kinu je udvostručen i iznosi 35 milijardi dolara. U istom periodu, američki izvoz u ostatak svijeta je porastao bijednih 2%.

Američka opsjednutost svojim trgovinskim deficitom sa Kinom potpuno promašuje suštinu trgovine. Amerikanci imaju koristi od uvoza iz Kine, isto kao što imaju koristi od izvoza u Kinu. SAD uvozi toliko mnogo roba iz Kine iz razloga što su zaposleni u Kini fantastični u proizvodnji roba široke potrošnje koje imaju nisku cijenu. S druge strane, SAD je najveće svjetsko potrošačko tržište. Dolari koje Kinezi zarade prodajom roba na američkom tržištu se ne čuvaju u slamaricama. Oni se vraćaju u SAD - ili da se njima kupuju robe iz američkog izvoza, ili da se investiraju u američke državne obveznice, što omogućava da kamatne stope u SAD-u budu niže nego što bi bile bez kineskih investicija.

Opterećivanje kineskih roba visokim uvoznim carinama bi nanijelo štetu obostrano korisnim ekonomskim odnosima Kine i SAD-a. Otežalo bi američkim kompanijama

pristup jednom od, danas, malog broja rastućih tržišta za izvoz. Nametnulo bi desetinama miliona američkih porodica dodatni trošak kupovine osnovnih proizvoda kao što su odjeća, obuća i potrošačka elektronika.

Izvještaj koji je napravilo udruženje Potrošači za svjetsku trgovinu (Consumers for World Trade) je kvantifikovalo uticaj trgovinskih barijera na američke porodice. Zaključak je da je cijena protekcionizma visoka i da najviše pogađa one građane sa najmanjim dohotkom. Ukupno gledano, carine i kvote povećavaju cijenu svih roba u SAD-u za oko 6%. Ali pošto porodice sa malom kupovnom moći više kupuju proizvode koji su opterećeni uvoznim ograničenjima, one plaćaju više. Istraživanje je pokazalo da nacionalne manjine plaćaju 6,9% višu cijenu od prosjeka, a da porodice sa jednim roditeljem plaćaju 7,5% više. Svaka američka porodica bi, prema ovom istraživanju, dobila 238 dolara godišnje kada bi se sve uvozne restrikcije ukinule.

Dodatan problem sa protekcioniškom politikom je što izaziva odmazdu. Dan nakon što je SAD donio odluku o uvođenju kvota na uvoz kineskog tekstila, Kina je otkazala trgovinsku misiju u SAD koja bi vjerovatno kao rezultat imala nekoliko milijardi dolara u narudžbama američkih proizvoda. Kina je signalizirala svoju želju da poveća uvoz iz SAD-a, u prvom redu Boeingovih aviona (već je najavila kupovinu 42 nova Boeingova 787 Dreamliner aviona), avionskih motora koje proizvodi GE, telekomunikacione opreme, opreme za hemijsku industriju... Ove narudžbe bi stvorile nova radna mjesta u američkoj ekonomiji.

Bušova administracija se pokazala kao prilično loša u pogledu trgovinske politike. Uvođenje carina na uvoz čelika u martu 2002. godine se pokazalo kao potpuni promašaj. Rezultat je bio više izgubljenih radnih mjesta u industrijama koje koriste čelik, nego što je radnih mjesta "spašeno" u industriji proizvodnje čelika. Nespremnost Vašingtona da se otvori slobodnom uvozu poljoprivrednih proizvoda je uništio san predsjednika Buša o stvaranju Slobodne trgovinske zone Amerika (Free Trade Area of the Americas). Neki analitičari idu čak dotle da ističu da je ovo, u pogledu trgovine, najlošija administracija još od predsjednika Herberta Hoovera, koji je potpisivanjem rekordno visokih Smoot-Hawley carina u junu 1930. godine doprinio katastrofalnim posljedicama Velike depresije.

### **Naftne igre**

Američki Kongres je 30. juna 2005. godine izglasao rezoluciju (398 glasova "za" i 15 glasova "protiv") kojom se od Bušove administracije traži da blokira pokušaj kupovine kalifornijske naftne kompanije Unocal Corporation od strane kineske kompanije China National Offshore Oil Corporation (CNOOC), koja je 70% u vlasništvu države. CNOOC je ponudio 18,5 milijardi dolara za kupovinu Unocala,

koji je deveti najveći proizvođač nafte i gasa u SAD-u. Kupovina je opisana kao "opasnost za nacionalnu bezbjednost SAD-a", iako Unocal posjeduje svega 1% američkih rezervi nafte, a učestvuje sa svega 0,23% u svjetskoj proizvodnji nafte. Ova rezolucija je sve u svijetu podsjetila na 1988. godinu, kada je u SAD-u usvojen zakon kojim se Vladi omogućava da blokira prodaju američkih nekretnina Japancima. Svojom akcijom Kongres je direktno prekršio osnovna prava akcionara Unocala i onemogućio im da maksimiziraju prinos na svoju investiciju, kroz prihvatanje CNOOC-ove ponude koja je bila superiorna (ponuda američkog naftnog giganta, Chevrona, je iznosila svega 17 milijardi dolara). Očigledno da je CNOOC shvatio poruku, pa je ubrzo povukao svoju ponudu.

Način na koji je SAD onemogućio sklapanje ovog posla je poslao loš signal u svijet. Izgledalo je kao da Amerikanci ne mogu da podnesu ekonomski rast Kine i da žele da ga spriječe. Godinama je SAD nagovarao zemlje širom svijeta (u prvom redu Kinu i Rusiju) da "otvore" svoje energetske sektore za strane investicije. Kada god bi protekcionisti iz drugih zemalja željeli da odbiju neku stranu ponudu za kupovinu svoje energetske kompanije, uvijek su navodili zabrinutost oko nacionalne bezbjednosti. Sada su Amerikanci uradili istu stvar i dali drugim državama savršen izgovor za slične situacije u budućnosti.

### **Zapleteni u tekstil**

Kvota na uvoz tekstila u SAD su prvo uvedene na proizvode iz Japana, neposredno nakon završetka II svjetskog rata. To je rezultiralo seljenjem proizvodnih pogona u Hong Kong. Nakon što je SAD uveo kvote na uvoz tekstilnih proizvoda iz Hong Konga, proizvodni pogoni su se preselili u druge zemlje, kao što su Filipini i Šri Lanka. Vremenom se povećavao broj zemalja i broj proizvoda koji su bili obuhvaćeni ovim ograničenjima.

Pod političkim pritiskom razvijenih zemalja, sva ova ograničenja su 1974. godine narasla u mamutski protekcionistički program, poznat pod nazivom Multi-Fiber Agreement (MFA), koji je ograničio uvoz tekstilnih proizvoda iz zemalja u razvoju u SAD, Kanadu i većinu razvijenih evropskih zemalja. Iako je bio zamišljen kao privremena mjera koja je trebala da da još malo vremena kompanijama iz razvijenih zemalja da se prilagode novoj globalnoj konkurenciji, djelovanje MFA je stalno produžavano. Ovaj sistem je jedinstven u svijetu proizvodnje i trgovine. Brojčana ograničenja na uvoz su postavljena za različite vrste proizvoda. Tako je, recimo, SAD mogao da uveze neograničen broj bicikala, jo-joa i kompjuterskih čipova sa Filipina, ali najviše 4.198.176 pamučnih majici. Slične restrikcije su se odnosile na 54 druge zemlje.

Ovaj potez je bio u potpunoj suprotnosti sa tadašnjim tokovima u svjetskoj ekonomiji. MFA je ograničio mogućnosti za razvoj nerazvijenih država, povećavao izdatke na odjevne predmete kupcima u razvijenim zemljama i, naravno, povećao profit tekstilnim magnatima iz razvijenih zemalja. Prema nekim studijama, protekcionističke mjere u tekstilnoj industriji SAD-a koštaju između sedam i 12 milijardi dolara godišnje, što kao posljedicu ima porez na odjevne predmete u visini od 48%.

Kvota ne samo da nisu uspjele da zadrže proizvodne pogone u razvijenim zemljama, već su čak ubrzale globalizaciju tekstilne industrije. Kvota na uvoz pamuka su samo natjerale proizvođače da počnu da koriste vještačke materijale, poput poliestera. Kada su kvote uvedene i na uvoz vještačkih materijala, nerazvijene zemlje su počele da koriste materijale poput ramije i lana. Kada god bi neka "uvozna rupa" bila začepljena novim propisom o kvotama (na uvoz pamučnih čarapa iz Kine ili svilenih kravata sa Tajlanda), rezultat nije bio više radnih mjesta u razvijenim zemljama. "Zaštitom" proizvođača u razvijenim zemljama, oni su postajali još manje konkurentni, jer je njihov izbor uvoznih materijala bio ograničen.

Zahtjevi zemalja u razvoju za ukidanjem MFA su konačno uslišeni 1994. godine, nakon velikog broja dugih i kompleksnih pregovora tokom '80.-ih i '90.-ih godina XX vijeka, i uspješnog okončanja "urugvajске runde" pregovora. Osnivanjem STO, dogovoreno je da će se svjetski sistem kvota ukinuti u roku od 10 godina.

Svjetska tekstilna industrija danas ostvaruje ukupan godišnji prihod od 400 milijardi dolara. Kina je najveći svjetski proizvođač odjevnih predmeta, sa tržišnim učešćem od 28%. Nakon što je svjetski sistem kvota istekao 1. januara 2005. godine, ukupni uvoz odjeće iz Kine u SAD je drastično porastao (54%). Uvoz nekih vrsta odjeće iz Kine je "eksplozirao" - uvoz pamučnih majica je porastao 1.250% od početka 2005. godine, pamučnih pantalona 1.500%, a donjeg veša 300%. Bitno je napomenuti da, u posljednjih nekoliko godina, uvoz tekstilnih proizvoda u SAD raste sporije nego ukupni uvoz roba. Četiri grupe američkih proizvođača odjevnih predmeta, koje predvodi tekstilni magnat iz Južne Karoline, Roger Milliken (član je Republikanske partije), navode podatak da je zbog toga 19 fabrika u SAD-u zatvoreno i da je posao izgubilo 26.000 ljudi. Uprkos tome što su imali 10 godina da se pripreme za istek sistema uvoznih kvota, 72% američkih tekstilnih kompanija je lobiralo za dodatnu zaštitu, a 38% kompanija je izjavilo da nijesu spremni za nova pravila poslovanja.

Zvanični Vašington je brzo odgovorio na zahtjeve tekstilne industrije - već u maju iste godine. Uveo je kvote na uvoz devet kategorija odjevnih predmeta iz Kine, kojima se ograničava godišnji rast uvoza ovih roba na 7,5%. Najavljeno je da će kvote biti na snazi do 2008. godine, kada ističu sve mogućnosti za postojanje kvota.

Uvođenje ovih kvota je bilo moguće zahvaljujući klauzuli iz ugovora iz 1999. godine na koji je Kina pristala prilikom učlanjenja u STO.

I proizvođači iz drugih zemalja, koji su uživali prednosti zbog svjetskog sistema kvota, su se požalili na konkurenciju iz Kine. Bangladeš, Kambodža, Šri Lanka i Vijetnam su upozorili da njihove proizvođači gube tržišnu utakmicu. Međutim, proizvođači iz drugih zemalja su očigledno bili bolje pripremljeni na nova pravila igre. Kompanije iz Indonezije, Filipina i Indije bilježe dobre poslovne rezultate.

Kineske dnevne novine, "China Daily", su pisale: "Trgovinski protekcionizam je naneo visoke troškove kineskim proizvođačima tekstila. Protekcionizam je situacija u međunarodnoj trgovini u kojoj obje strane gube, dok se globalni naponi da se izgradi sistem slobodne trgovine podrivaju."

Procjenjuje se da će protekcionističke mjere imati zanemarljiv uticaj na "spašavanje" američkih radnih mjesta. Njihov efekat će prvenstveno osjetiti nekoliko poslovnih ljudi koji su članovi Republikanske partije, na način što će njihove tekstilne kompanije biti zaštićene od međunarodne konkurencije. Uvedene kvote, s druge strane, negativno utiču na američke proizvođače pamuka. Kina je najveći uvoznik pamuka na svijetu, a SAD obezbjeđuju 60% ukupnog kineskog uvoza. Ova ograničenja će najviše pogoditi najsiromašnije slojeve stanovništva, jer će natjerati Amerikance da troše više novca na garderobu. Još jedan primjer koliko su ovakve mjere apsurdne, je da se jedna od restrikcija odnosi na uvoz brushaltera. Koliko to ima smisla, dovoljno govori činjenica da u SAD-u ne postoji ni jedan proizvođač brushaltera. Ugledne američke dnevne ekonomske novine, Wall Street Journal, su u tekstu pod naslovom "Veliki rat brushaltera" naveli da je "Bijela kuća navela iste argumente za uvođenje kvota kao i u slučaju uvođenja carina na čelik".

Četiri kongresmena su 21. juna 2005. godine predložili zakon koji bi uveo visoke carine na uvoz kineskih roba, zbog nepoštene prednosti koje Kinezi imaju zahvaljujući manipulaciji kursa renminbija. Iz tog razloga, prema ovim kongresmenima, SAD imaju rekordni trgovinski deficit.

U činjenici da je Kina vezala kurs svoje nacionalne valute za kurs dolara se ne može tražiti krivac za probleme koje u posljednjih par godina ima sektor proizvodnje u SAD-u. Podaci pokazuju da je ukupna američka proizvodnja porasla za 45% od 1994. godine kada je Kina vezala kurs renminbija za dolar. Očigledno je, dakle, da ukupan broj zaposlenih u proizvodnom sektoru u SAD-u nije opao zbog toga što je proizvodnja smanjena, već zbog toga što je produktivnost američkih radnika, najviše zahvaljujući razvoju tehnologije, danas mnogo veća. Tekstilna industrija u SAD-u smanjuje broj zaposlenih već decenijama - mnogo prije nego što je Kina postala globalni igrač. Ova industrija je neposredno nakon II svjetskog rata zapošljavala 2,5

miliona ljudi, dok danas zapošljava oko 600.000 ljudi. Slična situacija vlada i u tekstilnim industrijama drugih zemalja.

Došlo je vrijeme da Bušova administracija prekine pupčanu vrpcu američkoj tekstilnoj industriji, koja jednostavno ne želi da se upusti u međunarodnu konkurenciju.

### **Zaključak**

Neke industrije u razvijenim zemljama su danas u lošijem položaju nego što su bile prije nekoliko decenija. To je rezultat veće globalne konkurencije i slobodne trgovine, a ne nepoštenih akcija. Razvoj Kine više nije predviđanje - to je činjenica. On donosi velike mogućnosti, ali i izazove za čitav svijet. Ali, nije Kina jedina zemlja koja ulazi na svjetsko tržište sa samopouzdanjem i potrebnim vještinama. Isto rade i Indija, Brazil, Južnoafrička republika, Tajland i druge zemlje... Rješenje za razvijene zemlje nije da se "isključuje" iz nove stvarnosti. "Pokazivanje prstom" može samo da prikrije problem, ali ne i da ga riješi. Carine i kvote nijesu način da se prosperira u globalnoj ekonomiji. Protekcionizam je loš izbor. To je rješenje iz XX vijeka za izazove XXI vijeka. Protekcionizam dovodi do povećanja cijene roba, većih troškova i smanjenja broja radnih mjesta u drugim industrijama, odmazde od strane trgovinskih partnera, smanjenja podsticaja za razvoj novih tehnologija... Istorijski gledano, sve zemlje koje su pokušale da podignu "zidove" koji bih ih zaštitili od ostatka svijeta su stagnirale. One druge, koje su otvoreno prihatile promjene, su prosperirale. Kina je jednostavno najveći dio Novog svijeta. Ne možete je tek tako "isključiti".

Međunarodna trgovina nije rat ili takmičenje između država. Trgovina je serija dobrovoljnih razmjena roba i usluga između pojedinaca i kompanija, u kojoj obje strane ostvaruju korist. Svaka barijera koja stoji na putu ovoj razmjeni će vjerovatno smanjiti životni standard građana. Vlada nema potrebe da interveniše u tržišnoj utakmici između kompanija. Njen zadatak nije da omogući jednoj strani da pobijedi. Posebno ne na uštrb građana. Cilj trgovinske politike bi trebalo da bude isključenje vlade (i domaće i strane) iz međunarodne razmjene roba i usluga. Oduzimanjem moći političarima, trgovina bi se depolitizovala, a najveći dobitnici bi bili građani obje države. Vlada SAD-a bi trebalo da prestane da optužuje druge zemlje, sve dok ne ukine sopstvene barijere trgovini. Kao što poslovica kaže: "Ljudi koji žive u staklenim kućama ne bi trebalo da bacaju kamenje".

Kao najveća razvijena ekonomija na svijetu i najveća ekonomija u razvoju, SAD i Kina imaju mnogo zajedničkih interesa u daljem razvoju međusobne trgovine i investicija koje bi omogućile restrukturiranje ekonomija ove dvije zemlje.

Politizacija ekonomskih odnosa između Vašingtona i Pekinga predstavlja ozbiljnu prijetnju ekonomskom razvoju obje zemlje. Populistički pozivi za uvođenje protekcionističkih mjera, ne samo da bi nanijeli štetu potrošačima, koji bi u suprotnom osjetili koristi od nižih cijena roba na slobodnom tržištu, već bi usporili industrijsku modernizaciju i reformu. Umjesto da SAD ograničavaju i blokiraju uvoz iz Kine, bilo bi bolje da nauče nešto iz kineskog iskustva mudrog investiranja i pametnog upravljanja u današnjoj globalizovanoj ekonomiji u kojoj vlada kreativna destrukcija.

Trgovinski rat između Kine i SAD-a je malo vjerovatan. Izvjesno je da će doći do "mekog" rata, tihe borbe za moć i uticaj širom svijeta. SAD i Kina će biti prijatelji jednog dana, a rivali drugog, u jednoj oblasti će sarađivati, a u drugoj će se takmičiti. Dobrodošli u XXI vijek!

## Literatura

1. Anderson, Stuart. "Unclean Hands: America's Protectionist Policies." *Freedom to Trade: Refuting the New Protectionism*, Cato Institute, 1997.
2. Crawford, Krysten. "Beware of (fixing) the China problem." *CNN/Money*, June 24, 2005.
3. Gilboy, George J. "The Myth Behind China's Miracle." *Foreign Affairs*, July/August 2004.
4. Gresser, Edward. "Tangled Threads of Protectionism – Part II." *YaleGlobal*, 5 May 2005.
5. Griswold, Daniel T. "Protectionism No Fix for China's Currency." *Cato Daily Dispatch*, June 25, 2005.
6. Griswold, Dan "The U.S. Trade Deficit and Jobs: The Real Story." *Free Trade Bulletin No. 3*, February, 2003.
7. Hudgins, Edward L. "The Fundamental Freedom to Trade." *Freedom to Trade: Refuting the New Protectionism*, Cato Institute, 1997.
8. Hughes, Neil C. "A Trade War with China?" *Foreign Affairs*, July/August 2005.
9. Mankju, Gregori N. *Principi ekonomije*, 3. izdanje Beograd, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, 2005.
10. Mekay, Emad. "Open up to us, US urges China." *AsiaTimes*, Oct 26, 2005.
11. O'Driscoll, Gerald P. Jr., Lee Hoskins "China: Just Say No to Monetary Protectionism." *Free Trade Bulletin No. 6*, January 15, 2004.
12. Rivoli, Pietra. "Tangled Threads of Protectionism – Part I." *YaleGlobal*, 3 May 2005.
13. Roach, Stephen. "The Drumbeat of Protectionism." *Morgan Stanley Global Economic Forum*, April 08, 2005.
14. Roberts, Dexter, Michael Arndt, Pete Engardio "It's Getting Hotter In The East."



- BusinessWeek*, August 22, 2005.
15. Samuelson, Paul A., William D. Nordhaus. *Ekonomija*, 15. izdanje Zagreb, MATE d.o.o., 2000.
  16. Samuelson, Robert J. "A Trade Tightrope With China." *Newsweek*, *Web-Exclusive Commentary*, May 8, 2005.
  17. Taylor, Jerry. "CNOOC Bid for Unocal No Threat to Energy Security." *Free Trade Bulletin No. 19*, July 19, 2005.
  18. Vukotić, Veselin. *Makroekonomski računi i modeli*. Podgorica, CID, 2001.
  19. Vukotić, Veselin. *Psihofilozofija biznisa - dijalogom kroz naš mentalitet*. Podgorica, CID, 2003.
  20. Zakaria, Fareed. "Mishandling the China Challenge." *Newsweek*, August 15, 2005.

**Goran Jovetić\***

## **Razvoj Slobodnih zona u Crnoj Gori – u kontekstu novog Zakona**

### **Abstract**

Records have shown a great expansion of free zones in the world, particularly during the last two decades. Free zones are of great importance for domicile countries, and it has been indisputably proved that free zones make significant contribution to the development of domestic economy, whether through investing or co-investing with foreign partners in the free zones, or through connecting domestic economy with foreign companies operating in those areas.

This work is aimed at concise comprising and identifying the most important aspects of free zones in the world and in our country, as well as at providing conceptual model framework for the future development of free zones in Montenegro.

**Key words:** *Free Zones, The Law on Free Zones, Advantages of free zones*

### **Uvod**

Riječ zona podrazumijeva određeno područje, prostor sa posebnim režimom upravljanja, te posebnim uslovima rada, kretanja i boravka. Ako se radi o carinskoj zoni ona podrazumijeva posebne mjere carinskog nadzora i postupka u zoni, dok slobodna zona najčešće označava zonu sa posebnim uslovima privredjivanja( bez plaćanja: carina, poreza i drugih dažbina), a može imati i drugo značenje vezano za političke i druge ciljeve.

Često se stavlja znak jednakosti između carinskih zona i slobodnih zona, međutim između njih postoji razlika. Osnovna razlika između carinskih zona i slobodnih zona je u tome što carinske zone omogućavaju bolju i efikasniju manipulaciju robom do momenta dok ona ne napusti carinsku zonu kada se ona carini, tako da nema carinskih., poreskih ili nekih drugih olakšica.

U slobodnim zonama , međutim važi posebni režim poslovanja, koji karakteriše brojne poreske i druge olakšice, kao i slobodan odnos tih zona prema inostranstvu. U

---

\* Ministarstvo za ekonomske odnose sa inostranstvom i evropske integracije R. Crne Gore

svijetu se često koristi termin slobodna carinska zona u kojima se pod povoljnim uslovima odvija industrijska proizvodnja, skladištenje robe i dr.

### **Pojam i prednosti slobodnih zona**

Razvoju carinskih i slobodnih zona predhodila je pojava slobodnih luka, koje su se osnivale sa ciljem da ubrzaju robne tokove u velikim lukama uz što veće korišćenje saobraćajnih i skladišnih kapaciteta. U posljednje vrijeme sve je više intencija da se razviju zone s ciljem da se u njima poveća proizvodnja robe i usluga namijenjenih izvozu, omogući veće zapošljavanje radne snage, poveća prisustvo savremenih tehnologija i dr. Ovaj trend posebno je karakterističan za zemlje u razvoju i manje razvijene zemlje. U razvijenim zemljama, koje su većinom članice raznih međunarodnih regionalnih trgovinskih udruženja, preovladavaju carinske zone jer one u njima unapređuju korišćenje skladišta, saobraćajnih i drugih kapaciteta.

Slobodne zone u svijetu organizovane su gotovo u svim većim regionima, tako da podrazumijevaju veoma bitne tačke povezivanja velikog broja međunarodnih, pomorskih, kopnenih i vazdušnih ruta. Poznate su zone u Aziji, poput onih u Kini, posebno na obalnom području( Šangaj., Hong Kong. i dr.), Singapuru, Maleziji, Filipinima i dr. Zatim na Srednjem Istoku ( Arapski Emirati), mada ih ima u mnogim drugim oblastima Azije poput onih u Indiji i drugim zemljama.

Danas, u neposrednom okruženju , razvio se veliki broj slobodnih zona, kao npr. u Slovenij ( Kopar, Maribor) , Hrvatskoj ( Krapinsko-zagorska slobodna zona, Slobodna zona Kukuljanovo, Rijeka; Slobodna zona Osijek, Slobodna zona Podi, Šibenik; Slobodna zona luke Rijeka, Slobodna zona Zagreb, Slobodna zona Obrovac, Slobodna zona Split, Slobodna zona Ploče, Slobodna zona Pula.)

Kada se govori o slobodnoj zoni polazi se od teritorije, odnosno uže lokacije gdje se ona može osnovati. Po modelu slobodna zona može se osnovati u području morske luke, aerodroma, uz međunarodni prometni put i drugdje, gdje postoje uslovi za to. Kod nas slobodna zona može se osnovati na svim ovim lokacijama uz saglasnost Vlade RCG, rješenja Uprave carina i upotrebne dozvole.

Osnivači mogu biti jedno ili više domaćih ili stranih pravnih i fizičkih lica, a korisnici domaća i strana pravna lica, koji sklapaju ugovor o obavljanju privredne djelatnosti( proizvodnja i dorada robe, trgovina na veliko, posredovanje u trgovini, bankarski poslovi, pružanje usluga, usluge osiguranja i reosiguranja i dr. ), ali je zabranjena trgovina na malo, osim za potrebe korisnika u okviru slobodne zone, jer bi u protivnom bilo narušeno ostalo carinsko područje.

Pored toga, Slobodne zone imaju i niz prednosti, kao npr:

- Korisnicima je dozvoljeno da prodaju, vrše lizing ili transfer bilo kojeg proizvoda, artikla, predmeta, robe ili usluga u slobodnoj zoni ili van Republike Crne Gore prema stranim partnerima ili stranim fizičkim licima. Odustajanje od posla reguliše se takođe u skladu sa ugovorom o poslovanju u slobodnoj zoni. U Slobodnoj zoni mogu se instalirati kapaciteti za razne privredne aktivnosti vezane za proizvodnju, izradu, pakovanje, za usluge skladištenja i dr.
- U slobodnoj zoni korisnici mogu da zakupljuju raspoloživi poslovni prostor (otvoreni i zatvoreni), uređeni, djelimično uređeni ili neuređeni, koji je u vlasništvu slobodne zone (osnivača).
- Poreske, carinske i druge olakšice u periodu važenja Zakona o slobodnim zonama. Korisnik i operater ne plaćaju porez na dobit pravnih lica.
- Mnoge su druge povoljnosti koje korisnik može imati poslovanjem u slobodnoj zoni poput toga da nije potrebna posebna uvozna ili izvozna dozvola za bilo koji uvoz ili izvoz.
- Korisnici mogu da koriste mnoge usluge po povoljnim cijenama u odnosu na šire okruženje, poput: zakupa poslovnog prostora, snadbijevanje strujom i vodom, povoljne nadnice, konkurentne plate, povoljni telekomunikacioni troškovi, satelitska komunikacija, kao i povoljne pomorske, drumske i vazdušne komunikacije.

Nakon prednosti, svakako treba istaći i osnovne elemente modela slobodne zone.

Osnovni elementi modela slobodne zone su: prostor, osnivači, korisnici, privredne djelatnosti, porezi, carine, protok robe i režim poslovanja.

- Prostor modela slobodna zona je posebno označen i ograđen fizički prostor.
- Osnivači slobodnih zona su domaća i strana pravna i fizička lica..
- Korisnici modela slobodne zone su domaća i inostrana pravna lica koja su registrovana u Crnoj Gori za obavljanje zakonom dozvoljenih djelatnosti isključivo u slobodnoj zoni.
- Privredna djelatnost u modelu slobodna zona odnose se na proizvodnju, sklapanje, sastavljanje, lagerovanje, trgovina na veliko, pružanje raznih usluga( bankarsko-finansijskih za potrebe korisnika u slobodnoj zoni, usluge osiguranja i reosiguranja i dr.)
- Protok robe prema modelu u slobodnoj zoni i sa slobodnom zonom obuhvata protok sirovina, materijala, poluproizvoda, proizvoda, trgovačke i druge robe koji se odvija između slobodne zone i inostranstva s jedne strane i Crne Gore s druge strane.
- Režim kretanja robe i obavljanje privrednih djelatnosti u modelu slobodne zone je regulisan posebnim propisom koji se razlikuje od ostalog carinskog područja Crne Gore, odnosno spoljnotrgovinskog prometa Crne Gore.

- Struktura je transparentna jer se jasno razlikuju osnivači preduzeća slobodne zone i njena uprava.
- Korisnici su domaća i strana pravna lica koja su zasnovala svoj biznis u slobodnoj zoni i koja su za to registrovana kod privrednog suda u Crnoj Gori.

### **Razvoj slobodnih zona u Crnoj Gori**

Projekat Slobodne zone datira još od početka 20. vijeka, iz vremena Knjaževine Crne Gore. Naime, daleke 1909.godine Ministar finansija Knjaževе Vlade donio je „Pravilnik za eksploataciju slobodne Barske luke i njoj pridodate slobodne zone“, na osnovu ugovora koji je Vlada sklopila sa Barskom društvom, kao operator Luke i Zone.

Nakon toga, još dok je bila u sastavu bivše SFRJ, Republika Crna Gora je prepoznala značaj osnivanja slobodnih zona (tada slobodnih carinskih zona), otpočinjući pripreme aktivnosti za osnivanje Slobodne carinske zone, formiranjem RO „Centar za privredni razvoj Bara“. Ove aktivnosti vodjene su u periodu 1985.-1987. godine. Januara 1987. godine formirana je RO u osnivanju „Carinska zona Bar“. Zonu je osnovalo 20 preduzeća iz Crne Gore i Srbije. Januara 1990. godine RO se preregistrovala u DP „Slobodna carinska zona“ Bar. Novembra 1994. godine Savezna Vlada donijela je Rješenje o formiranju „Slobodne zone Bar“. U novembru 1998. godine, pokrenute su aktivnosti na reviziji i ažuriranju projekta Slobodne zone u Baru, nakon kojih je, u aprilu mjesecu 2000. godine, Vlada RCG dala saglasnost za osnivanje Slobodne zone Luka Bar („Sl. list RCG“, br 26/2000). „Slobodna zona Luka Bar“ je po osnovu navedene saglasnosti podnijela zahtjev za izdavanje odobrenja za početak rada, Upravi carina Crne Gore. Uprava carina CG je privremenim rješenjem odobrila početak rada Slobodnoj zoni Luka Bar u martu 2004. godine ( uz obavez u ispunjenja dijela zakonom predviđenih uslova, neophodnih za početak rada slobodne zone).

U martu, 2000. godine, u skladu sa novim Elaboratom o ekonomskoj opravdanosti osnivanja Slobodne zone Luka Bar, AD „Luka Bar“ je dobila saglasnost za osnivanje Slobodne zone na cijelom svom području bivšeg preduzeća „Slobodna carinska zona“, koje je pritom pripojeno Luci, u skladu sa posebnim programom privatizacije.

Gotovo vijek poslije prve inicijative za osnivanje Slobodne zone, Republika Crna Gora donosi Zakon o slobodnim zonama. Zakon o slobodnim zonama stupio je na snagu 18. juna 2004. godine („Sl. list RCG“ br. 42/04), a nakon toga i odgovarajuća podzakonska akta, neophodna za njegovu primjenu: Odluka o sadržini Elaborata o ekonomskoj opravdanosti za osnivanje slobodnih zona i slobodnih skladišta („Sl. list

RCG“ br. 53/04), Odluka o sadržini Izvještaja o radu Slobodne zone i slobodnog skladišta („Sl. list RCG“, br. 53/04) i Pravilnik o načinu vođenja evidencije akata o osnivanju slobodnih zona i slobodnih skladišta kao i ugovora osnivača („Sl. list RCG“, br. 76/04).

Slobodna zona Luka Bar je u ovom trenutku jedina slobodna zona koja je dobila saglasnost za osivanje slobodne zone i dozvolu za rad<sup>154</sup>

## **O Zakonu o Slobodnim zonama**

Zakonom o Slobodnim zonama uređena su pitanja osnivanja slobodnih zona i skladišta, upravljanje i uslovi za obavljanje privrednih djelatnosti, kao i pitanja njihovog prestanka.

Uvidom u tekst zakona, cjelinu i pojedinačne odredbe, može se zaključiti da se radi o zakonu koji je jasan, pregledan, koncizan, koji prati savremena kretanja u ovoj materiji i koji afirmiše osnivanje slobodnih zona u Crnoj Gori i garantuje im nesmetan rad.

Zakon o slobodnim zonama definisao je jedan od modaliteta stimulisanja ulaganja stranog kapitala u Crnu Goru i podsticanja stranih investicija, kroz posebni pravni i ekonomski režim koji se primjenjuje na poslovanje preduzeća registrovanih za obavljanje privredne djelatnosti na prostoru slobodne zone. Međunarodna iskustva u oblasti osnivanja slobodnih zona od pedesetih godina dvadesetog vijeka u Irskoj npr., pa do danas, ukazuju na pozitivne efekte na zemlje domaćine. Stoga se realno može očekivati da će se i u Crnoj Gori primjenom ovog Zakona povećati izvoz, izvršiti transfer moderne tehnologije od strane stranih investitora, povećati zaposlenost lokalnog stanovništva i uposlenost kapaciteta, razviti crnogorsko tržište i stvoriti uslovi da Crna Gora bude aktivni učesnik na međunarodnom tržištu.

Zakon o slobodnim zonama, sa svojih 43. člana, u cjelini obuhvata složenu problematiku osnivanja i rada slobodnih zona. Tekst je pravno-tehnički dobro urađen (dobra strana je što svaki član sadrži najčešće samo po jednu rečenicu i što ima veoma malo pozivanja na druge članove). Zakon je podijeljen u sedam cjelina i to: osnovne odredbe, osnivanje i početak rade zone i skladišta, upravljanje zonom i skladištem., posebni uslovi poslovanja u zoni i skladištu, prestanak rada zone i skladišta, kaznene odredbe i prelazne i završne odredbe.

---

<sup>154</sup> Rješenjem Uprave Carina Crne Gore od 18.04. 2005. konstatovano je ispunjene uslova, čime je odobren početak rada Slobodnoj zoni Luka Bar

Slobodne zone su definisane kao dio carinskog prostora Republike Crne Gore na kom se primjenjuje poseban režim privredne eksteritorijalnosti, tj. U kom se obavljau privredne djelatnosti pod posebnim uslovima koje predviđa ovaj zakon. Izričito se predviđa obaveza fizičke odvojenosti ovih zona, uz njihovo vidno obilježavanje i stvaranje uslova za rad Carinske službe.

Shodno međunarodno-privrednoj teoriji i praksi, Zakonom je data mogućnost da se u slobodnoj zoni mogu obavljati privredne djelatnosti, koje podrazumjevaju sve vrste proizvodnje, doradu, oplemenjivanje proizvoda i uslužne djelatnosti. Takođe, je predviđeno je da se u slobodnoj zoni mogu obavljati privredne djelatnosti koje ne ugrožavaju životnu okolinu, zdravlje ljudi, materijalna dobra i bezbjednost države. Zakon detaljno i precizno reguliše pitanje fizičke odvojenosti, oznčavanja i obezbjeđenja rada u zonama. Značajan organizacioni element je mogućnost organizovanja izdvojenih djelova tzv. podzona, za čije organizovanje i rad važe isti uslovi kao i za slobodne zone.

Iskustva zemalja koje na svojim teritorijama razvijaju slobodne zone, ukazuju na činjenicu da je sve više slobodnih zona koje osnivaju privatne firme. U skladu sa tim, a imajući u vidu osnovni cilj koji se želi ostvariti osnivanjem slobodnih zona, kao što je privlačenje stranog kapitala, data je mogućnost da osnivač slobodnih zona i skladišta u Crnoj Gori budu domaća ili strana fizička i pravna lica. Kao što je i uobičajeno i u Crnoj Gori se dozvoljava osnivanje slobodnih zona na području pomorskih luka i aerodroma. Zakon predviđa kao mjesto osnivanja slobodne zone i skladišta i na drugim pogodnim lokacijama, iz razloga što je razvoj slobodnih zona prošao put od luka pa do pograničnih područja, riječnih pristaništa i drugih međunarodnih saobraćajnica. Prate se savremene tendencije koje idu u pravcu mogućnosti osnivanja slobodnih zona na mjestima, sa kojih je moguće jednostavno i brzo otpremiti robu na druga tržišta, jer je poslovanje u ovim zonama uglavnom izvozno orjentisano.

Zakon veoma detaljno i precizno reguliše problematiku osnivanja i početka rada slobodnih zona. Za njihovo osnivanje potrebna je prethodna saglasnost Vlade RCG koja se daje na predlog Ministarstva za ekonomske odnose sa inostranstvom i evropske integracije.

Zakon o slobodnim zonama, osnivanju i početku rada zona i skladišta posvećuje posebnu pažnju i značajan prostor. Odredbe zakona posvećene ovim pitanjima su cjelovite i jasne, uz određivanje prostorno-tehničkih i infrastrukturnih uslova. Osnivanje zona i skladišta je ekonomski opravdano ukoliko je realno da će se postići značajni efekti u pogledu izvoza, zapošljavanja, transfera savremenih tehnologija kao i privrednog restrukturiranja.

Procedura osnivanja je precizno i jasno regulisana. Zakon predviđa da se zahtjev za osnivanje zona i skladišta posredstvom Ministarstva za ekonomske odnose sa inostranstvom i evropske integracije dostavlja Vladi RCG. Uz zahtjev se dostavlja i akt o osnivanju, elaborat o ekonomskoj opravdanosti osnivanja zone ili skladišta i dokaz da bar jedan od osnivača ima pravo svojine na zemljištu na kom se osniva zona ili skladište ili pravo korišćenja istog po drugom osnovu. O zahtjevu Vlada odlučuje u roku od 60 dana, a odluka se objavljuje u Sl. listu RCG. Smatram da je veoma značajna i podsticajna odredba da dobijena saglasnost prestaje da važi ukoliko zona ili skladište ne počne sa radom u roku od godinu dana od njenog dobijanja. Time se podstiče rad zona i skladišta, spriječavaju moguće zloupotrebe i neopravdana odlaganja. Samo u opravdanim slučajevima ovaj rok može biti produžen.

Za početak rada zone ili skladišta osnivač podnosi Upravi Carina CG zahtjev za dobijanje rješenja za početak rada, i počinju sa radom po dobijanju istog. Uprava carina izdaje rješenje u roku od 30 dana ako su ispunjeni uslovi za sprovođenje carinskog nadzora. Iste odredbe se primjenjuju i u slučaju osnivanja podzona.

Postupak osnivanja se može ocijeniti kao pojednostavljen, precizan i racionalan. Tačno su određene faze i rokovi za donošenje odluka, odnosno rješenja i uslovi koji se moraju ispuniti.

Na isti, jasan i pregledan način, regulisano je pitanje upravljanja zonama skladištima. Zonom ili skladištem upravlja operator zone ili skladišta određen aktom o osnivanju. Zakon precizira da upravljanje zonom i skladištem obuhvata propisivanje opštih uslova poslovanja i tarife u zoni i skladištu, odlučivanje o zahtjevima za obavljanje djelatnosti u zoni i skladištu i s tim u vezi zaključivanje ugovora sa korisnicima, propisivanje i obezbjeđivanje unutrašnjeg reda u zoni i skladištu, uključujući režim ulaska i izlaska, obezbjeđivanje uslova za nesmetano vršenje carinskog, inspekcijanskog i drugog nadzora; utvrđivanje i sprovođenje mjera zaštite životne sredine, vršenje urbanističkih nadležnosti u skladu sa propisima i druge poslove utvrđene opštim pravilima zone.

Zakon posebnu pažnju posvećuje uslovima poslovanja u zoni i skladištu. Ove odredbe sadržane u IV dijelu imaju poseban značaj i znače razradu principa eksteritorijalnosti i detaljno regulišu režim privredne eksteritorijalnosti zona i skladišta.

Osnovni metod privlačenja preduzeća da obavljaju privrednu djelatnost u slobodnim zonama su olakšice i pogodnosti koje se ostvaruju na prostoru slobodne zone. Kao i



u drugim državama i u Crnoj Gori predviđeno je niz poreskih oslobođenja i olakšica za poslovanje preduzeća u slobodnim zonama. Tako na primjer, na robu unesenu u slobodnu zonu, upotrebljenu ili potrošenu, ne plaća se carina, carinske dažbine i porez na dodatu vrijednost. Ovo pravilo se primjenjuje na uvoz robe, bez obzira na vrstu i na njenu namjenu, pa i za onu robu koja se koristi za izgradnju i održavanje objekata, infrastrukture i opreme u zoni ili skladištu. Za razliku od nekih drugih zakonodavstava koja propisuju plaćanje takse za carinsko evidentiranje i ograničenja od izuzimanja plaćanja carine za određenu robu, u ovom Zakonu omogućen je krajnje slobodan uvoz robe za potrebe preduzeća koja rade u zoni. Po ovom Zakonu korisnik i Operator ne plaćaju ni porez na dobit pravnih lica. To je svakako jedna značajna prednost, motiv za buduće strane investitore, stimulans za povezivanje inostranih kompanija sa crnogorskim privrednicima. Prije svega zbog toga to se povećava konkurentnost preduzeća iz slobodne zone na međunarodnom tržištu, jer su njihovi troškovi proizvodnje manji. Takođe, na uvoz robe iz inostranstva u zonu, kao i na njen izvoz u inostranstvo ne primjenjuju se kontigenti, dozvole i druga ograničenja čime se omogućava nesmetano obavljanje spoljnotrgovinskog prometa. Naravno, korisnik je obavezan da vodi evidenciju i omogući sprovođenje carinskog nadzora. (Npr. u Mađarskoj je u periodu 1996-2001. godina izvoz udvostručen, dok je izvoz iz zona u istom periodu povećan za pet puta. Razloge treba tražiti u povećanju broja slobodnih zona za 40% tj. na 125., kao i u činjenici da su u Mađarskoj subvencionisane isporuke domaćih firmi u zonu i time im dat tretman izvoza).

Posebno, a rekli bi i centralno mjesto, s obzirom na ulogu i cilj osnivanja slobodnih zona i skladišta, imaju odredbe Zakona koje se odnose na spoljnotrgovinski režim. Naime, na uvoz robe iz inostranstva u zonu i skladište i na njen izvoz u inostranstvo ne primjenjuju se kontigenti, dozvole i druga ograničenja spoljnotrgovinskog prometa.

Zakon o slobodnim zonama sadrži i odredbe od značaja za zapošljavanje. Naime, prava i obaveze zaposlenih u zoni i skladištu i postupak ostvarivanja prava i obaveza ostvaruju se u skladu sa zakonom, kolektivnim ugovorom i ugovorom o radu. Time se štiti radnopravni status zaposlenih u zonama i skladištima. Naime, Zakonom je predvidio da najviše 10% zaposlenih u zonama i skladištima mogu biti strani državljani, čime se afirmiše zapošljavanje naših državljanja i utiče na problem nezaposlenosti. I ne samo to. Korisnici i operatori kao poslodavci zaposleni u zonama i skladištima slobodno ugovaraju visinu i način isplate zarada. Realizaciji postavljenih ciljeva svakako doprinosi i odredba o osnivanju posebnog Biroa rada za područje zone i skladišta. Ove odredbe imaju značajan uticaj na zapošljavanje, o čemu govori i nedavno iznijeti podatak da je u 12 slobodnih zona u Republici Hrvatskoj zaposleno 3000 radnika, ili, na Filipinima je od 1995-2001. godine osnovano 40 privatnih zona i povećana zaposlenost sa 230.000 radnika (1994.) na

708.000 (2001.), dok je njihov izvoz povećan sa 2.7mld \$ USD na 19.5 \$USD. Dobra strana Zakona je i usvajanje rješenja po kom korisnici koriste objekte i zemljište u zoni i skladištu na osnovu ugovora zaključenog sa operatorom, a na zakupljenom zemljištu korisnik može da gradi privremene i trajne objekte u svojini ili iste može da kupi od operatora ili drugog korisnika.

Ulaganje kapitala na području zone i skladišta, transfer dobiti i uloga su slobodni. Ova odredba, kao odredba o osnivanju banaka i finansijskih organizacija sa sjedištem u zonama i skladištima daju poseban razvojni impuls. Npr. u Republici Hrvatskoj do sada je u slobodne zone, po procjeni Ministarstva za gospodarstvo, uloženo čak 50 miliona \$.

Pravna sigurnost korisnika i operatora posebno je garantovana odredbom po kojoj njihova imovina ne može biti predmet nacionalizacije i eksproprijacije. Zakon o slobodnim zonama sadrži jasne i precizne odredbe o njihovom prestanku rada. Ove odredbe predviđaju da ukoliko se ocijeni da su trajno prestali uslovi koji su predviđeni za osnivanje zona, podzona skladišta, Vlada može ukinuti saglasnost na osnivanje zona i skladišta, s tim što je predviđen i rok koji ne može biti kraći od 6 mjeseci ni duži od 1 godine. Istekom ovog roka sva inostrana roba u zoni i skladištu se carini i vraća u inostranstvo.

Na bazi ukupnih teorijskih i uporednopravnih analiza, može se zaključiti da Zakon materiju slobodnih zona reguliše jasno, precizno, pregledno i slobodno, te može stati „rame uz rame“ sa sličnim tekstovima zakona.

### **Slobodna zona „Luka Bar“**

Osnivači slobodne zone Luka Bar su , Vlada Republike Crne Gore, Skupština Opštine Bar i AD „Luka Bar“. Teritorija Slobodne zone Luka Bar obuhvata cjelokupni prostor Luke Bar sa mogućnošću teritorijalnog proširenja.

U Slobodnoj zoni svim korisnicima su na raspolaganju infrastruktura, pretovarni kapaciteti Luke Bar, kao i resursi iz oblasti informacionih tehnologija koji omogućavaju elektronsko poslovanje i korišćenje svih telekomunikacionih servisa.

Kao što sam i napomenuo, Projekat Slobodne zone u Baru datira još od početka 20. vijeka , iz vremena Knjaževine Crne Gore, ali je tek 2000.godine Vlada RCG dala saglasnost za osnivanje Slobodne zone Luka Bar ( „Sl. List RCG“ br. 26/2000).

U nastavku teksta ću istaći neke od osnovnih prednosti Slobodne zone „Luka Bar“: