



CENTRALNA BANKA  
CRNE GORE

SEKTOR ZA ISTRAŽIVANJA I STATISTIKU

*Radna studija br. 10*

**ANALIZA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U CRNOJ GORI**

Autori : Prof. Dr, Saša Popović, Doc. Dr Nikola Fabris, Mr Danijela Vukajlović-Grba,  
Mr Marijana Mitrović-Mijatović, Mr Ana Vlahović, Goran Bakić,  
Vesna Saveljić, Milica Vlahović, Tanja Radunović, Borko Božović

Podgorica, 2007.

*IZDAVAČ: Centralna banka Crne Gore  
Bulevar Svetog Petra Cetinjskog, br. 6  
81000 Podgorica  
Telefon: +381 81 665 331  
Fax: +381 81 665 336*

*WEB ADRESA: <http://www.cb-cg.org>*

*AUTORI: Prof. Dr. Saša Popović, Ekonomski fakultet Podgorica  
Doc. Dr Nikola Fabris, Ekonomski fakultet Beograd, Glavni ekonomista u CBCG  
Mr Danijela Vukajlović-Grba, Pomoćnik direktora Sektora za istraživanja i statistiku  
Mr Marijana Mitrović-Mijatović, Pomoćnik direktora Sektora za istraživanja i statistiku  
Mr Ana Vlahović, Specijalni savjetniku Sektoru za kontrolu banaka  
Goran Bakić, Direktor sektora za platni promet  
Vesna Saveljić, Šef odjeljenja za analizu realnog sektora, u Sektoru za istraživanja i statistiku  
Milica Vlahović, Šef odjeljenja za monetarne analize, u Sektoru za istraživanja i statistiku  
Tanja Radunović, Viši savjetnik u Odjeljenju za monetarne analize, Sektora za istraživanja i statistiku  
Borko Božović, Savjetnik u Odjeljenju za fiskalne analize, Sektora za istraživanja i statistiku*

*Ovaj materijal izražava stavove autora. Ovi pogledi ne moraju nužno predstavljati stavove i politiku Centralne banke Crne Gore.*

*GRAFIČKI  
UREDNIK: Andrijana Vujović*

*Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korišćenja podataka iz izvještaja obavezno navedu izvor*

## SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

AD	Akcionarsko društvo	MMF	Međunarodni monetarni fond
AO	Auto-odgovornost	MONSTAT	Zavod za statistiku Crne Gore
BDP	Bruto domaći proizvod	MOSTE	Indeks Montenegroberze
BiH	Bosna i Hercegovina	MVP	Masovna vaučerska privatizacija
CBCG	Centralna banka Crne Gore	n.a.	Neraspoloživo
CDA	Centralna depozitarna agencija	NBS	Narodna banka Srbije
CIDA	Kanadska agencija za međunarodni razvoj	NEX 20 i NEX PIF	Indeksi Next Montenegro berze
CR	Koeficijent koncentracije	NFI	Nefinansijska institucija
DEM	Njemačka marka	NVO	Nevladina organizacija
EBRD	Evropska banka za obnovu i razvoj	OECD	Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj
EMU	Evropska monetarna unija	PAYGO	Pay as you go (vrsta penzijskog sistema)
EU	Evropska unija	PF	Privatizacioni fondovi
EUR	Euro	PIF	Privatizacioni investicioni fondovi
EZ	Evropska zajednica	PIO	Penzijsko i invalidsko osiguranje
HHI	Herfindahl-Hirschmanov indeks	RCG	Republika Crna Gora
HNB	Hrvatska narodna banka	RI	Rosenbluthov indeks
HOV	Hartija od vrijednosti	RS	Republika Srpska
HTI	Hall-Tidemanov indeks	RTGS	Real Time Gross System
IF	Investicioni fondovi	SAD	Sjedinjene Američke Države
IPO	Inicijalna javna ponuda	SDI	Strane direktne investicije
ISIN	Međunarodni identifikacioni brojevi hartija od vrijednosti	SDŠ	Stara devizna štednja
KDZ	Kratkoročni državni zapisi	SFRJ	Socijalistička Federativna Republika Jugoslavije
KFW	Kreditanstalt für Wiederaufbau	SIDA	Švedska agencija za međunarodni razvoj
KHOV	Komisija za hartije od vrijednosti	SIT	Slovenački tolar
KK	Kratkoročni krediti	SRJ	Savezna Republika Jugoslavija
KM	Konvertibilna marka	UA	Ukupna aktiva
LA	Likvidna aktiva	UN	Ujedinjene nacije
MFI	Mikrokreditna finansijska institucija	UNHCR	Visoki komesarijat za izbjeglice Ujedinjenih nacija
mil.	Milion	USD	Američki dolar
mlrd.	Milijarda		



# SADRŽAJ

1. MAKROEKONOMSKI AMBIJENT ZA RAZVOJ FINANSIJSKOG TRŽIŠTA .....	9
2. PLATNI SISTEM U CRNOJ GORI.....	15
2.1. Uloga Centralne banke Crne Gore u platnom sistemu u Crnoj Gori.....	19
2.2. Reforma platnog sistema .....	20
2.3. Funkcionisanje platnog sistema u Crnoj Gori.....	20
2.3.1. Osnovne karakteristike MPS sistema .....	21
2.3.2. Učesnici u MPS sistemu .....	21
2.3.3. Najvažnije karakteristike procesiranja transakcija po RTGS principu .....	22
2.3.4. Najvažnije karakteristike procesiranja transakcija po DNS principu.....	22
2.3.5. Najvažniji primijenjeni tehnički standardi.....	22
2.3.6. Platni instrumenti.....	23
2.4. Statistika platnog sistema u Crnoj Gori.....	23
2.5. Zaključak .....	25
3. BANKARSKI SISTEM U CRNOJ GORI .....	25
3.1. Uloga banaka na finansijskom tržištu .....	30
3.2. Razvoj u posljednjih pet godina (2002-IX 2006.) .....	32
3.3. Ograničenja u razvoju i preporuke za dalji razvoj .....	46
4. MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE .....	53
4.1. Pojam mikrokreditiranja .....	55
4.2. Razvoj mikrokreditiranja u Crnoj Gori .....	56
4.3. Aktivnost MFI u periodu 2002 – septembar 2006. godine.....	57
4.4. Mikrokrediti kao dio bankarske ponude u Crnoj Gori.....	60
4.5. Mikrokreditiranje u zemljama u okruženju .....	61
4.6. Zaključak .....	62
5. INSTITUCIONALNI OKVIR FUNKCIONISANJA TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI.....	65
5.1. Komisija za hartije od vrijednosti .....	67
5.1.1. Ovlašćenja Komisije za HOV.....	67
5.1.2. Efekti izmjene Zakona o HOV na Komisiju za HOV.....	70
5.1.3. Nadležnosti Komisije za HOV u vezi sa radom berzi .....	72
5.1.4. Nadležnosti Komisije za HOV u vezi sa radom brokera i dilera .....	72
5.1.5. Nadležnosti Komisije za HOV u vezi sa radom Centralnog depozitara i Centralnog registra .....	73
5.1.6. Nadležnosti Komisije u vezi sa radom investicionih fondova .....	73
5.1.7. Ostale aktivnosti Komisije za HOV .....	74
5.1.8. Zaključak i preporuke.....	76

5.2. Centralna depozitarna agencija.....	82
5.2.1. Pojam i uloga Centralne depozitarne agencije.....	83
5.2.2. Struktura CDA.....	83
5.2.2.1. Centralni registar Centralne depozitarne agencije.....	84
5.2.2.2. Depozitarij za kliring i saldiranje.....	85
5.2.3. Registri i depozitarne institucije u svijetu.....	86
5.2.4. Zaključak i prijedlozi.....	87
6. UČESNICI NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI.....	89
6.1. Ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti - brokери i dileri.....	89
6.1.1. Brokerski i dilerski posrednici na finansijskom tržištu.....	93
6.1.2. Zakonski preduslovi za poslovanje ovlašćenih posrednika na finansijskom tržištu.....	95
6.1.3. Problemi i ograničenja u poslovanju ovlašćenih učesnika na finansijskom tržištu.....	97
6.2. Institucionalni investitori.....	99
6.2.1. Investicioni fondovi u Crnoj Gori.....	99
6.2.1.1. Privatizacioni investicioni fondovi u Crnoj Gori.....	99
6.2.1.2. Regulatorna rada investicionih fondova u Crnoj Gori.....	104
6.2.1.3. Struktura portfolia investicionih fondova u Crnoj Gori.....	108
6.2.1.4. Zaključak.....	110
6.2.2. Osiguravajuća društva u Crnoj Gori.....	112
6.2.2.1. Struktura proizvoda i prihoda osiguravajućih društava u Crnoj Gori.....	114
6.2.2.2. Novi Zakon o osiguranju u Crnoj Gori.....	119
6.2.2.3. Zaključna razmatranja.....	122
6.2.3. Penzioni fondovi.....	131
6.2.3.1. Stanje u oblasti penzione i invalidske zaštite u periodu 2001-2005. godina.....	134
6.2.3.2. Reforma I stuba.....	137
6.2.3.3. Planirano uvođenje II stuba.....	137
6.2.3.4. Zakon o III stubu penzijske reforme.....	139
6.2.3.5. Zakonom definisane pretpostavke za III stub penzijskog i invalidskog sistema.....	140
6.2.3.6. Društvo za upravljanje penzijskim fondom.....	140
6.2.3.7. Mjesto, uloga i značaj kapitalizovanih penzija u finansijskom sistemu Crne Gore ...	142
6.2.3.8. Rizici u penzijskoj reformi.....	143
6.2.3.9. Zaključak.....	145
6.3. Mali investitori kao učesnici na tržištu hartija od vrijednosti.....	155
6.3.1. Pojava individualnih investitora u Crnoj Gori.....	156
6.3.2. Transformacija malih investitora u male akcionare.....	158
6.3.3. Zakonska zaštita prava malih akcionara.....	160
6.3.4. Zaključak.....	162
7. TRŽIŠTE HARTIJA OD VRIJEDNOSTI.....	165
7.1. Tržište novca u Crnoj Gori.....	167
7.1.1. Zakonski i drugi preduslovi razvoja tržišta novca.....	168
7.1.2. Kratkoročni državni zapisi kao jedini raspoloživi instrument tržišta novca.....	170
7.1.3. Investitori na tržištu kratkoročnih državnih zapisa.....	173
7.1.4. Ostali instrumenti tržišta novca u Crnoj Gori.....	175
7.1.5. Problemi i preporuke.....	177
7.1.6. Zaključak.....	180

7.2. Tržište kapitala.....	180
7.2.1. Berzanske kotacije i slobodno berzansko tržište .....	183
7.2.2. Montenegroberza .....	184
7.2.3. NEX Montenegro berza .....	185
7.2.4. Razvoj na crnogorskim berzama u periodu 2002-2006. godina .....	186
7.2.5. Promet na crnogorskim berzama u periodu 2002-2006. godina.....	190
7.2.6. Primarna i sekundarna trgovina .....	191
7.2.7. Struktura tržišnog materijala u periodu 2003-2006. godina .....	192
7.2.8. Druga kretanja vezana za vlasničke instrumente.....	194
7.2.9. Problemi i perspektive razvoja tržišta kapitala u Crnoj Gori.....	195
8. ZAKLJUČCI I PREPORUKE ZA RAZVOJ FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U CRNOJ GORI.....	213
LITERATURA .....	221





# **1. MAKROEKONOMSKI AMBIJENT ZA RAZVOJ FINANSIJSKOG TRŽIŠTA**



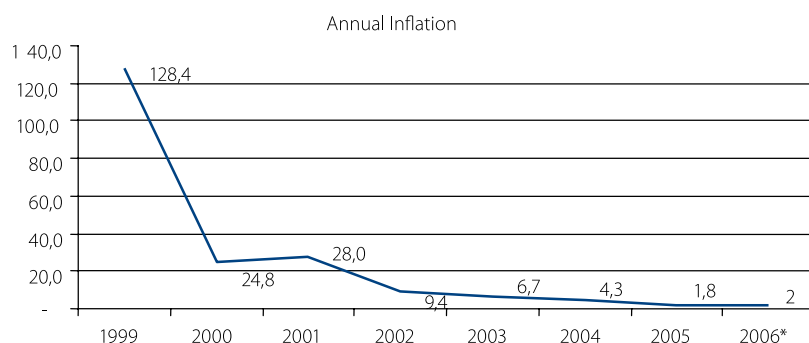
Bivša Jugoslavija je prva socijalistička zemlja koja je počela da razvija finansijski sistem, još sredinom 60-ih godina prošlog vijeka, kada je odvojeno komercijalno od centralnog bankarstva. Međutim, raspad bivše Jugoslavije, sankcije, hiperinflacija, ratovi u okruženju i propadanje privrede su uticali da krajem devedesetih godina finansijski sistem Crne Gore bude potpuno uništen. To je period kada finansijske institucije i finansijski instrumenti gotovo da uopšte nijesu postojali.

Stoga su prioritetni pravci u izgradnji finansijskog sistema bili uspostavljanje makroekonomske stabilnosti, "izgradnja" finansijskih institucija i donošenje nove regulative.

Period devedesetih je period izrazite cjenovne nestabilnosti i period u kojem je zabilježena jedna od najviših hiperinflacija u ljudskoj istoriji. Nepostojanje cjenovne stabilnosti je izazvalo duboke anomalije u privredi i značilo je kreiranje cijena koje nijesu predstavljale mjerilo vrijednosti ponuđenih dobara na tržištu. Takođe, takav mehanizam nije stvarao okruženje u kojem ekonomski subjekti mogu da donesu racionalne odluke o alociranju sopstvenih resursa. Najefikasnija solucija u takvim uslovima je bila supstitucija domaće valute stranom konvertibilnom valutom, tj. nezvanična dolarizacija. Strana valuta je preuzela funkciju sredstva štednje, mjerila vrijednosti i platežnog sredstva za veće transakcije. U takvom ambijentu ne postoji osnovni preduslov za razvoj «zdravog» finansijskog sistema.

Stoga je strategija dolarizacije, to jest uvođenja prvo njemačke marke, a potom eura kao zvaničnog platežnog sredstva, bila ispravan put. Direktna neposredna prednost valutne supstitucije je smanjivanje premije rizika – smanjivanje rizika valute i rizika zemlje. Inflacija je relativno brzo svedena na jednocifrenu i na taj način su kreirani preduslovi za brži razvoj finansijskog sistema. Kretanje inflacije je prikazano na sljedećem grafiku.

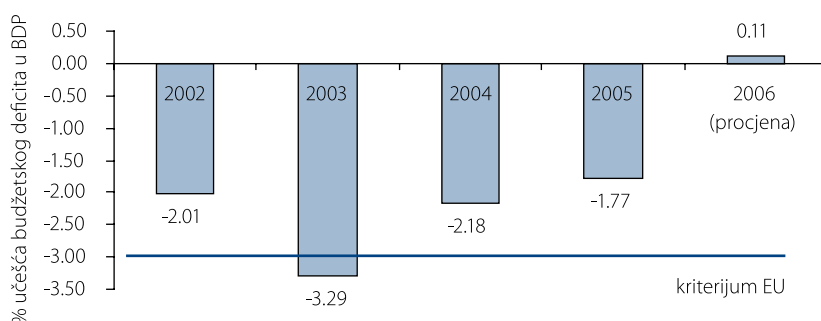
*Grafik br. 1.1 – Kretanje inflacije*



*Napomena: 2006. godina je procjena*

Za razvoj finansijskog sistema značajna je i fiskalna stabilnost. Visok budžetski deficit i spoljni dug su preduslovi koji otežavaju razvoj finansijskog sistema. U takvim uslovima moguće je očekivati usporen ekonomski rast, «pritisak» države za privilegovan pristup finansijskim resursima, spor tok reformi, visoke kamatne stope, nestašicu slobodnih finansijskih resursa i dr. Stoga je izuzetno važno što je nakon budžetskog deficita koji je prelazio i nivo od 20% BDP krajem 90-ih, on od 2004. godine u okviru granica predviđenih Mاستrihtskim kriterijumom, a u prošloj godini je čak ostvaren i suficit. Na sljedećem grafiku je prikazano kretanje budžetskog deficita u odnosu na Mاستrihtski kriterijum.

Grafik br. 1.2- Budžetski deficit/suficit i Mاستrihtski kriterijum

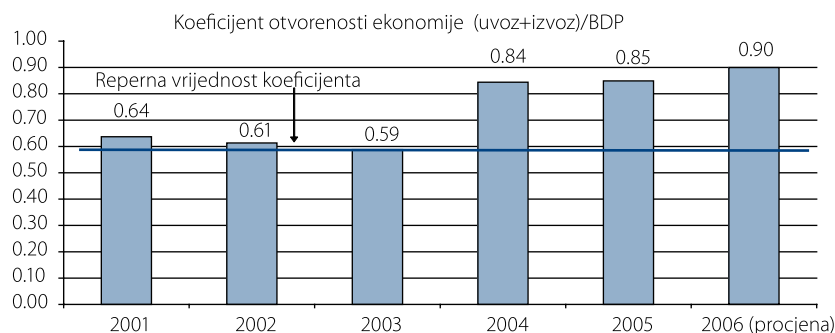


Nasljeđeni pravni propisi su u velikoj mjeri bili neadekvatni za razvoj finansijskog sistema u tržišnoj privredi. Stoga je poslije 2000. godine donijeta potpuno nova regulativa vezana za finansijski sistem i institucije ovog sistema. Ipak smatramo da proces donošenja nove regulative nije završen i da bi trebalo donijeti: zakon o platnom prometu i podzakonska regulativa, zakon o Centralnoj banci Crne Gore, zatim uraditi izmjene Zakona o tekućim i kapitalnim transakcijama (u cilju otklanjanja nedostataka u dijelu regulative zaštitnih mjera i učiniti je znatno operativnijom, propisati obavezu izvještavanja, kontrole tokova kapitala i zaduživanja u inostranstvu). Pored toga, potrebno je preispitati zakonska rješenja i predložiti izmjene u cilju efikasnijeg sprovođenja stečajnog postupka nad onim preduzećima koja za to ispunjavaju uslove. Potrebno je regulisati i formiranje akreditacione institucije, koja bi bila zadužena za izdavanje licenci stečajnim upravicima i za praćenje stečajnih postupaka, za vremensko ograničavanje maksimalnog trajanja stečajnih procedura, ubrzavanje okončanja ranije započetih stečaja, snižavanje troškova stečaja i drugo. Takođe, potrebno je obezbijediti i implementaciju zakona o zaštiti konkurencije).

Devedesete godine su period kada je zbog ekonomskih sankcija i složene političke situacije stepen ekonomske otvorenosti bio izuzetno nizak. Takav ambijent nije odgovarao Crnoj Gori, koja kao mala zemlja mora da slijedi koncepciju visoko-otvorene ekonomije, a nije pogodovao ni razvoju finansijskog sistema. Liberalizacija, međunarodna integracija i konkurencija u početku nosi prednosti za naprednije aktere na tržištu, ali ujedno i otvara mogućnosti za manje uspješne da otkriju svoje šanse. Visok stepen otvorenosti omogućava finansijsku integraciju i otvara pristup međunarodnom tržištu novca i kapitala. Na ovaj način se može ublažiti nedostatak domaće akumulacije i

smanjene likvidnosti, a strana konkurencija utiče na domaći finansijski sistem da posluje efikasnije. Pokazatelj otvorenosti ekonomije ukazuje da je crnogorska ekonomija poslednjih godina visoko otvorena, jer su vrijednosti koeficijenata iznad referentnih vrijednosti otvorenosti (grafik br. 1.3).

Grafik br. 1.3. – Otvorenost crnogorske privrede



Za uspješan razvoj finansijskog sistema važno je i smanjenje rizika zemlje. Smanjenje rizika zemlje znači lakši pristup međunarodnim finansijskim tržištima, nižu cijenu finansijskih instrumenata, kao i pojavu stranih investitora u domaćem finansijskom sistemu. Uspostavljena makroekonomska stabilnost, progres u tranziciji, a naročito u razvoj bankarskog sistema, poboljšani fiskalni indikatori, razrješenje državnog statusa, veliki priliv SDI i drugi faktori su uticali na opadanje rizika zemlje. Ovaj zaključak je potvrđen i od strane rejting agencije »Standard and Poor's« koja je u 2004. godini izvršila prvu evaluaciju rizika u Crnoj Gori, a već u narednoj procjeni je povećala kreditni rejting Crne Gore.

Tabela br. 1.1 - Ocjena rejtinga Crne Gore

Istorija suverenog rejtinga Republike Crne Gore		
Datum	Suvereni kreditni rejting nacionalna valuta Dugoročni/perpektiva/kratkoročni	Suvereni kreditni rejting strana valuta Dugoročni/perpektiva/kratkoročni
20.12.2004.	BB/stable/B	BB/stable/B
21.12.2005.	BB/Positive/B	BB/Positive/B

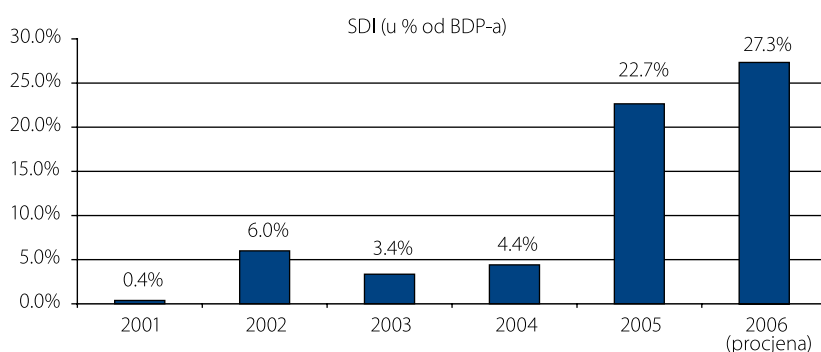
Izvor: Standard & Poor's Ratings Services, 2006

Ipak postojeći rejting treba nastojati još više poboljšati, čime bi se dao i dodatni podsticaj razvoju finansijskog sistema zemlje. Realno je očekivati da će se prilikom sljedeće revizije rizika zemlje rejting poboljšati, a faktori koji bi mogli dodatno uticati na smanjenje rizika zemlje su: završetak

procesa tranzicije, poboljšanje efikasnosti funkcionisanja pravnog sistema, dalje sniženje javnog duga zemlje, visoke stope ekonomskog rasta i dr.

Takodje, za razvoj finansijskog sistema nije dovoljno da postoje institucije finansijskog sistema, već je potrebno da postoji i «zdrava i jaka» privreda. Bez jake privrede nema razvijenog finansijskog sistema, kao što i bez razvijenog finansijskog sistema nema uspješne privrede. Sa procesom privatizacije i stranim investiranjem počeo je da se popravlja «kvalitet» preduzeća, koja se javljaju na finansijskom tržištu.

Grafik br 1.4 – Učešće neto SDI u BDP za period 2001-2006



Proces stvaranja tržišta kapitala, kao dijela ukupnog finansijskog tržišta, započeo je sa privatizacijom privrede. Privatizacija je bila jedna od ključnih poluga za razvoj tržišta kapitala, naročito tržišta akcija i drugih vlasničkih hartija od vrijednosti u Crnoj Gori.

Tabela br. 1.2 – Učešće privatnog kapitala u strukturi vlasništva akcionarskih preduzeća na kraju 2005. godine

Učešće privatnog kapitala	Broj registrovanih akcionarskih preduzeća	% ukupnog broja registrovanih akcionarskih preduzeća
100%	272	70.47%
75%-99.99%	25	6.48%
50%-75%	37	9.59%
25%-50%	39	10.10%
manje od 25%	13	3.37%
UKUPNO	386	100.00%

Izvor: Savjet za privatizaciju Crne Gore

Ipak stiče se utisak da je došlo do usporavanja procesa privatizacije u prethodnoj godini. Stoga bi bilo značajno da se ovaj proces ubrza, istovremeno sa restrukturiranjem velikih preduzeća, koja se nalaze u teškoj ekonomskoj situaciji. To bi značilo pojavu novih učesnika na finansijskom tržištu i dalo impuls njegovom bržem razvoju.

Za uspješan razvoj finansijskog sistema od velikog značaja je i adekvatan pravni sistem. Pravni sistem treba da obezbijedi realizaciju ugovora na dogovoren način, a u slučaju kršenja dogovorenog načina sankciju za prekršioca, odnosno obeštećenje za oštećenu stranu. I pored značajnog progressa u razvoju pravnog sistema, ipak se može konstatovati da efikasnost sudskog sistema u rješavanju privrednih sporova još uvijek nije na zadovoljavajućem nivou i njeno poboljšanje mora biti jedan od prioriteta reformi u 2007. godini.

Na kraju ne treba izgubiti iz vida da ograničavajući faktor za razvoj finansijskog sistema predstavlja i veličina zemlje, odnosno veličina privrede. To znači da nije realno očekivati pojavu najvećih i najrenomiranijih finansijskih institucija na domaćem finansijskom tržištu. U takvim uslovima jedino rješenje je visok stepen otvorenosti i povezivanje sa Evropskim finansijskim tržištem.





## **2. PLATNI SISTEM U CRNOJ GORI**



Siguran i efikasan platni sistem je od esencijalnog značaja za dobro funkcionisanje finansijskog sistema. Iako platni sistemi mogu biti koncipirani na više različitih načina, njihova svrha je uvijek ista - da omogućе transfer sredstava sa računa u jednoj, na račun u drugoj (ili istoj) banci.

Dugi niz godina u prošlosti, i u razvijenim tržišnim ekonomijama je poklanjana relativno mala ili čak nedovoljna pažnja u odnosu na politiku funkcionisanja platnih sistema. Dinamičan razvoj finansijskih sistema, kako u razvijenim, tako i u zemljama razvoju, kao i snažan razvoj informaci- onih i komunikacionih tehnologija, umnogome su doprinijeli jačanju svijesti o ulozi platnih siste- ma kao jedne od ključnih infrastruktura privrednog života.

U posljednjih nekoliko decenija prisutan je značajan rast intenziteta funkcionisanja platnih sis- tema, kako sa aspekta broja tako i sa aspekta vrijednosti transakcija. U najrazvijenijim zemljama ukupna vrijednost platnih transakcija, koje se za svega nekoliko dana obave u nekoj od njih, jed- naka je godišnjoj vrijednosti GDP-a te zemlje.

Bilo kakav poremećaj u radu platnih sistema brzo se prenosi, kako na domaći, tako i na međuna- rodni finansijski sistem i tržišta, što ilustruju brojni primjeri iz bliže i dalje prošlosti. Stoga su si- gurnost i efikasnost među najvažnijim zahtjevima koji se stavljaju pred bilo koji platni sistem.

U skladu sa navedenim, već u dužem periodu problematici platnih sistema poklanja se posebna pažnja od strane nadležnih institucija u državama, prevashodno njihovih centralnih banaka, kao i relevantnih međunarodnih organizacija i institucija.

Tokom protekle decenije učinjen je značajan napor ka jačanju platnih sistema kroz promociju i afirmaciju međunarodnih standarda, preporuka i najboljih dostignuća iz prakse, kao poželjnog okvira po pitanju dizajniranja i funkcionisanja platnih sistema.

## **2.1. Uloga Centralne banke Crne Gore u platnom sistemu u Crnoj Gori**

Za efikasan platni promet u Crnoj Gori, shodno Zakonu o Centralnoj banci Crne Gore, odgovorna je Centralna banka Crne Gore (Centralna banka).

U domenu navedene odgovornosti Centralna banka ima ovlašćenja da propisuje i sprovodi mje- re, reguliše i kontroliše platni promet, poravnanje i međubankarski obračun u Republici, kao i da

obavlja i kontroliše platni promet u zemlji i sa inostranstvom. Centralna banka takođe, može biti vlasnik i upravljati sa jednim ili više platnih sistema, uključujući jedan sistem bruto poravnanja velikih plaćanja, a može upravljati i sistemom neto poravnanja plaćanja manjih vrijednosti. Centralna banka, pored toga, obezbjeđuje novčanice i kovani novac u količinama koje su odgovarajuće za zadovoljenje potreba finansijskih transakcija u Crnoj Gori.

Bitno je napomenuti da ne postoje zakonska ograničenja za organizovanje platnih klirinških obračunskih sistema, koji shodno tome, mogu organizovati i druga pravna lica osim Centralne banke. U tom slučaju Centralna banka daje dozvolu i vrši nadgledanje funkcionisanja takvih sistema.

## 2.2. Reforma platnog sistema

Svjesna značaja koji platni sistem ima u Republici, Centralna banka je već od svog osnivanja, 2001. godine, pokrenula reformu platnog sistema. Na samom početku rada na reformi platnog sistema, izrađena je svrobuhvatna strategija razvoja platnog sistema u Crnoj Gori.

Reforma je, imajući u vidu vrlo specifičan i funkcionalno kompleksan platni sistem koji je naslijeđen od bivše SFRJ i SRJ, sprovedena fazno sa sljedećim prioritetima:

1. demonopolizacija poslova u platnom prometu u smislu da poslovne banke svojim klijentima ubuduće pružaju sve usluge u platnom prometu;
2. izgradnja potpuno novog, modernog platnog sistema, uz maksimalno uvažavanje svih relevantnih međunarodnih preporuka i bankarskih standarda, kao i specifičnih potreba u zemlji.

Sve ove aktivnosti sprovedene su u punoj koordinaciji sa poslovnim bankama, državnim organima i organizacijama i drugim relevantnim subjektima, te uz značajnu konsultantsku pomoć pojedinih međunarodnih organizacija i pojedinih centralnih banaka zemalja iz okruženja.

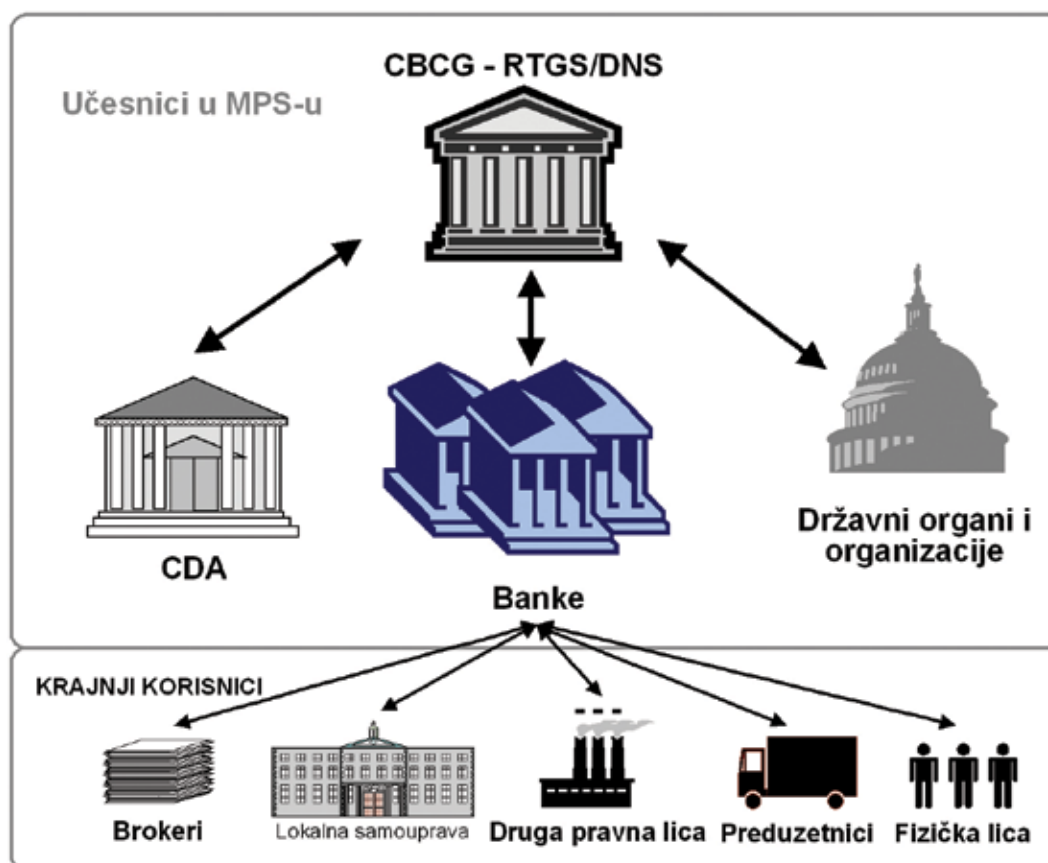
Hronologija aktivnosti na izgradnji novog platnog sistema može se sažeti na sljedeći način:

- strategija razvoja platnog sistema u Crnoj Gori donesena je u četvrtom kvartalu 2003. godine;
- međunarodni tender za nabavku IT rješenja za novi međubankarski platni sistem (MPS) raspisan u četvrtom kvartalu 2003. godine;
- izvršena nabavka IT rješenja za novi MPS u julu 2004. godine;
- testiranje sistema u interakciji sa bankama otpočelo u oktobru 2004 godine;
- regulatorni okvir donešen u decembru 2004 godine;
- finalno testiranje obavljeno u decembru 2004 godine;
- zvaničan rad novog platnog sistema počeo u januaru 2005. godine

## 2.3. Funkcionisanje platnog sistema u Crnoj Gori

Međubankarski platni sistem (MPS), čiji je vlasnik i operater Centralna banka, predstavlja okosnicu platnog sistema u Crnoj Gori sa kojom su povezane sve druge platne infrastrukture.

Pojednostavljena šema funkcionisanja data je u sljedećem grafičkom prikazu:



### 2.3.1. Osnovne karakteristike MPS sistema

Međubankarski platni sistem – MPS sastoji se od dva podsistema: RTGS i DNS podsistema:

- RTGS podsistem za procesiranje plaćanja velikih vrijednosti, pojedinačno, po bruto principu i u realnom vremenu, i
- DNS podsistem za procesiranje plaćanja malih vrijednosti po neto principu i u odloženom vremenu.

Od Juna 2005. godine cjenovna politika se zasniva na principu pokrića operativnih troškova, bez profita.

### 2.3.2. Učesnici u MPS sistemu

Prema Zakonu o Centralnoj banci Crne Gore učesnici u MPS sistemu su svi klijenti za čije potrebe Centralna banka otvara i vodi račune, a to su državni organi i organizacije, domaće i strane poslovne banke, međunarodne finansijske i humanitarne organizacije.

U MPS sistemu dozvoljeno je samo direktno učešće, pri čemu agent u platnom prometu nije i učesnik u MPS-u. Učesnici, da bi ostvarili učešće u MPS-u, moraju biti usklađeni sa regulatornim okvirom kojim se uređuje rad MPS sistema, a koji se tiču kadrovskih, organizacionih i tehničkih kriterija koje definiše Centralna banka. Učešće u MPS sistemu zasniva se na ugovornoj osnovi.

### 2.3.3. Najvažnije karakteristike procesiranja transakcija po RTGS principu

Od karakteristika procesiranja transakcija po RTGS principu, najvažnije su sljedeće:

- plaćanja se procesiraju pojedinačno, u realnom vremenu, na bruto osnovi i prema FIFO (sa prioritetima) principu;
- nakon što je poravnato, plaćanje je konačno i neopozivo;
- postoji mogućnost reprioritizacije plaćanja u redu čekanja od strane vlasnika računa;
- sva plaćanja u redu čekanja poništavaju se na kraju radnog dana;
- koriste se SWIFT MT202, MT103 poruke, i
- koristi se tzv. «V» šema procesiranja poruka.

### 2.3.4. Najvažnije karakteristike procesiranja transakcija po DNS principu

Od karakteristika procesiranja transakcija po DNS principu, najvažnije su sljedeće:

- banke su jedini učesnici u DNS podsistemu;
- koristi se multilateralna šema svođenja međusobnih obaveza na neto nivo;
- poravnanje neto pozicija vrši se u RTGS podsistemu;
- realizuju se tri klirinška ciklusa u jednom danu;
- koriste se SWIFT MT102 poruke, i
- koristi se tzv. „V copy“ šema procesiranja poruka.

### 2.3.5. Najvažniji primijenjeni tehnički standardi

Neki od najvažnijih tehničkih standarda koji se koriste u crnogorskom bankarskom sektoru su:

- domaći validacioni modul koji se koristi kod uplate javnih prihoda;
- SWIFT format platnih i neplatnih poruka;
- SWIFT identifikacioni kodovi banaka (tzv. BIC kod);
- IBAN standard u konstrukciji računa, i
- IP/MPLS VPN Ekstranet komunikaciona mreža Centralne banke banke.

### 2.3.6. Platni instrumenti

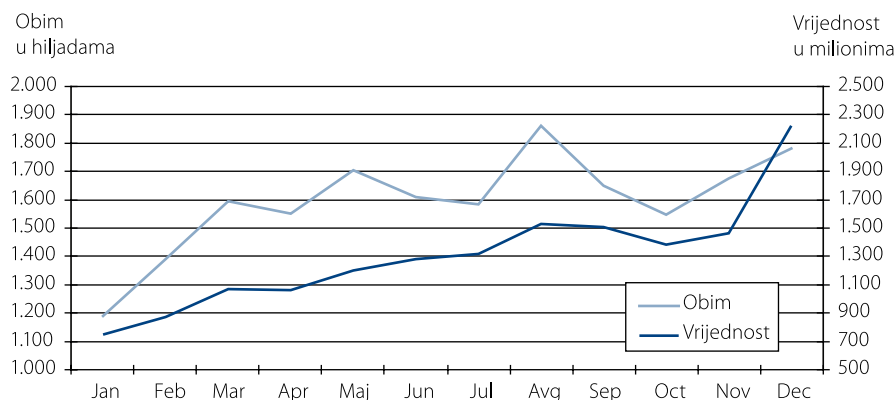
Kad je riječ o platnim instrumentima, u platnom prometu u Crnoj Gori koriste se:

- nalozi za bezgotovinski prijenos ili naplatu;
- nalozi za gotovinske uplate ili isplate, i
- kreditne i debitne kartice.

## 2.4. Statistika platnog sistema u Crnoj Gori

U narednom grafičkom pregledu dati su podaci o obimu i vrijednosti ukupnog platnog prometa u zemlji u 2006. godini:

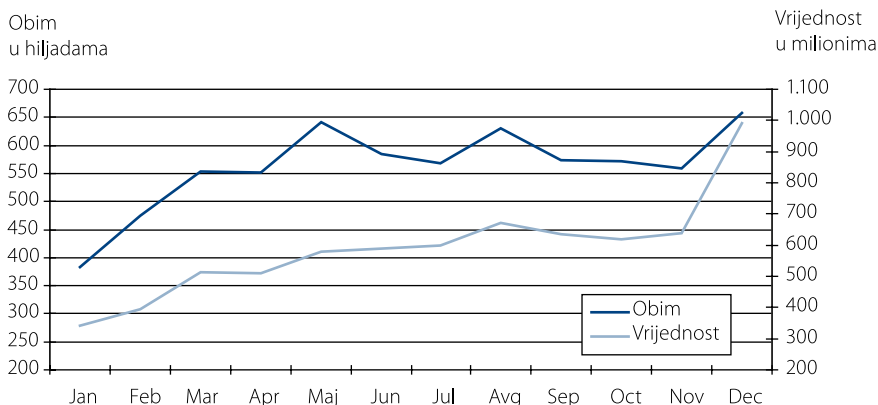
*Grafik br. 2.1- Obim i vrijednost ukupnog platnog prometa u 2006. godini*



U poređenju sa 2005. godinom, obim, tj. broj transakcija se povećao za 56% a ukupna vrijednost transakcija za 43%.

U narednom grafikonu dati su podaci o obimu i vrijednosti međubankarskog platnog prometa realizovanog preko MPS sistema:

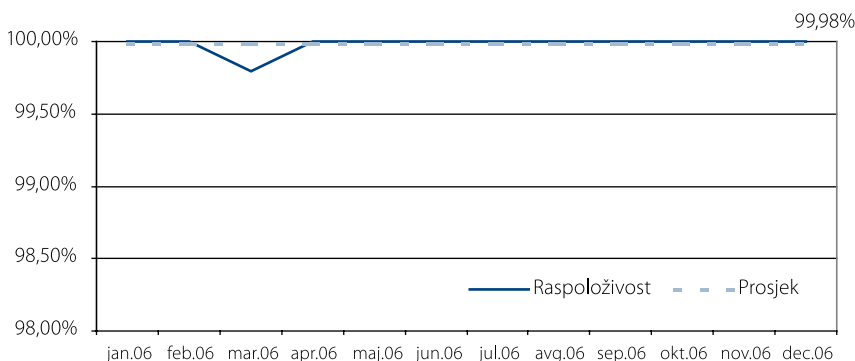
Grafik br. 2.2 - Obim i vrijednoost međubankarskog platnog prometa u 2006. godini



U poređenju sa 2005. godinom, obim, tj. broj transakcija povećan je za 23%, a ukupna vrijednost transakcija za 32%.

Kao jedan od najvažnijih pokazatelja sigurnosti u radu nekog platnog sistema, koristi se pokazatelj raspoloživosti sistema koji se dobija tako što se ukupno vrijeme za koje je sistem bio stvarno raspoloživ, podijeli sa ukupnim vremenom za koje je sistem trebao da bude raspoloživ. Iz narednog grafičkog prikaza može se vidjeti da je prosječna raspoloživost u 2006. godini bila vrlo visoka - čak 99,98%.

Grafik br. 2.3 - Raspoloživost MPS-a





## 2.5. Zaključak

Na osnovu izloženog može se zaključiti da je u Crnoj Gori izgrađena savremena, sigurna i efikasna infrastruktura platnog sistema koja omogućava realizaciju budućih inicijativa u cilju unaprjeđenja postojećih, kao i uvođenja novih platnih usluga od strane davaoca tih vrsta usluga.

Bitno je napomenuti i da je nedavna misija MMF-a i Svjetske banke, u okviru FSAP programa, ocijenila da je MPS – Međubankarski platni sistem, kao ključna infrastruktura platnog sistema u Crnoj Gori, generalno usklađen sa međunarodnim principima odnosno standardima za sistemski važne platne sisteme.

Centralna banka Crne Gore je, u proteklom periodu, imala ključnu ulogu u reformi platnog prometa, uspostavljanju stabilnog, efikasnog i regulatorno adekvatno uređenog platnog sistema, kao i u promociji novih standarda u bankarskom sektoru.

Donošenjem Zakona o platnom prometu, čija je izrada u toku, žele se stvoriti regulatorne pretpostavke za postizanje još većeg stepena sigurnosti i efikasnosti funkcionisanja postojećih, kao i potencijalnih novih, platnih i obračunskih sistema u Crnoj Gori, kao i omogućiti dalji progres u domenu unaprjeđenja platnih usluga u zemlji.

Platni i obračunski sistemi predstavljaju vrlo dinamičnu kategoriju. Brojne inicijative na međunarodnom planu, po pitanju daljeg unaprjeđenja sistemski važnih platnih i obračunskih sistema su u toku. Tu se naročito mogu istaći projekti Evropske unije kao što su SEPA i TARGET2, kao i ubrzana implementacija IBAN standarda u konstrukciji računa. Postoje i brojne inicijative za dalje unaprjeđenje komercijalnih usluga u platnom prometu, koje se tiču elektronskih platnih instrumenata, elektronskog novca i sl, a koje su ujedno budući izazovi za Crnu Goru.



### **3. BANKARSKI SISTEM U CRNOJ GORI**



Naslijeđeno stanje u bankarskom sistemu bi se moglo opisati haotičnim. Njega je karakterisalo potpuno odsustvo kredibiliteta bankarskog sistema, široko rasprostranjena neperformansna aktiva, nelikvidne i nesolventne banke, odsustvo odgovornosti za poslovanje banaka, prisustvo piramidalnih banaka, imperfektni računovodstveni standardi, dominacija državne svojine, visoki operativni troškovi, odsustvo profitne motivacije, selektivnost u primjeni propisa i dr. Štednja nije postojala, a krediti su dodijeljivani privilegovanim korisnicima. Stambeni i potrošački krediti, takođe, nisu postojali. Bankarska supervizija gotovo da nije ni postojala, ili je svojim delovanjem doprinosila destabilizaciji finansijskog sistema.

Ovakvo stanje bilo je i osnovni razlog da je CBCG, na početku svog rada, kao prioritetan cilj postavila reformu bankarskog sistema. U procesu reforme bankarskog sistema preduzet je čitav niz mjera. Donijeta je kompletno nova regulativa, počevši od Zakona o bankama i Zakona o stečaju i likvidaciji banaka, kao i veći broj podzakonskih akata. Dozvola je oduzeta svim nesolventnim bankama, odnosno zatvoreno je pet banaka, sve piramidalno-kreditne institucije, kao i sve filijale srbijanskih banaka koje nijesu mogle da usaglase svoje poslovanje sa novom regulativom. Uvedeni su međunarodni računovodstveni standardi. Otklonjene su sve prepreke za strano investiranje u bankarski sistem. U procesu supervizije usvojena je i primjenjena međunarodno prihvaćena CAMELS metodologija i usaglašena je sa Bazelskim standardima supervizije. U toku su aktivnosti ka implementaciji međunarodnih standarda supervizije poznatih kao Bazel II. Sprovedena je privatizacija bankarskog sistema. U posmatranom periodu licencirano je šest novih banaka uz veliko interesovanje i domaćih i stranih investitora. Takođe je riješen i problem stare devizne štednje.

Ostvareni rezultati u reformi bankarskog sistema mogu se ocjeniti impresivnim, jer je kreiran moderan bankarski sistem, koji je pokretač privrednog razvoja čitave Crne Gore. Bankarski sistem karakteriše diverzifikacija i kontinuirani rast obima aktivnosti. U bankarskom sistemu u Crnoj Gori danas dominira privatna svojina (96% kapitala bankarskog sistema) i to pretežno strano vlasništvo (80% kapitala bankarskog sistema). Evidentan je stalni rast depozita, štednje i bilansne sume banaka. Štednja je, krajem 2006. godine u odnosu na kraj 2000. godine povećana trinaest puta, a aktiva banaka je povećana za skoro dvadeset puta.

U Crnoj Gori je na kraju 2005. poslovalo deset banaka: Atlas mont banka AD Podgorica, Crnogorska komercijalna banka AD Podgorica, Euromarket banka AD Podgorica, Hipotekarna banka AD Podgorica, Komercijalna banka AD Budva, NLB Montengrobanka AD Podgorica, Nikšićka banka AD Nikšić, Opportunity bank AD Podgorica, Pljevaljska banka AD Pljevlja i Podgorička banka AD Podgorica. U prvih devet mjeseci 2006. godine zabilježeno je pripajanje Euromarket banke NLB

Montenegrobananci (od 1. januara), početak rada Hypo-Alpe Adria banke AD Podgorica (april), kao i preuzimanje-kupovina Pljevaljske banke od strane Atlasmont banke (jun).

Veća izloženost banaka rizicima uslovila je donošenje odgovarajuće podzakonske regulative sa ciljem obezbjeđenja veće sigurnosti poslovanja banaka, prije svega smanjenjem kreditnog rizika, s obzirom na povećanu kreditnu aktivnost banaka uslovljenu rastom tražnje za kreditima u posljednje dvije godine. U okviru ove regulative Centralna banka je donijela Odluku o minimalnim standardima za upravljanje rizikom zemlje<sup>1</sup>, Odluku o minimalnim standardima za upravljanje tržišnim rizicima u bankama<sup>2</sup>, Odluku o minimalnim standardima za upravljanje operativnim rizikom u bankama<sup>3</sup>. Pored toga, donešene su Odluka o minimalnim standardima za upravljanje rizikom likvidnosti u bankama<sup>4</sup> i Odluka o minimalnim standardima za upravljanje kreditnim rizikom i poslovanju sa licima povezanim sa bankom<sup>5</sup>.

Banke su u obavezi da izdvajaju obaveznu rezervu u skladu sa Odlukom o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore<sup>6</sup>.

U 2005. godini, u sastavu Centralne banke počeo je sa radom Regulatorni kreditni biro, sa ciljem boljeg praćenja i ocjene kreditnog rizika u bankama, praćenja prosječne ponderisane aktivne kamatne stope, kvalitetnije kontrole tržišnog i operativnog rizika. Pored toga, sa radom je počeo i Fond za zaštitu depozita i trenutno su osam banaka članice ovog Fonda.

### 3.1. Uloga banaka na finansijskom tržištu

Poslovi koje banke u Crnoj Gori mogu obavljati, a koji su definisani Zakonom o bankama obuhvataju: primanje depozita; davanje kredita; kupovinu i prodaju HOV koje dospijevaju u roku od godinu dana ili u kraćem roku, za svoj račun; kupovinu, prodaju, isplatu i naplatu bankarskih mjenica; trgovinu mjenicama i drugim instrumentima tržišta novca za svoj ili za račun komitenata; izdavanje, obradu i evidentiranje platnih instrumenata (uključujući kreditne kartice, putne i bankarske čekove); promptno kupovanje i prodaju strane valute za svoj i račun komitenata; obavljanje poslova platnog prometa; učestvovanje u poslovima finansiranja lizinga; pružanje usluga čuvanja sredstava i HOV; otvaranje, ugovaranje, potvrdu i plaćanje trgovačkih i uslovnih akreditiva; izdavanje garancija za finansijske obaveze; platni promet i devizne transakcije sa inostranstvom, kao i druge poslove koji proizilaze iz poslovanja banke.

---

<sup>1</sup> „Sl. list RCG”, br. 08/05

<sup>2</sup> „Sl. list RCG”, br. 08/05

<sup>3</sup> „Sl. list RCG”, br. 08/05

<sup>4</sup> „Sl. list RCG”, br. 58/05

<sup>5</sup> „Sl. list RCG”, br. 79/05

<sup>6</sup> „Sl. list RCG”, br. 14/06

U periodu od 2000. do kraja 2005. godine, kao i tokom devet mjeseci 2006. godine, dominantne aktivnosti banaka bile su odobravanje kredita i primanje depozita. Pojedine banke izdaju debitne i kreditne kartice: Visa, Maestro i Mastercard, za fizička i pravna lica. Na kraju 2005. godine u Crnoj Gori bilo je instalirano 70 bankomata, pri čemu tri banke nijesu imale bankomate, dok je jedna banka imala instaliran 41 bankomat. Tokom prvih devet mjeseci 2006. godine banke su nastavile sa širenjem mreže bankomata, tako da je na kraju septembra bilo instalirano ukupno 105 bankomata.

Banke u Republici, shodno Zakonu o bankama, mogu obavljati i poslove investicionog bankarstva. Jedan dio aktivnosti koje obuhvata pojam investicionog bankarstva, a koje obavljaju crnogorske banke, je dugoročno kreditiranje investicionih projekata. Međutim, banke još uvijek ne obavljaju brokerske poslove<sup>7</sup>, a nerazvijena je i tzv. kastodi funkcija banaka, odnosno poslovi upravljanja portfeljom hartija od vrijednosti i druge aktive klijenata. Takođe, crnogorske banke se ne bave ni osnovnim poslom investicionih bankara – preuzimanjem primarnih emisija akcija i drugih hartija od vrijednosti. Poslovi preuzimanja obično obuhvataju otkup, dakle finansiranje primarne emisije i dalji plasman otkupljenih hartija od vrijednosti na sekundarnom tržištu. Osnovni razlog što banke nijesu razvile ovu, zakonom dozvoljenu funkciju je taj što ne postoji tražnja za ovom vrstom bankarskih usluga. Privredna društva su do sada u pribavljanju eksternih izvora finansiranja uglavnom bila usmjerena na bankarske kredite. Primarne emisije akcija u posmatranom periodu vršile su uglavnom banke. Većina emisije akcija privrednih društava u Crnoj Gori, u posmatranom periodu realizovana je uglavnom po osnovu usitnjavanja ili ukрупnjavanja akcija, kao i po osnovu konverzije duga u vlasništvo.

Banke u Crnoj Gori ne koriste emitovanje obveznica kao oblik pribavljanja sredstava. Razlog za nekorišćenje ovog oblika finansiranja jeste visoka likvidnost domaćih banaka koje pored osnovnih izvora za kreditnu aktivnost koriste i kredite iz inostranstva, odnosno kreditne linije od svojih matičnih banaka (slučaj banaka sa učešćem stranog kapitala).

Tokom posmatranog perioda banke su ostvarile značajno učešće na tržištu akcija (Tabela br. 3.1). Visoka primarna emisija akcija banaka u 2002. i 2003. bila je uslovljena odrednicom iz Zakona o bankama, da njihov osnivački kapital treba da iznosi 5 miliona eura. Tako je putem primarne emisije akcija banaka 2002. godine ostvaren promet od 5,7 miliona eura, dok je promet po ovom osnovu u 2003. godini iznosio 8,8 miliona eura. Na visok ukupan promet akcijama banaka u 2003. uticala je privatizacija Montenegrobanke kupovinom 10,5 miliona eura vrijednosti akcija od strane Nove Ljubljanske banke dd Ljubljana, dok je u 2005. godini visok promet rezultat dalje privatizacije državnog kapitala u domaćim bankama. Tokom devet mjeseci 2006. godine, ostvaren je promet akcijama banaka u ukupnom iznosu od 5,5 miliona eura, pri čemu nije bilo primarne emisije akcija.

---

<sup>7</sup> Osim u dijelu kupovine kratkoročnih državnih zapisa na aukcijama, za klijente banaka.

Tabela br. 3.1 – Promet akcijama banaka na crnogorskim berzama, u milionima eura

Opis/Period	2002.	2003.	2004.	2005.	2006. I – IX
Ukupan promet	6,7	20,3	6,9	28,98	5,5
Primarna emisija	5,7	8,8	1,2	2,57	-

Izvor: Montenegroberza i Nex Montenegro berza

Banke su u posmatranom periodu ulagale u kapital drugih pravnih lica, ali su ova ulaganja bila neznatna u odnosu na ukupna sredstva banaka (1,39% ukupne aktive banaka na kraju 2005. god, odnosno 1,89% na kraju septembra 2006. godine). Pored toga, banke su predstavljale značajnog učesnika na tržištu državnih zapisa, što je proizašlo iz mogućnosti date Odlukom o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore, da dio izdvojene obavezne rezerve drže u državnim zapisima. Tako su banke tokom posmatranog perioda (2002 - 30.09.2006. godine) u državnim zapisima držale od 2,1% do 24% izdvojene obavezne rezerve, u iznosu od 1,0 do 9,8 miliona eura. Od ukupnog iznosa državnih zapisa prodatih u 2005. godini, domaće banke su kupile 68,9 miliona eura ili 63,36%, dok su u prvih devet mjeseci 2006. godine domaće banke bile jedini kupci državnih zapisa (11 miliona eura ili 100%). Kupljene državne zapise banke su držale do dospelja, s obzirom na to da sekundarno tržište ovih finansijskih instrumenata u posmatranom periodu nije postojalo.

### 3.2. Razvoj u posljednjih pet godina (2002-IX 2006.)

Reforma bankarskog sektora predstavlja značajan element tranzicionog procesa jedne zemlje. Razlog tome je što razvijen bankarski sistem sa razvijenom supervizijom banaka čini preduslov za razvoj cjelokupne ekonomije i može predstavljati pokretač za mnoge druge oblasti restrukturiranja. Zdrav i stabilan bankarski sektor obezbjeđuje povjerenje neophodno za ulaganje domaćeg i stranog kapitala. Kvalitetan bankarski sektor pored toga obezbjeđuje početni kapital za obavljanje poslovnih aktivnosti, posebno za mala i srednja preduzeća, koja su generator ekonomskog rasta.

U periodu 2002-2005. zabilježen je značajan razvoj i transformacija bankarskog sektora Crne Gore kao rezultat uvođenja efikasne supervizije banaka, primjene propisa usklađenih sa međunarodnim standardima i praksama, privatizacije državnog kapitala u domaćim bankama, odnosno ulaska stranog kapitala. Navedeno je, pored ostalog, uticalo na rast bilansne sume banaka, rast depozita i drugih izvora kojima se obezbjeđuje porast prihodonosne aktive banaka, visoku likvidnost banaka, veću konkurenciju i poboljšanje, odnosno proširenje ponude banaka. Tako je u četvorogodišnjem periodu aktiva banaka porasla za 104,35%, ukupni depoziti za 137,39%, dok je porast



kreditnih potraživanja banaka iznosio 201,57%. Najveći porast zabilježili su depoziti stanovništva koji su na kraju 2005. godine bili blizu osam puta viši nego na kraju 2002. godine (Tabela br. 3.2).

*Tabela br. 3.2 – Aktiva banaka, ukupni krediti i depoziti, 2002-2005.*

Opis/Period	2002.	2003.	Promjena 2003–2002	2004.	Promjena 2004–2003	2005.	Promjena 2005–2004	Promjena 2005–2002	2005. 2004.	2005. 2002.
	u 000 000 eura								u %	
<b>Aktiva banaka</b>	340,5	349,7	9,3	444,4	94,6	695,7	251,4	355,3	56,57	104,35
<b>Ukupni krediti</b>	124,7	200,6	75,9	281,5	80,8	375,9	94,4	251,3	33,56	201,57
Kreditni privredi	78,7	126,6	47,8	175,6	49,0	230,1	54,5	151,3	31,04	192,20
Kreditni stanovništvu	22,3	49,9	27,7	74,4	24,4	104,3	29,9	82,0	40,22	367,99
<b>Ukupni depoziti</b>	205,5	211,0	5,5	273,2	62,2	487,9	214,7	282,4	78,60	137,39
Depoziti privrede	72,7	91,0	18,3	85,5	-5,5	143,9	58,4	71,1	68,34	97,77
Depoziti stanovništva	22,2	45,1	22,8	79,3	34,2	175,8	96,5	153,5	121,69	691,24

U prvih devet mjeseci 2006. godine nastavljen je rast navedenih pokazatelja. Tako je aktiva banaka na kraju septembra bila za 58,4% viša nego na kraju 2005. godine, odnosno za 223,7% ili preko tri puta viša nego na kraju 2002. godine. Istovremeno, ukupni depoziti kod banaka su uvećani za 65,9% u odnosu na kraj prethodne godine, dok je porast u odnosu na kraj 2002. iznosio 293,8%. Tražnja za kreditima je rasla u posmatranom periodu pa su ukupna potraživanja banaka po osnovu odobrenih kredita na kraju septembra 2006. godine bila za 73,7% viša nego na kraju prethodne godine, odnosno preko pet puta viša od stanja zabilježenog na kraju 2002. godine.

Pokazatelj odnosa aktive bankarskog sektora i BDP koristi se kao pokazatelj stepena bankarskog posredništva. Iako je ovaj koeficijent povećan u posmatranom periodu (Tabela br. 3.3) i dalje je nizak (za EMU ovaj odnos je iznosio 203,4% na kraju 2004, odnosno 224,4% na kraju 2005. godine).

*Tabela br. 3.3 – Odnos odabranih pokazatelja i BDP-a u Crnoj Gori, u %*

Period/Opis	Aktiva banaka	Kreditna potraživanja banaka	Ukupni depoziti	Depoziti stanovništva
2002.	26,2	9,6	15,8	1,7
2003.	25,1	14,4	15,2	3,2
2004.	28,4	18,0	17,5	5,1
2005.	41,2	22,2	28,9	10,4

Međutim, iako je pokazatelj nepovoljan u poređenju sa prosjekom za Euro-zonu, važno je napomenuti da slično kretanje ovog pokazatelja karakteriše i zemlje iz okruženja (Tabela br. 3.4).

Tabela br. 3.4 – Odnos aktive banaka i BDP-a, u %

	Slovačka	Srbija	Poljska	Makedonija	Bugarska	BiH	Češka	Hrvatska	Rumunija	Albanija
2002.	n.a.	36,7	64,2	49,9	45,0	54,5	106,8	91,4	31,6	53,7
2003.	84,1	31,3	64,6	52,4	50,2	62,5	100,7	98,4	32,4	52,3
2004.	90,6	36,9	n.a.	56,6	65,1	69,6	95,4	105,9	38,3	54,9
2005.	100,5	46	n.a.	61,6	74,1	66,1	99,5	111,5	n.a	n.a

Izvor: centralne banke i zavodi za statistiku navedenih zemalja

I pored toga što je pokazatelj najniži (Tabela br. 3.4), treba imati u vidu i broj banaka koje posluju u posmatranim zemljama i svojim aktivama utiču na veličinu ovog odnosa. Tako npr. na kraju 2005. godine u Hrvatskoj je poslovalo 37, u Češkoj 36, Rumuniji 39, Bugarskoj 35, Srbiji 40, a u Crnoj Gori 10 banaka. Izvejsno je da je u 2006. godini zabilježen značajan porast aktive bankarskog sistema u Crnoj Gori, tako da se može očekivati da će ovaj pokazatelj u 2006. godini iznositi oko dvije trećine BDP.

**Likvidnost banaka:** Kretanje odabranih pokazatelja likvidnosti na agregatnom nivou ukazuje da je likvidnost banaka tokom posmatranog perioda (2002-IX 2006.) bila zadovoljavajuća.

Pokazatelj odnosa likvidne i ukupne aktive zabilježio je rast tokom posmatranog perioda, a pokazatelj odnosa likvidne aktive i kratkoročnih, odnosno ukupnih obaveza banaka bio je povoljan, kao i odnos kratkoročnih kredita i kratkoročnih obaveza banaka (Tabela 3.5).

Tabela br. 3.5 – Odabrani pokazatelji likvidnosti banaka, stanje na kraju perioda, u %

Opis/Period	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
LA/UA	41,32	27,46	24,21	38,39	34,81
LA/Kratkoročne obaveze	67	42	41	59	58
LA/Ukupne obaveze	54	37	30	45	40
LA/Kratkoročni krediti	137	65	63	123	136
KK/Kratkoročne obaveze	53	64	65	48	54

Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka

O likvidnosti bankarskog sistema u posmatranom periodu govori i znatno viši nivo raspoloživih likvidnih sredstava banaka u zemlji i inostranstvu od izvršenih plaćanja banaka. Tako su na kraju 2005. godine ukupna raspoloživa sredstva banaka za plaćanja iznosila 239,9 miliona eura (79,6 miliona eura na kraju 2003.), dok su izvršena plaćanja iznosila 6,6 miliona eura (22,7 miliona eura na kraju 2003.), na osnovu čega je ostvaren suficit u iznosu od 233,3 miliona eura (56,9 miliona

eura na kraju 2003. godine). Sličan odnos raspoloživih sredstava i izvršenih plaćanja zadržan je i tokom prvih devet mjeseci 2006. godine, tako da su na kraju septembra ukupna raspoloživa sredstva banaka za plaćanja iznosila 275,7 miliona eura, a izvršena plaćanja 3,4 miliona.

U periodu 2003-IX 2006. značajno je povećan nivo sredstava banaka raspoloživih za plaćanja, tako da je prosjek ovih sredstava povećan sa 88,8 miliona eura, koliko je iznosio tokom 2003. godine, na 137,2 miliona eura u 2005. godini, dok je prosjek raspoloživih sredstava za prvih devet mjeseci 2006. godine iznosio 231,5 miliona eura. Istovremeno je zabilježen i porast prosječnog iznosa izvršenih plaćanja banaka i to sa 14,8 miliona eura, koliko je iznosio u 2003, na 17,9 miliona eura u 2005, odnosno 24,3 miliona koliko je iznosio za prvih devet mjeseci 2006. godine.

S obzirom na visoku likvidnost bankarskog sektora, posmatrano u cjelini, banke nijesu koristile kredite Centralne banka za prevazilaženje kratkoročnih likvidnosnih problema. Pojedine banke koristile su izdvojena sredstva obavezne rezerve za likvidnost ukupno 21 dan tokom 2002. godine, 10 dana tokom 2003. i 20 dana tokom 2005. godine, dok u 2004, kao ni tokom prvih devet mjeseci 2006. godine nije bilo korišćenja sredstava obavezne rezerve za likvidnost.

Ako se nivo likvidnih sredstava banaka, koji je konstantno viši od propisanog nivoa<sup>8</sup>, posmatra u kontekstu i dalje relativno visokih kamatnih stopa u Crnoj Gori, postavlja se pitanje o postojanju uzročno-posljedične veze: da li je i višak likvidnosti kod banaka jedan od uzroka visokih kamatnih stopa, kojima se kompenzira visok oportunitetni trošak neangažovanja velikog iznosa finansijskih sredstava? Osim toga, postoji realno mnogo veća tražnja za kreditima, od one koja de facto biva zadovoljena plasiranim kreditima (što je naročito karakteristično za pravna lica), što takođe diktira cijenu kredita. Ono što pravna lica i dalje čini nedovoljno kvalitetnim zajmotražiocima su nepostojeći, ili pak nedovoljno kvalitetni ili sumnjivi podaci o poslovanju. Sve dok se ne izmire unutrašnja dugovanja između preduzeća, dok njihovi finansijski izvještaji ne dobiju na kvaliteti i ne budu objavljeni i javno dostupni većom frekvencijom, pravna lica, odnosno sektor privrede neće biti u stanju da koristi velika raspoloživa likvidna sredstva crnogorskih banaka.

***Depoziti:*** Depozite položene kod banaka karakteriše pozitivan trend tokom posmatranog perioda, tako da su na kraju 2005. dostigli iznos od 487,9 miliona eura, što je bilo za 137,39% više nego na kraju 2002. godine. Depoziti položeni kod banaka na kraju septembra 2006. godine, u iznosu od 809,4 miliona eura, bili su za 293,8% viši nego na kraju 2002. godine. Posebno ohrabruje činjenica da je evidentan konstantan rast oročenih depozita, koji su na kraju 2005. bili blizu četiri puta viši nego na kraju 2002. godine, dok je nivo depozita na kraju septembra 2005. bio blizu šest i po puta viši od nivoa sa kraja 2002. godine.

---

<sup>8</sup> Odluka o minimalnim standardima za upravljanje rizikom likvidnosti u bankama.

Grafik br. 3.6 – Ročna struktura ukupnih depozita kod banaka, stanje na kraju perioda, u %

Depoziti	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Po viđenju	66,81	55,75	55,46	53,44	55,44
Do tri mjeseca	3,45	16,31	11,40	8,97	6,98
Od tri mjeseca do jedne godine	19,29	25,87	29,19	28,05	34,73
Od jedne do tri godine	9,11	2,07	2,95	8,93	2,40
Preko tri godine	1,34	0,00	1,00	0,62	0,45

Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka

I pored rasta oročenih depozita, ročna struktura ukupnih depozita i dalje je nepovoljna (Tabela br. 3.6), s obzirom na to da tokom cijelog posmatranog perioda pretežan udio u ukupnim depozitima ostvaruju depoziti po viđenju, koji ne mogu predstavljati izvor za dugoročno, razvojno kreditiranje određenih sektora.

Razlozi opstajanja i dalje nepovoljne strukture depozita u bankama su višestruki. Prije svega, i dalje je prisutna niska sklonost ka štednji, kako kod privrede, tako i kod stanovništva. Pri tome, treba imati u vidu da tek nekoliko godina unazad privredna aktivnost počinje da bilježi značajniji rast. Privredni rast zahtijeva ulaganja u biznis, o čemu svjedoči i visoka tražnja za kreditima. Privredna društva koja posluju sa dobitkom, odlučuju se da, umjesto uzimanja i dalje skupih kredita, reinvestiraju ostvarenu dobit. Osim toga, razlozi koji su usloveli nisku privrednu aktivnost uzrokovali su i nizak životni standard. Zbog potrebe za poboljšanjem životnog standarda, koji implicira i kupovinu luksuznih dobara, renoviranje i kupovinu stanova, stanovništvo je i dalje sklonije trošenju nego štednji. Osim toga, visok rast cijena akcija na crnogorskim berzama u posljednje dvije godine uslovio je preusmjeravanje slobodnih finansijskih sredstava na tržište kapitala. Slaba putna i druga infrastruktura razlog je što je i država sklonija potrošnji nego štednji.

Posmatrano po nosiocima, najveće učešće u ukupnim depozitima ostvarili su sektor stanovništva i privredna društva u privatnom vlasništvu, čije učešće se od 2002. godine kontinuirano povećava usljed sprovođenja privatizacija državnog vlasništva. (Tabela br. 3.7) Smanjenje učešća depozita ovih transaktora u 2004. i 2005. godini posljedica je repatrijacije dividendi, kao i pomenutog procesa investiranja u zemlji, podstaknutog kako privatizacijom, tako i poboljšanjem investicione klime.

*Tabela br. 3.7 – Struktura ukupnih depozita po nosiocima, stanje na kraju perioda, u %*

Opis	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Vlada RCG	24,54	10,77	3,91	4,15	2,47
Organi i organizacije RCG	8,84	7,84	0,19	1,51	0,96
Fondovi		0,00	7,62	12,09	6,86
Opštine	3,18	4,33	4,81	1,75	2,26
Privredna društva u većinskom državnom vlasništvu	10,21	3,02	5,02	4,21	3,15
Privredna društva u privatnom vlasništvu	30,91	40,23	28,44	27,79	29,67
Preduzetnici	0,18	0,59	0,39	0,3	0,56
Banke	4,48	1,62	6,70	3,68	2,81
Finansijske institucije	0,93	1,26	4,50	4,52	4,66
Neprofitne organizacije	4,63	2,27	1,93	1,94	1,34
Fizička lica	8,12	21,12	29,02	36,02	43,46
Ostalo	3,97	6,96	7,47	2,03	1,80

*Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka*

Posmatrano po djelatnostima/granama, najviše depozita potiče iz oblasti trgovine, finansija, administracije i oblasti usluga, turizma i ugostiteljstva. (Tabela br. 3.8)

*Tabela br. 3.8 – Struktura ukupnih depozita po djelatnostima/granama, stanje na kraju perioda, u%*

Djelatnost/grana	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Poljorivreda, lov, ribolov i dr.	0,2	0,3	0,8	0,5
Rudarstvo	0,6	0,7	1,2	0,2
Energetika	4,6	1,3	0,4	0,2
Građevinarstvo	2,4	1,9	2,3	1,6
Trgovina	27,8	21,1	15,6	15,9
Usluge, turizam, ugostiteljstvo	6,2	7,8	6,4	5,7
Transport, skladištenje, komunikacije	2,0	3,6	4,7	7,2
Finansije	14,9	12,8	15,4	13,6
Trgovina nekretninama	0,0	0,3	1,1	0,9
Administracija	8,1	8,5	11,5	6,2
Stanovništvo	21,1	29,0	35,9	43,5
Ostalo	12,0	12,7	4,7	4,5

*Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka*

**Kreditni:** Kreditna aktivnost banaka je značajno rasla tokom posmatranog perioda što je uzrokovano makro i mikro ekonomskim faktorima, koji su uticali i na ponudu i na tražnju za kreditima. Naime, na rast kredita uticala je stabilizacija ekonomskih prilika u zemlji, odnosno poslovanje banaka u makroekonomskom okruženju koje karakteriše umjerena ili niska inflacija. Privatizacija i restrukturiranje bankarskog sektora, kao i regulatorna reforma finansijskog sistema uticali su na povećanje povjerenja u ove finansijske institucije, odnosno doveli do porasta štednje, koja predstavlja značajan izvor kreditne aktivnosti banaka. Reforma bankarskog sektora povećala je konkurenciju i ponudu novih proizvoda, premda još uvijek skromnu, a banke su se fokusirale na sektore koji su bili manje usluživani u ranijem periodu (mala i srednja preduzeća i stanovništvo).

Nominalni porast kredita na kraju 2005. u odnosu na kraj 2002. godine iznosio je 251,3 miliona eura, dok je odgovarajuća stopa rasta iznosila 201,57%. Rast kredita je karakterisao i prvih devet mjeseci 2006. godine, tako da je iznos kredita dostignut na kraju septembra bio čak pet puta (423,86%) viši nego na kraju 2002. godine. U posmatranom periodu zabilježena je promjena ročne strukture kredita u korist dugoročnih kredita (Tabela br. 3.9).

*Tabela br. 3.9 – Ročna struktura ukupnih kredita, stanje na kraju perioda, u %*

Opis/Period	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Kratkoročni krediti	78,9	74,9	60,5	49,2	43,3
Dugoročni krediti	21,1	25,1	39,5	50,8	56,7

*Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka*

Posmatrano po djelatnostima, banke su najviše kredita odobravale za trgovinu, usluge, turizam i ugostiteljstvo, kao i za građevinarstvo (Tabela br. 3.10).

*Tabela br. 3.10 – Struktura kredita po djelatnostima/granama, stanje na kraju perioda, u %*

Djelatnost/grana	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Poljorivreda, lov, ribolov i dr.	2,20	2,75	1,69	1,87	1,33
Rudarstvo	2,65	1,96	0,46	0,72	0,50
Energetika	2,71	3,78	1,77	1,93	0,79
Građevinarstvo	6,03	5,22	5,06	5,01	7,99
Trgovina	25,60	36,40	41,52	34,38	28,97
Usluge, turizam, ugostiteljstvo	6,10	6,13	6,02	7,73	8,25
Transport, skladištenje, komunikacije	2,71	3,97	2,13	4,37	2,64
Finansije	6,70	7,89	3,38	3,00	2,86
Trgovina nekretninama	0,01	0,11	0,35	2,86	0,87
Administracija	12,38	2,95	4,60	5,33	3,54
Stanovništvo	17,77	24,86	26,22	26,26	35,30
Ostalo	15,14	3,99	6,81	6,55	6,96

*Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka*

Podaci o učešću pojedinih kategorija rizikom ponderisane aktive u ukupno klasifikovanoj aktivi banaka, ukazuju na dobar kvalitet aktive s obzirom na to da tokom cijelog posmatranog perioda dobra aktiva (A) ima dominantno učešće. U posmatranom periodu došlo je do smanjenja učešća nekvalitetne aktive (C, D, E) u ukupnoj aktivi, kao i odnosa nekvalitetne aktive i ukupnog kapitala i rezervi banaka (Tabela br. 3.11).

*Tabela br. 3.11 – Učešće pojedinih kategorija klasifikacije u ukupnoj klasifikovanoj aktivi, u %*

	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Dobra aktiva (A)	81,71	78,02	64,93	62,91	68,45
Sa posebnom napomenom (B)	6,37	14,56	27,04	31,20	28,14
Substandardna (C)	3,64	4,64	4,24	3,53	3,00
Sumnjiva (D)	7,82	2,72	2,79	2,36	0,41
Gubitak (E)	0,46	0,06	1,00	0,26	0,18
Nekvalitetna aktiva (C, D, E) / ukupan kapital i rezerve	22,43	16,95	22,80	19,96	18,83
Nekvalitetna aktiva (C, D, E) / ukupna aktiva	6,06	4,79	5,53	3,60	2,65

*Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka*

Radi smanjenja kreditnog rizika banke vrše izdvajanje rezervi za potencijalne gubitke, u skladu sa Odlukom o kriterijumima i postupku klasifikacije aktive i formiranju rezervi za potencijalne gubitke po stavkama aktive<sup>9</sup>. Formirana rezervisanja za potencijalne gubitke na stavkama aktive imala su neznatno učešće u ukupnoj aktivi, koje je smanjeno sa 4,1% koliko je iznosilo na kraju 2002, na 2,2% na kraju 2005, odnosno na 1,65% na kraju septembra 2006. godine. Najveći dio ovih rezervisanja činila su rezervisanja za potencijalne kreditne gubitke (88,8% na kraju 2005, odnosno 94,1% na kraju septembra 2006. godine), koja su, tokom posmatranog perioda, činila od 2,6% do 5,3% ukupnih kreditnih potraživanja banaka.

Procenat kredita koji kasne sa otplatom na kraju 2005. godine iznosio je 5,33% na agregatnom nivou i povećan je u odnosu na kraj 2004, kada je iznosio 5,17% ukupnih kredita. Najveći dio kredita koji kasne sa otplatom odnosio se na kredite odobrene privrednim društvima u privatnom vlasništvu (46,56%) i stanovništvu (43,71%). Devet mjeseci 2006. godine karakterisalo je dalje smanjenje kredita koji kasne sa otplatom, tako da je na kraju septembra njihovo učešće iznosilo 4,61%. Pri tome, 38% kredita koji kasne sa otplatom odnosilo se na kredite odobrene privrednim društvima u privatnom vlasništvu, a 24% na kredite odobrene stanovništvu. Takođe, struktura kredita, sa stanovništa kategorije kašnjenja, nije nepovoljna. Naime, 63% kredita koji su kasnili sa otplatom bilo je u kategoriji kašnjenja do 90 dana, 27% u kategoriji kašnjenja preko 90 dana na koje se obračunava kamata, a 10% u kategoriji kredita na koje se ne obračunava kamata.

<sup>9</sup> „Sl. list RCG”, br. 44/02

Koeficijent krediti/depoziti bio je povoljan za bankarski sistem u cjelini na kraju 2005. godine kada je iznosio 0,77, odnosno 0,81 na kraju septembra 2006. godine (0,61 na kraju 2002, 0,95 na kraju 2003. i 1,03 na kraju 2004. godine), kao rezultat nižeg nivoa kredita od depozita. Pored toga, kratkoročni krediti bili su u potpunosti pokriveni kratkoročnim depozitima, pa je koeficijent kratkoročni krediti/kratkoročni depoziti iznosio 0,50 na kraju 2005. godine, odnosno 0,56 na kraju septembra 2006. godine (0,62 na kraju 2004), dok je koeficijent dugoročni krediti/dugoročni depoziti iznosio 2,75 na kraju 2005, odnosno 1,65 na kraju septembra 2006. godine (9,54 na kraju 2004). To znači da dugoročni krediti nijesu bili pokriveni dugoročnim depozitima pa su banke, za zadovoljenje tražnje za dugoročnim kreditima koristile pozajmice, najvećim dijelom iz inostranstva. Neadekvatan odnos dugoročnih kredita i depozita trenutno ne predstavlja problem s obzirom na visoku likvidnost banaka, ali može predstavljati potencijalni problem ukoliko se ovakav odnos bude zadržao, i ukoliko bude došlo do pogoršanja likvidnosti banaka (npr. u uslovima smanjenja depozita usljed povećane aktivnosti institucionalnih investitora, prevashodno penzionih fondova, uz istovremeni pad aktivnih kamatnih stopa koji bi demotivisao strane banke za odobravanje kredita domaćim bankama).

***Kapital banaka i vlasnička struktura kapitala:*** Posmatrano u apsolutnom iznosu, kapital banaka je u posmatranom periodu (2002-IX 2006.) povećan za 54,1 milion eura ili 69,4%. Na kraju septembra 2006. godine, u iznosu od 132 miliona eura, ukupan kapital je činio 12% pasive bilansa banaka.

Privatizacijom crnogorskih banaka, obavljenom putem međunarodnih javnih tendera ili berzanskom prodajom akcija, značajno je smanjeno učešće državnog u ukupnom kapitalu banaka, sa 31%, koliko je iznosio na kraju 2002, na 6% na kraju septembra 2006. godine.

*Tabela br. 3.12 – Vlasnička struktura kapitala banaka, u %, stanje na kraju perioda*

	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Država	31	23	26	13	6
Privatni domaći kapital	44	44	36	19	21
Inokapital	25	33	38	68	73

*Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka*

Na kraju septembra 2006. godine, državni kapital je zabilježio većinsko učešće u kapitalu jedne banke, dok je država imala direktno učešće u kapitalu dvije, a indirektno učešće u kapitalu šest banaka. Kapital domaćih privatnih lica imao je većinsko učešće u kapitalu dvije banke, dok je strani kapital imao većinsko učešće u kapitalu sedam banaka. Pri tome, tri banke su bile 100% u stranom vlasništvu. Promjenom vlasničke strukture u kapitalu dvije banke (od kojih je jedna bila u većinskom državnom vlasništvu), koja je zabilježena u novembru 2006. godine, državno učešće u kapi-



talu banaka smanjeno je na 4%, dok se na ino kapital odnosilo 80%, a na domaći privatni kapital 16% ukupnog kapitala banaka.

Akcijski kapital banaka iz ino-izvora činio je 66,95% ukupnog akcijskog kapitala banaka na kraju septembra 2006. Najveće učešće, kada su u pitanju inoizvori kapitala, ostvarili su Societe Generale, Hypo Alpe-Adria banka, Komercijalna banka Beograd, Opportunity Transformation Inv. INC USA i FMO. Pored navedenih, u kapitalu domaćih banka učešće bolježe i DEG, Nova Ljubljanska banka dd Ljubljana, Koroška banka dd Slovenj Gradec, Cerera S.R.L. Italija, EBRD, Hemago Limited London, Bucom KFT Budapest, East capitalholding aktiebolag Stockholm, A Banka Ljubljana, Podravska banka Hrvatska i Hrvatska poštanska banka.

Koeficijent adekvatnosti kapitala, kako za banke pojedinačno, tako i za bankarski sistem u cjelini, prevazilazi zakonski propisan minimum od 8%, definisan Odlukom o minimalnim standardima kapitala banke<sup>10</sup>.

*Tabela br. 3.13 – Koeficijent adekvatnosti kapitala, u %, stanje na kraju perioda*

	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Koeficijent adekvatnosti kapitala	42	39	31	28	17

*Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka*

Smanjenje ovog koeficijenta na kraju 2005. u odnosu na kraj 2004. godine, kao smanjenje evidentirano na kraju septembra 2006. godine, rezultat je porasta rizikom ponderisane aktive, usljed rasta kreditne aktivnosti banaka. Posmatrano po bankama, koeficijent adekvatnosti kapitala kretao se od 16% do 90% na kraju 2004. godine, od 15% do 76% na kraju 2005. godine, odnosno od 8% do 61% na kraju septembra 2006. godine. Korigovani koeficijent solventnosti na kraju septembra 2006. godine iznosio je 21% za sve banke, dok se, posmatrano po bankama, kretao od 11-91%.<sup>11</sup>

***Rentabilnost, profitabilnost i efikasnost banaka:*** U periodu 2002-2005. godine samo je u 2004. zabilježen negativan finansijski rezultat za bankarski sistem u cjelini, uzrokovan gubitkom koji je zabilježila samo jedna banka. Godinu 2005. banke su završile sa pozitivnim finansijskim rezultatom u iznosu od 4,2 miliona eura, što je predstavljalo 3,9% ukupnog kapitala, dok je pozitivan finansijski rezultat na kraju septembra 2006. godine iznosio 6,4 miliona eura i činio 4,8% ukupnog kapitala.

Tabela br. 3.14 sadrži pregled pokazatelja profitabilnosti i efikasnosti poslovanja banaka.

<sup>10</sup> „Sl. list RCG”, br. 44/02

<sup>11</sup> Izvor: CBCG - Sektor za kontrolu banaka; Korigovani koeficijent solventnosti se dobija ukoliko se na podatke sa krajem septembra 2006. godine primijeni Odluka o izmjeni Odluke o minimalnim standardima kapitala banke („Sl. list RCG, br. 62/06), kojom se pri obračunu rizične aktive izjednačavaju ponderi rizika za potraživanja obezbijedena hipotekom i fiducijom.

Tabela br. 3.14 – Koeficijenti profitabilnosti i efikasnosti banaka, u %

	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
Povraćaj na prosječnu aktivu	3,97	1,60	-0,29	0,81	1,11
Povraćaj na prosječni kapital	15,69	6,50	-1,24	4,16	6,78
Neto kamatni prihod/prosječna aktiva	4,04	5,83	6,11	5,39	4,62
Neto operativni prihod/prosječna aktiva	3,97	5,29	6,15	5,75	3,46
Troškovi za kreditne gubitke/prosječna aktiva	4,56	1,87	-3,75	-2,34	-1,14
Operativni troškovi/prosječna aktiva	5,62	7,63	-8,51	-7,78	-4,87

Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka

Porast kreditnih potraživanja i kamatonosnih depozita uzrokovao je porast ukupne prihodonosne aktive banaka, koja je na kraju 2005. godine činila 73,9% ukupne aktive, odnosno 76,9% na kraju septembra 2006. godine. Učešće prihodonosne u ukupnoj aktivi banaka na kraju 2002. godine iznosilo je 52,82%, na kraju 2003. godine 68,82%, a na kraju 2004. godine 76,91%<sup>12</sup>.

U 2005. godini zabilježen je godišnji porast osnovnih neto prihoda banaka (od kamata i naknada) za 12%, pri čemu su osnovni neto prihodi činili 9,45% prosječne aktive banaka (11,26% na kraju 2004). Koeficijent osnovni neto prihodi/prosječna aktiva iznosio je 8,19% na kraju septembra 2006. godine. Sniženje ovog koeficijenta rezultat je bržeg rasta prosječne aktive od rasta osnovnih neto prihoda banke.

Godišnji porast neto kamatnih prihoda na kraju 2005. godine iznosio je 18%. Koeficijent kamatnih neto prihoda u odnosu na prosječnu aktivu iznosio je 5,39% (6,11% u 2004), dok su nekamatni prihodi (neto prihodi od naknada i ostali operativni prihodi) povećani u odnosu na prethodnu godinu za 25,22%, a činili su 5,75% prosječne aktive (6,15% na kraju 2004.).

Troškovi za gubitke po stavkama aktive i vanbilansa, koji su porasli u jednogodišnjem periodu za 16,60%, predstavljali su 2,34% prosječne aktive (3,76% na kraju 2004), dok su opšti troškovi na agregatnom nivou zabilježili godišnji porast za 22,54%, a činili su 7,78% prosječne aktive (8,51% na kraju 2004).

Tabela br. 3.15 – Ekonomičnost poslovanja kao odnos opštih troškova prema osnovnim prihodima

Opis/period	2004.	2005.	IX 2006.
Ekonomičnost poslovanja (%)	75,52	82,33	79,38

Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka

<sup>12</sup> Izvor: CBCG – Sektor za kontrolu banaka

**Koncentracija u bankarskom sektoru:** Odabrani indeksi koncentracije pokazuju porast koncentracije u crnogorskom bankarskom sektoru u periodu 2002-IX 2006. godine.

*Indeks tržišne koncentracije (CR)*<sup>13</sup> pokazuje da je u posmatranom periodu došlo do porasta tržišnog učešća jedne banke prema aktivi, odnosno jačanja dominacije pet banaka na koje se na kraju 2002. godine odnosilo 75%, a na kraju septembra 2006. godine 85% ukupne aktive svih banaka. Ukoliko se posmatra koncentracija prema depozitima i kapitalu, takođe se zapaža jačanje dominacije jedne banke. (Tabela br. 3.16).

*Tabela br. 3.16 - Koncentracija u bankarskom sektoru CG prema CR*

		2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
CRa: Prema aktivi	1 banka	0,22	0,27	0,31	0,43	0,42
	3 banke	0,59	0,59	0,60	0,66	0,69
	5 banaka	0,75	0,78	0,77	0,81	0,85
CRk: Prema kapitalu	1 banka	0,19	0,18	0,18	0,21	0,25
	3 banke	0,53	0,50	0,47	0,50	0,56
	5 banaka	0,71	0,74	0,65	0,68	0,73
CRd: Prema depozitima	1 banka	0,30	0,33	0,37	0,50	0,47
	3 banke	0,72	0,67	0,62	0,69	0,72
	5 banaka	0,90	0,85	0,82	0,85	0,87

Veće zemlje i zemlje koje imaju razvijen finansijski sektor (sa većim učešćem nebankarskih finansijskih institucija) imaju manje koncentrisan bankarski sektor, s tim da je u zemljama u tranziciji posljednjih godina evidentno smanjenje broja banaka, uz porast vrijednosti aktive. Stoga izuzetno visoka vrijednost indeksa koncentracije prema indeksu CR za pet banaka u Crnoj Gori ne iznenađuje, jer je njime obuhvaćeno 50% ukupnog broja banaka. Koncentracija je blisko povezana sa veličinom tržišta, tako da neke manje zemlje imaju veći stepen koncentracije zbog prisustva nekoliko velikih banaka.

*Herfindahl-Hirschmanov indeks (HHI)*<sup>14</sup> za koncentraciju aktive na kraju septembra 2006. porastao je u odnosu na kraj 2002. godine za 779 jedinica. Istovremeno, vrijednost HH indeksa za koncentraciju depozita i kredita porasla je za 746, odnosno za 312 jedinica. HHI za depozite i kredite je smanjen na kraju septembra 2006. u odnosu na kraj 2005. godine, dok HHI za aktivu bilježi porast. (Tabela br. 3.17)

<sup>13</sup> Prikazuje učešće najvećih (jedna, dvije, tri...) banaka u ukupnom bankarskom sistemu. Naglasak se stavlja na najveće banke, dok se zanemaruje uticaj manjih banaka, pri čemu se najveće banke mogu odrediti prema aktivi, depozitima, kapitalu, a interval vrijednosti je  $0 < CR \leq 1$ .

<sup>14</sup> Najpoznatiji pokazatelj koncentracije u nekom sektoru računa se kao suma kvadrata tržišnih učešća svih banaka prema aktivi, depozitima, kreditima. HH Index koncentracije (aktive, depozita, kredita) ukazuje na monopol ukoliko iznosi 10.000, odnosno savršenu konkurenciju ukoliko iznosi 0. Ukoliko index teži manjim brojevima, znači da postoji veliki broj banaka sa malim tržišnim učešćem. Naglasak se stavlja na najveće banke, jer se vrši kvadriranje tržišnog učešća banaka.

Tabela br. 3.17 - HH Index, crnogorski bankarski sektor

	2002.	2003.	2004.	2005.	IX 2006.
HHI aktiva	1.552	1.531	1.641	2.294	2.331
HHI depoziti	1.965	1.892	1.991	2.898	2.711
HHI krediti	1.950	1.526	1.699	2.336	2.262

Hall-Tidemanov indeks (HTI)<sup>15</sup> pokazuje da je najveća promjena u koncentraciji zabilježena kada se mjerenje vrši prema aktivi banaka, dok je najmanja promjena zabilježena kada je u pitanju koncentracija u sektoru prema kreditima. Rosenbluthov indeks (RI)<sup>16</sup> veći značaj pridaje manjim bankama, tako da smanjenje ukupnog broja banaka dovodi do porasta indeksa. (Tabela br. 3.18)

Tabela br. 3.18 – HTI i RTI, crnogorski bankarski sektor

		2002.	2005.	IX 2006.
HTI	HTI aktiva	0,00143	0,001634	0,001735
	HTI depoziti	0,00174	0,00181	0,001896
	HTI krediti	0,001626	0,001685	0,001743
RI	RI aktiva	0,000667	0,000631	0,000617
	RI depoziti	0,000617	0,000609	0,000599
	RI krediti	0,000633	0,000624	0,000616

S obzirom na to da indeksi HTI i RI naglašavaju značaj ukupnog broja banaka, razumljivo je što pokazuju male promjene jer broj banaka u Crnoj Gori nije promijenjen u posmatranom periodu.

Na osnovu prikaza navedena četiri indeksa koncentracije, zaključuje se da je za analizu koncentracije u crnogorskom bankarskom sektoru najreprezentativniji pokazatelj koncentracije CR, s obzirom na to da se ukupan broj banaka do sada nije mijenjao. Takođe, uočava se da koncentracija nije bila ista kada su u pitanju krediti, depoziti i ukupna aktiva banaka.

Zakonom o zaštiti konkurencije<sup>17</sup>, koji je donešen krajem 2005. godine, utvrđeni su način, postupak i mjere zaštite konkurencije na tržištu, kao i nadležnosti organa za zaštitu konkurencije, s tim da su odgovarajuća podzakonska trebala biti donešena do sredine 2006. godine<sup>18</sup>. U većini zemalja monetarne vlasti imaju aktivnu ulogu u zaštiti konkurencije u bankarskom sistemu, odnosno od-

<sup>15</sup> Naglašava značaj ukupnog broja banaka prilikom mjerenja koncentracije, jer broj banaka može biti pokazivati da li lak ulazak novih banaka, s obzirom da se smatra da je teže ući na tržište koje "pokriva" nekoliko najjačih banaka. HTI može imati vrijednost od 0 do 1, pri čemu vrijednost 0 ima u slučaju postojanja beskonačnog broja banaka jednake veličine, dok vrijednost 1 ukazuje na postojanje čistog monopola.

<sup>16</sup> Osnovna razlika između indeksa HTI i RI je u rangiranju banaka: HTI najvećoj banci dodjeljuje rang 1, dok po RI najmanja banka ima rang 1.

<sup>17</sup> „Sl. list RCG”, br. 69/05

<sup>18</sup> Donešeno je Uputstvo o kriterijumima za utvrđivanje relevantnog tržišta („Sl. list RCG”, br. 77/05) i Uputstvo o obliku i sadržini zahtjeva za izdavanje odobrenja za sprovođenje koncentracije („Sl. list RCG”, br. 77/05)

govorne su za mjerenje koncentracije i konkurencije u ovom sektoru, kako bi se spriječila prevelika koncentracija i monopolsko ponašanje. Prema Zakonu o Centralnoj banci Crne Gore, Centralna banka je nadležna za izdavanje i oduzimanje dozvola za rad banaka i finansijskih institucija, regulisanje i kontrolu njihovog rada. Takođe, prema važećem Zakonu o bankama, banka ne može vršiti statusne promjene spajanja, pripajanja ili podjele bez prethodne saglasnosti Centralne banke. S druge strane, prema Zakonu o zaštiti konkurencije, zahtjevi za koncentracijom učesnika (u smislu čl. 23 ovog zakona) podnose se "nadležnom organu"<sup>19</sup>, čime dolazi do preplitanja uloge Centralne banke i nadležnog organa za zaštitu konkurencije prema Zakonu o zaštiti konkurencije.

Očekuje se da će u perspektivi u Crnoj Gori, proces spajanja banaka biti nastavljen. Do sada je zabilježeno pripajanje Beranske banke Atlas mont banci u 2002. godini, zatim pripajanje Euromarket banke NLB Montenegro banci od 1. januara 2006. godine, kao i preuzimanje-kupovina Pljevaljske banke od strane Atlasmont banke u junu 2006. godine.

***Kamatne stope:*** U 2003. godini donešena je Odluka o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite<sup>20</sup> kojom su banke obavezane da prikazuju i nominalne i efektivne kamatne stope. Međutim, tek je početak rada Regulatornog kreditnog biroa Centralne banke obezbijedio podatke o prosječnoj ponderisanoj aktivnoj kamatnoj stopi banaka, nominalnoj i efektivnoj.

U 2005. godini zabilježen je pad aktivnih kamatnih stopa, koji je nastavljen i u prvih devet mjeseci 2006. godine. Tako je prosječna ponderisana nominalna aktivna kamatna stopa na kraju decembra 2005. godine iznosila 10,76%, a odgovarajuća efektivna kamatna stopa 12,11%, dok je krajem septembra 2006. godine nominalna aktivna kamatna stopa iznosila 9,62%, a odgovarajuća efektivna kamatna stopa 10,81%. Pri tome, prosječna ponderisana kamatna stopa za kredite fizičkim licima iznosila je 11,47% (nominalna), odnosno 12,72% (efektivna), dok je prosječna ponderisana kamatna stopa za pravna lica iznosila 8,95% (nominalna), odnosno 10,09% (efektivna) na kraju septembra 2006. godine.

Iako je zabilježen pad kamatnih stopa (čemu su doprinijeli stabilizacija makroekonomskog okruženja, pojačana konkurencija u bankarskom sistemu, ekonomski rast, dolazak kvalitetnih klijenata kroz proces privatizacije i stranog investiranja, rast depozita kod banaka, liberalizacija tekućih i kapitalnih tokova sa inostranstvom), kamatne stope su i dalje visoke, prije svega zbog: 1) i dalje nepovoljne strukture depozita po ročnosti, sa niskim učešćem oročenih depozita na duži rok od godine dana u ukupnim depozitima (2,84% na kraju septembra 2006. godine); 2) još uvijek visokog rizika zemlje, prije svega relativne političke nestabilnosti i neefikasnosti sudskog sistema; 3) izraženog kreditnog rizika, najviše zbog opšteg stanja niske likvidnosti u kojem se nalazi crnogorska ekonomija; 4) netransparentnosti poslovanja preduzeća, kao i 5) još uvijek visoke tražnje za kreditima.

---

<sup>19</sup> U okviru Ministarstva za ekonomski razvoj formiran je Sektor za zaštitu konkurencije. U planu je formiranje nezavisnog, autonomnog organa.

<sup>20</sup> „Sl. list RCG”, br. 48/03

### 3.3. Ograničenja u razvoju i preporuke za dalji razvoj

Banke u Crnoj Gori danas se u poslovanju još uvijek susreću sa nizom rizika.

Kamatni rizik je još uvijek umjereno izražen, prije svega zbog spore promjene faktora koji uslovljavaju opstajanje visokih kamatnih stopa. Prvi među tim faktorima odnosi se na nedostupnost podataka o poslovanju preduzeća, odnosno na nedovoljnu javnost njihovog poslovanja. Naime, u Crnoj Gori ne postoje agencije za bonitet koje bi se bavile ocjenom boniteta pravnih lica. Takođe, ne postoji ni kreditni registar koji bi bio javno dostupan svim zainteresovanim licima. Drugi faktor odnosi se na nedovoljnu frekventnost objavljivanja podataka koji jesu dostupni, kao i njihov nezadovoljavajući kvalitet, prevashodno finansijskih iskaza pravnih lica. Obaveza dostavljanja finansijskih iskaza Privrednom sudu u Podgorici postoji samo na godišnjem nivou, dok u visokorazvijenim zemljama ta obaveza postoji čak i na kvartalnom nivou. U Crnoj Gori ne postoji adekvatno shvaćanje važnosti izrade finansijskih iskaza, već se to, kao i njihovo objavljivanje smatra barijerom za poslovanje. Ovakvo stanje onemogućava banke u realnom procjenjivanju rizičnosti njihovih klijenata – pravnih lica. Istovremeno, ono čini jedan od važnih faktora koji onemogućava one koji stupaju u dužničko povjerilačke odnose – pravna lica, u donošenju kvalitetnih poslovnih odluka. Stoga se ovi faktori mogu smatrati i razlozima koji uzrokuju velika unutrašnja dugovanja u Republici. Podaci iz obrade završnih računa, koju je eksperimentalno realizovala Centralna banka, pokazuju da je samo dio ukupnih međusobnih (unutrašnjih) dugovanja privrednih društava u 2005. godini, koji se odnosio na potraživanja od kupaca<sup>21</sup>, iznosio 802,6 miliona eura i povećan je za 12,5% u odnosu na 2004. godinu. Opstajanje ovakvog stanja čini plasman bankarskih kredita nesigurnim i jedan je od osnovnih uzroka koji uslovljava održavanje visokih aktivnih kamatnih stopa.

Na ukupan tržišni rizik u poslovanju banaka značajno utiče nedovoljno efikasno funkcionisanje sudstva. Ovo je osnovni činilac loše zaštite povjerilačkih prava, pošto je formalna, zakonska zaštita obezbijeđena donošenjem novog Zakona o izvršnom postupku<sup>22</sup> (premda se obligacioni odnosi još uvijek uspostavljaju shodno Zakonu o obligacionim odnosima SFRJ, koji datira iz 1978. godine, a zadnji put je izmijenjen 1993. godine). Loša rješenja iz ovog zakona, udružena sa neadekvatnim funkcionisanjem sudstva drugi su osnovni razlog zbog kojeg banke u Crnoj Gori smatraju da se od vrlo realne nemogućnosti naplate vlastitih potraživanja sudskim putem, moraju štititi visokim kamatnim stopama. A što je kredit skuplji, to je i mogućnost njegovog pravovremenog vraćanja manja, pa se banke nalaze u poziciji da to što ih štiti, uslovno rečeno – može i da ih uništi. Međutim, s obzirom na visok nivo naplativosti kredita, kako fizičkih, tako i pravnih lica, može se smatrati da banke uspijevaju dobro da procijene rizičnost pojedinih zajmotražilaca, i da im shodno tome, ili odbiju davanje kredita, ili pak „odrežu“ odgovarajuće kamate. Činjenica je da se, bez obzira na

---

<sup>21</sup> Bilansna pozicija "Potraživanje od kupaca" obuhvata potraživanja od dužnika za prodate proizvode i izvršene usluge, avanse, potraživanja zaposlenih, potraživanja za prodatu robu i materijal, dospjela potraživanja od preduzeća kćeri, dozvoljena sumnjiva potraživanja itd.

<sup>22</sup> „Sl. list RCG”, br. 23/04

visok rast kreditne aktivnosti banaka, tražnja za kreditima ne smanjuje, bez obzira na i dalje vrlo visoke aktivne kamatne stope.

Operativni rizik u bankama stvaraju kako interni uslovi poslovanja, tako i mogućnost obezbjeđenja i održavanja dovoljnog nivoa sredstava u bankama, prevashodno depozita. Tako u razvoju banaka ograničenje predstavljaju i visoki troškovi poslovanja. Značajne troškove bankama su tokom posmatranog perioda generisale nabavke savremenih softverskih rješenja za potrebe početka obavljanja platnog prometa u bankama, osavremenjavanja poslovanja i uvođenja elektronskog bankarstva. Crnogorsko bankarstvo i dalje je vrlo radno intenzivna djelatnost, što generiše visoke troškove poslovanja i takođe utiče na nivo nominalnih kamatnih stopa. To će u perspektivi, u pretpostavljenim uslovima oštrije konkurencije, koju će bankama činiti drugi finansijski posrednici, zahtijevati ili povećanje produktivnosti ili pak smanjenje broja zaposlenih. Pored toga, likvidnost crnogorske ekonomije (izuzimajući banke) nije na zadovoljavajućem nivou. To znači da je i pored stalnog rasta depozita njihov nivo i dalje nezadovoljavajući, posebno sa aspekta ročne strukture s obzirom na to da se u uslovima postojanja manjeg nivoa oročenih od depozita po viđenju, sužava prostor za dugoročno kreditiranje od strane banaka i dalje širenje njihove ponude. Čak ni drugi administrativni troškovi, npr. troškovi platnog prometa sa Srbijom, ali i sa ostatkom inostranstva, neće moći zadugo opstati na visokom nivou kao faktor pozitivnog uticaja na profitabilnost banaka.

Banke bi trebale adekvatno da se pripreme za ne tako daleku perspektivu u kojoj će se dogoditi odliv depozita banaka, usljed kretanja viška novčanih sredstava ka institucionalnim investitorima – prevashodno privatnim penzionim fondovima, zatim investicionim fondovima, a kako se bude povećavao životni standard i ka osiguravajućim društvima. U tim uslovima može se očekivati da banke počnu sa emisijom dužničkih hartija od vrijednosti, u cilju prikupljanja sredstava za finansiranje kreditiranja. Takođe, može se očekivati da banke počnu i same da se bave osnivanjem investicionih ili privatnih penzionih fondova. To je praksa koju su u namjeri da obezbijede sredstva za vlastito poslovanje, iskusile banke u mnogim danas već visoko razvijenim zemljama. Takođe, ukoliko se pretpostavi stvaranje uslova za dalji pad kamatnih stopa na crnogorskom tržištu, može se predvidjeti da će banke u svom poslovanju sve veći akcenat stavljati na bavljenje poslovima lizinga, na brokersko-dilerske poslove i investiciono bankarstvo. Ovi poslovi će se razvijati u onoj mjeri u kojoj to budu omogućavali opšti uslovi poslovanja i koliko to bude zahtijevala potreba za obezbjeđenjem novih izvora prihoda koji bi kompenzovali pad prihoda usljed smanjenja kamatne marže.

U skladu sa realizacijom napora za pridruženje Crne Gore Evropskoj uniji, moraće se ispuniti i niz Direktiva EU. Jedna od njih je Osnovna Direktiva 2000/12/EZ (dopunjena direktivama 2000/28/EZ i 2002/87/EZ) u dijelu koji se odnosi na mogućnost banke da slobodno otvara filijale u drugim zemljama. Po važećem Zakonu o bankama, strane banke mogu osnovati samo afilijaciju. Iz Tabele br. 1 u Prilogu uočava se da prostora za usaglašavanje sa standardima EU ima kada je u pitanju suma velike izloženosti banke. Standard EU dozvoljava da taj procenat iznosi do 800%, dok je va-



žecim crnogorskim Zakonom o bankama predviđeno da zbir velike izloženosti ne može biti veći od 300% kapitala prve klase.

Donošenje novog zakona o bankama treba da obezbijedi dalju implementaciju naprednih međunarodnih standarda i stvaranje prostora za postepenu implementaciju principa bankarskog poslovanja sadžanog u Bazelskim pricipima. Pored toga, novi zakon o bankama trebao bi da obezbijedi i primjenu principa korporativnog upravljanja koje je donio OECD, u bankama. Ova nova rješenja treba da kreiraju uslove za dalji razvoj bankarskog sistema u Crnoj Gori, i njegovo prilagođavanje specifičnostima crnogorskog finansijskog i ekonomskog sistema.



## Prilog: Komparacija zakonskih rješenja sa zemljama u okruženju

Komparacija zakonskih rješenja kojima je regulisano poslovanje banaka i analiza njihove usklađenosti za regulativnom EU urađeno je za Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru, Hrvatsku, Makedoniju, Sloveniju i Srbiju. Težnja posmatranih zemalja da budu dio EU znači da moraju prihvatiti neke osnovne vrijednosti i institucije EU. Iz Tabele br. 1 uočava se da su sve zemlje iz okruženja uskladile osnovne elemente poslovanja banaka sa Direktivom 2000/12/EZ koja predstavlja minimum zakonskog okvira za sve zemlje članice EU, s tim da sve zemlje pojedinačno imaju pravo da prihvate i strožije uslove, što se ne preporučuje u cilju konkurentnosti u EU.

Tabela br. 1 – Komparacija određenih elemenata poslovanja banaka

	EU	Crna Gora	Srbija	Hrvatska	Federacija BiH	Makedonija	Slovenija
Min. osnivački kapital, u 000 €	5.000	5.000	10.000 <sup>I</sup>	5.475 <sup>I</sup>	7.669 <sup>II</sup>	3.500 <sup>IV</sup> 9.000	5.092 <sup>V</sup>
Maksimalna dozvoljena ulaganja u kapital nefinansijskih institucija: 1. u jednu NFI 2. ukupno u NFI	1. < 15% sopstvenih fondova banke 2. < 60% sopstvenih fondova banke	2. < 25% kapitala prve klase <sup>VI</sup>	1. < 10% kapitala banke 2. < 60% kapitala banke <sup>VII</sup>	1. < 15% jamstvenog kapitala banke 2. < 30% jamstvenog kapitala banke	1. < 10% osnovnog kapitala banke 2. < 25% osnovnog kapitala banke	1. < 15% garantnog kapitala banke 2. < 30% garantnog kapitala banke <sup>VIII</sup>	1. < 15% sopstvenih fondova banke 2. < 60% sopstvenih fondova banke
Adekvatnost kapitala (koeficijent solvenosti)	Min. 8%	Min. 8%	Min. 12%	Min. 10%	Min. 12%	Min. 8%	Min. 8%
Velika izloženost riziku	≥ 10% sopstvenih fondova banke	≥ 10% kapitala prve klase	≥ 10% kapitala banke	≥ 10% jamstvenog kapitala banke	> 15% osnovnog kapitala banke	≥ 10% garantnog kapitala banke	≥ 10% sopstvenih fondova banke
Ukupna suma velikih izloženosti riziku	< 800% sopstvenih fondova banke	< 300% kapitala prve klase	$400\% \leq \sum \leq 800\%$ kapitala banke	< 600% jamstvenog kapitala banke	< 300% osnovnog kapitala banke	< 8 puta iznosa garantnog kapitala	< 800% sopstvenih fondova banke
Maksimalna dozvoljena izloženost riziku prema jednom licu (ili grupi povezanih lica)	< 25% sopstvenih fondova banke	< 20% kapitala prve klase	< 25% kapitala banke	< 25% jamstvenog kapitala banke	< 40% osnovnog kapitala banke <sup>IX</sup>	< 25% garantnog kapitala banke	< 25% sopstvenih fondova banke

Izvor: zakoni o bankama koji se primjenjuju u posmatranim zemljama

<sup>I</sup> Iznos je (zakonom) "vezan" za odnos dinara i eura (dinarska protivvrijednost 10 miliona eura prema zvaničnom srednjem kursu).

<sup>II</sup> Zakon ne pominje da je ovaj iznos "vezan" za odnos kune i eura. Tačan iznos je 40.000.000 kuna. Konverzija u iznos u eurima je izvršena po srednjem kursu na dan 20.04.2006. godine.

<sup>III</sup> Zakon ne pominje da je ovaj iznos "vezan" za odnos KM i eura. Tačan iznos je 15.000.000 konvertibilnih maraka. Konverzija u iznos u eurima je izvršena po zvaničnom kursu KM/EUR.

<sup>IV</sup> Dva propisana iznosa za osnivački kapital banke, u zavisnosti od vrste i obima poslova za koje je banka dobila dozvolu. Iznosi u denarima su (zakonom) "vezani" za odnos denara i eura (denarska protivvrijednost 3,5, odnosno 9 miliona eura prema zvaničnom srednjem kursu).

<sup>V</sup> Zakon ne pominje da je ovaj iznos "vezan" za odnos tolara i eura. Tačan iznos je 1.220.000.000 tolara. Konverzija u iznos u eurima je izvršena po srednjem kursu SIT/EUR na dan 20.04.2006. godine.

<sup>VI</sup> Za svako pojedinačno ulaganje koje prelazi 5% kapitala prve klase, banka je dužna da se Centralnoj banci obrati za odobrenje.

<sup>VII</sup> 2. se odnosi na ulaganja banke u nefinansijske institucije i u osnovna sredstva banke.

<sup>VIII</sup> 2. se odnosi na ulaganja banke u druge banke, finansijske i nefinansijske institucije.

<sup>IX</sup> Maksimalni iznos neosiguranog kredita odobrenog jednom licu ili grupi povezanih lica ne smije preći 5% osnovnog kapitala banke, dok kredit iznosa većeg od 25% osnovnog kapitala banke mora biti osiguran lako utrživim kolateralom.

Propisani minimalni koeficijent adekvatnosti kapitala je u skladu sa direktivom EU u svim posmatranim zemljama, s tim da je minimum ovog koeficijenta u Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj i Srbiji određen na višem nivou (10%, odnosno 12%). I ostale zemlje (mimo navedenih) iz regiona propisuju veći nivo koeficijenta adekvatnosti kapitala, zbog finansijskih kriza koje su ih pogodile tokom 1990-ih (npr. u Albaniji, Bugarskoj i Rumuniji propisano je da ovaj koeficijent mora iznositi minimalno 12%).

U nastavku je data uporedna analiza pojedinih pitanja poslovanja banaka definisanih važećim zakonima o bankama u posmatranim zemljama.

Pitanje *osnivanja stranih banaka* definisano je u svim zakonima. U Crnoj Gori strana banka može osnovati afilijaciju i predstavništvo, dok u Makedoniji strana banka može osnovati filijalu (predstavništvo). Hrvatskim i slovenačkim zakonom predviđeno je da banka države članice EU može osnovati filijalu (predstavništvo) u Hrvatskoj/Sloveniji ili neposredno obavljati bankarske i druge finansijske usluge, dok strana banka, odnosno banka van Hrvatske/Slovenije i EU, može u Hrvatskoj/Sloveniji obavljati bankarske i druge finansijske usluge jedino preko filijale (predstavništva). U BiH banka čije je sjedište van BiH može otvoriti predstavništvo i može "...u svoje ime i za svoj račun primati novčane depozite i davati kredite..." osnivanjem filijale. Takođe, navedeno je da banka sa sjedištem van BiH može imati i svoje subsidijarno lice, koje može biti i banka. U Srbiji strana banka može osnovati predstavništvo.

Uglavnom se u važećoj regulativi, u posmatranim zemljama, ne precizira *broj lica koja mogu osnovati banku*, osim u zakonima Crne Gore i Republike Srpske u kojima je navedeno da moraju biti najmanje dva osnivača. Međutim, o minimalnom broju osnivača možda dovoljno govori činjenica da je svuda predviđeno da se banka osniva kao akcionarsko društvo.<sup>23</sup> Takođe, iako je u većini zakonskih rješenja navedeno da osnivači mogu biti domaća i strana pravna i fizička lica, nigdje nije precizirano da li strana lica mogu samostalno osnovati banku (bez domaćeg lica, kao suosnivača).

Pored klasičnih *bankarskih poslova*, banke u Hrvatskoj mogu trgovati za svoj račun ili za račun klijenta finansijskim terminskim ugovorima i opcijama, upravljati penzionim ili investicionim fondovima, kao i vršiti posredovanje i zastupanje u prodaji polisa osiguranja, u skladu sa važećim propisima. Trgovanje finansijskim derivatima, čuvanje i upravljenje hartijama od vrijednosti i predmetima od plemenitih metala posebno su navedeni kao poslovi koje banka može obavljati u Makedoniji. Za banke koje posluju u Sloveniji takođe je posebno navedeno da mogu trgovati finansijskim derivatima, kao i da mogu posredovati u prodaji polisa osiguranja i u administriranju penzionim fondovima, u skladu sa važećim propisima za ove oblasti. Banke u Srbiji mogu obavljati brokersko-dilerske poslove, kao i poslove zastupanja u osiguranju.

---

<sup>23</sup> Prema crnogorskom Zakonu o privrednim društvima ("Sl. list RCG", br. 06/02), akcionarsko društvo mogu osnovati najmanje dva osnivača.

Sa izuzetkom BiH, gdje *dozvolu za rad bankama* daje Agencija za bankarstvo Federacije BiH (odnosno Republike Srpske), u svim ostalim posmatranim zemljama centralna banka je institucija nadležna za davanje dozvole za rad bankama.

Kada su u pitanju *uslovi za dobijanje dozvole za rad*, nadležne institucije iz posmatranih zemalja uglavnom zahtijevaju istu dokumentaciju/potvrde: ugovor o osnivanju, prijedlog statuta, dokaz o osposobljenosti banke za obavljanje poslova, poslovni plan banke za naredni period (uglavnom tri godine), visini osnivačkog kapitala, broju i nominalnoj vrijednosti akcija, podatke o akcionarima banke kako bi se utvrdili povezani interesi i sl. Pored navedenog, hrvatski zakon obavezuje i na dostavljanje mišljenja ili saglasnosti nadzornog tijela banke države članice EU ili nadzornog tijela strane banke o banci koja namjerava osnovati banku u Hrvatskoj, kao i pregled ostalih finansijskih usluga koje namjerava obavljati pored bankarskih usluga. U Srbiji, NBS zahtijeva i dokaz da je nadležno regulatorno tijelo države porijekla odobrilo stranoj banci ili drugom stranom licu iz finansijskog sektora učešće u osnivanju banke u Srbiji ili dokaz da takvo odobrenje nije potrebno prema propisima te države ako se banka osniva kao zavisno društvo strane banke ili drugog stranog lica iz finansijskog sektora.

U zakonima posmatranih zemalja propisani su *načini na koje banka gubi dozvolu za rad*. Kao razlozi navode se: obavljanje nesigurnih i nesolidnih poslova, kršenje zakona i propisa, navođenje neistinitih podataka prilikom podnošenja zahtjeva za dozvolu za rad, nepoštovanje rokova za podnošenje prijave za upis u sudski registar. Pored toga, banka može izgubiti dozvolu za rad ukoliko nije započela poslovanje u roku od 60 dana od dana upisa u sudski registar (12 mjeseci od izdavanja odobrenja u slučaju Hrvatske, 90 dana u Makedoniji), ukoliko ne obavlja poslove duže od 6 mjeseci (jedne godine u Makedoniji i Sloveniji) ili ne ispunjava uslove na onovu kojih je dobijena dozvola za rad. Takođe, dozvolu za rad banka gubi ukoliko vlasnici banke donesu odluku o likvidaciji banke (Crna Gora i BiH). Kao razlozi, u primjeru Srbije, navode se i onemogućavanje banke da se sprovodi kontrola njenog poslovanja od strane NBS, povezanost aktivnosti banke s pranjem novca, finansiranjem terorizma ili vršenjem drugih kažnjivih radnji, kao i neplaćanje premije za osiguranje depozita u skladu sa propisima.

*Uslovi koje mora ispuniti afilijacija strane banke* u Crnoj Gori da bi dobila dozvolu za rad isti su kao i za domaće banke, s tim da matična banka mora priložiti dokaz od nadležnog organa svoje zemlje da nema smetnji za osnivanje afilijacije. Takođe, propisano je da Centralna banka neće dati dozvolu za rad afilijacije ukoliko zakon ili drugi propisi zemlje osnivača afilijacije ne bilo koji način sprječavaju vršenje kontrolne funkcije Centralna banka. Narodna banka Hrvatske posebnim članom zakona propisuje način odobrenja i oduzimanja dozvole za rad stranoj banci (van Hrvatske i EU), odnosno filijali (predstavništvu) strane banke. Strana banka da bi dobila za rad filijale (predstavništva) na teritoriji Hrvatske mora podnijeti istu dokumentaciju kao i domaće banke prilikom traženja dozvole za rad, uz dodatno odobrenje nadzornog tijela strane banke za osnivanje podružnice ili izjavu tog tijela da takvo odobrenje nije potrebno prema propisima države strane banke, kao i izjavu strane banke da će filijala (predstavništvo) voditi svu dokumentaciju koja se odnosi na njezino poslovanje na hrvatskom jeziku i čuvati je u sjedištu filijale (predstavništva) i da

će sastavljati finansijske izvještaje u skladu sa zakonom HNB ili odgovarajućim podzakonskim aktima. Pored toga, HNB može, kao uslov za izdavanje odobrenja za rad filijale (predstavništva) strane banke, zahtijevati da strana banka položi na području Hrvatske određeni novčani iznos ili pruži drugo odgovarajuće osiguranje kao jamstvo za ispunjenje obaveza koje proizlaze iz poslova zaključenih na području Hrvatske. Za početak rada filijale (predstavništva) strane banke u Makedoniji, strana banka, pored osnovne dokumentacije koja se zahtijeva od domaćih banaka, zahtijeva još i dokaz da je strana banka ovlašćena za prikupljanje depozita i drugih izvora sredstava u matičnoj zemlji, da ima saglasnost supervizorskog organa matične zemlje za osnivanje podružnice i da supervizija strane banke obezbjeđuje adekvatnu superviziju na konsolidovanoj osnovi. U BiH, dozvola za osnivanje supsidijarnog lica sa sjedištem van BiH izdaje se samo ako banka posjeduje dozvolu za obavljanje bankarskih poslova izdatu od strane institucije nadležne za izdavanje dozvola i superviziju te banke. Institucija BiH nadležna za davanje dozvole za rad, izdaće dozvolu nakon konsultacija sa institucijom nadležnom za izdavanje dozvola i superviziju banaka osnivača i prijema izvještaja o izvršenoj kontroli banke osnivača. Dozvola za rad će biti oduzeta ukoliko zakoni ili drugi propisi koji se odnose na banke sa sjedištem van BiH na bilo koji način sprječavaju ili ometaju uspješno provođenje kontrolnih funkcija u BiH.

Pored toga što je propisan način dobijanja i oduzimanja dozvole za rad banaka, osim u slučaju Crne Gore i BiH, čijim propisima nije eksplicitno navedeno, u drugim zemljama su definisani i razlozi na osnovu kojih centralna banka može odbiti zahtjev za izdavanje dozvole za rad. Pored toga, osim u slučaju BiH i Makedonije, gdje je predviđena mogućnost žalbe u roku od 8 dana od dana donošenja odluke o neodobranju dozvole za rad, u zakonima ostalih zemalja nije navedena ova mogućnost.

## **4. MIKROKREDITNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE**



## 4.1. Pojam mikrokreditiranja

Mikrokreditiranje, kao pojam, nastalo je osamdesetih godina prošlog vijeka, premda eksperimentalni počeci mikrokreditiranja datiraju još od 70-ih godina prošlog vijeka, a zabilježeni su u Bangladešu i Brazilu<sup>24</sup>. Mikrokreditiranje je nastalo kao pr pratna pojava razvoja malog preduzetništva, odnosno kao odgovor finansijskih institucija na narastajuću potrebu za finansiranjem, uglavnom malih, rastućih i relativno rizičnih biznisa. U februaru 1997. godine, na svjetskom samitu mikrokreditiranja (Microcredit Summit) prihvaćena je sljedeća definicija mikrokreditiranja: "Mikrokreditiranje je program odobravanja malih zajmova vrlo siromašnima, za projekte samozapošljavanja koji donose dohodak i omogućavaju samostalno osiguranje egzistencije pojedincima i njihovim porodicama".

Mikrofinansiranje se često miješa sa poslovanjem tradicionalnih banaka. Između njih postoji elementarna razlika, koja se ogleda upravo u tome što su banke u službi klijenata koji imaju kreditnu istoriju i kolaterale, dok mikrofinansijske institucije, odnosno mikrokreditne organizacije, posluju sa klijentima koji nemaju sredstva za kolateral, nemaju prihode ili imaju vrlo niske prihode. Mikrofinansije su relativno nova oblast u finansijskom sektoru u svijetu i smatraju se jednom od najvećih inovacija sa kraja prošlog vijeka<sup>25</sup>.

Mikrokreditiranje se u globalnim terminima širilo vrlo brzo, jer mikrofinansiranje nije specifičnost samo nerazvijenih zemalja, već je veoma popularno i u zemljama sa visokim ekonomskim standardom. U SAD radi više od 2 miliona mikro-preduzetnika<sup>26</sup> koji su pokriveni odgovarajućim programima razvoja mikropreduzetništva. Takvi programi pomažu ljudima koji se žele baviti nekim malim preduzetništvom, a većinu tih programa realizuju organizacije čiji je cilj privredni razvoj, povećanje zapošljavanja i borba protiv siromaštva. Organizacije koje realizuju ovakve programe su razvojne korporacije, kreditni fondovi, specijalizovane agencije, poslovni centri za žene i drugi.

---

<sup>24</sup> Često se o Gramin banci u Bangladešu, čiji je osnivač Dr. Muhammad Yunus, govori kao o «vjesniku» novog pokreta davanja mikro kredita. Mikrokreditiranje se u globalnim terminima vrlo brzo širilo, jer mikrofinansiranje nije specifičnost samo nerazvijenih zemalja, već je veoma popularno i u zemljama sa visokim ekonomskim standardom.

<sup>25</sup> Imajući na umu velik značaj i potencijal mikrofinansijskog sektora, Ujedinjene nacije su 1998. godine proglasile 2005. godinom mikrokreditiranja, radi promocije mikrokredita i mikrofinansijskih usluga.

<sup>26</sup> I. Ostoja, "Kreditni izvan lihvarskog tržišta" – naziv članka, magazin Croatiabiz, [www.croatiabiz.com](http://www.croatiabiz.com)

## 4.2. Razvoj mikrokreditiranja u Crnoj Gori

Mikrokreditiranje u Crnoj Gori počinje da se razvija od 1998. godine donošenjem Uredbe o načinu odobravanja kredita nevladinih organizacija fizičkim i pravnim licima u Crnoj Gori<sup>27</sup>. Godinu dana kasnije sa aktivnostima mikrokreditiranja otpočele su tri nevladine organizacije (NVO): NVO Mikrokredit Montenegro, Agroinvest NVO i NVO Alter modus.

Izvor sredstava ovih mikrokreditnih organizacija bio je i ostao uglavnom inostrani kapital koji se mikrokreditnim linijama usmjerava poljoprivrednim proizvođačima, preduzetnicima iz oblasti usluga, sitne proizvodnje, trgovine i sl. Tako je Međunarodna organizacija Opportunity International, u saradnji sa NVO Mikrokredit Montenegro, ponudila mikrokredite stanovništvu sa cijele teritorije RCG. Međutim, 2002. godine ova organizacija se transformisala i registrovala kao banka sa sjedištem u Crnoj Gori (sada Opportunity Bank). Međunarodna organizacija World Vision, u saradnji sa NVO Agroinvest, uz podršku nacionalnih agencija za međunarodni razvoj Kanade (CIDA) i Švedske (SIDA), obezbijedila je izvore sredstava za finansiranje projekata mikrokreditiranja koji su se odnosili na razvoj poljoprivrede na sjeveru Republike. Za NVO Alter modus, finansijsku podršku obezbjeđuje Visoki komesarijat za izbjeglice Ujedinjenih nacija (UNHCR), holandska Agencija za međunarodnu saradnju i razvoj (NOVIB), američki Odsjek za poljoprivredu (USDA). Iz ovih sredstava NVO Alter modus odobrava mikrokredite stanovništvu sa cijele teritorije Crne Gore, pri čemu su, na početku rada ove NVO, prednost pri kreditiranju imala izbjegla i raseljena lica.

Početkom 2003. godine, Centralna banka Crne Gore (Centralna banka) donijela je Odluku o mikrokreditnim finansijskim institucijama<sup>28</sup>. U skladu sa ovom Odlukom, od sredine 2003. godine posluju NVO Agroinvest i Alter modus. Odlukom je uređeno osnivanje, izdavanje i oduzimanje dozvole za rad, poslovanje i kontrola poslovanja, kao i način izvještavanja mikrokreditnih finansijskih institucija. Propisano je obavezno mjesečno, kvartalno i godišnje izvještavanje Centralne banke o finansijskom stanju. Pored toga, u skladu sa Odlukom o jedinstvenom načinu obračunavanja i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite<sup>29</sup>, MFI su obavezne da objelodanjuju efektivne kamatne stope na kredite, kao stvarne cijene koštanja kredita.

Prema Odluci o mikrokreditnim finansijskim institucijama, osnovna djelatnost MFI je odobravanje (iz sopstvenih sredstava i sredstava pribavljenih na tržištu novca) namjenskih kredita za realizaciju razvojnih projekata privrednih društava, namjenskih kredita fizičkim licima, kao i unaprijeđenje djelatnosti preduzetnika. Pored toga, MFI se mogu baviti investiranjem u kratkoročne hartije od vrijednosti koje emituje Vlada RCG, ulaganjem u druge visokokvalitetne kratkoročne instrumente finansijskog tržišta, pružanjem usluga finansijskog lizinga i uslugama konsaltinga. U

---

<sup>27</sup> »Sl. list RCG«, br. 32/98

<sup>28</sup> »Sl. list RCG«, br.01/03

<sup>29</sup> »Sl. list RCG«, br. 48/03



skladu sa ovom Odlukom, MFI se osniva kao akcionarsko društvo ili kao društvo sa ograničenom odgovornošću, pri čemu je minimalni novčani iznos osnovnog kapitala MFI 100.000 eura.

Treba napomenuti, da MFI može pojedinačnom korisniku, odnosno grupi korisnika, odobriti kredit čiji iznos ne prelazi 10% kapitala. Krediti koje odobravuju MFI kreću se najviše do: 3.000 eura fizičkom licu koje prvi put koristi kredit (s tim da nijedan naredni kredit koji mu se odobri ne može biti veći od 8.000), odnosno 5.000 eura, privrednom društvu i preduzetniku koji prvi put koristi (s tim da nijedan naredni kredit koji se odobri nekom od ovih korisnika ne može biti veći od 20.000 eura). Takođe, postoji i ograničenje po pitanju iznosa sredstava koje MFI pribavlja na tržištu novca, a koji ne može biti viši od 300% njenog kapitala.

U oktobru 2005. godine, Centralna banka izdala je dozvolu za rad prvoj mikrokreditnoj finansijskoj instituciji »Agroinvestu VFI«, društvu sa ograničenom odgovornošću, koje su osnovala dva pravna lica, »Agroinvest« NVO Pogorica (kao značajni osnivač MFI) i »Vision Fund Agroinvest« DOO Podgorica. Početak 2006. godine obilježila je pojava novih mikrokreditnih finansijskih institucija na finansijskom tržištu Crne Gore. U martu 2006. godine dozvolu za rad dobile su: »OZ-MONT« d.o.o. Podgorica i , »MONTENEGRO INVESTMENT CREDIT« d.o.o. Podgorica .

### 4.3. Aktivnost MFI u periodu 2002–septembar 2006. godine

Ukupna aktiva mikrokreditnih finansijskih institucija konstantno je rasla u periodu 2002 – 2006. godina, i na kraju septembra 2006. godine dostigla je iznos od 26,2 miliona eura, što je bilo za 3,5 puta više u odnosu na kraj 2002. godine. Istovremeno, iznos ukupne aktive na kraju trećeg kvartala 2006. godine predstavlja maksimum u posmatranom periodu. Pri tome, tokom posmatranog perioda 2002-IX 2006. godine, aktiva Agroinvesta činila je od 63% do 70% ukupne aktive MFI u Crnoj Gori.

*Tabela br. 4.1 – Ukupna aktiva MFI, stanje na kraju mjeseca, u 000 eura*

Opis/Period	2002.*	2003.	2004.	2005.	2006.		
	XII	XII	XII	XII	III	VI	IX
Alter modus	2.092	2,800	4262	5,999	7,009	7,873	7,854
Agroinvest	5,428	8,452	9728	12,612	14,949	14,981	16,990
Monetenego Investment credit						596	981
Ozmont						342	411
Ukupno	7,520	11,252	13,990	18,611	21,958	23,792	26,236

\* Pošto su MFI počele sa izvještavanjem Centralne banke tek u julu 2003. godine, izvor svih podataka o MFI za 2002. godinu je Magistarski rad »Uloga i značaj mikrokreditiranja« S. Jankovića.

U aktivi MFI dominiraju potraživanja po osnovu odobrenih kredita, koja su u periodu 2002 – septembar 2006. godine, činila od 84% do 98% ukupne aktive. Na kraju septembra 2006. godine, ukupni krediti MFI dostigli su iznos od 25,4 miliona eura ili 96,8% ukupne aktive.

MFI su u periodu 2003 – 2005. godina odobravale kredite po nominalnim kamatnim stopama, koje su na kratkoročne kredite iznosile 18%, a na dugoročne od 15% do 18% na godišnjem nivou. Nominalne godišnje kamatne stope, na kraju septembra 2006. godine kretale su se od 9,6% do 18% na kratkoročne kredite i od 11,88 % do 18% na dugoročne kredite. Efektivne godišnje kamatne stope (koje se iskazuju se od početka 2004. godine) kretale su se u periodu 2003 - 2005. godine, u intervalu od 31,6% do 39,48% na kratkoročne, odnosno od 27,1% do 37,2% na dugoročne kredite. Na kraju septembra 2006. godine, efektivne kamatne stope kretale su se od 23,36% do 50,54 % na kratkoročne, a od 25,08% do 46,97% na dugoročne kredite.

Ukupni kreditni portfolio MFI u periodu 2002 - 2006. godine povećan je 4 puta, a broj klijenata sa 6,5 hiljada, na preko 19 hiljada klijenata.

*Tabela br. 4.2.- Ukupni krediti MFI, stanje na kraju mjeseca, u 000 eura*

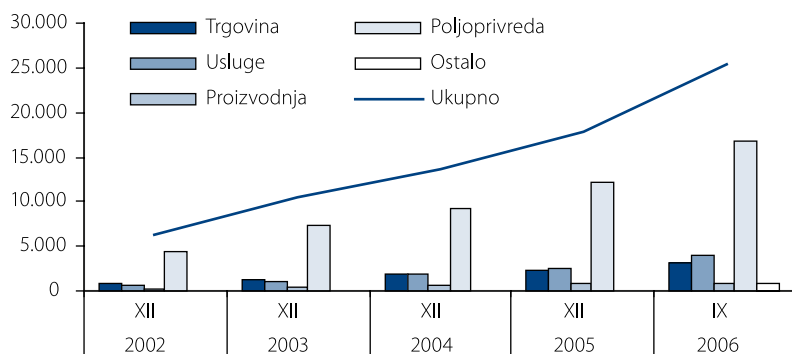
Opis/Period	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.		
	XII	XII	XII	XII	III	VI	IX
Alter modus	1,753	2,728	4,237	5,885	6.859	7.841	7.586
Agroinvest	4,591	7,668	9,431	11,946	12.352	14.040	16.582
Monetenego Investment credit	-	-	-	-		564	837
Ozmont	-	-	-	-		300	403
<b>Ukupno</b>	<b>6,344</b>	<b>10,396</b>	<b>13,668</b>	<b>17,831</b>	<b>19.211</b>	<b>22.745</b>	<b>25.408</b>

Struktura ukupnih kredita MFI po djelatnostima, tokom posmatranog perioda, pokazuje dominantno učešće kredita za poljoprivrednu proizvodnju (u septembru 2006. godine, 66%).

*Tabela br. 4.3 – Struktura ukupnih kredita MFI po djelatnostima, stanje na kraju mjeseca, u 000 eura*

Opis/period	2002.	2003.	2004.	2005	2006
	XII	XII	XII	XII	IX
Trgovina	892	1,360	1,875	2,222	3,050
Usluge	678	1,099	1,819	2,570	3,932
Proizvodnja	296	491	671	838	905
Poljoprivreda	4,478	7,446	9,303	12,201	16,781
Ostalo	-	-	-	-	740
<b>Ukupno</b>	<b>6,344</b>	<b>10,396</b>	<b>13,668</b>	<b>17,831</b>	<b>25,408</b>

Grafik br. 4.1 - Struktura kredita MFI po djelatnostima, stanje na kraju mjeseca, u 000



U ročnoj strukturi kredita koje su odobrile MFI, dominiraju dugoročni krediti, koji su u posmatranom periodu činili od 65% do 84% ukupnih kredita. Kreditni portfolio tokom posmatranog perioda uglavnom je pokazivao zanemarljivo učešće kredita koji prekoračuju rok vraćanja, koje je iznosilo manje od 1,0%.

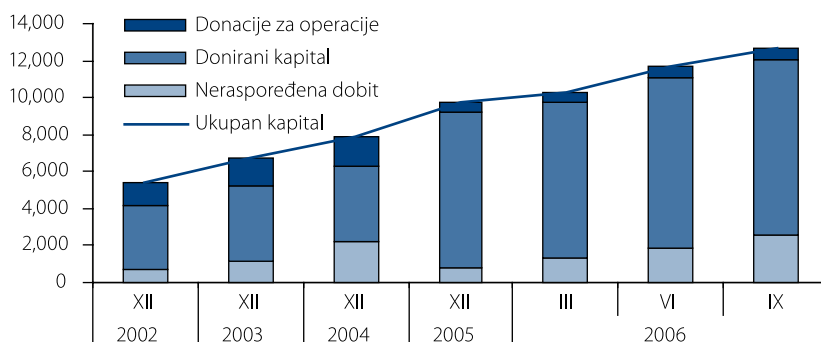
Novčana sredstva MFI iznosila su 0,7 miliona eura ili 2,6% ukupne aktive MFI na kraju trećeg kvartala 2006. godine, dok su fiksna aktiva i ostala aktiva iznosile 440 hiljada eura i činile 1,7% ukupne aktive.

U pasivi MFI ukupne obaveze (obaveze po uzetim kreditima i pozajmicama, kondicioni grantovi, subordinisani dugovi i ostale obaveze), iznosile su 13,6 miliona eura ili 51,8% ukupne pasive MFI. MFI u Crnoj Gori trenutno koriste kredite od: KFW, EFSE, NOVIB, EBRD, OIKO CREDIT, TRI-ODOS-DOEN i drugih.

Ukupan kapital MFI u periodu od 2002. do kraja septembra 2006. godine, povećan je za 2,4 puta i na kraju trećeg kvartala 2006. godine je dostigao iznos od 12,7 miliona eura ili 48,2% ukupne pasive MFI. Od iznosa ukupnog kapitala na kraju septembra 2006. godine, 9,5 miliona eura ili 75% odnosilo se na kapital iz donacija, 0,6 miliona eura<sup>30</sup> ili 5% na donacije, dok je neraspoređena dobit (iz prethodne godine i tekućeg perioda) iznosila 2,6 miliona eura ili 20% ukupnog kapitala.

<sup>30</sup> *Alter modus*

Grafik br. 4.2 – Struktura ukupnog kapitala MFI, stanje na kraju perioda, u 000 eura



Na kraju septembra 2006, MFI su ostvarile pozitivan rezultat poslovanja u ukupnom iznosu od 1,8 miliona eura.

Međutim, treba napomenuti da i pored značajnog rasta kreditne aktivnosti MFI u posmatranom periodu, odnosno povećanja značaja ovog sektora kao dodatnog izvora kapitala, prvenstveno za one klijente koji imaju ograničen pristup bankarskim kreditima, u finansijskom sistemu Crne Gore, MFI i dalje imaju relativno mali značaj u komparaciji sa bankama.

Tabela br. 4.4 - BDP , krediti banaka i MFI u Crnoj Gori , u milionima eura

Opis/period	2002.	2003.	2004.	2005.
BDP	1.301,5	1.392,0	1.565,0	1.690,0
Kreditni MFI	6,3	10,4	13,7	17,8
Kreditni banaka	124,8	200,6	281,5	375,9
% Kreditni MFI/BDP	0.5	0.7	0.9	1.1
% Kreditni banaka/BDP	9.6	14.4	18.0	22.2
% Kreditni MFI/kreditni banaka	5.0	5.2	4.9	4.7

## 4.4. Mikrokrediti kao dio bankarske ponude u Crnoj Gori

Uporedo sa mikrokreditnim finansijskim institucijama i nevladinim organizacijama koje se bave mikrokreditiranjem, značajnu podršku njegovom razvoju u Republici, u periodu od 2002 - 2006. godina, pružala je i «Opportunity Bank». Ova finansijska institucija je do maja 2002. godine poslovala kao nevladina organizacija «Microcredit Montenegro» (MCM), koja je kao uspješna mikrofinansijska institucija, u periodu od jula 1999. do juna 2002. godine odobrila skoro deset hiljada zajmova malim preduzetnicima, u vrijednosti preko 14,5 miliona USD. Nakon transformacije i

proširenja usluga na tradicionalne bankarske usluge, Opportunity banka je nastavila sa pružanjem snažne podrške mikro-preduzetnicima, o čemu govori konstantan rast ovih kredita u periodu 2002-2006. godine i dostignuti nivo 24,6 miliona eura na kraju trećeg kvartala 2006. godine.

Uporedni pregled bilansne sume, ukupnih kredita i mikrokredita Opportunity banke, pokazuje da mikrokrediti čine blizu 50% ukupno odobrenih kredita, odnosno 25,5% bilansne sume ove banke na kraju septembra 2006. godine.

*Tabela br. 4.5 – Bilansna suma, ukupni krediti i mikrokrediti Opportunity banke, stanje na kraju mjeseca, u 000 eura*

Opis/Period	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
	XII	XII	XII	XII	IX
Bilansna suma	11,354	17,078	25,797	52,299	96,200
Ukupni krediti	7,268	13,379	20,877	33,368	51,767
Mikrokrediti	5,560	7,729	10,643	16,763	24,563
Mikrokrediti/Ukupni krediti	76.5%	57.8%	51.0%	50.2%	47.4%

Ako se ukupnim kreditima koje su odobrile MFI, dodaju mikro krediti koje je odobrila Opportunity banka, ukupan portfolio mikrokreditnog sektora u Crnoj Gori na kraju septembra 2006. godine dostigao je iznos od 50 miliona eura.

*Tabela br. 4.6 – Portfolio mikrokreditnog sektora<sup>31</sup> u Crnoj Gori, u periodu 2002 – sptembar 2006. godine, u 000 eura*

Opis /period	2002.	2003.	2004.	2005.	IX2006.
Mikrokreditni sektor	11.905	18.121	24.310	34,594	49,971
Godišnja stopa rasta	-	52,2%	34,2%	42,3%	44,5%

## 4.5. Mikrokreditiranje u zemljama u okruženju

Na prostoru bivše Jugoslavije mikrofinansiranje se najviše razvilo u Bosni i Hercegovini koja se ubraja među zemlje u svijetu koje su najdalje otišle u razvoju ove oblasti finansijske ponude. Mikrokreditni sektor Bosne i Hercegovine, u poslijeratnom periodu odigrao je značajnu ulogu u smanjivanu siromaštva i podršci razvoju malog i srednjeg preduzetništva, među socijalno ugroženom populacijom, koja nema mogućnost pribavljanja finansijskih sredstava kod tradicionalnih banka.

<sup>31</sup> *Kreditni MFI i mikrokrediti Opportunity banke*

BIH je već 1996. godine, putem državnog Projekta lokalnih inicijativa (LIP), podržanog od strane Svjetske banke, i putem podrške međunarodnih nevladinih organizacija, počela sa razvojem ovog vida borbe protiv siromaštva i razvoja preduzetništva zasnovanog na tržišnim principima.

Krajem 2005. godine, u Bosni i Hercegovini je poslovaio respektabilan broj od 50 mikrokreditnih organizacija, sa kreditnim potencijalom od 316 miliona KM ili oko 161 miliona eura i 145 hiljada aktivnih klijenata<sup>32</sup>. Kreditni potencijal MFI u BIH činio je 2,0% BDP ostvarenog u 2005. godini. U junu 2006. godine aktivni porfolio MFI u BIH iznosio je 364 miliona KM ili oko 182 miliona eura, a broj aktivnih klijenata povećan je na 160 hiljada.

Mikrokreditni sektor Kosova broji 22 mikrokreditne institucije sa kreditnim portfolijom od 52 miliona eura u decemru 2005, što je činilo 2,1% od BDP, odnosno preko 55 miliona eura u septembru 2006. godine.

## 4.6. Zaključak

U Crnoj Gori, u oblasti mikrokreditiranja u periodu 2002-septembar 2006. godine, ne može se govoriti o značajnom broju mikrokreditnih organizacija, ali se ne može zanemariti učinak postojećih mikrokreditnih finansijskih institucija, koje su poslovale u ovom periodu, sa kreditnim portfolijom od 25,4 miliona eura (odnosno sa mikro kreditima Oportunity banke oko 50 miliona eura) i preko 19 hiljada klijenata. MFI daju doprinos razvoju poljoprivrede, preduzetništva i sektora malih preduzeća kroz lakši pristup finansijskim sredstvima neophodnim za otpočinjanje i razvoj poslovanja. Mikrokreditiranje je takođe jedan od načina borbe protiv siromaštva i nezaposlenosti, jer finansiranjem novih biznisa ili proširenjem postojećih utiče na obezbjeđenje novih radnih mjesta. Treba napomenuti, da pored pozitivnih ekonomskih promjena, MFI nastoje i da podstaknu pozitivne društvene promjene. Tako jedna od MFI daje posebne povlastice ženama - klijentima i uspijeva da održi preko 60% žena kao stalne i redovne klijente. To je posebno važno kad se zna da je manje učešće žena u ukupnom broju zaposlenih (oko 44% u 2005. godini)<sup>33</sup>, kao i činjenica da žene čine preko 51% radne snage.

Mikro krediti su namjenski krediti i moraju se uložiti u posao. Zbog ogromnog broja kredita koji imaju malu vrijednost, a zahtijevaju veliko vrijeme da bi se ispitala osnova i opravdanost davanja kredita, kao i namjenska upotreba kredita, mikrokreditne organizacije imaju visoke operativne troškove, što utiče na visinu efektivnih kamatnih stopa

---

<sup>32</sup> Podaci AMFI – Udruženja mikrofinansijskih organizacija u BIH/[www.amfi.ba/](http://www.amfi.ba/) i iz izlaganja Kemala Kozarića, guvernera CB-BIH, novembar 2006. godine - Finansijski sektor u BIH

<sup>33</sup> Izvor: Zavod za zapošljavanje RCG

Kako je mikrokreditiranje relativno mlada finansijska grana, donešeni propisi koji regulišu funkcionisanje mikrokreditnih finansijskih institucija imaju veliki značaj, s obzirom da je njihovim donošenjem u Crnoj Gori prvi put regulisana ova oblast. Kao i druge, i propise iz oblasti mikrokreditiranja je potrebno usavršavati i mijenjati da bi pratili razvoj ove oblasti. Međutim, osim ovih propisa, u cilju pružanja podrške mikrokreditiranju, neophodno je mijenjati i unaprjeđivati propise i iz drugih oblasti, odnosno unaprjeđivati uslove za povećanje nivoa uspješnosti preduzetničkih aktivnosti koje se finansiraju kreditima MFI. To se odnosi na oblast radnog zakonodavstva i podrške zapošljavanju, na oblast poreske politike i poreskih olakšica za preduzetnike, kao i na oblast dužničko-povjerilačkih odnosa, odnosno obezbjeđenje bolje zaštite prava koja proizlaze iz ovih odnosa. U vezi sa posljednjim, neophodno je, između ostalog, obezbijediti javno dostupne podatke o kreditnoj istoriji lica koja daju garancije za mikrokredite, kao i samih zajmotražilaca (premda kredite MFI obično koriste lica bez kreditne istorije), na osnovu kojih bi MFI procjenjivale njihov kreditni bonitet.

S obzirom na dokazano veliki značaj malih biznisa, odnosno preduzetništva, u globalnim terminima, mikrokreditiranju je neophodno posvetiti veću pažnju i obezbijediti uslove u kojima bi dobilo zamah. S obzirom da uslovi za razvoj mikrokreditiranja predstavljaju pretpostavke i razvoju bankarstva, pa čak i cijelog finansijskog tržišta, u narednom periodu može se očekivati njihovo kontinuirano unaprjeđivanje, koje će usloviti dalji razvoj sektora mikrokreditiranja. Za očekivati je i osnivanje novih mikrokreditnih institucija, rast broja korisnika njihovih usluga, kao i širenje okvira njihove djelatnosti, pored kreditiranja, na pružanje konsultanskih usluga u vođenju i unaprjeđenju poslovanja njihovih klijenata.





## **5. INSTITUCIONALNI OKVIR FUNKCIONISANJA TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI**



## 5.1. Komisija za hartije od vrijednosti

Od 1989. godine regulatorni organ tržišta kapitala u Crnoj Gori bila je Komisija za hartije od vrijednosti bivše SFRJ. Na osnovu Zakona o hartijama od vrijednosti<sup>34</sup> (Zakon o HOV), donošenog novembra 2000. godine, Crna Gora je osnovala Komisiju za hartije od vrijednosti (Komisija za HOV). Komisija je nezavisna i samostalna organizacija Republike Crne Gore, osnovana kao pravno lice i formalno je autonomna u vođenju svojih aktivnosti, a o svom radu podnosi izvještaj Skupštini Republike Crne Gore. Njena misija je da sprovodi Zakon o HOV, sa ciljem da zaštiti investitore i održava fer, pošteno i efikasno tržište hartija od vrijednosti. Navedenim Zakonom, Komisija za HOV bila je označena kao regulatorni i nadzorni organ samo na tržištu kapitala. Izmjene i dopune ovog Zakona iz 2006. godine, označile su Komisiju za HOV kao regulatora i supervizora i na tržištu novca.

Nadzor posrednika na tržištu kapitala u Crnoj Gori je kreiran u cilju postizanja zaštite investitora uspostavljanjem standarda za učesnike ovog tržišta. U svrhu realizacije te zaštite, najvažnije je obezbijediti da tržišni posrednici tretiraju investitore na pravičan i jednak način, u skladu sa standardima utvrđenim pravilima vođenja poslovanja.

### 5.1.1. Ovlašćenja Komisije za HOV

U vršenju prava i obaveza definisanih Zakonom o HOV, Komisija za HOV ima određene ključne odgovornosti. Tako je u skladu sa Zakonom, Komisija za HOV nadležna za:

- 1) donošenje pravila o sprovođenju ovog Zakona kada je za to ovlašćena;
- 2) vršenje nadzora nad primjenom ovog Zakona i svih pravila donijetih na osnovu njega;
- 3) davanje odobrenja za javnu ponudu hartija od vrijednosti i evidentiranje emisija hartija od vrijednosti čija se prodaja ne vrši javnom ponudom;
- 4) vršenje nadzora nad sprovođenjem javne ponude hartija od vrijednosti;
- 5) davanje dozvola za rad i davanje saglasnosti na odgovarajuća akta tržištima hartija od vrijednosti, ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti i Centralnoj Depozitarnoj Agenciji;

---

<sup>34</sup> "Sl. list RCG", br. 50/00, 10/01, 43/05 i 28/06

- 6) davanje dozvola za rad i davanje saglasnosti na odgovarajuća akta kolektivnih investicionih šema osnovanih u skladu sa posebnim zakonom;
- 7) davanje saglasnosti na odluku o imenovanju izvršnih direktora licima kojima izdaje dozvolu za rad;
- 8) vođenje registara i drugih evidencija, u skladu sa odredbama ovog Zakona;
- 9) određivanje opštih uslova koje moraju ispuniti fizička lica koja se profesionalno bave trgovanjem hartijama od vrijednosti;
- 10) promovisanje i podsticanje visokih standarda zaštite interesa investitora u hartije od vrijednosti i integriteta ovlašćenih učesnika;
- 11) kontrolu sprovođenja poslovanja lica koja se profesionalno bave trgovanjem hartijama od vrijednosti, uključujući suspenziju i oduzimanje dozvola za rad;
- 12) preduzimanje mjera i obezbjeđivanje funkcionisanja tržišta hartija od vrijednosti na redovan i pošten način uz transparentno informisanje;
- 13) utvrđivanje načina i obima trgovanja na tržištu hartija od vrijednosti;
- 14) utvrđivanje najviše vrijednosti provizija i drugih naknada koje za svoje usluge naplaćuje berza, kada ocijeni da njihova visina destimuliše razvoj tržišta hartija od vrijednosti;
- 15) bliže uređivanje emitovanja i prometa kratkoročnih hartija od vrijednosti;
- 16) preduzimanje aktivnosti u cilju očuvanja interesa lica koja su uložila u hartije od vrijednosti i sprječavanje nezakonite, nečasne i neispravne prakse u poslovima sa hartijama od vrijednosti;
- 17) preduzimanje mjera, vršenje kontrole i istraživanja radi sprječavanja zloupotreba na tržištu hartija od vrijednosti;
- 18) saradnja sa drugim srodnim institucijama u Crnoj Gori i van nje; i
- 19) preduzimanje ostalih mjera i obavljanje drugih poslova u skladu sa Zakon o HOV.

Ključne dužnosti navedene pod 14) i 15) date su Komisiji za HOV izmjenom i dopunom ranije važećeg Zakon o HOV. Potreba da se Komisiji za HOV da mogućnost limitiranja provizija i naknada koje berze naplaćuju, javila sa sa njihovim pretvaranjem u profitabilne organizacije, izmjenama i dopunama Zakon o HOV. Uređivanje emitovanja i prometa kratkoročnih hartija od vrijednosti je takođe novo pravo i obaveza Komisije za HOV. Može se smatrati pozitivnim to što je oblast emisije i prometa kratkoročnih hartija konačno zakonski zaokružena, premda je ovo zaokruživanje moglo biti riješeno i na način da ovu oblast reguliše i kontroliše Centralna banka Crne Gore (Centralna banka), što bi takođe odgovaralo svjetskoj praksi.

Komisija za HOV je ovlašćena da donosi pravila, uz dužno poštovanje svih ključnih aspekata tržišta hartija od vrijednosti i ova pravila moraju biti objavljena u Službenom listu Crne Gore. Komisija za HOV je izdala niz pravila i uputstava iz različitih oblasti, kao što su:

- 1) Pravila o izdavanju dozvole za rad berzi,
- 2) Pravila o izdavanju dozvole za rad Centralne Depozitarne Agencije,
- 3) Pravila o izdavanju dozvole za rad ovlašćenih učesnika na tržištu - brokera i dilera,
- 4) Pravila o poslovanju tržišnih posrednika,
- 5) Pravila o nadzoru i kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti,

- 6) Pravila o vođenju Registra eminenata kod Komisije za hartije od vrijednosti,
- 7) Pravila za prospekt (javnu ponudu),
- 8) Pravila za izdavanje hartija od vrijednosti bez "javne ponude",
- 9) Pravila o informacijama dostupnim u Centralnoj Depozitarnoj Agenciji

Pored ovih, Komisija za HOV donijela je i niz pravila koja se tiču osnivanja i poslovanja privatizacionih, odnosno investicionih fondova, o kojima će biti riječi u dijelu analize koji se odnosi na privatizacije – investicione fondove.

Pored pravila za koje je drugim odredbama Zakon o HOV posebno ovlašćena da ih donosi, Komisija za HOV može donositi pravila koja se odnose na:

- 1) podnošenje zahtjeva za dobijanje dozvole za rad, izdavanje dozvole i druga pitanja u vezi sa tim;
- 2) registrovanje dozvola i izdavanje njihovih duplikata;
- 3) kvalifikacije, iskustvo i obuku koja se zahtijeva od fizičkih lica kojima se izdaje dozvola za rad, ispit koji podnosilac zahtjeva mora položiti i okolnosti u kojima se ne moraju ispuniti ovi zahtjevi;
- 4) sačinjavanje godišnjih i drugih periodičnih izvještaja Komisiji za HOV od lica koja su dobila dozvolu za rad;
- 5) utvrđivanje hartija od vrijednosti koje se mogu kotirati, kao i na uslove pod kojima se trgovanje tim hartijama može obustaviti;
- 6) detaljnije vođenje računa koji se mogu otvoriti u skladu sa Zakonom o HOV i utvrđivanje podataka koji obezbjeđuju sačinjavanje bilansa stanja i bilansa uspjeha;
- 7) informacije koje mora sadržati izvještaj revizora sačinjen u skladu sa Zakonom o HOV;
- 8) preuzimanje preduzeća;
- 9) formu i sadržaj reklamiranja koji se odnose na poslove sa hartijama od vrijednosti, uz mogućnost ograničenja lica koja se mogu reklamirati;
- 10) transakcije sa hartijama od vrijednosti kupljenim u skladu sa ugovorima o reprodukciji i hartijama od vrijednosti prodatim u skladu sa ugovorima o reotkupu (REPO poslovi);
- 11) obavljanje kastodi poslova.

Shodno prethodnoj verziji Zakona o HOV, Komisija za HOV je, između ostalog, bila zadužena i za uređivanje oblasti preuzimanja privrednih društava, na osnovu čega je i donijela Pravila o preuzimanju privrednih društava. Izmjenama i dopunama Zakona o HOV, ova mogućnost je ukinuta (u međuvremenu, donešen je i novi Zakon o preuzimanju<sup>35</sup>).

---

<sup>35</sup> "Sl. list RCG", br. 81/05

### 5.1.2. Efekti izmjene Zakona o HOV na Komisiju za HOV

Shodno izmjeni i dopuni Zakona o HOV, Komisija za HOV je dužna da nacрте pravila objavi na svojoj internet stranici, najkasnije 14 dana prije usvajanja, sa pozivom zainteresovanim licima da daju primjedbe, prijedloge ili sugestije (osim u slučaju kada se predloženim pravilima propisuju aktivnosti koje zahtijevaju hitno postupanje, kada Komisija za HOV može da utvrdi i kraći rok). Unošenje ove izmjene u Zakon o HOV doprinijelo je, makar formalno, povećanju javnosti rada Komisije za HOV.

Nadalje, Komisija za HOV može izdavati i uputstva, biltene, mišljenja ili druge regulatorne izjave, ukoliko ih smatra neophodnim ili poželjnim za sprovođenje Zakon o HOV. Komisija za HOV ima Statut, koji je obavezna da objavi u „Službenom listu Crne Gore“.

Pored navedenog, Komisija za HOV je zadužena da daje odobrenja emitentima za javno izdavanje hartija od vrijednosti, odnosno verifikovanje uslova i pojedinosti predloženog načina njihovog izdavanja, kao i vršenje registracija tih emisija. Komisija za HOV, takođe, obavlja nadzor nad vršenjem javnih ponuda, u vezi sa čim postoje striktni zahtjevi vezani za formu i sadržaj prospekta.

Komisija za HOV je ovlašćena i da pismenim putem zahtijeva od ovlašćenih učesnika na finansijskom tržištu (brokera, berzi, CDA i drugih) da joj dostavljaju informacije koje se odnose na njihovo poslovanje<sup>36</sup>, a ima i ovlašćenje da vrši kontrolu njihovog poslovanja.

U vršenju kontrole Komisija za HOV, shodno Zakonu o HOV, ima obavezu da vodi računa o pridržavanju zabrana od strane ovlašćenih lica, u pogledu korišćenja povlašćenih informacija do kojih ta lica mogu doći, a koje mogu uticati na cijenu hartija od vrijednosti ili na davanje povlašćenog položaja pojedinim učesnicima tržišta hartija od vrijednosti. Komisija za HOV je, takođe, zadužena da kontroliše i kažnjava vršenje manipulacija na tržištu hartija od vrijednosti, lažiranje cijena i korišćenje netačnih i obmanjujućih izjava. Takođe, ona bi trebala da se stara o sprovođenju kaznenih mjera, shodno Zakonu o HOV, u slučajevima nastajanja štete po kompanije iz registra emitentata. Generalno, prekršaji u okviru širokog spektra članova u Zakonu o HOV, kažnjivi su opsegom od 50-strukog do 300-strukog iznosa minimalne zarade u Republici Crnoj Gori, što znači – od 2.600 do 15.600 eura.

Komisija za HOV takođe vodi evidenciju i o promjeni statusa glasačkih prava na skupštinama akcionara, od čega zavisi i koncentracija vlasništva u akcionarskim društvima<sup>37</sup> (do koncentracije vlasništva dolazi kupoprodajom hartija na tržištu). Pored toga, Komisija za HOV vodi evidencije i

---

<sup>36</sup> Ovo ovlašćenje je prošireno i ovlaćenjem da obaveže sljedeća lica na objelodanjivanje informacija o pribavljanju, otuđenju ili držanju hartija od vrijednosti: lica registrovanog kao vlasnika hartije od vrijednosti; lica za koje opravdano smatra da je vlasnik hartije od vrijednosti; lica za koje opravdano smatra da ima prava iz hartija od vrijednosti; lica za koje opravdano smatra da je pribavilo ili otuđilo hartiju od vrijednosti, ili lica kome je izdala dozvolu za rad.

<sup>37</sup> U cilju vođenja ažurne evidencije, CDA je dužna da obavještava emitenta hartija od vrijednosti i Komisiju za HOV, kada zbog sticanja ili otuđenja, srazmjerni broj glasova kojima raspolaže fizičko ili pravno lice, postane veći ili padne ispod: 10% (deset posto), 20% (dvadeset posto), 33% (trideset tri posto) ili 50% (pedeset posto).

o promjeni broja akcija po osnovu dijeljenja akcija u cilju povećanja ili smanjenja broja akcija pri emisiji, na šta kompanije imaju pravo po Zakonu o HOV (pri čemu ovaj postupak ne može umanjiti prava akcionara čije su akcije prošle kroz podjelu).

Izmjena i dopuna Zakona o HOV donijela je promjene vezano za članove Komisije za HOV. Tako njeni članovi ne mogu biti članovi organa upravljanja i rukovođenja, izvršni organi i sekretari emitenata<sup>38</sup>. Međutim, brisano je rješenje iz prethodne verzije Zakona o HOV po kojem članovi Komisije za HOV ne mogu biti ni članovi nadzornih organa emitenata<sup>39</sup>, što se ne može smatrati pozitivnom promjenom. Ipak, pozitivno je to što članovi Komisije za HOV ne mogu biti akcionari (u prethodnoj verziji Zakona o HOV – osnivači) i zaposleni berze, ovlaštenog učesnika na tržištu hartija od vrijednosti i CDA. Ova izmjena bila je očekivana nakon što su navedeni tržišni učesnici već više puta izmijenili strukturu akcionara, među kojima ponegdje više i nema njihovih osnivača.

Izmjene Zakona o HOV donijele su još jednu nepoželjnu promjenu, u vezi dozvole da sadašnji ili bivši članovi, odnosno bivši i sadašnji zaposleni ne smiju davati savjete u vezi sa investiranjem u hartije od vrijednosti, odnosno davati mišljenje o povoljnosti i nepovoljnosti kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti. U prethodnoj verziji Zakona o HOV, postojalo je ograničenje shodno kojem se pomenuta lica ne smiju baviti opisanim konsaltingom u roku od godinu dana nakon prestanka rada u Komisiji za HOV. Shodno izmjenama Zakona o HOV, ova lica se konsaltingom mogu baviti odmah po prestanku rada u Komisiji za HOV. Ovakvo rješenje može se smatrati spornim, ali je očekivan ako se ima u vidu da je izmjena Zakona o HOV donešena u godini koja prethodi reizboru čelnih ljudi Komisije za HOV.

Shodno izmjenama Zakona o HOV, jedno od pozitivnih rješanja je i to što je formalizovana obaveza Komisije za HOV da dostavlja neophodne podatke i informacije državnim organima nadležnim za nadzor poslovanja sa hartijama od vrijednosti, domaćim i/ili stranim. Još jedno od pozitivnih rješenja koje su donijele izmjene Zakona o HOV, je uvođenje obaveze Komisiji za HOV da, uz godišnje finansijske iskaze, Skupštini dostavlja i izvještaj revizora. Međutim, da li u cilju obezbjeđenja nezavisnosti Komisije za HOV ili pak da bi se obezbijedila sredstva za podizanje kvaliteta usluga koje Komisija pruža (kako je navedeno u izmjenama i dopunama Zakona), izmjenom Zakona, višak prihoda Komisije za HOV više se ne uplaćuje državnom budžetu već ga može koristiti isključivo Komisija za HOV. S obzirom na to, u budućnosti vjerovatno možemo očekivati više javnih kampanja na edukaciji javnosti u vezi sa funcioniranjem tržišta hartija od vrijednosti, više okruglih stolova na tu temu, kao i obezbjeđenje kvalitetnijih predavača, prije svega inostranih, za realizaciju obuke koju Komisija za HOV organizuje za buduće ovlašćene učesnike na tržištu hartija od vrijednosti. Shodno zakonskom rješenju, po kojem Komisija za HOV više ne dostavlja Vladi suvišak svojih prihoda nad rashodima, Vlada ne daje saglasnost Komisiji niti prilikom izbora revizora, pa u skladu s tim, Komisija za HOV više ne mora dostavljati Vladi kopiju revizorskog izvještaja. Iako se ovo rješenje čini logičnim, ono se može smatrati lošim, jer je Vlada jedne države njena najviša

---

<sup>38</sup> Ovo je uvedeno zbog regulacije tržišta kratkoročnih hartija od vrijednosti koja je dodijeljena Komisiji za HOV.

<sup>39</sup> Nadzorne organe imaju npr. investicioni fondovi.

izvršna vlast i realno je da bude upoznata sa načinom na koji najviši nadzorni organ tržišta hartija od vrijednosti, koji je pod ingerencijom državnog parlamenta, troši finansijska sredstva koja prihoduje vršeći nadzor nad tržištem hartija od vrijednosti, kao važnog segmenta ekonomije.

### 5.1.3. Nadležnosti Komisije za HOV u vezi sa radom berzi

Komisija za HOV, između ostalog, ima ingerencije i u vezi davanja odobrenja za osnivanje i početak rada berzi, kao i u vezi kontrole njihovog poslovanja i odvijanja trgovanja na njima. Naime, prema Zakonu o HOV, trgovanje hartijama od vrijednosti se može voditi samo na tržištima koja su osnovana sa ciljem kreiranja uslova za spajanje ponude i potražnje za hartijama od vrijednosti. Poslove tržišta hartija od vrijednosti obavlja berza, odnosno vanberzansko trgovanje nije dozvoljeno. Prije davanja odobrenja za osnivanje berze, Komisija za HOV vrši kontrolu ispunjenosti Zakonom o HOV propisanih uslova, koji se odnose na obezbjeđenje: propisanog minimalnog osnovnog kapitala, tehničko-tehnološke osposobljenosti, barem tri člana (brokera) koji će na njoj trgovati, i na usvajanje prijedloga pravila i procedura za obavljanje redovnog poslovanja i za razrješavanje spornih situacija. Takođe, potrebno je da osnivači predlože aktivnosti vezane za saldiranje transakcija, istraživanje tržišta i efikasan nadzor.

Komisija za HOV odobrava sva pravila kojima je definisan rad berze i trgovanje hartijama od vrijednosti, njihove izmjene, kao i druge akte koje berza donosi, pri čemu Komisija za HOV može da zahtijeva izmjene i dopune pravila.

Komisija za HOV takođe odlučuje i o suspenziji i oduzimanju dozvole za rad na berzi prilikom nastanka zakonom propisanih štetnih događaja, nepostupanja shodno odredbama Zakona o HOV, kao i nepoštovanja i neprimjenjivanja naloga Komisije za HOV za korigovanje ustanovljenih propusta.

### 5.1.4. Nadležnosti Komisije za HOV u vezi sa radom brokera i dilera

Komisija za HOVb zadužena je za davanje dozvola svim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti, bez koje oni na tržištu ne mogu poslovati. Zakon sadrži detaljne zahtjeve u pogledu visine osnivačkog kapitala, odobrenja zahtjeva za dobijanje dozvole, oduzimanju i suspenziji, etičkog kodeksa, poslovanja i rada samoregulatornih organizacija.

Komisija za HOV izdaje dozvole za rad učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti ukoliko su ispunjeni uslovi propisani Zakonom o HOV. Oni se odnose na obezbjeđenje informacija od strane osnivača, u pogledu planiranog spektra usluga, vrsti poslova, licima koja planira da uposli, kao i informacija o planiranom tehničkom i tehnološkom osposobljavanju. Pored toga, osnivači Komisiji za HOV dostavljaju i ugovor o osnivanju, statut, dokaz o postojanju neophodnog osnivačkog



uloga, kao i ostale dokaze shodno Zakonu o HOV. Osim samog berzanskog, odnosno dilerskog posrednika kao ovlašćenog učesnika na tržištu, Komisija za HOV daje dozvolu za rad i ovlašćenim učesnicima – fizičkim licima. Komisija za HOV takođe donosi odluku i o oduzimanju dozvole za rad date ovlašćenom učesniku - pravnom i fizičkom licu, u situacijama predviđenim Zakonom o HOV. Komisija za HOV, pored toga, vodi i registar izdatih dozvola za rad, a podaci iz ovog registra su javni, osim onih koji su označeni kao tajni. Komisija za HOV kontroliše i poštovanje odredbi Zakona o HOV koje se odnose na etički kodeks i standarde ponašanja.

### **5.1.5. Nadležnosti Komisije za HOV u vezi sa radom Centralnog depozitara i Centralnog registra**

Zakon o HOV propisuje osnivanje Centralnog depozitara i Centralnog registra, shodno čemu je i osnovana Centralna depozitarna agencija (CDA). Komisija za HOV je zadužena za izdavanje dozvola za rad, kontrolu poslovanja i oduzimanje dozvola za rad ove institucije.

Komisija za HOV može da izda dozvolu za rad CDA na osnovu podnijetog zahtjeva, kada ocijeni da podnosilac zahtjeva ispunjava uslove propisane Zakonom o HOV. Ti uslovi odnose se uglavnom na obezbjeđenje propisanog minimalnog osnovnog kapitala, tehničko-tehnološke opremljenosti neophodne za obavljanje kliringa, saldiranja i registracije dematerijalizovanih hartija od vrijednosti.

Komisija za HOV može, u cilju zaštite investitora, izdavati i uputstva u vezi sa načinom poslovanja CDA. U procesu nadzora CDA, Komisija za HOV može kontrolisati: pridržavanje Zakona o HOV, Pravilnika CDA i ostale regulacije, način otvaranja posebnih računa za posebne hartije od vrijednosti, vođenje operacija kliringa i saldiranja, registraciju hartija od vrijednosti, prijenos vlasništva s jednog račun na drugi, fakture, takse i ostale naplate plaćene CDA, organizaciju i unutrašnje procedure.

Komisija za HOV je ovlašćena, shodno zakonu, da oduzme ili suspenduje dozvolu za rad CDA u slučaju da ova institucija: prestane da obavlja poslove za koje je dobila dozvolu za rad; ne obezbjeđuje ispunjavanje uslova propisanih za davanje dozvole za rad; ili posluje suprotno odredbama Zakona o HOV. Komisija može suspendovati dozvolu za rad za određeni period ili do promjene okolnosti koje su dovele do suspenzije.

### **5.1.6. Nadležnosti Komisije u vezi sa radom investicionih fondova**

Komisija, shodno Zakonu o investicionim fondovima, ima ovlašćenja u vezi sa davanjem dozvola za rad investicionih fondova i društava za upravljanje fondovima, davanjem saglasnosti na njihove akte, vršenjem nadzora nad ovim institucijama i kontrolom njihovog poslovanja. Komisija, može

da vrši i kontrolu depozitarne banke u okviru poslova koje ona obavlja u skladu sa ovim zakonom.

Komisija za HOV daje saglasnost na: ugovor o osnivanju i statut društva za upravljanje i njihove izmjene, statut investicionog fonda i njegove izmjene, ugovor o upravljanju investicionim fondom i njegove izmjene i druge akte utvrđene ovim Zakonom o HOV.

U vršenju nadzora Komisija može da ima ovlašćenja da pregledava i razmatra: izvještaje i informacije o poslovanju društva za upravljanje, odnosno investicionog fonda, kao i izvještaje i dodatne informacije o obavljenoj reviziji ovih društava, da zahtijeva vanrednu reviziju poslovanja društva za upravljanje, odnosno investicionog fonda, kao i izmjenu ili dopunu ugovora o upravljanju investicionim fondom.

Ako Komisija za HOV, u vršenju nadzora, utvrdi nezakonitosti ili nepravilnosti u poslovanju društava za upravljanje i investicionih fondova, ona u formi rješenja nalaže da se utvrđene nezakonitosti, odnosno nepravilnosti otklone u određenom roku.

Ako društvo za upravljanje investicionim fondom ne otkloni utvrđene nezakonitosti, odnosno nepravilnosti u predviđenom roku i o tome ne obavijesti Komisiju za HOV, uz podnošenje odgovarajućih dokaza, Komisija za HOV može preduzeti niz mjera. Te mjere obuhvataju davanje naloga za razrješenje članova nadzornog odbora investicionog fonda i/ili za promjenu društva za upravljanje. Pored toga, Komisija za HOV može pismeno upozoriti, privremeno suspendovati ili oduzeti dozvolu investicionom menadžeru, privremeno zabraniti raspolaganje imovinom društva za upravljanje i investicionog fonda i/ili oduzeti dozvolu za rad društvu za upravljanje. Takođe, Komisija za HOV može preduzeti druge mjere neophodne za otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti u poslovanju društva za upravljanje i investicionog fonda. Komisija za HOV može izreći jednu ili više od navedenih mjera, zavisno od prirode i težine utvrđenih nepravilnosti.

Komisija za HOV, takođe, ima ovlašćenje da oduzme dozvolu za rad društvu za upravljanje, ukoliko utvrdi da je društvo u postupku pribavljanja dozvole navelo neistinite podatke. Dozvolu društvu za upravljanje Komisija za HOV može da oduzme i u slučaju da ustanovi da društvo vrši ulaganja sredstava investicionog fonda ili na drugi način postupa suprotno Zakonu o HOV, ukoliko društvo u propisanom roku ne dostigne propisani nivo kapitala, ako ometa vršenje nadzora nad njegovim poslovanjem, ako donese odluku o likvidaciji, prestane da ispunjava uslove propisane za dobijanje dozvole za rad, kao i u drugim slučajevima kad Komisija za HOV ocijeni da društvo nezakonitim upravljanjem investicionim fondom ugrožava interese vlasnika investicionog fonda.

### 5.1.7. Ostale aktivnosti Komisije za HOV

Pored navedenih aktivnosti, Komisija za HOV od svojeg osnivanja realizovala je i obuku za brokere i dilere, školu za menadžere investicionih, kao i školu za menadžere penzionih fondova. Sve

ove obuke do kraja 2006. godine završilo je više desetina polaznika, od kojih je dozvolu za brokera dobilo 216, za dilera 145, za investicionog menadžera 141, a za menadžera penzionih fondova 20 polaznika<sup>40</sup>. Na ovaj način, Komisija za HOV izvršila je elementarno osposobljavanje operativaca koji treba da rade kod finansijskih posrednika u Republici. Tražnja za slobodnim mjestom na pomenutim kursevima bila je uvijek velika, naročito posljednjih godina, međutim, broj polaznika je uvijek bio ograničen. Da ta praksa nije bila baš najpoželjnija, pokazuje i nedostatak brokera i dilera sa položenim brokerskim ispitom, koji je nastao polovinom 2006. godine. Postavlja se pitanje, šta je u stvari bilo razlog za ograničavanje broja polaznika ovih kurseva? Da li raspoloživost finansijskih sredstava za plaćanje predavača, što je mogao biti razlog da obuku na kursevima nijesu vršiliiskusni i renomirani domaći i strani predavači (osim časnih izuzetaka), već ljudi koji su nerijetko istovremeno bili i polaznici tih istih kurseva? Prihodi Komisije za HOV u periodu do usvajanja izmjena i dopuna Zakona o HOV nijesu poticali samo iz naknada koje Komisija za HOV naplaćuje, već je država bila dužna da Komisiji za HOV iz budžeta uplati nedostajuća sredstva za rad. Znači, novac nije bio problem. Da li broj polaznika bio ograničavan iz bojazni da će preveliki broj licenciranih brokera, dilera i investicionih menadžera, sam po sebi devalvirati značaj ove profesije? Ili je iza ovog ograničavanja stajala namjera izvjesnih krugova, da pristup znanju o investiranju na ovom tržištu, dozvole samo odabranima, koji će iz dužne zavalnosti, svoje znanje prilikom trgovanja stavljati u funkciju onih koji su im dozvolili da uđu u krug odabranih polaznika kurseva Komsije za HOV?

### **Box br. 5.1 - Regulatoriva i nadzor tržišta kapitala u drugim zemljama**

Način obezbjeđivanja regulative i nadzora nad tržištem kapitala, razlikuju se od države do države, pri čemu rješenja ovog pitanja obično impliciraju postojanje posebnih institucija, odnosno integrisanje nadzora nad tržištem kapitala zajedno sa regulacijom i nadzorom nad ostalim dijelovima finansijskog tržišta. Pri tome posebne institucije za regulaciju tržišta kapitala postoje obično u zemljama koje imaju veliko, razvijeno i diverzifikovano tržište kapitala, koje zahtijeva specijalizaciju unutar regulatornog i nadzornog organa za pojedine segmente tržišta (tržište akcija, tržište obveznica, tržište hedžinga i sl). Pri tome nije presudna ni veličina države i ekonomije, jer jedna Njemačka, iako ekonomski visoko razvijena, ima finansijski sistem koji u većoj mjeri počiva na bankama i njihovim uslugama, nego na finansiranju dugovnim i vlasničkim hartijama od vrijednosti. Tako je u Njemačkoj, kao i u Češkoj, između ostalih, regulacija i nadzor svih institucija finansijskog tržišta koncentrisana u centralnoj banci Njemačke, odnosno Češke. Slično rješenje usvojeno je u Srbiji, gdje Narodna banka Srbije reguliše i kontroliše osim banaka i oblast finansijskog lizinga, zatim oblast osiguranja, a u okviru njega tržište osiguranja i društva za upravljanje

---

<sup>40</sup> Izvor: [www.scmn.cg.yu](http://www.scmn.cg.yu)

dobrovoljnim penzijskim fondovima, dok je za oblast regulative tržišta hartija od vrijednosti, odnosno berzi i berzanskih ovlašćenih učesnika, izdvojena kod Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srbije. U Hrvatskoj, Narodna banka Hrvatske reguliše banke i štedionice, dok Hrvatska agencija za nadzor finansijskih institucija reguliše rad berzi, ovlašćenih društava i emitentata vrijednosnih papira, društava za upravljanje institucionalnim investitorima, zatim samih institucionalnih investitora, hrvatske CDA, centralnog registra osiguranika, brokerskih i dilerskih društava i pravnih lica koja se bave poslovima lizinga i faktoringa.

### 5.1.8. Zaključak i preporuke

Osnivanje Komisije za HOV, u periodu neposredno prije sprovođenja procesa MVP, čiji je rezultat bilo stvaranje elementarnog tržišnog materijala, bio je jedan od osnovnih koraka u institucionalizaciji tržišta kapitala u Crnoj Gori. Izradom, u to vrijeme i u periodu sve do kraja 2006. godine, nedostajuće zakonske i podzakonske regulative, Komisija za HOV obezbijedila je elementarne uslove za funkcionisanje i razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori. Elementarne iz razloga što je ta regulativa nerijetko sadržala rješenja koja nijesu dozvoljavala brži razvoj pojedinih segmenata tržišta kapitala (kao npr. u slučaju pravila o radu privatizacionih investicionih fondova koja ovim finansijskim posrednicima nijesu dozvoljavala prikupljanje dodatnih finansijskih sredstava, čime im je bila onemogućena aktivnija uloga na finansijskom tržištu). Ovaj i drugi problemi koji su proizlazili iz podzakonske regulative, donešene još 2000-te godine, vezani za rad privatizacionih investicionih fondova, riješen je tek donošenjem Zakona o investicionim fondovima 2005. godine, ali koji je opet otvorio niz drugih spornih pitanja. Sporna zakonska rješenja predugo su opstajala neizmijenjena, a jedan od eklatantnih primjera je i izmjena i dopuna Zakona o hartijama od vrijednosti, koja je usvojena tek 2006. godine. Tek time je u ovom Zakonu uvedeno i regulisano tržište kratkoročnih hartija od vrijednosti, i uspostavljena razlika između dugoročnih vlasničkih i dugovnih hartija od vrijednosti. Takođe, tek tada je regulisano i pitanje poslovanja inostranih ovlašćenih učesnika na domaćem tržištu hartija od vrijednosti, iako je interesovanje za to počelo da se javlja od sprovođenja procesa MVP. S obzirom da je sve do 2005. godine obim trgovanja na crnogorskom tržištu kapitala bio relativno mali, na njemu je takođe bio i mali broj učesnika, pa je posao nadzora nad ovim tržištem zahtijevao manje napora nego što je to slučaj danas. Taj je period trebao biti iskorišćen produktivnije u smislu brže izmjene postojećih i usvajanja novih zakonskih i podzakonskih rješenja.

Do rješavanja ovog i sličnih pitanja došlo je tek sa aktuelizacijom pristupanja Crne Gore Evropskoj uniji koja je nametnula i potrebu usklađivanja sa direktivama EU, odnosno sa pozitivnom svjetskom praksom i standardima i u oblasti poslovanja sa hartijama od vrijednosti. Međutim, samim usvajanjem i ugradnjom direktiva EU i međunarodnih standarda poslovanja na tržištima hartija od vrijednosti, u domaće propise iz ove oblasti, nije i ne može biti obezbijedena i njihova primjena

u praksi. Za to treba da se stara Komisija za HOV, međutim, jedan od većih problema na domaćem tržištu hartija od vrijednosti predstavlja upravo nekonzistentna primjena donešene zakonske i podzakonske regulative.

U Zakonu o HOV, u čl. 8, stav 1 pod 15), stoji da je Komisija HOV „nadležna za preduzimanje aktivnosti u cilju očuvanja interesa lica koja su uložila u HOV i sprečavanje nezakonite, nečasne i neispravne prakse u poslovima sa HOV“. Ipak, dešava se, da se upravo u ovakvim situacijama, Komisija za HOV proglasi nenadležnom, pa se postavlja pitanje svrhe postojanja Zakona o HOV, odnosno ko treba da zaštiti investitore od nepostupanja same Komisije za HOV? Da li bi uvođenje interne revizije u Komisiju za HOV uopšte moglo da doprinese njenom savjesnijem postupanju, imajući u vidu dosadašnju praksu u radu Komisije za HOV?

Te propuste je ponekad lako uočiti, čitanjem novinskih natpisa i slušanjem izjava onih koji su lično vlasnici velikih udjela u privrednim društvima koja se nalaze u procesu privatizacije, ili su članovi nadzornih i upravnih odbora onih pravnih lica koji takve velike udjele posjeduju. Najave velikih investitora i velikih potencijala pojedinih privrednih društava obično postaju signal za veću tražnju akcija takvih „perspektivnih“ privrednih društava. Međutim, ovakve informacije obično služe „velikim“ igračima da svoje akcije skupo prodaju, najčešće „malim“ investitorima, koji nemaju dovoljno znanja i informacija da prepoznaju prave od lažnih signala. Za kupovinu takvih akcija „mali“ investitori nerijetko podižu i kredite, koje nakon drastičnih padova cijena, do kojih neminovno dolazi, na kraju moraju da vraćaju. Ovo je samo jedan od primjera „nečasnog“ postupanja, koje je pri tome i javno, i nekažnjeno. Praćenje ovakvih pojava nesavjesnog postupanja, obavezno je i shodno Direktivi br 2003/6/EC Evropskog parlamenta i Savjeta od 28. januara 2003. godine u vezi sa definicijom i javnim objavljivanjem insajderskih informacija i zloupotreba na tržištu kapitala<sup>41</sup>. Ovu Direktivu Komisija za HOV objavila je na svojem zvaničnom web sajtu, kao jednu od Direktiva koju primjenjuje.

Komisija za HOV trebala bi, u cilju razvoja tržišta kapitala, između ostalog da razmotri i mogućnost smanjenja naknada koje naplaćuje za svoje usluge, pogotovo u uslovima narastajućih aktivnosti iz njenog domena, koje bi joj svakako obezbijedile dovoljne prihode i uz niže iznose naknada. Naime, ukoliko Komisija za HOV u perspektivi bude svoje prihode koristila za podsticanje razvoja tržišta hartija od vrijednosti u mjeri u kojoj je to do sada činila, to će biti u stanju da obezbijedi i sa sredstvima manjim od onih koja je do sada prihodovala.

---

<sup>41</sup> U okviru Direktive br. 2003/6/EC Evropskog Parlamenta i Savjeta od 28. januara 2003. godine u vezi sa definicijom i javnim objavljivanjem insajderskih informacija i zloupotreba na tržištu kapitala, u članu 1, Stav 2, paragraf C, pod pojmom manipulacije (zloupotrebe) na tržištu kapitala smatra se:

„Širenje informacija putem sredstava medija, uključujući Internet, ili bilo kojim drugim sredstvima informisanja, za koje postoji mogućnost da daju lažne ili obmanjujuće informacije o finansijskim instrumentima, uključujući širenje glasina i lažnih odnosno obmanjujućih informacija, gdje je osoba koja je izvršila širenje informacija, znala ili je morala znati, da je informacija bila lažna ili obmanjujuća.“

S obzirom da Crna Gora ima i malu ekonomiju i malo finansijsko tržište, čini se vrlo racionalnom preporuka Evropske komisije, data u njihovom izvještaju nakon održavanja Unaprijeđenog stalnog dijaloga u II polovini 2006. godine, o potrebi buduće racionalizacije institucija za regulativu i nadzor finansijskog tržišta. Ova preporuka ima osnovu u Direktivi EU (2002/87/EC) od 16. decembra 2002, u vezi sa dodatnom supervizijom kreditnih institucija, osiguravajućih kuća i investicionih institucija u finansijskim konglomeratima. Ova racionalizacija trebala bi biti realizovana na način da takva značajna uloga regulatora i kontrolora bude povjerena instituciji koja ima dokazane sposobnosti za vršenje ovih poslova.

## **Prilog: Regulativa finansijskog tržišta u Crnoj Gori**

Zakon o hartijama od vrijednosti ("Sl. listu RCG", br. 59/00, 10/01)  
Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o hartijama od vrijednosti ("Sl. listu RCG", br. 28/06)  
Zakon o preuzimanju akcionarskih društava ("Sl. list RCG", br. 81/05 od 29.12.2005)  
Zakon o privrednim društvima ("Sl. list RCG", br. 06/02)  
Zakon o privatizaciji privrede ("Sl. list RCG", br. 23/96, 6/99, 59/00)  
Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji ("Sl. list RCG", br. 2/92, 17/92, 59/92, 4/93, 27/94, 30/94, 23/96)  
Zakon o investicionim fondovima ("Sl. list RCG", br. 49/04 od 22.07.2004)  
Zakon o Centralnoj banci Crne Gore ("Sl. list RCG", br. 52/00, 53/00 i 47/01)  
Zakon o bankama ("Sl. list RCG", br. 52/00, 53/00, 47/01)  
Zakon o računovodstvu i reviziji ("Sl. list RCG", br. 69/05 od 18.11.2005)  
Zakon o insolventnosti privrednih društava ("Sl. list RCG", br. 06/02)  
Zakon o zalozi kao sredstvu obezbjeđenja potraživanja ("Sl. list RCG", br. 38/02)  
Zakon o fiducijarnom prenosu prava svojine ("Sl. list RCG", br. 23/96)  
Zakon o povraćaju oduzetih imovinskih prava i obeštećenju ("Sl. list RCG", br. 21/04 od 31.03.2004)  
Zakon o sprečavanju pranja novca ("Sl. list RCG", br.55/03 I 58/03)  
Zakon o tekućim i kapitalnim poslovima sa inostranstvom ("Sl. list RCG", br. 45/05 od 28.07.2005)  
Zakon o regulisanju obaveza i potraživanja po osnovu ino duga i devizne štednje građana ("Sl. list RCG", br. 55/03 od 01.10.2003, 11/04 od 20.02.2004)  
Uredba o konverziji stare devizne štednje u obveznice ("Sl. list RCG", br. 42/04 od 22.06.2004)  
Uredba o načinu izdavanja obveznica i postupku ostvarivanja prava na refundaciju bivših vlasnika ("Sl. list RCG", br. 10/06 od 22.02.2006)  
Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore po osnovu devizne štednje građana ("Sl. list RCG", br. 42/04 od 22.06.2004)  
Odluka o emisiji obveznica Republike Crne Gore po osnovu obeštećenja bivših vlasnika ("Sl. list RCG", br. 17/06 od 20.03.2006)

### ***Pravila koja se odnose na sprovođenje Zakona o hartijama od vrijednosti***

Pravila o izdavanju dozvole za rad Centralnoj Depozitarnoj Agenciji ("Sl. list RCG", br. 02/01)  
Pravila o načinu upisa i vođenja registra emitenata hartija od vrijednosti kod komisije za hartije od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 6/01, 57/01)  
Pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 6/01, 23/03)  
Pravila o izdavanju dozvole za rad berzi ("Sl. list RCG", br. 16/01, 45/01, 68/03)  
Pravila o evidentiranju emisija hartija od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 16/01, 23/03)



Pravila o izdavanju dozvole za rad ovlaštenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 16/01)

Pravila o dopunama Pravila o izdavanju dozvole za rad ovlaštenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 59/00)

Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 16/01, 18/03)

Pravila o načinu vođenja poslova ovlaštenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 57/01, 23/03, 64/03)

Pravila o trgovanju blokom akcija ("Sl. list RCG", br. 67/06)

### ***Pravila koja se odnose na poslovanje investicionih fondova***

Pravila o izdavanju dozvole za rad društvima za upravljanje investicionim fondovima i investicionim fondovima ("Sl. list RCG", br. 68/04 od 05.11.2004, 78/04 od 22.12.2004, 05/05 od 07.02.2005, 72/05 od 01.12.2005)

Pravila o sadržini prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda ("Sl. list RCG", br. 68/04)

Pravila o bližoj sadržini ugovora o upravljanju investicionim fondom ("Sl. list RCG", br. 68/04)

Pravila o metodologiji za obračunavanje neto vrijednosti imovine investicionih fondova ("Sl. list RCG", br. 68/04)

Pravila o izvještavanju o držanju novčanih sredstava investicionih fondova ("Sl. list RCG", br. 68/04)

Pravila o bližim uslovima i načinu promocije poslovanja investicionih fondova ("Sl. list RCG", br. 68/04)

Pravila o sadržini i objavljivanju izvještaja o poslovanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova ("Sl. list RCG", br. 68/04)

Pravila o bližim uslovima, načinu i postupku vršenja nadzora poslovanja društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova ("Sl. list RCG", br. 68/04)

Uputstvo o obračunu i naplati naknade društava za upravljanje investicionim fondovima ("Sl. list RCG", br. 68/04)

### ***Nacrt pravila za javnu raspravu (januar 2007. godine)***

Nacrt pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije vlasničkih i dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti

Nacrt pravila o sadržini skraćenog prospekta i o načinu i postupku evidentiranja zatvorenih ponuda vlasničkih i dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti

Nacrt pravila o evidentiranju emisija hartija od vrijednosti kada je emitent Republika Crna Gora i kada se hartije od vrijednosti izdaju unaprijed poznatim sticaocima

Nacrt pravila o utvrđivanju bližih uslova emitovanja, registrovanja i trgovanja kratkoročnim dužničkim hartijama od vrijednosti

Nacrt pravila o utvrđivanju bližih uslova za sticanje zvanja brokera, dilera i investicionog menadžera



Nacrt pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti

***Odluke Komisije***

Odluka o visini naknada za rad Komisije za hartije od vrijednosti ("Sl. list RCG", br. 73/04 od 03.12.2004, 27/05 od 28.04.2005, 65/05 od 03.11.2005, 80/05 od 28.12.2005)

## 5.2. Centralna depozitarna agencija

Proces privatizacije privrede i formiranje tržišta kapitala u Crnoj Gori uticali su na osnivanje novih finansijskih institucija. Između ostalih, 2000. godine osnovana je i Centralna depozitarna agencija (CDA), na osnovu Zakona o hartijama od vrijednosti<sup>42</sup> (Zakon o HOV). U razvijenim tržišnim ekonomijama agencije ovog tipa imaju posebno mjesto i ulogu, i razvijen asortiman usluga koje nude, čime daju doprinos funkcionisanju finansijskog tržišta.

Centralna depozitarna agencija je institucija koja obavlja poslove registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, poslove kliringa i saldiranja sklopljenih transakcija s tim hartijama i druge poslove u vezi sa dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti. Prema Zakonu o HOV), za rad CDA nadležna je Komisija za hartije od vrijednosti (Komisija za HOV). Ona izdaje dozvolu za rad CDA, odobrava uputstva u vezi sa načinom poslovanja CDA, odobrava njen cjenovnik i oduzima ili suspenduje dozvolu za rad.

Centralna depozitarna agencija je osnovana 2000. godine u formi akcionarskog društva. U maju 2001. godine je od Komisije za HOV dobila licencu za obavljanje poslova Centralnog registra, a u februaru 2002. godine i dozvolu za obavljanje kliringa i saldiranja.

Centralna depozitarna agencija je institucija tehničkog karaktera. Čini je baza podataka u kojoj su zapisane informacije o akcionarskim društvima, hartijama od vrijednosti i vlasnicima tih hartija, kao i sve promjene koje se dešavaju na njihovim vlasničkim pozicijama - računima. Podaci su objedinjeni i nalaze se na jednom mjestu, čime je prekinuta dosadašnja praksa vođenja knjiga akcionara od strane akcionarskih društava i izbjegnut konflikt interesa.

Do kraja 2006. godine je u CDA bilo registrovano 399 emitenta, koji su javno realizovali 443 emisije, dok je svih emisija ukupno<sup>43</sup>, bilo 1.485. Među emitentima su bila skoro sva akcionarska društva koja su bila u programu MVP, kao i centralna i lokalne Vlade, odnosno opštine. Oko 410.000 akcionara ima otvorene individualne račune, a ukupna nominalna, odnosno inicijalna vrijednost emitovanog kapitala na dan 29.12.2006. godine iznosila je 5.127.020.458,44 eura<sup>44</sup>, što predstavlja povećanje od oko 903 miliona eura u odnosu na kraj prethodne godine. Svaki akcionar, bilo da je fizičko ili pravno lice, kome je otvoren individualni račun hartija od vrijednosti, identifikovan je imenom i prezimenom, odnosno, nazivom firme, matičnim brojem i adresom. Centralna depozitarna agencija odigrala je značajnu ulogu u sprovođenju procesa masovne vaučerske privatizacije, tokom kojeg je otvoreno 430.000 računa sa vaučerima.

---

<sup>42</sup> "Sl. list RCG", br. 50/00, 10/01, 43/05 i 28/06

<sup>43</sup> Uključujući i tipove emisija poput usitnjavanja i ukрупnjavanja akcija, zamjene duga za kapital, dokapitalizacije i slično.

<sup>44</sup> Izvor: CDA, Lista emisija i ukupan kapital, na dan 29.12.2006.

### 5.2.1. Pojam i uloga Centralne depozitarne agencije

Funkcije koje Centralna depozitarna agencija obavlja daju joj posebno mjesto i značaj na tržištu kapitala Crne Gore. Ona obezbjeđuje kvalitetnu evidenciju podataka o akcionarima, akcijama i emitentima. Unos podataka i promjene na računima obavlja zaposleno osoblje koje je obučeno za ovaj posao i koje je Pravilima CDA obavezno da čuva u tajnosti podatke za koje sazna pri obavljanju svojih poslova. Hartije od vrijednosti su dematerijalizovane, vode se u elektronskoj formi, što rezultira mnogo nižim troškovima emisije, registracije i manipulacije hartijama od vrijednosti. Takođe, ne postoji rizik od gubitka HOV. Kada je HOV u elektronskoj formi, ona ima oblik elektronskog zapisa u Bazi podataka CDA. Svakodnevno se radi „back up“ podataka, odnosno podaci se smještaju na dva zaštićena mjesta izvan prostorija CDA.

Poslovni model CDA uključuje sljedeće usluge kreirane u cilju zadovoljavanja potreba eminenta, investitora i ovlašćenih učesnika:

- usluge registra koje se odnose na održavanje i saldiranje dematerijalizovanih hartija od vrijednosti (akcije i obveznice) koje se drže na individualnom ili zajedničkom računu;
- usluge korporativnih aktivnosti u pogledu sprovođenja različitih prava od eminenta do vlasnika hartija od vrijednosti;
- usluge kliringa i saldiranja transakcija izvršenih na berzi po instrukcijama odgovarajućih ovlašćenih učesnika;
- usluge upravljanja rizikom u vezi sa evidentiranjem, kliringom i saldiranjem trgovina i transakcija hartija od vrijednosti obavljenih u Crnoj Gori;
- usluge određivanja Međunarodnih identifikacionih brojeva hartija od vrijednosti (ISIN) u Crnoj Gori;
- unutar-depozitarne usluge saldiranja u ime učesnika crnogorskog tržišta koji trguju na stranim tržištima, kao i učesnika stranih tržišta koji trguju na crnogorskim;
- usluge pružanja informacija vezanih za sve hartije od vrijednosti u Crnoj Gori.

Troškove poslovanja Centralna depozitarna agencija nadoknađuje naplatom usluga koje nudi emitentima, vlasnicima hartija od vrijednosti i ostalim učesnicima na tržištu kapitala Crne Gore. Komisija za HOV daje saglasnost na cjenovnik, kao što daje saglasnost na Ugovor o osnivanju, Statut i Pravila CDA. Detaljan pregled cijena usluga dat je u Cjenovniku CDA, koji je prvi put objavljen u junu 2001. godine<sup>45</sup>, a koji se ažurira shodno izmjenama cijena.

Centralna depozitarna agencija je, prilikom osnivanja, bila neprofitna organizacija, da bi kasnije, izmjenama i dopunama Zakona o HOV 2006. godine postala profitna organizacija.

---

<sup>45</sup> „Sl. list RCG“, br. 28/01.

## 5.2.2. Struktura CDA

Centralna depozitarna agencija se sastoji iz dva osnovna organizaciona dijela i to: Centralnog registra i Depozitarija za kliring i saldiranje. Centralni registar pruža usluge emitentima hartija od vrijednosti i vlasnicima hartija od vrijednosti, dok Depozitarij pruža usluge ovlaštenim učesnicima na tržištu, a to su brokери i berze.

### 5.2.2.1. Centralni registar Centralne depozitarne agencije

Centralni registar CDA predstavlja bazu podataka o emitentima, hartijama od vrijednosti i akcionarima. Podaci se vode u obliku elektronskog zapisa iz kojeg je vidljivo ko je vlasnik, o kojoj vrsti hartija od vrijednosti se radi, koji je broj hartija, kakav je status otplate (otplaćene i neotplaćene), jesu li hartije slobodno prenosive ili su opterećene zalogom ili fiducijom, kao i detaljan istorijat transfera. Svaki vlasnik hartija od vrijednosti mora da otvori račun hartija od vrijednosti kod CDA. Takođe, vlasnik računa ima pravo uvida u svoj račun. To pravo ostvaruje putem Izvoda iz registra CDA. Izvod iz registra je, prema Zakonu o HOV, jedini i isključivi dokaz o vlasništvu nad hartijama od vrijednosti. Takođe, svi akcionari jednog privrednog društva imaju pravo na uvid u listu njegovih akcionara tog preduzeća.

Centralni registar svoje poslove obavlja preko dva odjeljenja: Odjeljenja za rad sa emitentima i Odjeljenja za rad sa akcionarima. U Odjeljenju za rad sa emitentima se kreira i održava registar emitentata i hartija od vrijednosti, i obavlja se niz korporativnih aktivnosti. Od korporativnih aktivnosti CDA je do sada obavljala i/ili obavlja sljedeće: podjelu, spajanje, usitnjavanje, ukрупnjavanje akcija, zatim registraciju nove emisije (smanjenje i povećanje kapitala), kao i promjenu podataka o emisiji ili emitentu. Uz ovo se, na zahtjev emitenta, pripremaju i štampaju kopije registra, razni standardni i nestandardni izvještaji u skladu sa Pravilima CDA.

Odjeljenje za rad sa akcionarima nudi usluge registrovanim, fizičkim i pravnim, licima i privatizacionim fondovima. Te usluge se odnose na otvaranje individualnih računa i promjene podataka na njima, zatim prenose vlasništva, u slučaju: poklona, nasljedstva ili drugih pravnih prenosa u skladu sa zakonom. Ovdje se, takođe, rade usluge blokiranja i deblokiranja akcija na zahtjev registrovanog lica i izdaju izvodi o vlasništvu, izvještaji o promjenama na računu za određeni period vremena i spiskovi akcionara preduzeća na zahtjev vlasnika hartija od vrijednosti koji ima pravo da dobije uvid u spisak.

Koristi od postojanja registra za emitente i akcionare su višestruke:

- u Centralnom registru radi osposobljen kadar, čiji je jedini posao da vodi registar u skladu sa zakonskim propisima i koji konstantno usavršava svoja znanja i aktivnosti. Privredno društvo, čije hartije su registrovane kod Centralnog registra, ne mora samo da zapošljava i plaća pravnike i informatičko osoblje za obavljanje ovog posla;

- Centralni registar i CDA u cjelini radi pod strogom zaštitom protiv moguće zloupotrebe povjerljivih podataka, što omogućava preduzeću da obezbijedi povjerljivost podataka;
- koriste se kompjuterski softver i oprema koja je testirana, instalirana i vođena od strane stručnih lica iz ove oblasti;
- akcije kompanija su dematerijalizovane i manje podložne mogućem gubitku;
- Centralni registar kreira i vodi zvaničnu evidenciju akcija kompanije, i u stanju je da kreira niz standardnih i nestandardnih izvještaja na zahtjev emitenta;
- Centralni registar, pored korporativnih aktivnosti koje već obavlja, može pomagati preduzećima u ostvarivanju mnogih drugih korporativnih aktivnosti kao što su: priprema skupštine akcionara, priprema i sprovođenje glasanja putem punomoćja, distribucija dividendi i dr.

S obzirom na to da međunarodna praksa i svjetski standardi na tržištima kapitala podrazumijevaju postojanje registra, formiranje Centralnog registra je od posebnog značaja i za Republiku Crnu Goru. Razlog tome je što kvalitetan registar hartija od vrijednosti predstavlja jedan od važnih preduslova za privlačenje investitora, domaćih, a naročito inostranih. Svi investitori žele da budu sigurni da će im, nakon ulaganja, biti garantovana vlasnička prava nad akcijama, da će njihovi računi biti vođeni pravilno i u skladu sa odgovarajućim zakonom.

Postojanje registra omogućava da berzanska trgovina u Crnoj Gori funkcioniše sigurnije i efikasnije, jer su sve akcije registrovane na jednom mjestu. Registar je direktno povezan sa berzama i drugim licenciranim učesnicima tržišta kapitala, tako da se trgovine hartijama od vrijednosti obavljaju bezbjedno i pravovremeno.

Konačno, Centralni registar automatski povećava efikasnost procesiranja i povjerljivost, dok s druge strane smanjuje rizike i troškove prenosa vlasništva.

#### ***5.2.2.2. Depozitarij za kliring i saldiranje***

Depozitarij za kliring i saldiranje je drugi organizacioni dio CDA. U Depozitariju se obavlja kliring i saldiranje tržišnih transakcija. Kliring se definiše kao postupak pripremanja transakcije za saldiranje (naplatu). Proces kliringa podrazumijeva izvještaje o trgovini, ispravke trgovine, poništenje trgovine i određivanje konačnih obaveza za saldiranje (naplatu).

Saldiranje je „zamjena hartija od vrijednosti za novčana sredstva, shodno pravima i obavezama iz sklopljene transakcije, pravilima koja se odnose na saldiranje i uputstvima”<sup>46</sup>.

Ključni principi funkcionisanja kliringa i saldiranja su:

- „delivery vs. payment”, isporuka – plaćanje; hartije od vrijednosti se prenose na račun kupca istovremeno kada se novac prenosi na račun prodavca;

---

<sup>46</sup> Pravila Centralne depozitarne agencije, „Sl. list RCG”, br. 28/01.

- „trade for trade” saldiranje - svaka trgovina se saldira pojedinačno;
- „T+3” ciklus saldiranja - trgovine se u ciklusima saldiraju treći dan nakon obavljene transakcije na berzi.

Pored usluge kliringa i saldiranja berzanskih trgovina, u Depozitariju se otvaraju, čuvaju i održavaju računi brokera i podračuni njihovih klijenata, odnosno vlasnika hartija od vrijednosti koji već imaju svoje račune u registru. Na zahtjev brokera, uz priložen ugovor koji je zaključen između brokera i njegovog klijenta, vrši se prijenos hartija od vrijednosti iz registra u depozitarij (tj. transfer „to street name”), prijenos hartija na registarski račun (transfer „from street name”) i transferi između podračuna u depozitariju.

Treba napomenuti da pristup registru imaju samo zaposleni u Registru. Uvid u depozitarij je internet vezom dozvoljen brokerima. Na taj način je brokerima omogućen uvid u podračune klijenata i broj akcija koje su predmet kupoprodajnog ugovora između klijenata i brokera.

### 5.2.3. Registri i depozitarne institucije u svijetu

Centralna depozitarna agencija Crne Gore je koncipirana po uzoru na slične institucije u svijetu, prije svega po uzoru na američki model. Zbog specifičnosti crnogorskog tržišta kapitala (malo tržište, nerazvijeno), Agencija je osnovana pod okriljem države. Centralna banka Crne Gore i republičko Ministarstvo finansija su prilikom osnivanja CDA bili većinski akcionari, ali već tada je dat prijedlog da se Agencija u roku od tri godine u potpunosti privatizuje. Privatizacija je i izvršena tokom 2006. godine, tako da su sada najveći akcionari Centralna banka Crne Gore i jedan investicioni fond iz Hrvatske. Pošto je jedina institucija tržišta kapitala koja se bavi poslovima registriranja akcionara, kliringa i saldiranja, dobila je ime Centralna depozitarna agencija.

U svijetu agencije ovog tipa obično nijesu centralizovane, što znači da u jednoj zemlji može da ih ima više. Na teritoriji Evropske unije postoje dvije vodeće institucije koje obavljaju poslove registracije i saldiranja hartija od vrijednosti. To su: Euroclear grupa i Clearstream.

#### **Box br. 5.2 - Euroclear – svjetski sistem za saldiranje**

Euroclear<sup>47</sup> je glavni svjetski sistem za saldiranje i obuhvata kako domaće tako i međunarodne transakcije akcija, obveznica i akcija investicionih fondova. Euroclear pruža svoje usluge važnim finansijskim institucijama u preko 80 zemalja. Pored uloge vodeće međunarodne institucije za saldiranje (International Central Securities Depository - ICSD), Euroclear grupa takođe obavlja

---

<sup>47</sup> Vidjeti internet stranicu [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)

poslove registracije hartija od vrijednosti za četiri evropska tržišta, preko odgovarajućih tijela koja su dio Euroclear grupe, a to su:

- Euroclear France – registar za francusko tržište,
- Euroclear Netherlands – registar za holandsko tržište,
- CRESTCo – registar za tržište Velike Britanije i Irske.

Uskoro će se ovoj grupi priključiti i Belgija. Entiteti koji su dio Euroclear grupe obezbjeđuju usluge čuvanja i saldiranja hartija od vrijednosti na lokalnim tržištima, a u skladu sa lokalnom praksom i regulativom.

Međunarodni depozitarij za kliring i sadiranje (ICSD) ili Euroclear banka, nudi direktan pristup uslugama depozitarija na preko 25 tržišta akcija i preko 30 tržišta obveznica širom svijeta.

Euroclear namjerava da restrukturira Euroclear grupu radi maksimiziranja zaštite klijenata od sistematskog rizika, unaprijeđenja transparentnosti i alokacije troškova i povećanja fleksibilnosti korporativne strukture zbog budućih udruživanja ili spajanja. Ta nova kompanija bi se zvala Euroclear SA/NV i posjedovala bi i obavljala posao preko jedinstvenog operatora za saldiranje (Single Settlement Engine). Takođe je predloženo da Međunarodni depozitarij (ICSD) i svi lokalni Registri (CSD – CRSTCo, Euroclear France i Euroclear Netherlands) postanu sestrinske firme Euroclear SA/NV.

Clearstream<sup>48</sup> je sastavni dio Deutsche Borse grupe i nudi usluge čuvanja hartija od vrijednosti, kliringa i saldiranja akcija i obveznica kojima se trguje na njemačkom, luksemburškom i na međunarodnim tržištima. Clearstream je povezan sa 39 lokalnih tržišta, obezbjeđujući pravovremen i siguran transfer vlasništva nad hartijama i novcem. Obavlja saldiranje za preko 500.000 transakcija dnevno. Između 14. i 17. novembra 2003. godine, Clearstream je implementirao novi njemački model za saldiranje koji će obezbijediti stabilni, viši nivo likvidnosti njemačkog tržišta.

Osnovni razvojni trend u Evropi je integracija evropskih tržišta kapitala. Integracija omogućava učesnicima u transakcijama hartijama od vrijednosti, da plate istu cijenu za proizvod ili uslugu bez obzira na mjesto trgovine i saldiranja. Niži troškovi i efikasnost poslovanja su osnovni motivi integracija, dok se kao kočnice ovog procesa vide sukobi interesa, nacionalni ponos i potreba za potpuno novom regulativom.

#### 5.2.4. Zaključak i prijedlozi

Bez obzira na dostignut stepen privatizacije u Crnoj Gori, na relativno loše performanse tranzicione privrede i nizak obim prometa hartijama od vrijednosti, Centralna depozitarna agencija je u osnovi opravdala svoje postojanje. To potvrđuju sljedeće činjenice:

<sup>48</sup> Vidjeti internet stranicu [www.clearstream.com](http://www.clearstream.com)

- kontinuitet aktivnosti koje obavlja ova institucija;
- raznovrsnost tržišnog materijala koje obrađuje (obične akcije, preferencijalne akcije, obveznice stare devizne štednje, obveznice restitucije, opštinske obveznice);
- raznovrsnost aktivnosti (izdavanje izvještaja, transferi po raznim osnovama, korporativne aktivnosti);
- centralizovan sistem, koji ujedno obavlja kliring i saldiranje, pokazao se kao dobro rešenje (odgovara malom tržištu HOV Crne Gore);
- pružanje usluga velikom broju klijenata i građana;
- pozitivan finansijski rezultat.

U budućem periodu potrebno je razmotriti mogućnost za smanjenje troškova saldiranja i drugih troškova CDA, u cilju povećanja konkurentnosti domaćeg tržišta kapitala za domaće i strane investitore. Troškovi CDA jedan su u nizu troškova koje investitor treba da plati da bi realizovao svoju transakciju (ostali troškovi obuhvataju troškove brokera, berze, Komisije za HOV, banke – trošak platnog prometa prilikom plaćanja po investiciji). Centralna depozitarna agencija već je izvršila jednokratno smanjenje cijena svojih usluga, koje je, iako prilikom uvođenja najavljeno kao privremeno, ipak dobilo trajan karakter. Razlog tome bilo je uglavnom povećanje obima transakcija na crnogorskim berzama, kao i vanberzanskih poslova, koje je kompenzovalo smanjenje cijena usluga CDA, i time obezbijedilo prihode neophodne za normalno funkcionisanje CDA. Pošto je Ministarstvo finansija donijelo odluku o ukidanju poreza na prihode od investiranja i na kapitalnu dobit, da bi, kako je objašnjeno – podstaklo razvoj tržišta kapitala i „dalo podsticaj malim investitorima“, i od CDA, kao i ostalih učesnika realno je za očekivati da sniženjem cijena svojih usluga daju podršku razvoju ovog tržišta. Činjenica je, međutim, da privatni vlasnici, kojima CDA sada pripada, imaju veću sklonost ka profitu, nego ka obezbjeđivanju podrške razvoju tržišta, putem smanjenja svojih prihoda. U tom smislu, inicijativa za smanjenje troškova CDA treba da dođe od Komisije za HOV.

Osim smanjenja troškova, u skorijoj budućnosti neophodno je izvršiti modernizaciju opreme i unaprijediti postojeći softver, upravo iz razloga što narasli broj transakcija na berzama zahtijeva kvalitetnu i brzu softversku podršku, koju postojeća oprema i softver CDA ne mogu da pruže. Jedan od pokazatelja neadekvatnosti postojećeg softvera je npr. to što ne postoji mogućnost interaktivnog pristupanja sistemu po najnovijim standardima i tehnologijama, odnosno ne postoji direktna veza između informacionog sistema brokerskih kuća i berzi, s jedne strane i informacionog sistema CDA, s druge strane. Dalje, sistem nema mogućnost direktne i automatske verifikacije ugovora između brokera i klijenta, kao ni otvaranja depo računa za klijenta u depozitariju, već se to radi ručno, pri čemu korisnici, odnosno brokeri nemaju nikakvu notifikaciju da li su ti računi otvoreni ili ne. Ručno otvaranje brojeva računa prati mogućnost velikih manipulacija koje su teško dokazive. Nadalje, sistem nema potrebnu integrabilnost – mogućnost povazivanja brokerskih i berzanskih softvera sa informacionom sistemom CDA praktično ne postoji. Takođe, brokeri nemaju mogućnost dobijanja informacija u elektronskom formatu o izvršenom saldiranju. Ove probleme neophodno je što prije otkloniti, da bi se obezbijedili kvalitetniji uslovi za razvoj tržišta hartija od vrijednosti u Republici.



Osim toga, u budućnosti je neophodno primijeniti tzv. ugovorno saldiranje (forma saldiranja po kojoj CDA postaje druga strana, za prodavca i za kupca, u svim transakcijama; znači da na dan saldiranja CDA prihvata sve obaveze saldiranja druge strane u transakciji).

Potrebno je uvesti i Neting, koji podrazumijeva obračun konačnih obaveza klijenata kroz kompezaciju sa njihovim suprotnim obavezama prema drugim klijentima (na ovaj način se postižu manji transakcioni troškovi i proces saldiranja je mnogo brži nego kada se svaka transakcija saldira pojedinačno). Nadalje, neophodno je obezbijediti skraćenje vremena saldiranja sa T+3 na T+0.

Svi navedeni prijedlozi preduslovi su koje je neophodno ispuniti da bi CDA bila u stanju da pruži puni doprinos povezivanju sa tržištima u okruženju i širim integracijama.



## **6. UČESNICI NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI**



## 6.1. Ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti - brokeri i dileri

U ovlašćene učesnike na finansijskom tržištu, shodno Zakonu o hartijama od vrijednosti<sup>49</sup> (Zakon o HOV), ubrajaju se brokerski i dilerski posrednici, investicioni savjetnici, kao i društva koja se bave poslovima preuzimanja emisija hartija od vrijednosti. Kako su od ovlašćenih učesnika na finansijskom tržištu najbrojniji brokerski i dilerski posrednici, to se najveći dio analize ovlašćenih tržišnih posrednika odnosi upravo na brokerska i dilerska društva.

### 6.1.1. Brokerski i dilerski posrednici na finansijskom tržištu

Brokerska i dilerska društva su pravna lica koja obavljaju brokerske, tj. dilerske poslove, precizno definisane Zakonom o HOV. Shodno ovom Zakonu, brokerska i dilerska društva nazivaju se ovlašćenim učesnicima na finansijskom tržištu.

Prva brokerska i dilerska društva u Crnoj Gori osnovana su 1995. godine, ubrzo nakon početka sa radom prve berze u Crnoj Gori – Montenegroberze a.d. Podgorica. Ovi finansijski posrednici u to vrijeme dozvolu za rad dobijali su od Savezne komisije za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište (savezna komisija na nivou tadašnjeg Saveza država – SRJ). Nakon usvajanja i stupanja na snagu crnogorskog Zakona o hartijama od vrijednosti 2000. godine, svi ovlašćeni učesnici su morali dobiti dozvolu za rad od Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore (Komisija za HOV), koja je takođe ustanovljena ovim Zakonom. Tako su četiri brokerska društva i jedno dilersko društvo dobili nove dozvole za rad 14.12.2000. godine<sup>50</sup>. Do kraja 2006. godine u Crnoj Gori je poslovalo četrnaest brokerskih, i dva brokersko-dilerska društvo. Broj brokerskih i dilerskih kuća značajno je porastao 2005. i 2006. godine, vođen rastom tražnje na crnogorskim berzama.

Rast crnogorskog tržišta kapitala započeo je 2000.-te godine, ali se naročito intenzivirao nakon 2002. godine kad je sprovedena Masovna vaučerska privatizacija. Tako je vrijednost prometa hartija od vrijednosti u 2006. godini bila 766% veća u odnosu na promet 2002. godine, a indeksi MOSTE i NEX 20 su krajem 2006. godine bili za 818,883%, odnosno za 1.705,089% veći u odnosu na njihove vrijednosti od dana uvođenja (index NEX 20 formiran je 2003, a index MOSTE 2004. godine). Rast tražnje i prometa na crnogorskim berzama bio je naročito podstaknut realizovanjem

---

<sup>49</sup> "Sl. list RCG", br. 59/00, 10/01, 43/05 i 28/06

<sup>50</sup> Krajem 2001. godine dozvolu za rad dobila je još jedna berza hartija od vrijednosti, Nex Montenegro berza.

procesa privatizacije nekoliko većih privrednih društava, odnosno prilivom stranih investicija po ovom, kao i po osnovu greenfield investicija, naročito u nekretnine. Iz ovih sredstava, domaći rezidenti, do juče vlasnici akcija privatizovanih privrednih društava, ili vlasnici nekretnina, vršili su investiranje na domaćem tržištu kapitala.

Imajući u vidu veličinu crnogorskog tržišta hartija od vrijednosti, moglo bi se smatrati da je ovaj broj brokerskih i dilerskih posrednika prevelik, međutim činjenica je da su to profitne organizacije, koje očigledno uspijevaju da nađu profitni interes, jer bi u protivnom došlo do gašenja nekog od njih ili njihovog spajanja. Čini se da brokerski posao postaje upravo sve unosniji sa realizovanjem privatizacija velikih preduzeća, što je djelimično i uslovalo osnivanje novih ovlašćenih učesnika tokom 2005. i 2006. godine, a ima i najava osnivanja novih brokerskih i dilerskih posrednika. Sva brokerska i dilerska društva do sada su bila članovi obje crnogorske berze, što je preduslov za pružanje kvalitetnih usluga njihovim klijentima – investitorima i prodavcima hartija od vrijednosti na tržištu kapitala.

*Tabela br. 6.1 - Tržišna pozicija brokerskih i dilerskih društava, u periodu 01.01-28.02.2006. godine – posljednji podaci sa zvaničnog sajta Komisije za HOV, raspoloživi u januaru 2007. godine (rangiranje je izvršeno prema prosječnom učešću u ukupnom prometu hartijama od vrijednosti)*

Pozicija	Naziv brokerskog ili dilerskog društva*	Učešće u ukupnom prometu, u %	Učešće u broju transakcija, u %
1	CG broker	27,9	17,2
2	Monte Adria broker-diler	21,9	18,4
3	Holder broker	19,9	23,2
4	Monte broker	6,5	4,8
5	Podgorički broker	4,8	1,4
6	MB broker	3,9	6,2
7	Onyx broker	3,8	6,2
8	Euro broker	2,9	1,2
9	Market broker	2,6	8,1
10	3M broker	2,4	5,4
11	NK broker	2,1	5,4
12	VIP broker	1,5	2,4

*Izvor: www.scmn.cg.yu, zvanični internet sajt Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore  
\* Do kraja 2006. godine još četiri društva su dobila dozvolu za rad od Komisije za HOV.*

Ako posmatramo tržišnu poziciju brokerskih i dilerskih društava koja posluju u Crnoj Gori, može se reći da je ona u značajnoj mjeri koncentrisana. Tako se 27,9% se odnosilo na jednu, dok se na tri

brokersko-dilerske kuće odnosi 69,7% ukupnog prometa realizovanog preko ove vrste finansijskih posrednika, dok na preostalim devet berzanskih posrednika otpada 31,3% (u 2004. godini koncentracija učešća bila je veća, tako da se na jedno brokersko-dilersko društvo odnosilo 46%).

Bez obzira na sve veći broj brokerskih i dilerskih ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti u Crnoj Gori, činjenica je da u posljednje tri godine nije došlo do smanjenja njihovih naknada za posredovanje, koje uključuju i naknade koje se plaćaju berzama, odnosno CDA. Tako su posredničke marže koje brokeri i dileri naplaćuju prodavcima hartija od vrijednosti iznosile 13 eura, odnosno 10 eura koje se naplaćuju kupcu hartija od vrijednosti, za transakcije vrijednosti do 2.500 eura (od čega se 1 euro odnosi na maržu koju ovlašćeni posrednik plaća berzi preko koje realizuje transakciju, a 1,17 eura na naknadu CDA za saldiranje). To znači na berzanskim posrednicima, po plaćanju naknada berzi, odnosno CDA, po jednoj transakciji preostaje 10,83 eura kod prodajnih naloga, odnosno 7,83 eura kod kupovnih naloga. Za transakcije vrijednosti preko 2.500 eura marža iznosi 0,5% od vrijednosti transakcije (od čega ovlašćeni posrednik plaća berzi preko koje realizuje transakciju 0,08%, a CDA 0,04% od vrijednosti transakcije). Jedino kod transakcija čija vrijednost se mjeri milionskim iznosima u eurima, kupac je u poziciji da pregovara sa ovlašćenim posrednicima i da obezbijedi konkurentan iznos marže.

Smanjenje posredničkih marži kao rezultat povećanja konkurencije, predstavljalo bi doprinos ukupnom smanjenju troškova trgovanja na crnogorskom tržištu kapitala. Imajući u vidu da je crnogorsko tržište hartija od vrijednosti za sada i dalje malo, pozitivne efekte od povećanja konkurencije moguće je očekivati najviše ukoliko se u trgovanje na crnogorskim berzama uključe i brokerska i dilerska društva izvan Crne Gore.

### **6.1.2. Zakonski preduslovi za poslovanje ovlašćenih posrednika na finansijskom tržištu**

Shodno Zakonu o HOV, poslovima sa hartijama od vrijednosti, specificiranim u Zakonu, mogu se baviti samo ovlašćeni učesnici. Ovlašćeni učesnici moraju da budu osnovani kao akcionarska društva sa sjedištem u Republici Crnoj Gori i mogu se baviti jedino poslovima vezanim za hartije od vrijednosti, u skladu sa dozvolom koja im je data (investicioni savjetnici mogu biti osnovani i kao društva sa ograničenom odgovornošću, odnosno te poslove mogu obavljati i fizička lica).

Poslovi sa hartijama od vrijednosti, koje obavljaju ovlašćeni učesnici, u smislu Zakona o hartijama od vrijednosti, su:

- 1) posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenta (u svoje ime, a za tuđi račun) uz naplatu provizije (brokerski poslovi);
- 2) trgovina hartijama od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cijeni (dilerski poslovi);

- 3) upravljanje portfoliom hartija od vrijednosti koje pripadaju drugom licu (poslovi investicionog menadžera);
- 4) preuzimanje cijele nove emisije hartija od vrijednosti u cilju dalje prodaje u korist emitenta ili garantovanje emitentu da će neprodati dio preuzete emisije biti kupljen od strane preuzimaoca (poslovi preuzimanja emisije ili tzv. "underwriting");
- 5) davanje investitoru ili potencijalnom investitoru savjeta o prednostima kupovine, prodaje, upisa ili preuzimanja hartija od vrijednosti (poslovi investicionog savjetnika); i
- 6) drugi poslovi za koje Komisija za HOV odredi da predstavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti.

Osnovni preduslov za dobijanje dozvole za rad jeste da potencijalni ovlašćeni učesnik, ovisno o tipu učesnika, mora da obezbijedi novčani dio osnovnog kapitala u sljedećim iznosima:

- 1) za investicionog savjetnika 10.000 eura;
- 2) za brokera 20.000 eura;
- 3) za dilera ili investicionog menadžera 125.000 eura, i
- 4) za poslove preuzimanja emisije 250.000 eura.

Ovlašćeni učesnik može da bude pravno i fizičko lice, a da bi moglo da obavlja poslove ovlašćenog učesnika, neophodno je da dobije dozvolu za rad od Komisije za HOV. Dozvolu za rad brokera i dilera može dobiti pravno lice koje ima najmanje dva stalno zaposlena lica koja su osposobljena za obavljanje poslova brokera, odnosno dilera, u skladu sa pravilima Komisije za HOV. Slično tome, dozvolu za rad investicionog menadžera može dobiti pravno lice koje ima najmanje dva stalno zaposlena lica koja su osposobljena za obavljanje poslova investicionog menadžera u skladu sa pravilima Komisije za HOV. Poslove brokera, dilera i investicionog menadžera mogu obavljati samo lica koja za obavljanje tih poslova imaju stečena odgovarajuća znanja, u skladu sa bližim uslovima koje određuje Komisija za HOV. U slučaju da se poslovima ovlašćenog učesnika želi baviti i neka banka, Komisija joj može dati dozvolu za rad sa hartijama od vrijednosti samo ukoliko ima obezbijedenu dozvolu Centralne banke Crne Gore i posebni organizacioni dio koji se bavi isključivo poslovima vezanim za hartije od vrijednosti. Do sada u Crnoj Gori takav slučaj nije zabilježen, premda ima najava za skorim početkom poslovanja sa hartijama od vrijednosti.

Izmjene i dopune Zakona o HOV, kao još jednu od novina donijele su i zakonski tretman osnivanja filijala ovlašćenih učesnika u inostranstvu, odnosno osnivanje filijala stranih pravnih lica koja obavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti u Republici.

Tako ovlašćeni učesnik u inostranstvu može osnovati filijalu radi obavljanja poslova sa hartijama od vrijednosti za koje je dobio dozvolu od Komisije za HOV, a saglasno propisima zemlje u kojoj tu djelatnost namjerava obavljati. Ovlašćeni učesnik je dužan, prije osnivanja filijale u inostranstvu, da o namjeri osnivanja obavijesti Komisiju za HOV. Ovlašćeni učesnik je dužan, takođe, da Komisiji za HOV dostavi kopiju dozvole za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti i izvoda iz registra u koji je filijala upisana, izdatih od nadležnog organa države u kojoj je osnovana filijala. Takođe, ovlašćeni učesnik je dužan da Komisiji za HOV dostavi i spisak lica, ovlašćenih da u po-



slovanju filijale zastupaju ovlašćenog učesnika, kao i spisak lica koja u filijali obavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti.

S druge strane, strana pravna lica, koja su od nadležnih stranih organa ovlašćena za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti, mogu u Republici, u skladu sa propisima, osnovati filijalu za obavljanje poslova ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti i kastodi poslova, na osnovu dozvole koju izdaje Komisija za HOV. Na ove filijale primjenjuju se odredbe Zakona o HOV koje se odnose na ovlašćene učesnike, kao i odredbe Zakona o privrednim društvima, koje se odnose na djelove stranih društava. Komisija za HOV utvrđuje bliže uslove za dobijanje dozvola za rad filijala stranih pravnih lica koje obavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti u Republici.

Davanje zakonske mogućnosti domaćim ovlašćenim učesnicima na finansijskom tržištu da osnivaju filijale u inostranstvu, odnosno inostranim ovlašćenim učesnicima na finansijskom tržištu da osnivaju filijale u Crnoj Gori, jedna je od značajnijih promjena koje su donijele izmjene i dopune Zakona o hartijama od vrijednosti. Ne samo da ona korespondira sa najboljom međunarodnom praksom, već bi trebala donijeti kvalitativne pomake nabolje i domaćim ovlašćenim učesnicima na finansijskom tržištu, ali i svima onima koji trguju na crnogorskom finansijskom tržištu, kako domaćim, tako i stranim investitorima. Domaćim investitorima, u odsustvu atraktivnih investicija na crnogorskim berzama, omogućeno je da preko domaćih ovlašćenih učesnika na finansijskom tržištu investiraju u inostranstvu, što je, s obzirom na nizak nivo znanja većine domaćih investitora, izuzetno važno. Takvi investitori teško bi se odlučili da investiraju u inostranstvu, obraćajući se direktno inostranim ovlašćenim učesnicima na stranom finansijskom tržištu. S druge strane, omogućavanjem stranim ovlašćenim učesnicima na finansijskom tržištu da osnivaju filijale u Crnoj Gori, preko kojih njihovi investitori mogu da trguju u Crnoj Gori, omogućen je lakši pristup stranim investitorima, jer su i oni spremniji da posluju preko njima poznatih brokera. Na ovaj način, za očekivati je i da se pospješi trgovina u regionu.

### **6.1.3. Problemi i ograničenja u poslovanju ovlašćenih učesnika na finansijskom tržištu**

Brokerska i dilerska društva u svojem dosadašnjem poslovanju nesumnjivo su se rukovodila nastojanjem da ostvare što veću dobit, ali su takođe izvršila posredan uticaj na rast i razvoj tržišta kapitala u tranzicionoj ekonomiji Crne Gore. Njihov značaj ne sastoji se primarno u operativnoj podršci tržišnim učesnicima u olakšanju trgovanja. Njihov značaj treba prije svega sagledavati kroz edukaciju učesnika na tržištu kapitala o njegovima institucijama i instrumentima, obzirom na to kakvu novinu tržište kapitala predstavlja za ekonomiju Crne Gore. Pored toga, berzanski i dilerski posrednici izvršili su uticaj na građenje povjerenja u tržište kapitala i njegovo skladno funkcionisanje, što je proces koji će i dalje trajati. Treba pomenuti i to, da su zabilježeni i slučajevi nezadovoljstva investitora uslugama brokerskih i dilerskih posrednika. To nezadovoljstvo je ponekad bilo posljedica nerazumijevanja procesa trgovanja od strane nedovoljno edukovanih, naročito

„sitnih“ investitora. Brokerima i dilerima je tako bivalo teško da objasne zašto su neku hartiju prodali jeftinije od cijene koju je ona postigla, npr. do kraja dana trgovanja (bez obzira što su je prodali po cijeni koja je sa klijentom-prodavcem i dogovorena). Pri tome, činjenica je i to da je ponekad i bilo zloupotreba od strane brokerskih, odnosno dilerskih posrednika, koji su prvo savjetovali svoje klijente da prodaju po nižoj cijeni od tržišne, a onda sami kupovali te hartije, za sebe ili za nekog drugog, pa ih kasnije preprodavali po većoj cijeni. Razlozi za nezadovoljstvo klijenata su ponekad bili i postupanje brokera i dilera suprotno nalogima klijenata, tako da su umjesto da prodaju, brokeri, odnosno dileri vršili kupovinu tražene hartije od vrijednosti i slično. Ipak, činjenica je da su se i investitori vremenom naučili da u uslovima postojanja velikog broja brokerskih i dilerskih posrednika, ukoliko su nezadovoljni uslugom jednog, mogu da potraže usluge drugih ovlašćenih posrednika na finansijskom tržištu.

Jedan od većih problema brokerskih i dilerskih posrednika na finansijskom tržištu jeste i loša povezanost sa sistemom CDA, odnosno činjenica da ne postoji mogućnost interaktivnog pristupanja sistemu CDA po najnovijim standardima i tehnologijama, koje brokerska i dilerska društva već koriste u svojem poslovanju. Ovo je važno jer ne postoji direktna veza između informacionog sistema brokerskih kuća i berzi, s jedne strane i informacionog sistema CDA, s druge strane, pa se podaci iz CDA o saldiranim transakcijama dostavljaju u štampanom formatu, ili u elektronskom formatu koji ne omogućava import podataka. Drugim riječima, to znači da se informacija koja se dobije od CDA, u svakom slučaju mora prepisivati u elektronski format koji omogućavaju softveri koje koriste brokerski i dilerski posrednici. Prepisivanje, za razliku od direktnog importa podataka, usporava rad ovih posrednika, naročito u uslovima narastajućeg trgovanja.

Nadalje, softverski sistem CDA nema mogućnost direktne i automatske verifikacije ugovora između brokera i klijenta, kao ni otvaranja depa računa za klijenta u depozitariju, već se to radi ručno, pri čemu korisnici, odnosno brokeri nemaju nikakvu notifikaciju da li su ti računi otvoreni ili ne (računi se u CDA ručno otvaraju, a mora se i ručno provjeravati da li je račun otvoren ili ne). Ukoliko je račun otvoren, broker mora posebno da transferuje potreban broj akcija na otvoreni račun. Ručno otvaranje brojeva računa prati mogućnost velikih manipulacija koje su nedokazive. Broker jedini ima račun u depou, a klijent ima račun u registru. Kad se provjeri da li klijent ima te akcije, broker ponovo mora da se „kači“ na sistem (pri čemu ne raspolaže listingom klijenata), i da prebaci te akcije na svoj depo račun, odnosno u okviru njega na podračun klijenta. Ako se ta operacija ne realizuje u roku od 2 minuta, sistem CDA „odloguje“, odnosno otkaçi brokera i on mora ponovo da se „kači“ na sistem CDA, što značajno usporava i otežava posao brokerskih i dilerskih posrednika. Na koncu, brokerski i dilerski posrednici nemaju mogućnost dobijanja informacija u elektronskom formatu o izvršenom saldiranju. Takođe, brokeri ne mogu da dobiju retroaktivno izvještaj o svojim poništenim poslovima – to mogu da vide samo na dan kad je bila transakcija, jer već sutra im CDA daje listing svih poništenih poslova, od početka rada CDA, da u njemu pronađu svoj poništani posao. S druge strane, berza ima obavezu da objavljuje i da svim brokerima pošalje izvještaj o realizovanim transakcijama, tako bi bilo logično i da CDA pošalje svim brokerima izvještaje o njihovim poništenim transakcijama.

U tom smislu, osavremenjavanje softvera CDA, koje bi otklonilo navedene probleme u radu brokera i dilera, ali na način da istovremeno obezbijedi visok nivo zaštite tog softvera od upadanja u podatke CDA, predstavlja jedan od najvažnijih preduslova za kvalitetnije poslovanje brokerskih i dilerskih posrednika na finansijskom tržištu Crne Gore.

Na buduću poziciju brokersko-dilerskih posrednika u Crnoj Gori mogle bi se nepovoljno odraziti eventualne buduće promjene Zakona o HOV, koje bi omogućile van-berzansku trgovinu. U tom smislu, nepovoljan uticaj na položaj brokerskih i dilerskih društava već je izvršilo omogućavanje trgovanja blokom hartija od vrijednosti i preuzimanje akcionarskih društava. Nakon donošenja Zakona o preuzimanju, ti poslovi se više ne obavljaju preko berzi, odnosno preko ovlašćenih učesnika, pa oni od ovih poslova ne mogu da ostvare zaradu, što srećom, nije slučaj i sa blokovskim poslovima. Kako van-berzanska trgovina isključuje potrebu za posredovanjem brokerskih i dilerskih posrednika u trgovini, to bi njeno aktuelizovanje moglo imati negativan uticaj na poslovne rezultate ovih finansijskih posrednika. Pored toga, postprivatizacioni period u Republici, od 2008. godine na dalje, mogao bi rezultirati smanjenjem prometa na berzama i uticati na opstanak manjih brokerskih kuća. Ukoliko u međuvremenu dođe do kreiranja hartija od vrijednosti, do sada nepostojećih na domaćem finansijskom tržištu, ono bi moglo amortizovati negativne efekte eventualne vanberzanske trgovine i smanjenja transakcija u postprivatizacionom periodu. Osim toga, ovlašćeni posrednici na finansijskom tržištu u Crnoj Gori imaju mogućnost da ostvaruju prihode i trgovanjem za njihove klijenta i na inostranim tržištima.

Uloga brokerskih i dilerskih društava, uz očekivano uvođenje novih servisa u njihovo poslovanje, i tokom narednih godina biće od izuzetnog značaja za efikasnost tržišta kapitala u Crnoj Gori.

## 6.2. Institucionalni investitori

### 6.2.1. Investicioni fondovi u Crnoj Gori

U Crnoj Gori je mogućnost za osnivanje investicionih fondova stvorena 2004. godine donošenjem Zakona o investicionim fondovima<sup>51</sup> (Zakon o IF) i prateće regulative rada ovih finansijskih institucija. Sam pojam ukрупnjavanja «sitnog» kapitala, čime se fondovi kao finansijski posrednici u suštini bave, u Crnu Goru uveden je u procesu Masovne vaučerske privatizacije (MVP). Kao sastavni dio tog procesa osnovani su privatizacioni investicioni fondovi (PF). Njihov način prikupljanja sredstava za poslovanje, rada, kao i ciljevi investiranja, u izvesnoj mjeri razlikovali su se od pravih investicionih fondova. Međutim, privatizacioni fondovi uveli su na crnogorsko finansijsko tržište ideju ukрупnjavanja sitnog kaitala i investiranja na bazi raspodjele ili diverzifinacije rizika, sa ciljem sticanja profita.

---

<sup>51</sup> "Sl. list RCG", br. 49/04.

### 6.2.1.1. Privatizacioni investicioni fondovi u Crnoj Gori

Jedna od glavnih karakteristika modela MVP<sup>52</sup> je masovno učešće najšire populacije i velika disperzija vlasništva u privatizovanim preduzećima. U periodima sprovođenja MVP, u većini zemalja, bilo je karakteristično da veliki broj malih akcionara, koji su to upravo postali u procesu MVP, nije posjedovao neophodna znanja za efikasno nadgledanje upravljanja preduzećem čije akcije je dobio u posjed. Rješenje ovih problema, u zemljama u kojima je sproveden proces MVP, pronađeno je u formiranju posebnog oblika finansijskih posrednika, privatizacionih investicionih fondova. Oni su formirani sa ciljem ubrzanja procesa privatizacije, a uz to su imali aktivnu ulogu u razvoju finansijskih institucija i tržišta kapitala. Privatizacionim fondovima upravljala su specijalizovana privatna menadžment preduzeća (SPMP).

Osnivanje i poslovanje SPMP i PF bilo je regulisano Uredbom o privatizacionim fondovima i specijalizovanim privatnim menadžment preduzećima („Sl. list RCG”, br. 8/99, 18/00, 49/01 i 01/02), kao i pravilima<sup>53</sup>. Dozvolu za rad SPMP izdavao je Savjet za privatizaciju, u skladu sa Zakonom o privatizaciji privrede<sup>54</sup> i Uredbom. Nadležnost nad izradom i primjenom regulative, kao u vezi nadzora poslovanja privatizacionih fondova, imala je Komisija za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore (Komisija za HOV).

#### **Osnivanje i organi privatizacionih fondova**

Tokom sprovođenja MVP, u skladu sa Uredbom, osnovano je šest PF, koji su formirani kao fondovi zatvorenog tipa. Proces osnivanja PF podrazumijevao je zamjenu vaučera u vlasništvu građana za investicione jedinice privatizacionih fondova. Prikupljene vaučere, privatizacioni fondovi su «ulagali», ili preciznije - razmjenjivali za akcije preduzeća koja su bila predviđena za privatizaciju u procesu MVP. Od PF se očekivalo da ostvare aktivnu ulogu u korporativnom upravljanju privatizovanim privrednim društvima u Crnoj Gori. Međutim, sami PF su imali problema sa efikasnošću u upravljanju zbog široko disperzirane vlasničke strukture.

---

<sup>52</sup> U proseku MVP učestvovalo je oko 430.000 građana Crne Gore, od kojih je 248.000 građana (ili oko 58% od ukupnog broja vaučera) svoje vaučere uložilo u privatizacione fondove. Od 430 hiljada građana, koji su imali pravo na vaučere, oko 10% to pravo nije iskoristilo.

<sup>53</sup> Pravila o izdavanju “investicionih jedinica” privatizacionih fondova; Pravila o načinu sazivanja i održavanja prvog sastanka vlasnika “investicionih jedinica” privatizacionih fondova; Pravila o transformaciji privatizacionih fondova u akcionarska društva; Pravila o nadzornom odboru privatizacionog fonda; Pravila o uslovima i postupku razmjene akcija iz portfelja privatizacionih fondova; Pravila o držanju novčanih sredstava privatizacionih fondova; Pravila o nadzoru i kontroli poslovanja specijalizovanih privatnih menadžment preduzeća i privatizacionih fondova; Pravila o sadržaju i objavljivanju izvještaja o poslovanju specijalizovanih privatnih menadžment preduzeća i privatizacionih fondova; Pravila o vođenju i čuvanju poslovnih knjiga i druge dokumentacije o poslovanju specijalizovanih privatnih menadžment preduzeća i privatizacionih fondova; Pravila o javnoj promociji specijalizovanih privatnih menadžment preduzeća i privatizacionih fondova.

<sup>54</sup> “Sl. list RCG”, broj 23/96, 6/99, 59/00

Osnivači privatizacionih fondova bile su menadžment kompanije koje su i upravljale portfoliom fondova. Privatizacioni fondovi poslovali su kao samostalna pravna lica, sa pravima i obavezama utvrđenim Uredbom, a osnivani su radi očuvanja i uvećanja vrijednosti imovine unešene u privatizacioni fond putem vaučera. Za vršenje upravljanja privatizacionim fondom SPMP su ostvarivala proviziju. Ona je tokom prve finansijske godine rada privatizacionog fonda naplaćivana putem specijalnih “investicionih jedinica”, dok je druge i sljedećih finansijskih godina rada privatizacionog fonda, menadžerska kompanija mogla da naplati u novcu samo do 5% neto vrijednosti aktive portfolia fonda.

Privatizacioni fondovi imali su i nadzorni odbor koji je birala skupština vlasnika investicionih jedinica privatizacionog fonda, i koji je, zajedno sa njom, bio organ privatizacionog fonda. Nadzorni odbor je nadgledao sve aktivnosti fonda u cilju obezbjeđenja usklađivanja poslovanja PIF sa Zakonom, Uredbom i propisima Komisije za HOV, odnosno pravilima kojima se uređivalo poslovanje PF<sup>55</sup>.

Tokom cijelog perioda postojanja privatizacionih fondova ostala su neriješena neka od važnih pitanja, kao npr. konflikt interesa i povezana lica, odgovornost nadzornog odbora fonda i kaznene mjere za loše postupanje, mogućnost zaduživanja fonda emitovanjem dužničkih hartija od vrijednosti (što i ne treba da čudi s obzirom da tržište ovih hartija u Crnoj Gori tada nije bilo razvijeno), kao i postupci za raskid govora o upravljanju i izbor novog menadžmenta.

### ***Rezultati poslovanja privatizacionih fondova***

Obzirom da su PF formirani kao fondovi zatvorenog tipa, investicione jedinice su, sa aspekta sposobnosti za utrživost i prava koja su nosile, imale karakteristike hartija od vrijednosti. Investicione jedinice PF morale su biti uvrštene na listing berze, u skladu sa pravilima berze. U procesu razmjene vaučera iz posjeda PF za akcije, shodno Uredbi, PF je mogao kupovati samo akcije preduzeća i udjele u preduzećima koja se privatizuju u procesu MVP.

Iskustva iz poslovanja PF u drugim zemljama pokazala su, da su PF stvarali uslove za isplatu dividene njihovim vlasnicima tek nekoliko godina nakon početka poslovanja. Ukoliko za to nijesu postojala zakonska ograničenja, PF su samo u tom dužem periodu uspijevali da izvrše uticaj na korporativno upravljanje u privrednim društvima čije akcije su posjedovali, i da na taj način povećaju profitabilnost poslovanja u tim društvima, odnosno da obezbijede isplatu dividendi.

Privatizacioni investicioni fondovi, u periodu od jedne do dvije godine od početka rada, nijesu imali mnogo načina da dođu do novčanih sredstava. Jedan od osnovnih načina za to bila je prodaja akcija iz portfolia, međutim, njihova tržišna vrijednost bila je daleko manja od nominalne vrijednosti, pa je njihovom prodajom privatizacioni fond mogao doći do relativno malih novčanih

---

<sup>55</sup> *Pravila o nadzornom odboru privatizacionog fonda*

sredstava<sup>56</sup>. Naime, prve i druge godine poslovanja privatizacionih fondova tražnja za akcijama iz njihovih portfolia bila je relativno skromna, osim u slučajevima kad se radilo o akcijama preduzeća kojima je završavan proces privatizacije, a takvih je u prvim godinama poslovanja PF bilo relativno malo (2002. i 2003. godine).

Privatizacioni investicioni fondovi nijesu mogli uzimati kredite (emitovanje obveznica, takođe nije bilo predviđeno), založiti ili na bilo koji drugi način opteretiti akcije iz svog portfolia. Istovremeno, prihodi od dividendi i prodaje akcija iz portfolia fondova, kao što je rečeno, bili su vrlo skroman izvor finansijskih sredstava za finansiranje kupovine akcija za portfolio. Pored toga, postojalo je i ograničenje od maksimalno 10% od ukupne aktive koje se moglo uložiti u hartiju jednog izdavaoca. Ova ograničenja predstavljala su prepreke da PF investiraju u dodatne akcije privrednih društava koja su privatizovana u procesu MVP. To je onemogućilo veću koncentraciju vlasništva PF u privrednim društvima, a samim tim i umanjilo mogućnost vršenja uticaja na korporativno upravljanje u tim društvima. Tek 2004. godine došlo je do nešto izraženije koncentracije vlasništva, nakon što su fondovi izvršili prve značajnije prodaje akcija iz njihovih portfolia. Iz tih prihoda, kao i iz naplaćenih dividendi, vršena je koncentracija vlasništva, ali i isplate troškova upravljanja fondom.

Zbog ograničenja od maksimalno 10% investicionog kapitala koliko je smjelo biti investirano u jedno privredno društvo, PF su se fokusirali na mala i srednja privredna društva. Tamo gdje su bili suvlasnici u velikim kompanijama, a gdje je to način organizacije kompanija dozvoljavao, PF su nastojali da se izbore za segmentaciju tih privrednih društava. Segmentacije su trebale da obezbijede preciznije definisanje vlasništva nad pojedinim segmentima, u cilju davanja mogućnosti za vršenje većeg uticaja na poboljšanje korporativnog upravljanja. U nekim slučajevima, takve segmentacije su uspješno i realizovane, što je fondovima omogućilo sticanje većinskog vlasništva i veći uticaj na performanse tih privrednih društava. Pošto je jedan od osnovnih ciljeva njihovog poslovanja bilo koncentrisanje vlasništva u svrhu poboljšanja korporativnog upravljanja, fondovi su se fokusirali samo na pojedine grane privrede, uglavnom na turizam i trgovinu.

Privatizacioni fondovi, odnosno SPMP koja su njima upravljala, susretali su se i sa nizom drugih problema; nedovoljno definisanim procedurama, nedovoljnom informisanosti javnosti i investitora o transakcijama i dominacijom ponude nad tražnjom za finansijskim instrumentima. Posljednji problem odrazio se na cijene, kako akcija iz portfolia PF, tako i njihovih investicionih jedinica. Takođe, privatizacioni fondovi su se susretali i sa nizom problema u upravljanju privrednim društvima (socijalnim i problemima neizvršene restitucije), nasljeđenim dugovanjima i zastarjelim osnovnim i obrtnim sredstvima unutar samih privrednih društava.

Nemogućnost vršenja koncentracije vlasništva u većem broju privrednih društava, i otuda manja mogućnost uticaja na korporativno upravljanje, uticala je na nemogućnost isplate dividendi fon-

---

<sup>56</sup> Prilikom vršenja prvog izbora akcija za portfolio, PF su se suočili sa nedostatkom adekvatnih informacija o preduzećima, a finansijski i drugi relevantni izvještaji tih preduzeća bili su najčešće precijenjeni. Naknadno se pokazalo da je tržišna vrijednost tih akcija bila daleko niža (zbog lošeg poslovanja tih preduzeća i zbog nepostojanja tražnje za njima).

dova vlasnicima njihovih investicionih jedinica. Iz tog razloga bilo je kompromitovano i popularizovanje ideje profitabilnog ukрупnjavanja sitnog vlasništva, štaviše, neisplaćivanje dividendi, dovelo je do razočarenja u PF mnogih vlasnika njihovih investicionih jedinica.

Međutim, može se reći da su privatizacioni fondovi ipak izvršili pozitivan uticaj na razvoj finansijskog tržišta u Crnoj Gori. Uprkos svim propustima i neostvarenim naporima, oni su u izvjesnoj mjeri doprinijeli poboljšanju korporativnog upravljanja i to posredno – fondovi su uticali na formiranje svijesti da samo akcije privrednih društava kojima se dobro upravlja, u dužem periodu mogu postati atraktivne i ostvariti očekivani poželjan rast cijena. Istovremeno, izvjesni negativni efekti, proizašli iz propusta u izradi regulative PF, poslužili su kao osnova za izradu Zakona o investicionim fondovima i ostale prateće regulative.

Ono što se čini najvažnijim u vezi privatizacionih fondova je da su njihovim osnivanjem, na finansijskom tržištu Crne Gore uvedeni novi institucionalni investitori, koji, nakon pretvaranja u investicione fondove, pretenduju da postanu i najzačajniji od svih institucionalnih investitora. Privatizacioni fondovi su na finansijsko tržište u Crnoj Gori uveli bazične koncepte poslovanja investicionih fondova – finansijsko posredovanje ukрупnjavanjem “sitnog” kapitala, koje, uz poštovanje principa diverzifikacije ima za cilj postizanje profita i ostvarivanje dobiti za vlasnike fondova. Tako se može reći da su PF doprinijeli otvaranju svijesti ljudi ka investiranju. Pri tome, PF su na crnogorsko tržište uveli poimanje da svako može da investira i od toga zarađuje, čak i ako ne posjeduje adekvatna znanja, ukoliko dozvoli da taj posao za njega obavljaju profesionalni investitori.

Zakonom o investicionim fondovima, donešenim u julu 2004. godine, definisano je da će privatizacioni fondovi nastaviti sa radom kao privatizacioni investicioni fondovi (PIF), a specijalizovana privatna menadžment preduzeća kao društva za upravljanje privatizacionim investicionim fondovima (DZUPIF). Na njihovo poslovanje su se primjenjivale odredbe ovog Zakona koje se odnose na poslovanje investicionih fondova i društava za upravljanje, a privatizacioni fondovi su bili dužni da usaglase svoje poslovanje, akte i organizaciju sa odredbama Zakona, najkasnije do 1.05.2005. godine. To je na njihovo poslovanje imalo efekta prije svega u omogućavanju veće koncentracije njihovog vlasništva u preduzećima iz portfolija, i širenja dijapazona investicionog materijala.



### 6.2.1.2. Regulatorna rada investicionih fondova u Crnoj Gori

U Crnoj Gori, osnivanje i poslovanje investicionih fondova (IF) uređeni su donošenjem Zakona o IF, odnosno pravilima<sup>57</sup> koja bliže preciziraju njihovo osnivanje i poslovanje. Izvjesnim rješenjima u Zakonu nastojalo se premostiti postojanje privatizacionih fondova koji još uvijek nijesu bili završili „misiju“ koja im je dodijeljena prilikom osnivanja. Ta „misija“ odnosila se na poboljšanje korporativnog upravljanja i performansi u privatizovanim privrednim društvima. Shodno Zakonu o IF, PIF su date iste mogućnosti i ovlaštenja kao i IF, koja im obezbjeđuju izvjesne povoljnosti i podsticaje u ostvarivanju njihovog primarnog cilja. Pored toga, Zakonom o IF se željela stvoriti i osnova za osnivanje i poslovanje pravih IF kao finansijskih posrednika kojime je primarni cilj prikupiti od «malih» investitora finansijska sredstava, ukрупniti ih i investirati, uz poštovanje principa diverzifikacije rizika, a sa ciljem uvećanja vrijednosti kapitala fonda i sticanja profita.

Zakon o investicionim fondovima pokušao je da pruži jedan opšti okvir za osnivanje investicionih, odnosno fondova zajedničkog ulaganja u Crnoj Gori, a istovremeno i osnov za transformaciju privatizacionih u investicione fondove, kao i da obezbijedi mogućnost transformacije fondova sa većinskim državnim vlasništvom.

Ipak, postoji više objektivih razloga zbog koji je trebalo obezbijediti separatno tretiranje investicionih i fondova zajedničkog ulaganja, od privatizacionih i fondova u većinskom državnom vlasništvu, bilo u okviru ovog, ili možda čak i dva odvojena zakonska ili podzakonskih akata.

Naime, za same investicione i fondove zajedničkog ulaganja (zatvorene i otvorene fondove), veoma je važna zaštita interesa investitora, što je de facto važno i za investitore privatizacionih i fondova sa većinskim državnim vlasništvom. Međutim, ovi posljednji su postali investitori na način da im je »materijal« za investiranje takoreći poklonjen, te njihov odnos prema investiciji nije identičan odnosu onih koji se de-facto odriču od potrošnje da bi uštedjeli, odnosno tu štednju investirali. Takvi investitori svakako očekuju prinos na svoju investiciju, i zato je neophodno zaštititi njihove interese u sticanju prihoda od investiranja.

Upravo iz tog razloga, za investicione i fondove zajedničkog ulaganja, za razliku od privatizacionih i fondova sa većinskim državnim vlasništvom, izuzetno je važna diverzifikacija portfolija, odnosno aktive, u cilju smanjenja rizika poslovanja. Prave investicione i fondove zajedničkog ulaganja, kao finansijske posrednike, u osnovi i definiše prikupljanje «sitnog kapitala» sa ciljem sticanja

---

<sup>57</sup> Pravila o izdavanju dozvole za rad društvima za upravljanje investicionim fondovima i investicionim fondovima («Sl. list RCG», br. 68/04, 78/04, 05/05); Pravila o sadržini prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda («Sl. list RCG», br. 68/04); Pravila o bližoj sadržini ugovora o upravljanju investicionim fondom («Sl. list RCG», br. 68/04); Pravila o metodologiji za obračunavanje neto vrijednosti imovine investicionih fondova («Sl. list RCG», br. 68/04); Pravila o izvještavanju o držanju novčanih sredstava investicionih fondova («Sl. list RCG», br. 68/04); Pravila o bližim uslovima i načinu promocije poslovanja investicionih fondova («Sl. list RCG», br. 68/04); Pravila o sadržini i objavljivanju izvještaja o poslovanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova («Sl. list RCG», br. 68/04); Pravila o bližim uslovima, načinu i postupku vršenja nadzora poslovanja društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova («Sl. list RCG», br. 68/04); Uputstvo o obračunu i naplati naknade društava za upravljanje investicionim fondovima («Sl. list RCG», br. 68/04)



profita, uz poštovanje principa diverzifikacije ili raspodjele rizika. Cilj ovih finansijskih posrednika nije poboljšanje performansi preduzeća iz portfolija korišćenjem principa koncentracije vlasništva, kao kod privatizacionih, a dijelom i fondova u državnom vlasništvu. Ispoštovati u okviru jednog zakonskog dokumenta ciljeve poslovanja jednih i drugih finansijskih posrednika, odnosno osnovne principe njihovog poslovanja, koncentraciju i diverzifikaciju, teško da je moguće na način koji ne derogira jedan od ova dva cilja, odnosno principa poslovanja.

Iz tih razloga, bilo je možda cjelishodnije izmijeniti Uredbu o privatizacionim fondovima i specijalizovanim privatnim menadžment preduzećima, koja je regulisala rad ovih društava. Tom izmjenom ovim društvima se moglo dozvoliti da investiraju u nekretnine i državne zapise, kao i da se zadužuju, da bi im se olakšalo postizanje koncentracije vlasništva i proširio izbor investicionih prilika za sticanje prihoda. Takođe, izmjenom Uredbe se mogla obezbijediti i privatizacija državnih fondova (barem djelomična).

Separatnim zakonskim tretmanom trebalo je stvoriti uslove da privatizacioni fondovi na adekvatan način završe posao zbog kojeg su osnovani – da izvrše koncentraciju i pospješe razvoj privatizovanih preduzeća iz njihovog portfolia. Tome im “na ruku” od početka 2005. godine ide i donošenje Pravila o načinu trgovanja blokom akcija i Pravila o preuzimanju akcionarskih društava, odnosno donošenje Zakona o preuzimanju. Trgovanje blokom akcija i preuzimanje preduzeća trebalo je, međutim, regulisati brzo nakon sprovođenja procesa MVP, odnosno početka rada privatizacionih fondova, zajedno sa izmjenom odredbe u Uredbi o privatizacionim fondovima i specijalizovanim menadžment preduzećima, kojom bi se proširio procenat od 10% maksimalnog ulaganja u akcije jednog izavaoca. Na taj način doprinijelo bi se koncentrisanju vlasništva privatizacionih fondova. Ipak, donošenje ovih pravila nakon izmjene regulative rada investicionih fondova, kojom se ne propisuje obavezan nivo diverzifikacije, trebalo bi omogućiti koncentrisanje vlasništva, a time i veći kvalitet upravljanja i poboljšanje performansi preuzetih privrednih društava.

S druge strane, oslobađanje Zakona o investicionim fondovima potrebe da reguliše oblast privatizacionih i fondova u većinskom državnom vlasništvu, rezultiralo bi stvaranjem regulative rada investicionih i fondova zajedničkog ulaganja koja bi omogućila precizniji i, što bi u pojedinim osnovama njihove investicione politike bilo vrlo poželjno, strožiji zakonski koncept. Crnogorski Zakon o IF nije precizirao postojanje diverzifikovanih i nediverzifikovanih fondova, kao ni procenat ukupne aktive koji smije biti investiran u hartije od vrijednosti jednog izdavaoca. Ti procenti se, shodno praksi fondova na razvijenim finansijskim tržištima, daleko strožije definišu kod otvorenih nego kod zatvorenih fondova, upravo zbog neograničene mogućnosti prikupljanja kapitala kod otvorenih fondova.

Shodno zakonskim rješenjima kojima su regulisani otvoreni investicioni fondovi u Sjedinjenim američkim državama, čak i ako je nediverzifikovan, zakonom je propisano da fond 50% aktive mora diverzifikovati (dok diverzifikovani fond mora diverzifikovati 75% svoje aktive). Čak je i propisano da od tih 50% aktive na koju se mora primjeniti princip raspodjele rizika, udio pojedine hartije od vrijednosti ne može preći 5% od ukupne aktive, kao i da u okviru tih 5% ne može imati

više od 10% akcija sa pravom glasa bilo kojeg izdavaoca (naročito ako je izdavalac finansijska institucija, da bi se spriječilo piramidalno investiranje). Prema Direktivi Evropske zajednice (European Community Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities<sup>58</sup>), kod otvorenih fondova takođe postoji princip od 5%, pri čemu se državama članicama dozvoljava proširenje na 10%, pod uslovom da investicije u hartije u koje je investirano više od 5% ukupne aktive, sve zajedno ne prelaze više od 40% ukupne aktive fonda. Pored toga, ovim Direktivama je precizirano i da se 90% investicija otvorenog fonda mora sastojati od hartija kotiranih na berzama ili drugim organizovanim tržištima (OTC tržište)<sup>59</sup>. U našem Zakonu o IF takva odredba nije mogla biti stavljena, bez ikakvih ograničenja, imajući u vidu da se u Crnoj Gori kotira veoma mali broj kompanija, odnosno emitovanih akcija. Međutim, u cilju zaštite investitora onih fondova koji se neće baviti privatizacijom i koncentracijom vlasništva, već pravim finansijskim posredovanjem, trebalo je ovu odredbu ipak uvesti, ali je vezati za investiranje na inostranom tržištu. I to, kako kod investicionih, odnosno zatvorenih, tako i kod fondova zajedničkog ulaganja.

Međutim, kompletno bavljenje diverzifikacijom ostavljeno je skupštini akcionara. Na ovaj način, pominjanje principa raspodjele rizika, odnosno diverzifikacije u članu 4, stav 2 Zakona, gotovo da se može smatrati samo deklarativnim. Zakonodavac je svu odgovornost za loše postavljanje ciljeva fonda i lošu diverzifikaciju ostavio skupštini akcionara koja se sastoji od akcionara čije znanje o investiranju i rizicima je minorno, i koji zasigurno neće biti u stanju da se zaštite od vlastitih loših izbora. Iz tog razloga, Zakon o IF je trebao propisati nivo diverzifikacije za prave investicione fondove. Stiče se dojam, da je ova zakonska formulacija vezana za diverzifikaciju, urađena na opisani način kao da se predviđa da IF u Crnoj Gori uopšte ni neće biti u rukama velikog broja malih, već malog broja velikih akcionara. Ovi bi se lako mogli dogovoriti u vezi sa portfoliom, a ako sami i ne budu imali znanja o investiranju na finansijskom tržištu, imat će namjeru da usmjere investicije fonda u pojedine kompanije od njihovo specijalnog interesa (u kojima možda već imaju određen veći procenat vlasništva). Tome treba da posluži i mogućnost uzimanja zajmova koja je data fondovima zajedničkog ulaganja (FZU).

Što se tiče pravih investicionih fondova, bilo je potrebno zakonom definisati i otvorene, ne samo zatvorene fondove i FZU. Razlika između investicionih, odnosno zatvorenih fondova i fondova zajedničkog ulaganja, premda je definisana, nije u tolikoj mjeri esencijalna da je zahtijevala separatno zakonsko tretiranje. Naime, Zakon o IF predviđa da FZU, kao ni investicioni fond ne smije otkupljivati svoje akcije, čime se gubi esencijalna razlika između ova dva tipa fondova, a kao jedna od rijetkih razlika, ostaje mogućnost FZU da uzima kredite, za razliku od investicionih fondova. Tu se postavlja pitanje, čemu služi razlika između investicionih fondova i FZU? Da li investicioni fondovi u stvari treba da predstavljaju ono što su nekad bili privatizacioni fondovi – finansijske posrednike koji ne smiju da prikupljaju dodatna finansijska sredstva, ni emisijom akcija, niti uzimanjem kredita? Da li je logično očekivati da finansijski posrednici tipa investicionih fondova shvaćenih u duhu crnogorskog Zakona o IF uopšte budu osnivani u perspektivi? Vjerovatno ne, jer

---

<sup>58</sup> <http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2004/ucits/ucits.htm>

<sup>59</sup> European Community Directive No 85/611/EEC of 20 December 1985 as amended by Council Directive No 88/220/EEC of 20 March 1988.

su se i postojeći preregistrovali u FZU. S druge strane, osnivanje otvorenih fondova, za kojima bi realno postojala i tražnja i potreba, ostalo je zakonski potpuno netretirano.

Činjenica je da bilo koju inostranu regulativu nije moguće primijeniti direktno i bez vođenja računa o specifičnostima domaćeg tržišta, u ovom slučaju finansijskog. Ipak, pozitivne "tekovine" iz inostranih iskustava, potrebno je ne samo razmotriti već i pokušati primijeniti ukoliko je to neophodan uslov za zaštitu interesa investitora. A zaštita njihovih interesa prilikom investiranja u neki vid finansijskih posrednika, svakako je jedan od preduslova za uspješan, dugoročan razvoj ne samo tog tipa finansijskog posrednika, već i cjelokupnog finansijskog tržišta. To zbog poznatog domino efekta usljed kojeg se nakon jednog, gubi povjerenje i u ostale finansijske posrednike.

Bez obzira na potencijalne mogućnosti koje nijesu iskorišćene, činjenica je da ni Zakon o IF, kao što to nije učinila ni Uredba o privatizacionim fondovima i specijalizovanim privatnim menadžment preduzećima, nije na adekvatan način definisao odgovornost društva za upravljanje i članova nadzornog odbora investicionog fonda. Zakon o IF takođe nije na kvalitetan način, preduprijeđio ni sticanje interesa potencijalno povezanih lica, iako je nastojao da predvidi neke moguće relacije između njih. Kao jedan od pozitivnih pomaka u odnosu na Uredbu može se navesti to što je data mogućnost da se zarade društva za upravljanje povećaju u slučaju rasta profita investicionog fonda, čime se postiže veća motivacija DZU.

Zakonom o IF nije predviđena mogućnost da se investicionim fondom upravlja «iznutra», a ne traženjem finansijskog savjetnika odnosno angažovanjem društva za upravljanje (društvo za upravljanje Zakonom o IF je označeno kao jedini mogući osnivač fonda). Takođe, nije definisano niti da se ugovor o upravljanju između investicionog fonda i društva za upravljanje treba obnavljati svake godine. Takva odredba obezbijedila bi da se društvo za upravljanje ne «uljulja» u svoj ugodan položaj upravljača nekim fondom. Istina, Zakonom o IF je data mogućnost raskida ugovora o upravljanju, ali teško je očekivati da bi fond raskinuo ugovor sa svojim osnivačem. Postojanje ove mogućnosti u Zakonu o IF je nesigurniji put za uspostavljanje zainteresovanosti društva za upravljanje da ne dozvoli da ga drugo, uspješnije društvo pobijedi na konkursu u roku od godinu dana.

Takođe, Zakonom o IF, kao ni pravilima, nije propisan niti procenat ostvarene dobiti koju je IF dužan da distribuirati njegovim akcionarima (u SAD to je 98%). Ova odredba izuzetno je važna za privlačenje investitora, i postavlja se pitanje, zašto bi bilo koji investitor bio zainteresovan za investiranje u fond koji mu ne garantuje da će svakako dobiti bio dobiti? Osim iz ovog, određivanje procenta važno je i iz razloga što zadržana, odnosno neraspodijeljena dobit podliježe oporezivanju i na taj način utiče na smanjenje vrijednosti akcija fonda.

Polazeći od datog zakonskog rješenja, ostaje da se vidi koliko će ono pogodovati stabilnom razvoju pravih IF, dok će, nesumnjivo, prastavljati podsticajnu okolinu za razvoj privatizacionih investicionih fondova.

Vrijeme će pokazati, takođe, uolikoj mjeri će sama društva za upravljanje, skupštine akcionara i nadzorni odbori investicionih fondova imati interesa da štite interese akcionara, u mjeri većoj od one koju je propisao Zakon o IF, a koja je nesumnjivo neophodna. Takođe, ostaje i nada da će taj interes biti dovoljno velik, i da nepostojanje adekvatnih sankcija i kaznenih mjera u Zakonu o IF neće rezultirati derogiranjem funkcije i ciljeva jednog tipa finansijskih posrednika koji su u zadnjih 30-tak godina na svjetskim finansijskim tržištima zabilježili najveći rast vrijednosti kapitala i profita.

### 6.2.1.3 Struktura portfolia investicionih fondova u Crnoj Gori

Kao što je već rečeno, u Crnoj Gori još nije razvijeno tržište novca, tržište zajmova, hipotekarno tržište, ne emituju se ni instrumenti hedžinga, opcije i fučersi, dok je tržište obveznica tek počelo da se razvija, i to samo segment državnih obveznica, dok korporativne još nijesu emitovane.

Jedini investicioni materijal koji stoji na raspolaganju investicionim fondovima za ulaganje u Crnoj Gori su:

1. akcije privrednih društava, finansijskih i nefinansijskih, koje su kreirane u procesu privatizacije i van tog procesa, od čega je dio;
  - a. u vlasništvu građana i pravnih lica (npr. privatizacionih fondova);
  - b. u vlasništvu države i predviđeno je za prodaju u postupku privatizacije putem tendera, traženja strateškog partnera ili zamjenom za obveznice stare devizne štednje;
  - c. ovo su obične akcije koje daju pravo glasa, ukoliko zakonskim propisima nije drugačije određeno (kao npr. u slučaju Zakona o investicionim fondovima), dok su se početkom 2007. godine pojavile i prve povlašćene akcije;
2. kratkoročni državni zapisi ročnosti 28,56,92 i 181 dan;
3. obveznice stare devizne štednje;
4. obveznice Fonda za obeštećenje;
5. obveznice lokalnih samouprava;
6. obveznice za sanaciju drumskih puteva;
7. nekretnine;
8. novčana sredstva.

O tržišnom materijalu na crnogorskom tržištu kapitala biće riječi u dijelu analize koji se odnosi na tržište kapitala, te ovdje nećemo detaljnije ulaziti u analizu tržišnog materijala. Može se jedino napomenuti da će mogućnost investiranja u inostranstvu, data investicionim fondovima Zakonom, predstavljati odlično rješenje u perspektivi, s obzirom na uzak dijapazon tržišnog materijala u Crnoj Gori, odnosno sporo uvođenje novih hartija od vrijednosti na crnogorskom tržištu kapitala. Činjenica je da su posljednje dvije godine, bez obzira na ograničenost vrsta tržišnog materijala u Crnoj Gori, ipak bile izuzetno lukrativne za investiranje na crnogorskim berzama, svim investitorima, pa i investicionim fondovima. To je prvenstveno bilo rezultat sekundarne trgovine podstaknute sprovođenjem privatizacionih procesa, dok su IPO sprovodile uglavnom finansijske

institucije u cilju dokapitalizacije ili prilikom osnivanja. Sve dok bude trajao process privatizacije i priliv stranih investicija u nekretnine, IF u Crnoj Gori će imati priliku da zarađuju na kapitalnoj dobiti koju generišu hartije od vrijednosti u njihovom portfoliju.

Podaci iz CDA ukazuju da je na početku privatizacije, ova institucija u registru imala 289 emitentata, dok je na 29.12.2006. taj broj već iznosio 399 (ne odnosi se samo na emisije akcija već i državne zapise, kao i održavne obveznice, gdje se Ministarstvo finansija pojavljuje kao jedan emitent sa više računa u registru). Nominalna ili inicijalna vrijednost ukupnog emitovanog materijala na ovaj datum iznosila je 4,34 milijarde eura. Od tog iznosa, na nominalnu vrijednost hartija koje se nalaze u portfolijima svih investicionih fondova, odnosilo se 92,01 milion eura, ili blizu 3%. Kvalitet akcija domaćih privrednih društava značajno varira, kao i na svim drugim tržištima, ovisno o kvaliteti izdavaoca. U perspektivi, može se očekivati da značajan dio akcija relativno visoke kvalitete, privatizovanih privrednih društava, i ako bude kotiran na crnogorskim berzama, neće biti predmet trgovanja, zahvaljujući sticanju većinskog vlasništva u njima. Zato je važno podsticati IPO kao način prikupljanja eksternih finansijskih sredstava u domaćim privrednim društvima, kao i emitovanje obveznica.

*Tabela br. 6.2 - Inicijalna i tržišna vrijednost hartija u portfoliu crnogorskih fondova na kraju novembra 2006. godine, u eurima*

Rb.	Naziv fonda	Inicijalna vrijednost ukupno emitovanih hartija emitentata u portfoliju, u eurima	Inicijalna vrijednost hartija u portfoliju investicionih fondova, u eurima	Tržišna vrijednost portfolija u eurima na kraju 2005. godine	Tržišna vrijednost portfolija u eurima na 30.11.2006. godine
1	Atlas Mont Fond	87,787,450.54	13,393,857.18	24,821,828.41	45,591,328.60
2	Euro Fond	145,149,606.06	42,755,083.81	32,215,437.51	79,870,713.97
3	HLT Fond	50,683,729.67	13,930,748.64	22,025,917.87	42,085,114.48
4	MIG Fond	58,092,761.35	2,082,378.44	15,280,022.82	23,043,441.08
5	Fond Moneta	76,188,833.75	4,292,087.00	17,846,340.48	25,546,931.49
6	Fond Trend	137,723,346.81	15,552,024.55	26,787,438.68	47,357,131.75
7	<b>Ukupno:</b>	<b>555,625,728.18</b>	<b>92,006,179.61</b>	<b>138,976,985.77</b>	<b>263,494,661.37</b>

*Izvor: CDA*

*\* Podaci za kraj 2006. godine nijesu raspoloživi, jer ih investicioni fondovi još nijesu objavili na njihovim web stranicama. Podaci za tržišnu vrijednost Eurofonda odnose se na kraj avgusta 2006. godine.*

Kratkoročni državni zapisi i dalje donose stabilne, ali više ne i visoke prinose (prosječna ponderisana stopa između 0,49% i 2,87%), pri čemu ih država sve manje emituje (shodno novoj strategiji

finansiranja državne potrošnje), a imaju i nisku likvidnost. U tom smislu, na KDZ kao investicioni materijal u perspektivi ne bi trebali imati

Obveznice stare devizne štednje su investicioni materijal koji je interesantan za investicione fondove, iz razloga što ih je moguće kupiti uz izuzetno visok diskont (u prosjeku oko 30%) i zamijeniti ih za akcije u vlasništvu države (odnosno državnih fondova) u omjeru 1 za 1, odnosno 1 euro vrijednosti obveznice za 1 euro vrijednosti akcije. Kupovina obveznica iz ovog razloga je prilično dobra investicija za fondove koji žele da koncentrišu vlasništvo.

U Crnoj Gori tržište nekretnina u posljednje dvije godine je u rastu, ali u tom periodu, on je ipak nudilo manji potencijal rasta u odnosu na hartije na tržištu kapitala. Iz tog razloga, samo manji broj investicionih fondova je investirao u nekretnine, a udio tih investicija u ukupnoj aktivni ne prelazi preko 6%. Generalno, ulaganje u nekretninu može biti investicija sa vrlo dugim i nesigurnim periodom otplate. Cijene nekretnina u Crnoj Gori postižu izuzetno visoke stope rasta u posljednjih godinu dana podstaknute stranim investicijama, ali ovaj trend ne može trajati predugo, s obzirom na ograničenost zemlje i nekretnina koje su na prodaju. Ne treba zanemariti niti efekat "cjenovnog mjehura" do kojeg može doći na kraju perioda rasat cijena nekretnina. Kad se radi o ulaganju u nekretnine, investicioni fondovi bi se mogli fokusirati na nekretnine namijenjene rentiranju, koje donose redovan i relativno visok prihod. Takvu vrstu nekretnina obično predstavljaju poslovni prostori, koji na godišnjem nivou mogu da donesu prinos između 10% i 20%.

Ulaganje u novčana sredstva u Crnoj Gori je poželjna investicija (u mjeri u kojoj ne predstavlja visok oportunitetni trošak uslijed neinvestiranja u profitabilniji tržišni materijal), jer su kamatne stope na oročena sredstva i dalje relativno visoke (u prosjeku oko 5%). Ipak, treba imati u vidu da će, shodno promjeni domaćih uslova zbog kojih su kamate i dalje vrlo visoke u odnosu na kamate na svjetskim tržištima, i kamate u Crnoj Gori u nekom srednjem roku opadati.

#### **6.2.1.4. Zaključak**

U poslovanju investicionih fondova u Crnoj Gori, mogu se zapaziti tri grupe problema, trenutno prisutnih, odnosno potencijalnih - jedna se odnosi na probleme koje investicioni fondovi dijele sa ostalim investitorima na tržištu, a vezana je za kvalitet informacija o poslovanju domaćih kompanija, o čemu će biti više riječi u drugim dijelovima analize. Druga grupa problema proizlazi iz neadekvatne, prevashodno zakonske, regulative, koja može postati ograničavajući faktor razvoja investicionih fondova u finansijske posrednike kakvi postoje na razvijenim finansijskim tržištima. Iz tog razloga, neophodno je da sva zapažanja i prijedlozi za korigovanje propusta i loših rješenja u Zakonu o IF, budu prihvaćeni i primijenjeni u neko dogledno vrijeme, kad IF u Crnoj Gori ostanu bez trenutno osnovnog investicionog materijala – akcija preduzeća kojima predstoji privatizacija. Ovdje dolazimo i do treće grupe problema vezanih za poslovanje IF u Crnoj Gori, a koja se odnosi na potrebu razvoja tržišnog materijala, u relativno bliskoj perspektivi, nakon završetka privatizacionog procesa u Crnoj Gori. Preciznije, na period kad cijene akcija privrednih društava više ne budu vođene špekulativnim, već sistemskim, granskim i individualnim karakteristikama.



Trenutno, zarada koju nude akcije preduzeća u procesu privatizacije, vrlo uspješno kompenzuje nepostojanje šireg dijapazona raspoloživog tržišnog materijala – hartija tržišta novca, korporativnih obveznica, instrumenata hedžinga.

Naime, IF likvidnu aktivu mogu držati i u obliku depozita po viđenju kod banaka, ali u tom slučaju oni, ako uopšte, generišu vrlo nizak prihod, dok terminski depoziti nisu adekvatna alternativa jer onemogućavaju brz raskid ugovora o deponovanju unutar preciziranog vremenskog dijapazona i povlačenje deponovanih finansijskih sredstava. U tom smislu neophodan je, mada ne i od suštinske važnosti za funkcionisanje IF, razvoj tržišta novca i njegovih instrumenata. Za početak, bilo bi poželjno institucionalizovati sekundarno tržište državnih zapisa, učiniti ih likvidnima, što bi IF ponudilo likvidnu kratkoročnu aktivu. Ona bi, do daljnjeg, predstavljala kompenzaciju za ostale nedostajuće instrumente tržišta novca. Ipak, čini se da IF u Crnoj Gori ne osjećaju ovaj nedostatak instrumenata tržišta novca. Naime, iako na depozitima po viđenju ne zarađuju mnogo, IF u Crnoj Gori imaju veliku kompenzaciju u zaradi, trenutno, u visokom rastu cijena akcija. Stoga se problem nedostatka tržišta novca može postaviti kao «gorući» tek u periodu od nekoliko godina, kad se završe preostale privatizacije koje su danas izvor velikih prihoda IF. U takvoj situaciji svaki potencijalni izvor zarade će biti dobrodošao, a do tada će, za očekivati je, biti stvoreni institucionalni i drugi uslovi za razvoj tržišta novca.

Ograničenost tržišnog materijala na akcije privatizovanih privrednih društava, a naročito onih u procesu privatizacije, obveznice stare devizne štednje, Fonda za obeštećenje, obveznice za sanaciju drumskih puteva (opštinskim obveznicama još se ne trguje na sekundarnom tržištu), akcije iz specijalne ponude Ministarstva finansija i državnih fondova i na kratkoročne državne zapise, čini se da ne predstavlja ograničavajući faktor profitabilnom poslovanju investicionih fondova u Crnoj Gori. Preciznije – zbog nedostatka korporativnih obveznica, kao i u slučaju nedostajućih instrumenata tržišta novca, IF ne trpe propuštene prihode, jer ih kompenziraju visokim rastom cijena domaćih akcija koje drže u portfoliju, visokim diskontima na cijene obveznica stare devizne štednje koje naplaćuju od države po nominalnoj vrijednosti ili ih zamjenjuju za akcije preduzeća u procesu privatizacije i sl. Pored toga, manji broj IF počeo je da investira i u inostranstvu, mada su te investicije za sada ograničene na region. To i ne čudi s obzirom da tranzicione ekonomije u regionu i nude potencijalno veće prinose na investicije u hartije od vrijednosti, u odnosu na stabilnija finansijska tržišta. Ipak, za nadati se je da će u kraćoj perspektivi doći do razvoja tržišta korporativnih obveznica. One bi ponudile mogućnost ostvarivanja stabilnih i redovnih, mada ne značajno velikih prihoda za IF. Pri tome treba imati u vidu da će u toj perspektivi i cijene većine akcija ući u zonu stabilnosti. U takvim uslovima biće neophodno uspostaviti i mjeru diverzifikacije, i regulisati odgovornost društva za upravljanje i nadzornog odbora. Zašto?

Zato što se pretpostavlja da će do tada, krupni kapital koji danas koristi IF kao mehanizam investiranja, vjerovatno iscrpiti veći dio njegovih izvora, koji su kreirani u, najblaže rečeno, sivim ekonomskim zonama. U takvim okolnostima, rast IF, odnosno prikupljanje novog kapitala, početak će zaista da ovisi o prikupljanju «sitne» štednje, o njenom «otimanju» od banaka u kojima se ona deponuje usljed decenijskih navika, nedovoljnog poznavanja finansijskog tržišta ili nedovolj-

nog povjerenja u njega. Upravo i tek u takvim okolnostima, većinski vlasnici IF imat će potrebu da poboljšanjem zakonskih rješenja, ponude veći nivo zaštite interesa investitora, i time privuku njihov veći broj, da uspostave kvalitetnu konkurenciju bankarskim depozitima. Do tada, manjinskim vlasnicima investicionih jedinica IF ostaje da se nadaju da, bez obzira na propuste u zakonu u pogledu odgovornosti za upravljanje i nadzor nad njim, većinski vlasnici IF koji već sada imaju uticaj na izbor ovih organa, neće dozvoliti da oni rade suprotno njihovom interesu. To će, do nekih doglednih vremena, manjinskim investitorima biti kompenzacija za prihode, odnosno dividendu koja im u tom periodu možda neće biti isplaćivana, već će bivati reinvestirana. U svakom slučaju, ukoliko budu nezadovoljni razvojem situacije, manjinski investitori će uvijek moći da prodaju investicione jedinice koje posjeduju. Za njih će se uvijek naći potencijalni kupac – ako to ne budu drugi «mali», «sitni» investitori koji imaju relativno izraženu sklonost ka riziku, to će vjerovatno uvijek biti većinski vlasnici IF. Takva podjela nije nepoznata ni razvijenim finansijskim tržištima – tamo većinske vlasnike IF predstavljaju institucionalni investitori. Ipak, postoji jedna razlika – vlasnici institucionalnih investitora su opet, «mali» investitori. Razvoj drugih institucionalnih investitora u Crnoj Gori, privatnih penzionih fondova i osiguravajućih kuća, vjerovatno će koincidirati sa razvojem tržišta novca i tržišta korporativnih obveznica.

Tako se čini da će IF u Crnoj Gori, za razliku od razvijenih tržišta, barem jedno izvjesno vrijeme biti mehanizam za investiranje ne sitnog, već krupnog kapitala. Ipak, može se smatrati da etiologija strukture vlasničkog kapitala IF, neće predstavljati problem na nivou finansijskog tržišta sve dok se kapital IF bude koristio kao kvalitetan alternativni izvor eksternih finansija za preduzeća u Crnoj Gori. Upravo u tim smislu, odnosno u cilju korišćenja kapitala IF za podmirivanje potrebe domaćih privrednih društava za eksternim izvorima finansiranja, potrebno je što prije stvoriti uslove za razvoj tržišta korporativnih obveznica i tržišta novca. Ukoliko se to ne dogodi, IF će svejedno imati uslove da profitabilno posluju, ali finansirajući potrebe ne za eksternim izvorima finansiranja domaćih, već inostranih privrednih društava.

### **6.2.2. Osiguravajuća društva u Crnoj Gori**

Početak devedesetih godina, tržište osiguranja u tadašnjoj Jugoslaviji doživjelo je ekspanziju u smislu povećanja broja novoformiranih osiguravajućih kompanija. Ubrzo, zbog ratnog okruženja, sankcija i inflacije, došlo je do raspada jugoslovenskog tržišta osiguranja. Loše stanje tržišta osiguranja donekle je oživljeno uvođenjem novog dinara 1994. godine. Osiguranje se sprovodilo u znatno povoljnijim uslovima, ali i dalje sa brojnim problemima i teškoćama.

U Crnoj Gori najveći broj građana osiguravao se kod kompanija iz Srbije koje su poslovale na crnogorskom tržištu osiguranja preko svojih filijala. Najveće učešće u ukupnom portfelju crnogorskog tržišta osiguranja, kompanije su realizovale u osiguranju od autoodgovornosti, tj. preko 60% vozila u Crnoj Gori bilo je osigurano kod osiguravajućih kompanija iz Srbije, čime je dolazilo do velikog odliva novčanih sredstava iz Crne Gore. Regulisanje obaveza prema osiguranicima bilo je



nežurno, što je imalo za posljedicu, pored ugrožavanja ekonomskih interesa Crne Gore, i veliku nesigurnost građana u ostvarivanju njihovih prava po osnovu osiguranja.

Problemi u zemlji doveli su do suspenzije osiguravajućih kompanija iz međunarodnog sistema osiguranja – iz zelene karte. Suspenzija je uvedena iz razloga neizmirenih eksternih šteta i unutrašnjih dugova po osnovu počinjenih šteta i preuzetih obaveza iz ugovora o osiguranju.

U avgustu 2000. godine, s obzirom na stanje tržišta osiguranja u Crnoj Gori, Vlada Republike Crne Gore donijela je Uredbu o osiguranju imovine i lica<sup>60</sup>. Uredba je predviđala da poslove osiguranja u Crnoj Gori obavljaju samo organizacije za osiguranje koje imaju sjedište (kao pravno lice) na teritoriji Crne Gore, sa uplaćenim sredstvima fonda sigurnosti kod poslovnih banaka u Crnoj Gori. Organizacije za osiguranje koje su preko svojih filijala poslovale u Crnoj Gori<sup>61</sup>, bile su dužne da se do 07.11.2000. godine preregistruju, odnosno dobiju dozvolu za rad u Republici Crnoj Gori. Nijedno od tih društava nije regulisalo pravni status za svoje poslovanje, tako da su od 07.11.2000. godine izgubili pravo na rad u Crnoj Gori.

U periodu od 2000. do 2003. godine, u Crnoj Gori poslovala su samo tri društva za osiguranje i to: "LOVČEN" a.d. Podgorica, "MONTENEGRO" a.d. Podgorica i "SWISS" a.d. Podgorica, kao i jedno društvo za reosiguranje, "LOVČEN-RE" Podgorica. U 2003. godini dozvolu za rad od Ministarstva finansija Republike Crne Gore dobilo je "Zepter osiguranje" a.d. Podgorica, a 2004. godine i "Grawe osiguranje" a.d. Podgorica. Godine 2005. dozvolu za rad dobilo je i »Magna« odiguranje, a.d. Podgorica.

U ukupnom kapitalu društava za osiguranje prisutno je znatno učešće stranog kapitala i to: u "Lovćen osiguranju" 51%; u "Grawe osiguranju" i u "Zepter osiguranju" 100%.

Osim pomenutih osiguravajućih društava registrovanih za rad u Crnoj Gori, na crnogorskom tržištu u posmatranom periodu bila su prisutna i društva iz oblasti osiguranja registrovana za rad u Republici Srbiji, kao i neke inostrane kompanije. Njihovi zastupnici rade na crnogorskom tržištu, ali o njihovim prihodima, kao i o odlivu kapitala iz Republike po tom osnovu moguće je dobiti samo posredne podatke iz izvještaja crnogorskih banaka o realizovanom platnom prometu sa inostranstvom. Ovi podaci za period 2002 – 2005. godina prikazani su u tabeli u nastavku.

---

<sup>60</sup> "Sl. list RCG", br. 42/00.

<sup>61</sup> To su bila društva: "DUNAV", a.d. Beograd, "SIM", a.d. Beograd, "TAKOVO", a.d. Kragujevac, "IMPERIJAL", a.d. Beograd, "STARI GRAD", a.d. Kovin, "PLAVA TAČKA", a.d. Beograd, "ZEPTER" a.d. Beograd, i "OMNIA", a.d. Valjevo.

*Tabela br. 6.3 - Plaćanja prema inostranstvu i Republici Srbiji, Kosovu i Metohiji u periodu 2002 – novembar 2006. godine, u 000 eura*

	2002.	2003.	2004.	2005.	XI 2006.	XI 2006./ 2002
Inostranstvo	1,913.00	2,407.00	2,892.00	4,257.00	5,998.00	213,5%
Republika Srbija, Kosovo i Metohija	433.00	1,162.00	1,071.00	1,588.00	2,179.00	403,2%
<b>Ukupno</b>	<b>2,346.00</b>	<b>3,569.00</b>	<b>3,963.00</b>	<b>5,845.00</b>	<b>8,177.00</b>	<b>246,6%</b>

*Izvor: CBCG*

Kao što podaci pokazuju, odliv sredstava po osnovu osiguranja crnogorskih rezidenata u osiguravajućim kompanijama van Crne Gore je kontinuirano u porastu, i za 11 mjeseci 2006. godine dostigao je iznos od preko 8 miliona eura. Ovaj podatak može se posmatrati i kao svojevrsan pokazatelj ekonomskog rasta Republike, ali i kao pokazatelj mjere u kojoj je, zakonsko i institucionalno zaokruživanje oblasti osiguranja, završeno tek krajem 2006. godine, zakasnilo. Prikazani podaci, naime, pokazuju i koliko finansijskih sredstava domaće osiguravajuće kuće uslovno rečeno gube u bitci sa inostranim konkurentima koji nude širi spektar usluga osiguranja, prevashodno penzionara i zdravstvena osiguranja. Ovaj trend može se smatrati nepoželjnim i sa aspekta povećanja odliva kapitala iz Republike, međutim, on predstavlja daleko značajniji problem sa aspekta konkurencije stranih osiguravajućih društava domaćima, zatim rizika domaćih rezidenata koji proizlaze iz odsustva regulative i kontrole stranih osiguravajućih kuća od strane domaćih regulatora, kao i sa aspekta nemogućnosti države da oporezuje prihode stranih osiguravajućih kuća. Postavlja se pitanje, koliko će novodonešeni Zakon o osiguranju<sup>62</sup>, kao i Zakon o dobrovoljnom penzionom osiguranju, biti sami po sebi dovoljni da obezbijede promjenu ovog trenda, odnosno davanje prednosti domaćim, pred stranim finansijskim institucijama koje nude usluge životnog, penzionog i drugih osiguranja.

Novodonošenim Zakonom o osiguranju uređeno je pitanje obezbjeđenja likvidnosti i solventnosti osiguravajućih društava, kroz visinu osnovnog kapitala. Pitanje konkurencije i oligopola tretirano je novodonešenim Zakonom o zaštiti konkurencije.

### **6.2.2.1. Struktura proizvoda i prihoda osiguravajućih društava u Crnoj Gori**

Vrste i struktura «proizvoda» čijom prodajom osiguravajuća društva generišu najveći dio prihoda vrlo je uskog dijapazona i pravi je odraz nerazvijenosti crnogorske privrede i niskog standarda stanovništva; dok u svijetu postoji više od 400 vrsta osiguranja, kod nas postoji do 30 vrsta. Međutim, struktura «proizvoda» je dijelom rezultat i još uvijek nedovoljne aktivnosti samih organizacija za osiguranje na popularizaciji pojedinih vidova osiguranja, naročito onih vezanih za građane – od raznih vidova osiguranja od nezgoda, do zdravstvenog i penzionog osiguranja. Tako je prije

<sup>62</sup> «Sl. list RCG», br. 78/06.

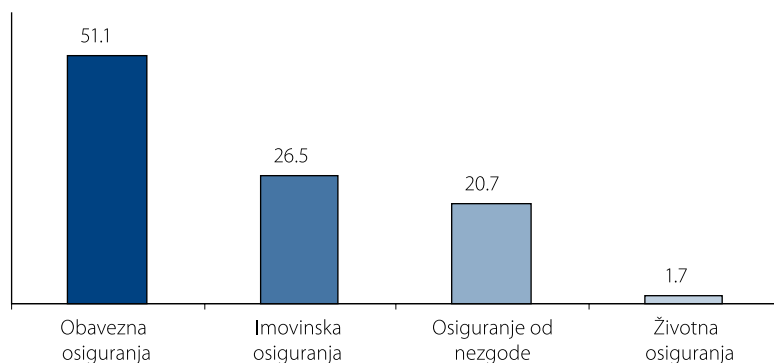
petnaestak godina osiguranje života, kao dugoročno ulaganje, iznosilo četvrtinu sredstava osiguranja kod nas, dok je danas to svega 2,6% (podatak za 2005. godinu). U najrazvijenijim zemljama životno osiguranje i osiguranje imovine u portfelju osiguravajućih kuća čini u prosjeku oko 60% novčanog dijela kapitala, koji u suštini čini potencijal za dugoročne investicije.

Ostvarena bruto premija na tržištu Crne Gore, u periodu od 2002-2004. godine, imala je tendenciju rasta i iznosila je 22,883 hiljade eura u 2002. godini; 25,600 hiljada eura u 2003. godini, 26,117 hiljada eura u 2004. godini i 35.995 hiljada u 2005. godini<sup>63</sup>. Na osnovu navedenih podataka proizlazi da je ukupna bruto premija u periodu 2002-2005. godina povećana za 57,64%.

Najveće učešće na crnogorskom tržištu osiguranja u posmatranom periodu imalo je »Lovćen« osiguranje, koje je u 2002. godini ostvarilo 80%, u 2004. godini 76,9%, a u 2005. godini 67,94% ukupne bruto premije, usljed ulaska novih osiguravajućih društava na domaće tržište osiguranja, kao i boljih rezultata poslovanja postojećih društava. Ovako veliki stepen dominacije jedne kompanije na tržištu osiguranja, iako u opadanju, može se smatrati negativnom karakteristikom, jer može voditi ka monopolističkom pritisku.

Učešće ostvarene premije po vrstama osiguranja u Crnoj Gori, u 2004. godini, prikazano je grafikom u nastavku.

Grafik br. 6.1 - Procentualna struktura portfelja osiguranja u Crnoj Gori u 2004. godini



Na osnovu podataka iz 2003. godine, učešće životnog osiguranja u ukupnom portfelju osiguranja iznosilo je 0,3%<sup>64</sup>, u 2004. godini iznosilo je 1,7%, dok je u 2005. godini iznosilo 2,6%. Važno je uočiti da, iako je procenat ostvarenog životnog osiguranja u 2005. godini i dalje mali, realno postoji pozitivan trend rasta proizvoda životnog osiguranja u odnosu na 2003. godinu.

<sup>63</sup> Pri tome se broj zaposlenih u osiguravajućim društvima sporo povećavao, pa je 2002. godine iznosio 300, 2003. godine 316 i 2004. godine 315 zaposlenih.

<sup>64</sup> Osiguranje od nezgode činilo je 17%, imovinska osiguranja 34%, a obavezna osiguranja 47,7% ukupnog portfelja u 2003. godini.

Ministarstvo finansija Crne Gore, na bazi podataka i izvršene kontrole, konstatovalo je da u periodu od 2002. do 2004. godine nije bilo „ekscenčnih“ ponašanja rizika ostvarene mjerodavne tehničke premije i mjerodavnih šteta, odnosno da su štete isplaćivane u optimalnom iznosu i to oko 70% tehničke premije. Takođe, istaknuto je da su prihodi osiguravajućih društava po osnovu plasmana prilično skromni, što ukazuje da je premija osiguranja nužan i za sada jedini izvor rasta prihoda osiguravajućih društava.

### Box br. 6.1 - Životno osiguranje u Crnoj Gori

Osiguranje života u svojoj osnovi objedinjuje funkciju osiguranja i funkciju štednje. Pored osiguravajuće zaštite kojom se obezbjeđuje ekonomska i socijalna sigurnost osiguranika, osiguranje života treba da obezbijedi i akumuliranje kapitala. Ugovor o osiguranju života, kao podvrsta ugovora o osiguranju lica, je ugovor kojim se osiguravač obavezuje da osiguraniku ili licu koga on odredi, isplati određenu sumu ili rentu za slučaj smrti osiguranika ili osiguranog lica, ili za slučaj doživljenja određenog vremena, a osiguranik se obavezuje da plati premiju osiguranja. Osiguranje života ima veliki ekonomski značaj jer je jedan od izvora kreditiranja razvoja. Plaćanjem premija životnog osiguranja kumuliraju se sredstva koja imaju značaj dugoročne, namjenske i unaprijed određene štednje. Ta sredstva se mogu upotrijebiti kao izvori kreditiranja i investiranja. Polisa životnog osiguranja ima karakter hartije od vrijednosti tako da može služiti kao garancija za kredit. Pored socijalne funkcije, osiguranje života ima značajnu ulogu u privredi svakog društva. Sa stanovišta države iznosi koji se uplaćuju kao premija životnog osiguranja kumuliraju se i mogu se upotrijebiti kao izvor kreditiranja i investiranja. Polisa osiguranja se uvijek može transformisati u likvidna sredstva kroz njen otkup i to po vrijednosti utvrđenoj pravilima matematike osiguranja. S druge strane, sa stanovišta pojedinca polisa životnog osiguranja se može upotrijebiti kao garancija za kredit. U tom slučaju, govori se o polisi riziko osiguranja života, odnosno vinkuliranoj polisi osiguranja u korist banke zajmodavaoca.

U Crnoj Gori se životnim osiguranjem bave osiguravajuća društva “Lovćen”, “Zepter” i “Grawe”. Ova društva nude sljedeće proizvode osiguranja: mješovito osiguranje života, riziko osiguranje, rentna osiguranja.

*Mješovitno osiguranje* je najpovoljniji vid životnog osiguranja. Kupovinom polise mješovitog životnog osiguranja vrši se dvostruko obezbjeđivanje; osiguranik se obezbjeđuje u slučaju doživljenja, a nasljednici u slučaju smrti. Na taj način, jednim ugovorom spajaju se dva vida osiguranja. Mješovito osiguranje daje potpunu osiguravajuću zaštitu, omogućava sigurno i jednostavno ulaganje novčanih sredstava i garantuje isplatu ugovorene sume osiguraniku po isteku ugovora, odnosno korisniku osiguranja po nastupanju smrti osiguranog lica. Osnovne karakteristike ovog osiguranja su: trajanje osiguranja je na određeno vrijeme, za slučaj ranije smrti korisniku se isplaćuje ugovorena osigurana suma, u slučaju doživljenja osiguraniku se isplaćuje ugovorena osigurana suma.

Mješovito osiguranje života u Crnoj Gori mogu zaključiti lica starosne dobi od navršene 14-te do navršene 70-te godine, za period od 5 do 30 godina, pri čemu istek osiguranja mora biti u godini u kojoj osiguranik puni najviše 75 godina.

**Riziko osiguranje** života se zaključuje uz odobrene bankarske kredite. Ugovorom riziko osiguranja osigurava se samo rizik smrti osiguranika. Ako osiguranik doživi ugovoreni rok isteka osiguranja ne postoji nikakva obaveza osiguravača. Uz osiguranje života za slučaj smrti nije moguće uključivanje dopunskog osiguranja od posljedica nesrećnog slučaja. Ugovorom o osiguranju života za slučaj smrti može biti osigurano samo jedno lice. Osigurati se mogu fizička lica – korisnici kredita, s tim da istek osiguranja mora biti najkasnije u godini u kojoj osiguranik navršava 65 godina.

**Rentna osiguranja** su vrsta poslova osiguranja kojim se pokrivaju periodične isplate ugovorenih iznosa osiguraniku za određeni period ili do kraja života. Pravo na rentu stiče osiguranik nakon uplate premije osiguranja, odjednom ili u ratama. Renta je na taj način neposredno pretvaranje kapitala u dohodak. Namijenjena su svim građanima koji žele da se obezbijede za period svog života u kojem će imati povećane finansijske izdatke. Iako se ne radi o klasičnom penzijskom osiguranju, rentna osiguranja daju mogućnost dodatnog obezbjeđivanja za penziju. Rentna i penzijska osiguranja razlikuju se u sljedećem: a) početak isplate rente ne vezuje se za zakonski rok odlaska u penziju; b) kod rentnog osiguranja unaprijed je poznat novčani iznos (renta) koju će osiguranik primati, i c) u slučaju smrti osiguranika, iznos uplaćene premije isplaćuje se naznačenom korisniku osiguranja.

Rentno osiguranje, kao i mješovito osiguranje, podrazumijeva participaciju osiguranika u dobiti kompanije, odnosno isplatu zagarantovanih novčanih sredstava uvećanih za određeni procenat obračunate dobiti preduzeća.

**Dopunsko osiguranje od posljedica nesrećnog slučaja** je vrsta osiguranja lica kod koje osiguravač ima obavezu da isplati osiguranu sumu osiguraniku ili drugom korisniku, ako za vrijeme trajanja osiguranja predviđeni nesrećni slučaj prouzrokuje smrt ili invaliditet osiguranika, kao i da nadoknadi štetu koja je nastala usljed troškova liječenja i izgubljene zarade (u slučaju da kao posljedica nesrećnog slučaja nastane prolazna nesposobnost za rad ili narušenje zdravlja osiguranika). Osigurana suma u osiguranju od posljedica nesrećnog slučaja utvrđuje se u polisi sporazumom ugovornih strana i predstavlja mjerilo obaveze osiguravača. Ona predstavlja gornju granicu obaveze osiguravača. Posebna ograničenja u pogledu visine i odnosa osiguranih suma za pojedine rizike predviđaju se tarifama premija za osiguranje od posljedica nesrećnog slučaja. Rizik koji se preuzima kod osiguranja lica od posljedica nesrećnog slučaja je opasnost od nastupanja nesrećnog slučaja<sup>65</sup>. Posebno se može ugovoriti osiguranje za pokriće troškova liječenja, kao i za pokriće dnevne naknade kao sume koja nadoknađuje razliku između zarade i naknade za vrijeme privremene nesposobnosti za rad osiguranika.

<sup>65</sup> Pojam nesrećnog slučaja definiše se kao "svaki iznenadni i od volje osiguranika nezavisni događaj, koji djelujući uglavnom spolja i naglo na tijelo osiguranika ima za posljedicu njegovu smrt, potpuni ili djelimični invaliditet, prolaznu nesposobnost za rad ili narušenje zdravlja koje zahtijeva ljekarsku pomoć". Posmatrajući podjelu osiguranja, na životna i neživotna osiguranja, osiguranje lica od posljedica nesrećnog slučaja spada u neživotna osiguranja. Uopštenom podjelom na osiguranje lica i osiguranje imovine, životna osiguranja i osiguranja lica od posljedica nesrećnog slučaja spadaju u osiguranja lica

Prihod crnogorskih osiguravajućih društava u najvećoj mjeri je rezultat uplate visokih premija za mali broj proizvoda obaveznog osiguranja, dok je samo manjim dijelom rezultat finansijskih ulaganja. Tokom perioda 2003-2005. godina, značajno su podignute premije obaveznog osiguranja vozila, što se u dva navrata značajno odrazilo i na rast stope inflacije u Republici. Rast premija osiguranja u ovom slučaju uzrokovan je velikom vrijednošću osigurane imovine, odnosno novih, skupocjenih automobila. Međutim, s druge strane, visoke premije osiguranja, i u ovom i u drugim slučajevima dobrim dijelom su rezultat slabe konkurencije na tržištu osiguranja, odnosno postojanja oligopola<sup>66</sup>.

Kad se uporede određeni pokazatelji poslovanja za ukupan bankarski sektor i sektor osiguranja u Crnoj Gori, zaključuje se da iz srazmjerno korespondirajućeg prihoda, osiguranje generiše nesrazmjerno malu dobit. Razlog tome su, svakako, visoki rashodi koje, s obzirom na posao kojim se osiguranje bavi, nije moguće smanjiti. Međutim, razlog je svakako i u nedovoljno visokim prihodima, koji bi mogli i trebali biti veći, kad bi bili ispunjeni izvjesni uslovi.

*Tabela br. 6.4 - Osnovni pokazatelji poslovanja osiguravajućih društava u Crnoj Gori u periodu 2003 - 2005. godina, u 000 eura*

Opis	Ukupan prihod			Neto dobit			Osnovni kapital		
	2003.	2004.	2005.	2003.	2004.	2005.	2003.	2004.	2005.
Osiguravajuća društva u RCG	43,104	36,831	43,766	908	609	-1,365	17,261	16,394	24,725
Bankarski sektor RCG	47,916	64,811	77,801	5,336	-1,116	4,184	62,783	68,378	77,801
Odnos osiguranje/bankarstvo	89,95%	56,83%	56,25	17,02"	-54,56%	-32,62	27,49%	23,98%	31,78

*Izvor: podaci iz godišnjih finansijskih izvještaja osiguravajućih društava i banaka u Crnoj Gori*

Postavlja se pitanje, zbog čega prihodi osiguravajućih društava u Crnoj Gori nijesu i veći? Odnosno, da li bi u uslovima u kojima se njihovi prihodi uglavnom formiraju iz premija osiguranja uopšte i trebali da budu veći? Da li su nedostatak prave konkurencije, tj. postojanje oligopola, odnosno visoka vrijednost osiguravanih dobara, osnovni razlozi visokih premija osiguranja, ili su one dijelom i posljedica neodgovarajućeg upravljanja aktivom ovih finansijskih institucija? Iz toga, dalje, proizlazi pitanje: koliko se aktivom može uspješnije upravljati uz kratku ročnost raspoloživih sredstava u pasivi i skroman dijapazon tržišnog materijala u koji se može investirati, čije cijene pri tome imaju špekulativan karakter? Osiguravajuća društva plasiraju značajan dio sredstava u depozite kod banaka, dok njihova potraživanja uključuju i kratkoročne državne zapise. Razlog tome je što na finansijskom tržištu nema drugih kratkoročnih investicionih alternativa, relativno

<sup>66</sup> Na visinu premija generalno utiču opšte stanje ekonomije, stepen razvijenosti zemlje, društveno istorijski faktori, sklonost ka štednji, zakonske odredbe, državne mjere, stopa inflacije i konkurencija.

likvidnih, jer ne postoji tržište novca, niti tržište kratkoročnih obveznica, dok je kod dugoročnih obveznica tek počelo da se razvija tržište državnih obveznica. Investiranje u inostrane kratkoročne hartije od vrijednosti bilo bi nerentabilno zbog niskih stopa prinosa i visokih troškova investiranja (troškova platnog prometa sa inostranstvom, registracije i sl.). Na ovim tržištima osiguravajuće kompanije u svijetu uglavnom plasiraju raspoloživa sredstva. S druge strane, relativno skroman udio životnog osiguranja u ukupnim premijama osiguranja diktira finansijska ulaganja osiguravajućih kuća pretežno u kratkoročne, umjesto u dugoročne investicije – jedine sigurne dugoročne investicije koje osiguravajuće društva vrše su ulaganja u nekretnine. Struktura prihoda crnogorskih osiguravajućih društava u njihovim bilansima uspjeha, ukazuje da se najveći dio ukupnih prihoda formira iz prihoda po osnovu osiguranja (između 66% i 88%), dok se iz finansijskih prihoda formira svega do 1% ukupnih prihoda, od čega se na prihode od dugoročnih plasmana odnosi svega od 5 – 10%.

Osiguravajuće kompanije kroz svoju finansijsko-posredničku funkciju i ulogu institucionalnih investitora imaju važan uticaj na razvoj privrede. Prihodima od premija životnog osiguranja osiguravajuće kompanije prikupljaju dugoročna novčana sredstva, koja se u cilju solventnosti i profitabilnosti poslovanja ovih kompanija mogu dugoročno plasirati na finansijska tržišta. Što je veći udio ove premije u ukupnim premijama, to je veći i potencijal osiguravajućih društava za uključivanje u tržište kapitala. Danas, još uvijek, učešće osiguravajućih kompanija na domaćem finansijskom tržištu je zanemarljivo. Stoga donošenje novog Zakona o osiguranju predstavlja samo osnovnu sistemsku novinu koju je potrebno uvesti. Ovaj Zakon, sam po sebi jeste preduslov za kvalitetnije funkcionisanje tržišta osiguranja, ali potrebno je stvoriti i dodatne preduslove za uspješnije i ukupno društveno korisnije funkcionisanje ovog tržišta. Oni se svakako odnose na povećanje životnog standarda i ukupnog ekonomskog rasta, kao i na podizanje nivoa opšte sigurnosti poslovanja (u smislu veće transparentnosti informacija o poslovanju, odnosno bonitetu pravnih i fizičkih lica, kao i zaštite prava povjerilaca). Osim toga, potrebno je raditi na produbljivanju i proširivanju domaćeg finansijskog, prevashodno tržišta kapitala, da bi osiguravajuće kompanije bile u stanju da svoje prihode generišu diverzifikujući portfolio sredstava na bolji način, investirajući na ovom tržištu.

#### **6.2.2.2. Novi Zakon o osiguranju u Crnoj Gori**

Pretpostavka daljeg razvoja sektora osiguranja u Crnoj Gori trebao bi da bude i novi Zakon o osiguranju, koji je usvojen u decembru 2006. godine. Zakon o osiguranju je u velikoj mjeri usklađen sa standardima koji važe u razvijenim tržišnim privredama, prvenstveno međunarodnim standardima supervizije u osiguranju i direktivama Evropske Unije iz oblasti osiguranja, osim u dijelu koji se odnosi na mogućnost osnivanja filijala stranih osiguravajućih kompanija u Crnoj Gori. Takva mogućnost Zakonom o osiguranju nije predviđena iz razloga obezbjeđenja većeg stepena sigurnosti poslovanja osiguravajućih društava, njihove supervizije i kontrole. Pored toga, Direktive EU predviđaju i da se banke mogu baviti poslovima zastupanja i posredovanja u osiguranju. Iako je Zakonom o osiguranju predviđena i ova mogućnost, banke će biti u mogućnosti da se tim poslovima bave tek nakon eventualnog unošenja takve odredbe u novi zakon o bankama, koji je trenutno



u proceduri. Neusklađenost sa Evropskom unijom, svakako će još izvjeno vrijeme postojati u još jednom segmentu, a to je maksimalna visina štete, jer je ona u Crnoj Gori i dalje na nivou socijalne kategorije i daleko od iznosa isplata osiguranih suma u Evropskoj uniji.

Zakon o osiguravanju precizira da regulatorne i nadzorne poslove obavlja Agencija za nadzor osiguranja sa statusom pravnog lica, kao samostalna institucija, čije najviše organe će postavljati Skupština RCG. Vjerovatno da bi bolje rješenje bilo da je nadležnost za kontrolu i regulativu osiguranja dodijeljena Centralnoj banci Crne Gore, jer je ova institucija dokazala kapacitet i integritet u vršenju poslova kontrole i regulative. Takvo rješenje bi značilo niže troškove nadzora i regulacije, kako za poreske obveznike, tako i za osiguravajuće kompanije, a i stepen nezavisnosti supervizora bi bio viši. Iskustvo je pokazalo da formiranje nezavisnih agencija može značiti izuzetno visoke troškove i takvo rješenje se ne preporučuje za male zemlje, kao što je Crna Gora. Smanjenje broja supervizora na finansijskom tržištu preporučeno je i ranije pominjanim direktivama Evropske unije, kao od strane MMF-a.

U odnosu na ranije važeći zakon o osiguranju imovine i lica iz 1996. godine, novi Zakon o osiguranju donosi sljedeće novine:

1. podjela poslova osiguranja na životno i neživotno osiguranje. Prema novoj podjeli poslova osiguranja, jedno društvo za osiguranje neće moći da obavlja poslove i životnih i neživotnih osiguranja;
2. strano društvo za osiguranje moći će da osnuje u Crnoj Gori svoju afilijaciju (organizacioni dio) i to isključivo sa svojstvom pravnog lica;
3. obavljanje poslova posredovanja, zastupanja i pružanja drugih usluga u osiguranju, razdvaja se novim Zakonom o osiguranju. Kvalifikaciju za obavljanje navedenih poslova, posrednici i zastupnici u osiguranju steći će polaganjem stručnog ispita čije će propozicije propisati Ministarstvo finansija;
4. usvajanjem novog Zakona o osiguranju, uvode se tehničke rezerve koje se usaglašavaju sa direktivama EU;
5. osiguravajuće kompanije biće u obavezi da stalno utvrđuju i prate likvidnost (u skladu sa propisima), kao i da tromjesečno izvještavaju regulatorni organ o stanju likvidnosti;
6. u cilju disperzije rizika, Zakon o osiguranju propisuje mogućnost i ograničenja deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi;
7. kod utvrđivanja sredstava garantne rezerve, novinu čine ograničenja u utvrđivanju dijela neraspoređene dobiti koja se koristi kod izračunavanja garantnih rezervi;
8. Zakonom o osiguranju se definiše i obaveza izračunavanja margine solventnosti odvojeno za svaku vrstu životnih, odnosno neživotnih osiguranja. Margina solventnosti treba da obezbijedi stalnu kontrolu i praćenje funkcionalnog odnosa između potrebnog kapitala i preuzetih rizika;
9. novinu u odnosu na prethodni zakon o osiguranju imovine i lica predstavlja obaveza da osiguravajuće kompanije sprovedu internu reviziju kao funkciju koja će imati zadatak da vrši procjenu adekvatnosti i efektivnosti sistema interne kontrole, usklađenosti poslovanja



društva sa Zakonom, drugim propisima i aktima poslovne politike društva, adekvatnosti i primjene propisanih politika i procedura kontrole rizika, kvaliteta i pouzdanosti informacionih sistema, kao i tačnosti, pravovremenosti i pouzdanosti računovodstvenih, finansijskih i drugih izvještaja i evidencija;

10. novim Zakonom o osiguranju uvodi se mogućnost pružanja usluga u dobrovoljnom penzijskom i zdravstvenom osiguranju, koji će biti regulisani posebnim zakonom;
11. propisuje se najniži početni fond sigurnosti koji za životna osiguranja iznosi 800.000 eura, za neživotna od 500.000 do 2.250.000 eura, a za poslove reosiguranja 2.000.000 eura;
12. obavezna osiguranja u saobraćaju regulisaće se posebnim zakonom, koji se takođe nalazi u proceduri. Novina u Zakonu o osiguranju je formiranje Fonda za štete iz kojeg će se vršiti isplata šteta prouzrokovanih od strane neosiguranih i nepoznatih vozila i šteta koje pričinile vozila osigurana kod društava za osiguranje koja su prestala sa radom. Na osnovu ovog zakonskog rješenja će se poslovi, koji su ranije važećim zakonom o osiguranju imovine i lica bili prenijeti u vidu javnih ovlaštenja na Udruženje osiguravajućih organizacija SCG, (na Garantni fond), obavljati na nivou Republike Crne Gore.

### Box br. 6.2 - Komparativna analiza tržišta osiguranja u svijetu

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

Analiza sektora osiguranja u državama na području bivše Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije (SFRJ), najbolje se realizuje komparacijom osnovnih pokazatelja razvijenosti osiguranja, analizom odstupanja vrijednosti indikatora posmatranih tržišta u odnosu na tržišta osiguranja zemalja Evropske unije, kao i prognozom razvoja osiguranja u budućnosti. U pokazatelje razvijenosti osiguranja ubrajamo: a) opšte ekonomske pokazatelje (BDP, BDP per capita i broj stanovnika); b) opšte pokazatelje osiguranja (ukupna bruto premija, bruto premija životnih i neživotnih osiguranja, iznos premije za reosiguranje, i dr.) i c) specifične pokazatelje osiguranja (koeficijent penetracije osiguranja - udio premije u BDP i koeficijent gustine osiguranja - iznos premije po stanovniku).

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

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

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

### 6.2.2.3. Zaključna razmatranja

Za razliku od većine zemalja u okruženju, tržište osiguranja u Crnoj Gori prilično je nerazvijeno i kao takvo zahtijeva što hitnije reforme. Razloge ovakvoj situaciji prije svega treba tražiti u niskom životnom standardu stanovništva, ali i u izgubljenom povjerenju stanovništva u osiguravajuće kompanije, kao i nedovoljnoj informisanosti stanovništva o značaju i mogućnostima korišćenja određenih vidova osiguranja.

U Crnoj Gori danas se osiguravaju uglavnom biznis i motorna vozila od odgovornosti, dok je osiguranje nekretnina kao uslov za dobijanje stambenih kredita, intenzivirano tek 2005. godine. Bazirajući se uglavnom na ovim proizvodima, osiguravajuće kompanije nastoje da realizuju prihode dovoljno visoke za pokriće isplata po osnovu osiguranja<sup>67</sup>. Osiguravajuća društva, iako posluju u uslovima niske stope inflacije i drugim povoljnim makroekonomskim uslovima, i dalje se suočavaju sa relativno visokim poreskim i drugim opterećenjima. Jedan od osnovnih problema s kojima se susreću i ovi finansijski posrednici jeste problematična zaštita prava povjerilaca, vezana za funkcionisanje sudske vlasti. Prihodi osiguravajućih društava od finansijskih plasmana i dalje su prilično skromni, pa je podizanje premija osiguranja za ograničen broj proizvoda osiguranja, jedini

<sup>67</sup> Osiguravajuća društva finansiraju svoje poslovanje iz uplata premija i iz prihoda od plasmana sredstava, iz čega ostvaruju prihod. Isplate po osnovu osiguranja iskazuju se kao neto premija, koja je jednaka bruto premiji osiguranja umanjenoj za troškove akvizicije, administrativne i inkaso troškove.

izvor za rast prihoda osiguravajućih društava<sup>68</sup>. Individualna osiguranja uslovljena su kupovnom moći stanovništva. Stoga bi veći životni standard stanovništva popularizovao uplatu premija za životno osiguranje, iz kojih se formiraju sredstva raspoloživa na duži rok i otuda pogodna za dugoročne investicije. Razvojem životnog osiguranja, očekuje se da će osiguravajuće kompanije zauzeti svoje mjesto na finansijskom tržištu. Neophodno je izvršiti aktuarske proračune životnog vijeka i smrtnosti u Crnoj Gori, nakon čega se očekuje bolje funkcionisanje kako životnog, tako i dobrovoljnog penzijskog osiguranja. Tek u takvim uslovima, prevashodno osiguravajuća društva koja se bave životnim osiguranjem, moći će da se značajnije angažuju kao kapitalni, dugoročni investitori. Jedan od podsticaja popularizaciji životnog osiguranja mogle bi predstavljati i poreske olakšice za životna osiguranja, koje bi se mogle dati i za dopunska i privatna zdravstvena osiguranja.

Od crnogorskih osiguravajućih društava koja se bave neživotnim osiguranjem se očekuje da u perspektivi, shodno reformi penzionog i zdravstvenog sistema, na tržištu ponude i dodatno penziono i zdravstveno osiguranje. Takođe, treba očekivati uvođenje i funkcionisanje osiguranja domaćeg i međunarodnog prevoza, osiguranja domaćinstava i razvoj novih proizvoda osiguranja, koji se tiču osiguranja odgovornosti za proizvod i iz djelatnosti, namijenjene klijentima poput advokata, ljekara i drugih koji se tako štite u slučaju eventualnih grešaka ili propusta.

Osnovni preduslovi za dalji razvoj tržišta osiguranja u Crnoj Gori su: 1) poboljšanje životnog standarda stanovništva, 2) razvoj finansijskog tržišta, u čemu je naročito važan razvoj tržišta novca i tržišta obveznica, i 3) ulazak inostranih osiguravajućih kuća na crnogorsko tržište. Podizanje životnog standarda građana važno je zato što samo u uslovima većeg diskrecionog dohotka (koji je raspoloživ za potrošnju kad se izuzmu porezi i doprinosi), može doći do širenja ponude proizvoda osiguranja. Naravno, bolja ekonomska situacija će na crnogorsko tržište, bez obzira koliko je ono malo, u još većoj mjeri privući i strane kompanije. Takođe, može se očekivati da bi ulazak stranih osiguravajućih kuća mogao doprinijeti većem angažovanju i kreativnosti domaćih osiguravajućih kuća u stvaranju novih proizvoda. Iako se u narednih par godina ne očekuje nagli rast tržišta osiguranja, ono će ipak biti vođeno kasko osiguranjima i obaveznim osiguranjem koje kao uslov postavljaju kompanije za lizing prilikom zaključivanja ugovora o lizingu. Očekuje se da će rast kredita crnogorskih banaka, za kupovinu nekretnina, podstaći dalji rast u oblasti osiguranja nekretnina. Osim toga, dodatni podsticaj razvoju osiguranja mogle bi pružiti i velike inostrane investicije u domaće nekretnine, ukoliko novi vlasnici budu vršili osiguranje tih, uglavnom skupo plaćenih nekretnina, u domaćim osiguravajućim društvima. Generalno, promjena dominantnog oblika vlasništva, sa državnog u privatno, dovešće do podizanja svijesti o interesima i odgovornostima prema sopstvenoj imovini, a time i do ozbiljnijeg pristupa poslovima osiguranja.

Dodatni važan preduslov za razvoj domaćeg sektora osiguranja je i postojanje mogućnosti date osiguravajućim društvima da svojom aktivom upravljaju i putem investiranja u inostranstvu. Uvažavajući činjenicu da inostrani osiguravači veliki dio novčanih sredstava plasiraju van granica zemlje, u cilju pokrivanja ukupno preuzetog rizika od osiguranika, jasno je da privatizacija inostrana

---

<sup>68</sup> Potrebe za povećanjem prihoda osiguravajućih društava javljaju se sa rastom rizika ukupnog, ili u pojedinim oblastima osiguranja (npr. osiguranje polovnih vozila implicira i potencijalno veće isplate za štete koje takva vozila mogu da izazovu).

nim kapitalom predstavlja takođe važan faktor razvoja tržišta osiguranja, koji se mora kontrolisati kako ne bi došlo do velikog odliva novčanih sredstava, a time i povećanja rizika same zemlje. Koncentracija finansijskih sredstava usloviće zajednički nastup finansijskih institucija u poslovima štednje i životnih osiguranja.

Uključivanje osiguravajućih kuća na finansijsko tržište, pod uslovom postojanja adekvatnog spektra hartija od vrijednosti, dinamiziralo bi finansijsko tržište, i obezbijedilo dodatne izvore finansijskih sredstava za finansiranje kratkoročnog i dugoročnog poslovanja domaće privrede. Međutim, veće uključivanje osiguravajućih kuća na domaće finansijsko tržište, čak i u uslovima rasta udjela životnog osiguranja u ukupnim premijama osiguranja, bit će moguće tek sa razvojem većeg broja hartija od vrijednosti i sa obezbjeđenjem njihove likvidnosti na finansijskim tržištima. Ukoliko se domaće tržište novca i kapitala bude sporo razvijalo, potencijalne investicije domaćih osiguravajućih društava bit će usmjerene na inostrana tržišta. U takvom scenariju, domaća privreda ostat će bez značajnog dijela potencijalnih eksternih finansija, a banke bez konkurencije kreditima, kao još uvijek primarnom izvoru eksternog finansiranja u Crnoj Gori.

## Prilog: Tržište osiguranja zemalja u regionu

### 1. Tržište osiguranja Slovenije

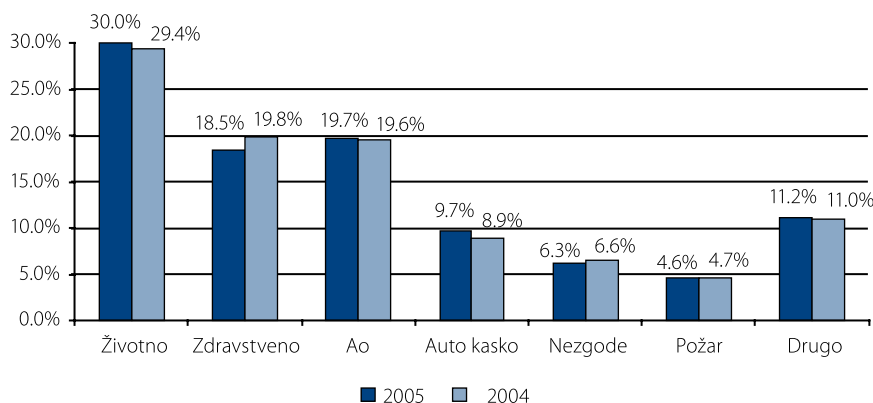
U 2005. godini Slovenija je ostvarila BDP u iznosu od 27,6 milijardi eura, dok je BDP per capita iznosio 13.807 eura. Uključivanje Slovenije u Evropsku uniju imalo je pozitivan uticaj na tržište osiguranja. Zahvaljujući dodatnoj primjeni evropskih zakona, slovenačke osiguravajuće kompanije su obavljale svoje aktivnosti i u inostranstvu.

Na tržištu osiguranja Slovenije, u 2005. godini poslovalo je 18 kompanija i 2 reosiguravajuća društva, pri čemu na tržištu osiguranja već duži niz godina primat zauzima osiguravajuća kompanija "Triglav" (39,75%). Na osnovu podataka Udruženja osiguravajućih kompanija Slovenije, bruto obračunata premija na tržištu osiguranja za 2005. godinu iznosila je 1,55 milijardi eura. Premija neživotnog osiguranja u istoj godini iznosila je 69,99% ukupno obračunate premije, dok je životno osiguranje u ukupnom portfelju učestvovalo sa 30,01%. Ukupna premija reosiguranja u 2005. godini iznosila je 161 milion eura.

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

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

Grafik br. 1 - Strukutra portfelja osiguranja Slovenije u 2004. i 2005. godini



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

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

## 2. Tržište osiguranja Hrvatske

Hrvatska je 2005. godine bila najjača država u regiji sa ostvarenim BDP-om u iznosu od približno 31 milijardu eura, dok je BDP per capita iznosio 6.923 eura, po čemu je Hrvatska bila na drugom mjestu u regionu, iza Slovenije.

Dinamika razvoja osiguranja u Hrvatskoj svrstava osiguranje u perspektivnu razvojnu djelatnost. Ukupna bruto premija društava za osiguranje u 2005. godini iznosila je oko 1,0 milijardi eura, što predstavlja rast od 12,2% u odnosu na 2004. godinu. Trend rasta je posebno izražen kod premije životnih osiguranja, koja je u 2005. godini porasla za 22,2% u odnosu na prethodnu godinu. Premija životnog osiguranja u 2005. godini iznosila je 0,259 milijardi eura, a životno osiguranje je sa 25,8% učestvovalo u ukupnom portfelju osiguranja.

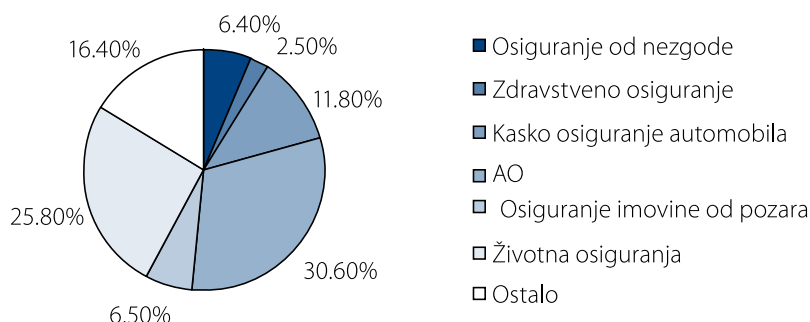
Na ovakva pozitivna kretanja, pored veće poslovne aktivnosti samih osiguravajućih kompanija, uticale su i mjere ekonomske politike, kako u dijelu stabilnosti cijena i domaće valute, tako i u pogledu podsticajnih mjera u smislu davanja poreskih olakšica za životna osiguranja, kao i za do-

punska i privatna zdravstvena osiguranja. Dolazak stranih investitora na tržište Hrvatske, takođe je uticalo na razvoj osiguranja, odnosno na povećanje kvaliteta i raznovrsnosti proizvoda i usluga osiguranja.

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

Struktura portfelja osiguranja Hrvatske se mijenja, ali su iz godine u godinu različiti trendovi promjena. Učešće osiguranja auto-odgovornosti ima tendenciju pada, kao i učešće osiguranja od nezgode, dok učešće kasko osiguranja automobila oscilira. Učešće transportnih i imovinsko požarnih osiguranja već duži niz godina stagnira. Tendenciju rasta u ukupnom portfelju osiguranja, pored životnog osiguranja, imaju i osiguranja pravne zaštite, osiguranja turističkih usluga, kao i dobrovoljno zdravstveno osiguranje. Struktura portfelja hrvatskih osiguravajućih kompanija u 2005. godini prikazana je u sljedećem grafikonu:

*Grafik br. 2 - Struktura portfelja osiguranja Hrvatske u 2005. godini*



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

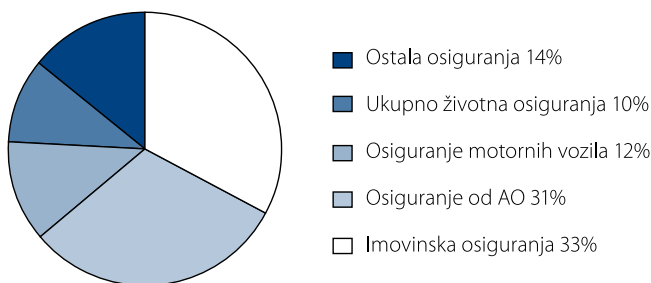
### 3. Tržište osiguranja Srbije

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

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

Ukupna premija u 2005. godini iznosila je 405,7 miliona eura. U strukturi premije, učešće neživotnih osiguranja iznosilo je 90,5%, dok je životno osiguranje u ukupnom portfelju učestvovalo sa 9,5%. Dobrovoljno penzijsko osiguranje činilo je 0,6% ukupnog portfelja, tako da je ukupno životno osiguranje (uključujući i dobrovoljno penzijsko) u 2005. godini iznosilo oko 10% ukupnog portfelja. Iako je premija životnog osiguranja u 2005. godini porasla za čak 96%, njeno učešće u ukupnoj premiji i dalje je izuzetno nisko.

Grafik br. 3 - Struktura portfelja osiguranja Srbije u 2005. godini



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

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

U strukturi aktive društava za osiguranje, sa stanjem na dan 31. decembra 2005. godine, 50,2% imovine odnosilo se na stalnu imovinu (od čega 36,2% na nekretnine, a 13% na dugoročne finansijske plasmane), dok se 49,3% odnosilo na obrtnu imovinu (od čega na potraživanja po premijama i na kratkoročne finansijske plasmane po 18%). U strukturi pasive na dan 31. decembra 2005.



godine, kapital i rezerve iskazale su učešće od 40%, a tehničke rezerve od 49%. Društva za osiguranje su u 2005. godini smanjila učešće sopstvenog kapitala u korist povećanih izdvajanja sredstava u tehničke rezerve. Istovremeno, sa relativnim padom učešća kapitala u strukturi pasive, kapital i rezerve su iskazali nominalni porast za 19% u odnosu na 2004, što je uglavnom rezultat izvršenih dokapitalizacija društava u skladu sa zakonskom regulativom.

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

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

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

#### *4. Tržište osiguranja Bosne i Hercegovine*

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

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

U prethodnih deset godina bankarstvo se u BIH brže razvijalo u odnosu na osiguranje. Za 10 godina, premija osiguranja se povećala za oko 5 puta i dostigla je iznos od 171 milion eura, od čega je 124,5 miliona eura premije ostvareno u Federaciji BIH, a 46,5 miliona eura u Republici Srpskoj.

Životno osiguranje je u 2005. godini učestvovalo u ukupnoj premiji osiguranja sa oko 10%. Na cijelom tržištu osiguranja BIH, ukupna premija uvećala se za 13,2% u odnosu na 2004. godinu. U ukupnoj premiji osiguranja učešće auto-odgovornosti iznosilo je u 2005. godini 50%.

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

*Tabela br. 1 - Opšti i specifični pokazatelji sektora osiguranja BIH u 2005. godini*

BDP	Premija	Premija u BDP	Premija per capita	Broj stanovnika
6,8 mlrd. eura	171 mil. eura	2,51%	43 eura	3.970.000

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

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

Tržište osiguranja BiH praktično stagnira već duži niz godina. Iako je u 2005. godini zabilježen rast premije od 13,2%, konačan rezultat je ipak skroman. Manje osiguravajuće kompanije zauzimaju sve veći udio tržišta, za razliku od ostalih segmenata finansijskog tržišta. S obzirom da i u BiH najveći procenat ukupnog portfelja zauzima auto-odgovornost, učestala je pojava nelojalne konkurencije. Osim blagih opomena nadležnih institucija, niko se ozbiljnije ne bavi ovom problematikom. Tržište BIH, uprkos tome što je malo i siromašno, i dalje je podijeljeno – osiguravajuće kompanije posluju samo na području matičnog entiteta. Formiranje dvije entitetske Agencije za nadzor osiguranja kasni: u Federaciji BiH - Ured za nadzor osiguravajućih kompanija je transformisan u Agenciju, dok u Republici Srpskoj - Agencija postoji praktično samo na papiru. U takvoj situaciji malo je vjerovatno da se u bliskoj budućnosti može očekivati značajniji ulazak velikih strateških investitora, koji žele kao minimalan preduslov jedinstveno tržište, odnosno mogućnost poslovanja na cijeloj teritoriji BIH. Osnivanje dvije posebne firme za dva mala tržišta unutar BIH je nerentabilno, što svakako destimuliše inostrane investitore.

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

### **5. Tržište osiguranja Makedonije**

U 2005. godini Makedonija, koja broji oko 2,1 milion stanovnika, ostvarila je BDP u iznosu od 4,5 milijardi eura. Ukupna bruto premija iznosila je oko 85,1 milion eura, što čini učešće u BDP od

1,88%. Od ukupne bruto premije samo 2,1% odnosilo se na životno osiguranje. Ukupna aktiva osiguravajućih kompanija krajem 2005. godine povećana je za 5,6% u odnosu na 2004. godinu.

Na tržištu osiguranja u Republici Makedoniji, dozvolu za rad u osiguranju ima 10 akcionarskih društava, od kojih 8 imaju dozvolu za neživotno osiguranje, jedno društvo ima dozvolu za neživotno osiguranje i reosiguranje i jedno društvo ima dozvolu za životno osiguranje.

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

Ministarstvo finansija Makedonije priprema propise u oblasti osiguranja, izdaje dozvole i saglasnosti i sprovodi superviziju nad poslovanjem osiguravajućih kompanija, brokerskih kuća i Nacionalnog biroa osiguranja.

## 6. Rezime

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

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

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

Srbiju u 2007. godini očekuje nastavak promjena u industriji osiguranja, u smislu daljeg smanjenja broja osiguravajućih kompanija uz veće poštovanje načela struke i pravila tržišnog poslovanja, kao i povećanje ponude novih proizvoda, kako kod životnih, tako i kod neživotnih osiguranja.

Pretpostavka daljeg razvoja sektora osiguranja u Crnoj Gori trebao bi da bude novi Zakon o osiguranju, koji je u velikoj mjeri usklađen sa standardima koji važe u razvijenim tržišnim privredama, prvenstveno međunarodnim standardima supervizije u osiguranju i direktivama Evropske unije iz oblasti osiguranja. Uvođenjem novog Zakona o osiguranju u Crnoj Gori, očekuje se veća sigurnost cijelokupnog tržišta osiguranja, kao i poštena tržišna utakmica između domaćih i inostranih osiguravajućih kompanija.

### 6.2.3. Penzioni fondovi

U sklopu ukupnih ekonomskih reformi u Crnoj Gori posebno mjesto zauzima reforma penzijskog sistema kao važan segment ukupne reforme finansijskog sektora. Dosadašnji penzijski sistem u Crnoj Gori je sistem međugeneracijske solidarnosti, tzv. PAYGO sistem (eng. »pay as you go«), poznatiji kao sistem tekućeg finansiranja ili prvi stub penzijskog sistema, zasnovan na definisanim obaveznim doprinosima. Takav sistem se primjenjuje u Crnoj Gori već 60 godina, a baziran je na odgovarajućem odnosu broja zaposlenih koji uplaćuju doprinose i penzionera kojima se isplaćuju penzije iz tih doprinosa. Svi koji rade i ostvaruju prihod, po principu obaveznosti izdvajaju, kroz doprinose za penzijsko i invalidsko osiguranje, sredstva za finansiranje penzija sadašnjih korisnika. Na taj način današnji obveznici uplate doprinosa stiču pravo da u budućnosti njihove penzije budu finansirane iz sredstava koja će, po osnovu doprinosa izdvajati budući obveznici.

Ključne determinante u funkcionisanju takvog penzijskog sistema su demografska kretanja i nivo ekonomskog razvoja. Rizici koji ugrožavaju održivost ovakvog sistema su: politički rizik i demografski rizik. S jedne strane, politički sistem stvara ambijent za ekonomski razvoj dok s druge strane političke odluke kroz zakon mijenjaju parametre penzijskog sistema. Demografski rizik proizlazi iz demografskih kretanja koja određuju broj radno sposobnih i broj penzionera.

Upravo demografske promjene i ekonomske krize uzrokovale su, na globalnom nivou, da PAYGO sistem prestane da s uspjehom distribuira finansijska sredstva između različitih generacija. Reforma je podrazumijevala djelimično zadržavanje PAYGO sistema finansiranja, ili pak njegovu potpunu zamjenu odnosno dopunu kapitalno finansiranim sistemom (fully funded system). Reformisani penzioni sistemi koji su nastajali širom svijeta od početka 80-ih godina prošlog vijeka, dobili su svoje sidro u pravilima »tri stuba«, koje je kreirala Svjetska banka u njenom »Old-Age Crisis Report«-u iz 1994. godine<sup>69</sup>.

Reforma PAYGO sistema implicirala je, za većinu zemalja, uvođenje dvostubnog ili trostubnog penzionog sistema. Pri tome I stub počiva na PAYGO sistemu finansiranom doprinosima, II stub je kapitalno finansiran, dok III stub počiva na dobrovoljnoj penzionoj štednji koja se investira prema individualnom nahođenju vlasnika penzionih šema.

---

<sup>69</sup> *Opredjeljenju za reformu PAYGO sistema u tim zemljama, doprinijelo je nekoliko razloga; (1) demografske promjene – starenje stanovništva i sve nepovoljnija stopa zavisnosti (odnos broja penzionera i radno sposobnog stanovništva) te izbjegavanje plaćanja doprinosa uzrokuju pad prihoda i uslovljavaju finansijsku nestabilnost PAYGO sistema; (2) različite stopa doprinosa za pojedine grupe osiguranih u nekim zemljama je nepravedan način kojim se kreiraju prihodi u PAYGO sistemu nedovoljni za obezbjeđenje adekvatnog nivoa penzija; (3) PAYGO sistem je tako kreiran da favorizuje prve generacije penzionisanih kojima se redistribuira dohodak od budućih generacija; (4) nabrojane negativnosti deformišu kretanja na tržištu rada i kapitala, onemogućavaju poželjno korišćenje resursa i podstiču sivu ekonomiju, i (5) u slučaju nedostatka finansijskih sredstava za isplatu penzija, ako je penzioni fond državni, to implicira obezbjeđenje fiskalne podrške kroz povećanje poreza što derogira budžetske pozicije i ima implikacije na šire ekonomske uslove poslovanja. G.A.Mackenzie, Philip Gerson, Alfredo Cuevas, and Peter S. Heller (2001); Pension Reform and The Fiscal Policy Stance, IMF Working Paper, /01/214*

Međunarodna iskustva pokazala su da djelimično kapitalizovan penzioni sistem<sup>70</sup> koji, pored ne-kapitalizovanog dijela penzionog sistema uključuje i kapitalizovani, stimuliše zaposlene na dugoročnu štednju, kreira uslove za isplatu većih i ujednačenih penzija i obezbjeđuje veću efikasnost u zaštiti od siromaštva u starosti. Na ovaj način, reformisani penzioni sistem čini efikasnijim tržište rada, ali takođe, doprinosi i rastu štednje i investicija, odnosno razvoju tržišta kapitala.

Društvene i ekonomske okolnosti u kojima se primjenjivao sistem međugeneracijske solidarnosti bile su i u Crnoj Gori veoma povoljne i obezbjeđivale su njegovo efikasno funkcionisanje sve do sredine 80-ih godina prošlog vijeka. U tom periodu odnos između broja zaposlenih – onih koji privređuju i plaćaju doprinose, i broja korisnika prava bio je povoljan, rast BDP bio je relativno visok, a bili su povoljni i demografski trendovi (veći broj radno sposobnih u odnosu na stare).

Medjutim, krajem 80-ih i sve do danas, društveni i ekonomski ambijent u kome se primjenjivao ovaj sistem, u potpunosti je promijenjen, što se odrazilo na njegovo funkcionisanje, odnosno na finansiranje prava iz ovog sistema. Prihodi koje je on obezbjeđivao nijesu bili dovoljni, uprkos visokoj stopi doprinosa od 24%, da pokriju narasle rashode prema 89.000 penzionera i prema oko 20.000 korisnika ostalih prava iz penzionog i invalidskog osiguranja. Neki od razloga tome bili su pad zaposlenosti, niske plate kao osnovica za obračun prihoda od doprinosa za PIO, kao i visok procenat sive ekonomije, koji je to postojaniji što su doprinosi za zaposlene veći. Problemi u funkcionisanju ovog sistema bili bi još izraženiji u uslovima starenja stanovništva, odnosno u svim onim okolnostima kada se broj penzionera povećava brže nego broj osiguranika. Stalni nedostatak novca za isplatu, čak i prilično niskih penzija, povećavao je dugove u sistemu javnog finansiranja, jer je država često transferisala sredstva za pokriće deficita penzionog fonda, što je rezultiralo smanjenjem efikasnosti javnih finansija. Povećanju stope doprinosa nije se moglo pribjegavati, jer bi to dodatno pogoršalo nisku konkurentnost tranzicione privrede.

Na preporuku, a i u saradnji sa Svjetskom bankom, Vlada Republike Crne Gore opredijelila se za koncept trostubnog penzijskog sistema, koji predstavlja najšire primijenjivan koncept penzijske reforme u svijetu.

Ovim konceptom predviđena je reforma prvog stuba penzijskog osiguranja, a zatim implementacija drugog i trećeg penzijskog stuba, kao obaveznog odnosno dobrovoljnog privatnog kapitalizovanog osiguranja.

Da bi reforma penzionog sistema uspjela, prije njenog započinjanja potrebno je da budu ispunjeni neki važni preduslovi. Kao prvo, neophodno je da u zemlji bude okončana reforma monetarnog i fiskalnog sistema, formirano i regulativom kvalitetno zaokruženo tržište novca, a naročito tržište kapitala i prateće institucije, zatim uspostavljena makroekonomska stabilnost, zasnovana na stabilnoj valuti i niskoj stopi inflacije. Na kraju, neophodno je da bude ostvaren politički konsenzus o

---

<sup>70</sup> Kapitalizovani sistem predstavlja penzijski sistem koji implicira postojanje kapitalizovanog fonda. To je fond u koji njegovi članovi investiraju svoj kapital na redovnoj osnovi, a fond tako stečeni kapital investira na tržištu hartija od vrijednosti. Kapitalizovani fond isplaćuje penzije iz prihoda koje ostvaruje od investiranja na tržištu hartija od vrijednosti.

podrški i implementaciji reforme penzionog sistema koji podrazumijeva i spremnost da se odgovara za eventualne propuste i promašaje u primijenjenom konceptu.

Cijeneći da je većina neophodnih preduslova ispunjena, Vlada RCG je pristupila donošenju novog zakona u oblasti penzijskog osiguranja tek 2003. godine<sup>71</sup>, nakon što su postignuti prvi značajniji efekti makroekonomske stabilnosti, prije svega smanjenje stope inflacije i fiskalnog deficita<sup>72</sup>. U takvim uslovima bilo je moguće sprovesti i reforme na tržištu rada koje su neophodan preduslov za sprovođenje penzione reforme, prevashodno prevođenjem sive ekonomije u legalnu, odnosno evidentiranje svih koji rade da bi se obezbijedilo njihovo učešće u penzionom sistemu. Tako je od 2002. godine na ovamo donešen niz akata kojima je podstaknuto zapošljavanje, odnosno prijavljivanje već zaposlenih radnika, čime je postignuto smanjenje sive ekonomije u ovoj oblasti. Dio preduslova za sprovođenje penzijske reforme, koji se odnosi na neophodan nivo razvijenosti tržišta kapitala, može se smatrati da je ispunjen u elementarnoj ravni. Tržište novca nije razvijeno (jedino postoji primarno tržište kratkoročnih državnih zapisa), dok tržište kapitala karakteriše slabo razvijeno tržište, i to samo državnih i paradržavnih obveznica, kao i špekulativno trgovanje na sekundarnom tržištu akcija, uz vrlo mali obim primarnih emisija. U situaciji ovako nerazvijenog finansijskog tržišta, amortizer predstavlja mogućnost investiranja na inostranim finansijskim tržištima.

### Box br. 6.3 - Definicije penzijskih termina

**PAYGO sistem**, poznat kao sistem generacijske solidarnosti predstavlja sistem definisanih doprinosa u kome sadašnji zaposleni plaćaju doprinose u državni fond iz koga se isplaćuju penzije sadašnjim penzionerima. U novom sistemu je ovakav način finansiranja penzija poznat kao **I stub penzijskog osiguranja**.

**II stub penzijskog osiguranja** predstavlja obavezni i kapitalizovani sistem definisanih doprinosa zasnovan na ličnim penzijskim računima osiguranika.

**III stub** predstavlja dobrovoljni i kapitalizovani sistem definisanih doprinosa gdje osiguranik ima slobodu izbora da li će štedjeti za penziju, kao i uslova te štednje i isplate penzije.

**Stopa doprinosa penzijskog osiguranja** predstavlja direktan porez, kao procentualno izražen iznos bruto plate koji se plaća kao premija za penzijsko osiguranje.

**Stopa zavisnosti** predstavlja odnos broja zaposlenih koji uplaćuju doprinose i broja penzionera.

**Stopa zamjene** predstavlja odnos prosječne penzije i prosječne plate.

**Usklađivanje penzija** se odnosi na dogovorenu stopu rasta penzija tokom godine.

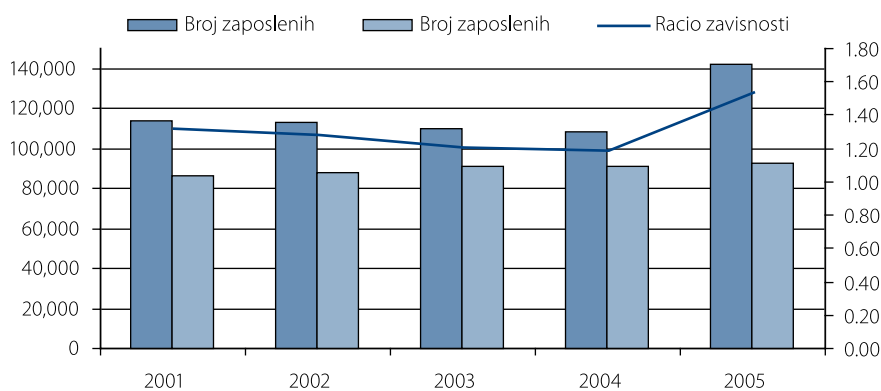
<sup>71</sup> Zakon o penzionom i invalidskom osiguranju "Sl. list RCG", br. 54/03 i 39/04.

<sup>72</sup> Agendom ekonomskih reformi Vlade Republike Crne Gore iz 2003. godine predviđena je sveobuhvatna i sistemska reforma penzijskog sistema u Crnoj Gori. U sklopu te reforme donešena je Strategija reforme penzionog sistema, čiji je sastavni dio činio i rad na zakonu o dobrovoljnim penzionim fondovima. Nosioci posla bili su Ministarstvo rada i socijalnog staranja i Ministarstvo finansija, a uključeni su bili i Komisija za HOV, Fond PIO i Poreska uprava.

### 6.2.3.1. Stanje u oblasti penziona i invalidske zaštite u periodu 2001-2005. godina

Postoji više razloga koji su nametnuli neophodnost reformisanja penzionog sistema u Crnoj Gori, a koji se mogu svrstati u demografske i ekonomske; prvi potiču od evidentnog starenja crnogorskog stanovništva (procjenjuje se da će broj osoba starijih od 50 godina porasti u periodu od 1991. do 2011. za 40,5%), zatim pada stope fertiliteta i niske prosječne starosne dobi penzionisanih, koja ima za posljedicu duži period uživanja penzija i drugih primanja iz penziono-invalidskog osiguranja<sup>73</sup>. U ekonomske razloge neodrživosti postojećeg PAYGO penzionog sistema u RCG spada, prije svega, njegova finansijska neodrživost, jer sve manje zaposlenih izdržava sve više penzionera (npr. 1995. godine jednog penzionera finansiralo je 1,7 zaposlenih, 2001. taj koeficijent zavisnosti pao je na 1,3%). Uprkos činjenici da se ovaj odnos popravio u 2005. godini (koeficijent zavisnosti povećan je na 1,5%), u međuvremenu je smanjena stopa doprinosa za PIO, a do značajnijeg rasta plata nije došlo, tako da povećanje koeficijenta zavisnosti ne predstavlja pozitivan pomak, jer se ne može posmatrati kao samostalan pokazatelj.

Grafik br. 6.2 - Racio zavisnosti penzionog sistema u Crnoj Gori u periodu 2001-2005. godina



Pri tome je odnos prosječnih neto zarada i prosječnih penzija konstantno smanjivan, kao što se vidi iz tabele u nastavku.

Crna Gora	Prosječne neto zarade	Prosječne penzije	Odnos prosječne penzije/prosječne neto zarade u %
2003.	174,08	121.59	69,85
2004.	195,40	124.59	63,76
2005.	213,20	129.00	60,51

<sup>73</sup> Izvor: Institut za strateške studije i prognoze, Podgorica



Nadalje, troškovi penzionog sistema dostigli su 2005. godine iznos od 12,7% BDP, što predstavlja jednu od najvećih vrijednosti ovog parametra u svijetu (npr. u SAD on iznosi 7%).

U nastavku je prikazan bilans prihoda i rashoda Republičkog fonda PIO.

*Tabela br. 6.5 - Prikaz ostvarenih prihoda i izvršenih rashoda Republičkog fonda PIO u periodu 2001–2005. godina*

Opis/period	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Prihodi	134,11	152,59	160,74	171,49	201,56
Rashodi	132,73	152,31	161,45	168,17	201,61
Suficit/Deficit	1,38	0,27	-0,71	3,31	-0,05

*Izvor: Republički fond PIO*

Republički fond penzijskog i invalidskog osiguranja ostvario je u 2005. godini prihode od 201,6 miliona eura, od čega se na prihode od doprinosa odnosilo 118,3 miliona eura ili 59%. Prihode Fonda PIO činili su i transferi iz budžeta u iznosu od 44 miliona eura ili 22%, dok je učešće ostalih primitaka bilo 0,6%. Tokom 2005. godine, Fond PIO je ostvario i prihode po osnovu prodaje akcijskog kapitala u vlasništvu Fonda u iznosu od 20 miliona eura, što je predstavljalo 10% ukupnih prihoda. Ovdje treba naglasiti da se radi o akcijama državnih preduzeća koja su Republičkom fondu PIO pripala u procesu svojinske i upravljačke transformacije privrede odnosno društvene svojine<sup>74</sup>. Međutim, Zakonom o penzijskom i invalidskom osiguranju<sup>75</sup> iz 2003. godine, Republičkom fondu PIO nije data mogućnost da generiše prihode i od finansijskih ulaganja (član 181, stavovi 1, 2 i 4). Zakonom je precizirano da Republički fond PIO mora rasprodati sav svoj udio, odnosno akcije preduzeća u procesu privatizacije, a prihode stečene prodajom smije koristiti isključivo „u funkciji ostvarivanja prava iz PIO osiguranja“ (član 182). Iz ovih razloga Republički fond PIO nije vršio investiranje na tržištu kapitala, i otuda nije mogao generisati dodatne prihode, već je sve prihode od prodaje akcija privrednih društava u privatizaciji trošio za isplatu penzija i ostalih prava iz PIO osiguranja.

U posmatranom periodu, u funkciji finansiranja rashoda, Republički fond PIO je izvršio i povlačenje sredstava iz depozita kod poslovnih banaka u ukupnom iznosu od 12,5 miliona eura. Radi se o depozitu koji je formiran po osnovu prihoda Fonda od privatizacije. Fond je u 2005. godini, po osnovu kredita kod poslovnih banaka obezbijedio sredstava u iznosu od 5,5 miliona eura. Tokom 2005. godine, rashodi Fonda PIO iznosili su 201,6 miliona eura, u čemu su najznačajniji udio imale penzije u iznosu od 137 miliona eura ili 68%.

<sup>74</sup> Sva državna preduzeća podijeljena su između Ministarstva finansija RCG, Zavoda za zapošljavanje RCG, Fonda za razvoj RCG i Republičkog fonda PIO, kojem je pripalo 18% akcija pridrednih društava koje su bile u državnoj svojini i namijenjene privatizaciji.

<sup>75</sup> „Sl. list RCG“, br 54/03.



Iz ovakvih kretanja, u 2005. godini, zabilježen je deficit od 50 hiljada eura. Neizmirene obaveze na dan 31.12.2005. godine (podaci Republičkog fonda PIO) iznose 23,9 miliona eura, i odnose se na neisplaćenu penziju za decembar u iznosu od 12,9 miliona eura, dugovanje prema Fondu zdravstva u iznosu od 10,5 miliona eura i prema drugim pravnim licima 0,5 miliona eura. Ako bi se na realizovane rashode dodali i nerealizovani, odnosno dug Republičkog fonda PIO, onda bi udio rashoda za penzije i ostala prava iz PIO, u BDP u 2005. godini iznosio 12,7%, što predstavlja jednu od najvećih vrijednosti ovog parametra u svijetu (npr. u SAD on iznosi 7%).

### 6.2.3.2. *Reforma I stuba*

Reforma I stuba odnosi se na reformu postojećeg penzionog i invalidskog sistema u Crnoj Gori, oličenog u postojećem Fondu PIO, sa ciljem postizanja njegove fiskalne održivosti na duži rok.

Sam normativni okvir za ovaj dio reforme predstavlja novi Zakon o penzijskom i invalidskom osiguranju, koji je u primjeni od 01.01.2004. godine. Ovim Zakonom je i formalno usvojen koncept trostubnog penzijskog sistema, ali je razrada pojedinačnih zakona o drugom i trećem stubu tj. obaveznoj i dobrovoljnoj kapitalizovanoj štednji ostavljena za kasnije.

Suštinske promjene, kojima se u novom Zakonu, u odnosu na ranije važeći zakon, nastojalo reformisati oblast penzionog i invalidskog osiguranja, uvedene su kroz sljedeće izmjene:

- 1) *povećanje starosne granice*: sa 60 na 65 godina starosti za muškarce i sa 50 na 55 godina starosti za žene, postupno do 2013.godine;
- 2) *promjena penzijske formule*: uvedena je tzv. njemačka formula tj. bodovni sistem, koji pojednostavljuje obračun, podsticajan je i uvodi direktnu i čvrstu vezu između godina staža, uplaćenih doprinosa, zarade i ostvarene penzije;
- 3) *povećanje broja godina koje ulaze u obračun penzije*: sa nekadašnjih najpovoljnijih 10 godina radnog vijeka za obračun penzije, postupno se povećava broj godina staža koje ulaze u obračun - krajni cilj je da čitav radni vijek ulazi u ovaj obračun;
- 4) *švajcarska metoda usklađivanja penzija*: procenat za koji se usklađuju penzije predstavlja polovinu zbira procenta povećanja (ili smanjenja) troškova života i polovinu procenta povećanja (ili smanjenja) prosječne zarade.
- 5) *proširenje osnovice za uplatu doprinosa*: doprinosi za penzije sada se plaćaju na najširu osnovu, uključujući sve prihode od rada. Prema novom Zakonu, na sav prihod koji osoba ostvari od svog plaćenog rada plaćaće se penzijski doprinos, bez obzira na vrstu ugovora, vrstu zarade ili naknade na zaradu, i bez obzira da li prihod potiče od jednog ili više poslova;
- 6) *poštreni uslovi za dobijanje invalidske, porodične penzije i ostalih posebnih prava*.

Na osnovu Zakona usvojen je i veći broj podzakonskih akata kojima se bliže uređuju određena pitanja iz Zakona.

Sve ove mjere implementirane kroz novi Zakon o penzijskom i invalidskom osiguranju, uključujući i racionalizaciju samog Fonda PIO već daju rezultate, u smislu povećanja prihoda i smanjenja rashoda Fonda PIO, a time doprinose njegovoj finansijskoj održivosti.

### 6.2.3.3. *Planirano uvođenje II stuba*

Penzijska reforma u Crnoj Gori započeta reformom sistema tekućeg finansiranja, tj. prvog stuba nastavljena je u pravcu primjene trostubnog modela penzijskog sistema, tj. uvođenja II i III stuba penzijskog osiguranja.

Koncept reforme penzionog sistema u RCG bio je prvobitno formulisan kroz dvije osnovne faze; prva od njih, tzv. tranziciona faza, odnosila se na racionalizaciju postojećeg penzionog sistema (stub I) i uvođenje kapitalisanog II stuba, dok bi u drugoj, post-tranzicionoj fazi bio uveden i stub III. Racionalizacija postojećeg sistema obuhvatala je više oštrih i drastičnih rezova kojima bi se ukinuo niz do sada postojećih prava i pogodnosti.

Reformom je dalje bilo predviđeno da se u okviru II stuba uvede obavezno penziono osiguranje na bazi kapitalizovane štednje (stub II), čija je suština u tome da se on zasniva na individualnim računima osiguranika i investiranju sredstava od doprinosa. Ulaganjem doprinosa u prvi stub finansiralo bi se pravo na osnovnu penziju (starosnu, invalidsku i porodičnu), a iz drugog stuba pravo na obaveznu individualnu penziju po osnovu štednje. Nosilac ovog II stuba, prema datom prijedlogu, bio bi međunarodni penzioni fond (npr. Euro fond), koji bi osnovala npr. Evropske banka za obnovu i razvoj ili pak neka međunarodna finansijska korporacija, a izbor fonda vršio bi se putem tendera. Konceptom reforme bila je predviđena varijanta dvostubnog penzionog sistema, prema kojoj se 9,6% doprinosa na bruto plate zaposlenih izdvaja u I stub, a 12% u II stub.

Bilo je predviđeno da se tokom tranzicione faze dio doprinosa namijenjenih za finansiranje II stuba (dio od ukupne stope u iznosu 12%) iskoristi za finansiranje tranzicionih troškova tako što bi novi međunarodni fond biti obavezan da za taj iznos kupi državne obveznice, a koje bi Vlada RCG usmjeravala u Fond PIO za pokriće tekućih obaveza. Pri tome je otplata državnih obveznica trebala biti samo evidenciona stavka, odnosno do otplate bi trebalo doći tek onog momenta kad određeni penzioni korisnik ostvari pravo na penziju, kad bi Vlada trebala početi sa otplatom obveznica uvećanom za iznos pripadajuće kamate. Preostali dio sredstava od ukupne stope u iznosu 12%, međunarodni fond bi investirao prema sopstvenoj poslovnoj politici na tržištu kapitala, kako domaćem tako i stranom, ukoliko bi to bilo omogućeno novim Zakonom o dobrovoljnim penzionim fondovima. Bilo je realno za očekivati da bi tokom vremena trebalo doći do smanjivanja količine novca koja se preusmjerava iz stuba II u stub I (kako se bude smanjivao broj postojećih korisnika prava i visina penzija koje će se finansirati PAYGO sistemom).

U zavisnosti od toga da li se čitava stopa doprinosa od 12% usmjerava u investicije ili ne zavisila bi visina stope zamjene (odnos prosječne penzije i prosječne plate) u kapitalizovanom stubu II<sup>76</sup>. Stopa zamjene, prema predloženom zakonskom rješenju kretala bi se u rasponu od 64% do 106%, kao što prikazuje naredna tabela:

*Tabela br. 6.6 - Predviđene stope zamjene u II stubu*

	12% obveznice 0% Euro fond (investicije)	6% obveznice 6% Euro fond (investicije)	0% obveznice 12% Euro fond (investicije)
Pesimistično	64%	64%	64%
Osnovni slučaj	64%	73%	82%
Optimistično	64%	85%	106%

*Izvor: Fond PIO*

Iz tabele je vidljivo da bi stopa zamjene iznosila 64% ako bi se čitav iznos doprinosa iz stuba II usmjeravao u državne obveznice, dok bi potpuna kapitalizacija ovih sredstava implicirala stopu zamjene od 106%. Osnovni i najvjerojatniji slučaj podrazumijevao bi ravnomjerno ulaganje sredstava u državne obveznice i u investiranje na tržištu kapitala, i posljedično stopu zamjene u rasponu od 64% do 85%. Svakako, veći procenat investiranja na tržištu kapitala u idealnim uslovima značio bi i veću stopu zamjene. U post-tranzicionoj fazi, penzioni sistem se trebao sastojati od dva nezavisna stuba; PAYGO stuba i potpuno kapitalizovanog stuba, iz kojeg se više sredstva ne bi preusmjeravala u PAYGO stub radi pokrivanja tranzicionih troškova. Oni bi nestali pa bi PAYGO sistemu trebalo sve manje sredstava zbog manjih obaveza, te bi Vlada mogla smanjiti stopu za njegovo finansiranje. Međutim, koncept uvođenja II, nakon I stuba penzionog i invalidskog osiguranja, je napušten.

#### **6.2.3.4. Zakon o III stubu penzijske reforme**

Agendom ekonomskih reformi za 2003-2007. godinu, koja je inovirana u aprilu 2005. godine, definisana je vremenska dinamika za sprovođenje aktivnosti koje su neophodne za uspostavljanje normativnog okvira za II i III stub. Naime, uz konsultacije sa Svjetskom bankom, Vlada je Agendom ekonomskih reformi predvidjela da uvođenje III stuba odnosno dobrovoljnih penzijskih fondova u 2005. godini prethodi uvođenju obavezne kapitalizovane štednje odnosno II stuba. Razlozi za takvu odluku bili su višestruki.

Dobrovoljni penzijski fondovi čine treći stub novog penzijskog sistema u Crnoj Gori. Dok je u prvom i drugom stubu uplata doprinosa obavezna, u trećem stubu uplate su potpuno dobrovoljne

---

<sup>76</sup> Ana Vlahović, "Privatizacija u oblasti penzijskog osiguranja", zbornik radova Konferencije Postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija", Volume 1, decembar 2002.

zasnovane na sistemu definisanih doprinosa (penzija pojedinca direktno zavisi od uplaćenih doprinosa). Ovaj stub bi prvenstveno omogućio pojedincima dodatnu štednju za starost, a onda, inicirao pozitivne promjene na tržištu kapitala.

Dobrovoljni penzijski fondovi su imovina u vlasništvu članova fonda, tj. uplate (doprinose) svih članova se vode na njihovim ličnim računima i predstavljaju njihovu ličnu imovinu. Tim sredstvima upravljaju licencirani menadžeri, zaposleni u društvima za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, investirajući ih na domaće i inostrana tržišta kapitala. Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima predviđa ograničenja investiranja za dobrovoljne penzijske fondove u niškorizične hartije od vrijednosti. Penziju predstavljaju akumulirani doprinosi i investicioni prinosi. Ukoliko član penzijskog fonda nije zadovoljan radom menadžmenta u svakom trenutku ima pravo da povuče svoja sredstva i uloži ih u drugi fond.

Osnovne karakteristike dobrovoljnih penzijskih fondova su sljedeće: 1) pristup u dobrovoljne penzijske fondove je na potpuno dobrovoljnoj osnovi; 2) u dobrovoljnim penzionim fondovima mogu da štede svi, bez obzira na doba starosti i jesu li zaposleni ili ne; 3) iznos uplata u dobrovoljne fondove svaki član odrediće sam; 4) iskustva preporučuju da država uvijek obezbjeđuje podsticaje za štednju u treći stub (npr. poreske olakšice ili oslobađanje od poreza, itd); 5) ne postoje garancije za isplatu penzija, i 6) penzijska sredstva na računu su predmet nasljeđivanja u slučaju smrti člana penzijskog fonda.

Razlikuju se dvije vrste dobrovoljnih penzijskih fondova, i to *otvoreni i zatvoreni fondovi*. Otvoreni fondovi dostupni su svakom građaninu koji bi htio dodatno štedjeti u trećem stubu. Takva osoba se jednostavno prijavi dobrovoljnom penzijskom fondu koji izabere i zatim uplaćuje iznos za koji se odluči. Zatvoreni fondovi nijesu otvoreni za sve, već njihovo osnivanje podstiču poslodavci za svoje zaposlene, pojedini sindikati za svoje članove, ili neka udruženja itd. Kod takvih organizacija jednu od osnovnih stavki u programu zaposlenja čini i dobrovoljno penzijsko osiguranje.

Zakon o III stubu, tačnije Prijedlog zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima usvojen je u Parlamentu sredinom decembra 2006. godine. Zakon je rađen uz ekspertsku podršku Svjetske banke.

#### ***6.2.3.5. Zakonom definisane pretpostavke za III stub penzijskog i invalidskog sistema***

Osnovne pretpostavke za uspješno funkcionisanje III stuba, definisane su Zakonom o dobrovoljnim penzijskim fondovima, a obuhvataju preciziranje osnivanja i načina poslovanja društava za upravljanje penzijskim fondovima, samih penzijskih fondova, zatim društava koja obavljaju kas-todi poslove, kao i organa koji nadziru rad penzijskih fondova. Ove i druge pretpostavke detaljnije su razrađene u nastavku.

#### 6.2.3.6. Društvo za upravljanje penzijskim fondom

Osnovna svrha njegovog postojanja je osnivanje i upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondom. Prema pravnom uređenju, fond može biti akcionarsko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću, dok njegov osnivački kapital iznosi 250.000 eura. Od organa upravljanja i rukovođenja, penzioni fond ima skupštinu, odbor direktora i izvršnog direktora, a mora da ima minimalno dva investiciona menadžera s licencom investicionog menadžera penzijskog fonda. Vođenje penzijskih sredstava vrši se kod kustodija odvojeno od ostalih sredstava društva za upravljanje, dok se investicije u HOV vode kod CDA na posebnom računu.

**Penzijski fond** osniva se sa svrhom investiranja doprinosa u cilju povećanja imovine i osiguranja isplate. Vlasništvo nad fondom pripada članovima fonda, koji su uplatioci doprinosa. Udio u vlasništvu se određuje na osnovu iznosa sredstava na ličnom penzijskom računu koji se konvertuju u obračunske jedinice, što znači da je ukupna vrijednost obračunskih jedinica jednaka ukupnoj neto vrijednosti fonda. Fondovi mogu biti otvoreni i zatvoreni, pri čemu član otvorenog fonda u svakom trenutku ima pravo da prenese sredstva u drugi fond, umanjena za iznos uplaćenih doprinosa, ukupne imovine penzionog fonda i za naplaćenu naknadu za istupanje iz penzionog fonda. Minimalan broj članova otvorenog penzijskog fonda je 200. Pravo na isplatu penzije član fonda stiče sa navršениh 50 godina života, na način da 30% od ukupnog iznosa koji mu pripada dobija u gotovom novcu odmah, a ostatak u periodičnim anuitetima tokom naredne tri godine. Isplata se vrši preko društva koje se bavi isplatom penzijskih anuiteta. Naknada za upravljanje penzijskim fondom vrši se iz uplaćenih doprinosa, iz ukupne imovine penzijskog fonda, kao i iz naknade za istupanje iz penzijskog fonda.

Što se tiče investiranja kapitala kojim raspolaže penzioni fond, dozvoljeno je investiranje najviše 10% od ukupne vrijednosti portfolija u istu HOV, odnosno najviše 10% u hartije od vrijednosti istog emitenta. Pri tome postoje dozvoljene i zabranjene investicije. Dozvoljene su investicije u državne hartije države RCG i država članica OECD, akcije domaćih kompanija kojima se trguje na berzi i stranih kompanija kojima se trguje na organizovanim tržištima kapitala u zemljama OECD-a, kao i u udjele domaćih i inostranih otvorenih investicionih fondova koji investiraju u HOV emitenata registrovanih u Republici ili nekoj od zemalja OECD-a.

Investiranje je zabranjeno u akcije, obveznice i ostale HOV kojima se ne trguje na berzi ili na organizovanim tržištima, osim udjela u otvorenim investicionim fondovima, u neotuđivu imovinu, nekretnine, materijalnu imovinu kojom se ne trguje na organizovanim tržištima i čija se vrijednost ne može sa sigurnošću utvrditi (antikviteti, umjetnička djela, motorna vozila i slično), zatim u nekretnine, kao i u akcije, obveznice i ostale HOV izdate od bilo kojeg akcionara društva za upravljanje, banke depozitara penzionog fonda ili s njima povezanih lica.

Mogućnost osnivanja dobrovoljnih penzijskih fondova imaju kako domaći, tako i strani entiteti. Član domaćeg penzijskog fonda može prenijeti svoja sredstva na strani penzijski fond registrovan u Crnoj Gori, ali ne na penzijski fond u inostranstvu u cilju zadržavanja sredstva fonda u zemlji.

Međutim, predviđa se da će Crna Gora, u skladu s praksom integrisanih penzijskih tržišta, pratiti trendove u toj oblasti, omogućavajući »preko-graničnu« fluktuaciju sredstava.

**Kastodi** je privredno društvo koje ispunjava uslove za bavljenje kastodi poslovima, a koji su utvrđeni podzakonskim propisima Komisije za HOV. Svrha poslovanja Kastodija je obavljanje poslova u vezi s nadzorom nad upravljanjem imovinom penzijskog fonda.

**Nadzorni organ**, koji je Zakonom određen za vršenje nadzora nad radom penzionih fondova jeste Komisija za HOV Republike Crne Gore.

U dobrovoljnoj penzijskoj štednji garancije ne postoje, jer se radi o ličnoj volji pojedinca da štedi za starost, da bira fond ili ga pak mijenja. Međutim, Zakonom o dobrovoljnim penzijskim fondovima, između ostalog, propisuje se pravilo „opreznog privrednika“, diverzifikaciju penzijskih sredstava u niskorizične i dugoročne hartije od vrijednosti i institucije koje kontrolišu investiranje penzijskih sredstava u skladu sa Zakonom, čime se postiže njihova sigurnost i likvidnost. To je u interesu jednog privatnog penzijskog fonda u konkurentskom okruženju kako bi profitabilno i dugoročno poslovao. Iskustva dobrovoljnih penzijskih fondova u mnogim zemljama pokazuju da se više od 50% sredstava ulaže u državne obveznice kao hartije od vrijednosti s najnižim rizikom.

U sklopu promocije III stuba i edukacije javnosti o penzijskoj reformi, Vlada RCG je pripremila strategiju javne edukativne kampanje za treći stub kao i konkretna kreativna rješenja u vidu spotova, brošura, plakata i bilborda. Kampanja je u potpunosti prihvaćena od strane Svjetske banke, a započela je odmah po usvajanju Zakona.

Od aktivnosti na uvođenju II stuba, kao obaveznog kapitalizovanog penzijskog osiguranja na bazi individualnih penzijskih računa urađene su pripremne aktivnosti i analize. Vlada RCG još nije precizirala, da li će, i kada ući u implementaciju II stuba, kao tehnički složenog i finansijski skupog, ali dugoročno isplativog projekta. Implementacija II stuba Agendom ekonomskih reformi bila je planirana za 2006. godinu.

#### **6.2.3.7. Mjesto, uloga i značaj kapitalizovanih penzija u finansijskom sistemu Crne Gore**

Osnivanje i razvoj privatnih penzionih fondova trebalo bi da ima višestruke pozitivne efekte na finansijski sistem Crne Gore. Neki od očekivanih pozitivnih efekata su povećanje štednje, razvoj tržišta kapitala, razvoj bankarskog sektora, internacionalizacija finansijskih investicija i smanjenje sive ekonomije.

**Povećanje štednje;** uplata doprinosa na lične penzijske račune predstavlja jedan vid štednje, a finansiranje penzija podstiče razvoj finansijskog sektora. Rast štednje na individualnom nivou može usloviti rast agregatne štednje, čime se stvara dugoročni kapital potreban za investicije koje će povećati proizvodnju, poboljšati usluge i pokrenuti ekonomski rast i razvoj.

**Razvoj tržišta kapitala;** uvođenje i rast privatne penzijske štednje podstiče razvoj finansijskog tržišta, i to kroz razvoj tržišta kapitala, koje je likvidniji alokator sredstava nego bankarski sektor. Privatni penzijski fondovi predstavljaju institucionalne investitore – nešpekulantske investitore veoma zainteresovane za uspjeh i razvoj preduzeća koji raspolažu imovinskim, ali i dugovnim hartijama od vrijednosti. Penzijska sredstva u svakoj zemlji predstavljaju značajan izvor kapitala koji povećava likvidnost tržišta i čini ga efikasnijim. Najveći dio imovine fonda su dugoročna sredstva, što omogućava penzijskom fondu da koncentriše svoj portfolio u dugoročne hartije od vrijednosti, koje obezbjeđuju optimalnu kombinaciju visine rizika i visine stope povraćaja.

Pored kvantitativnog uticaja na razvoj tržišta kapitala, penzijski fondovi vrše i kvalitativni uticaj, koji se odnosi na upravljanje neizvjesnošću i kontrolu rizika, kao i na uvođenje inovacija na tržištu kapitala. Na tržištu kapitala koje je u razvoju počinje se trgovati državnim obveznicama, akcijama, korporativnim obveznicama, kreditnim depozitima i drugim materijalom, uvode se novi metodi trgovine, odnosno vrši se drugačiji način distribuiranja informacija.

Međutim, da bi se ovaj uticaj na razvoj tržišta kapitala i ostvario, neophodno je stvoriti sistemske predušlove koji će motivisati privredna društva za vršenje emisija hartija od vrijednosti, koji su detaljnije opisani u nastavku.

**Razvoj bankarskog sektora;** privatni penzijski fondovi predstavljaju i konkurenciju bankarskom sektoru koja može povećati efikasnost banaka. To se postiže na način što može doći do smanjenja depozita u bankama, usljed čega banke mogu biti prinuđene da nude atraktivnije uslove za privlačenje depozita. U uslovima nepromijenjenih aktivnih kamatnih stopa, utiče na smanjenje kamatne marže i »tjera« banke na povećanje efikasnosti poslovanja. Osim toga, proces smanjenja nivoa depozita u bankama može uzrokovati i intenzivniji ulazak banaka u druge, nebankarske poslove na finansijskom tržištu. U te poslove spadaju brokerski i dilerski poslovi, osnivanje investicionih fondova i osiguravajućih društava, finansijski konsalting, kastodi poslovi i slično. Osim toga, povećanje obavezne penzijske štednje može dovesti i do rasta dobrovoljne štednje i do prinijeti »vraćanju« depozita u banke.

**Internacionalizacija finansijskih investicija:** ona se postiže ulaganjem sredstava privatnog penzijskog fonda na međunarodnom tržištu kapitala, čime se vrši diverzifikacija rizika prilikom investiranja. Ona se postiže dodavanjem u portfolio većeg spektra investicionog materijala, od onog koji nudi domaće finansijsko tržište, naročito na ovom stepenu njegovog razvoja u Crnoj Gori. U prilog smanjenju rizičnosti investicija treba napomenuti da su investicije penzijskih fondova regulativom ograničene na najsigurnije ili niskorizične. Međutim, treba imati u vidu da investiranje u inostrane HOV predstavlja i kanal za prijenos potresa sa inostranih finansijskih tržišta na prihode domaćih investitora, u ovom slučaju domaćih privatnih penzionih fondova. Još jedna od popratnih manifestacija investiranja u inostranstvu jeste i to što dolazi do odliva domaćih finansijskih sredstava u inostranstvo. Privatnim penzijskim fondovima svakako treba dozvoliti investiranje u inostranstvu, jer je njihova osnovna funkcija generisanje prihoda na uloge koje investiraju članovi fonda. Time se obezbjeđuju penzijska primanja stanovnika Crne Gore u budućnosti. Uko-



liko želi da privatni penzijski fondovi više investiraju na tržištu kapitala u Crnoj Gori, država mora da stvori neophodne sistemske uslove koji će obezbijediti zaštitu prava povjerilaca i bržu realizaciju obligacionih obaveza, odnosno sudskih sporova. Ovo je samo dio uslova koje je neophodno obezbijediti za početak emitovanja korporativnih obveznica, dugoročnih državnih obveznica, ali i za veći obim emisija akcija.

**Smanjenje sive ekonomije;** povećana individualna odgovornost za starost navodi svakog pojedinca na lični interes koji se ogleda u uplati doprinosa po osnovu rada.

#### 6.2.3.8. Rizici u penzijskoj reformi

Realizaciju penzijske reforme prati više rizika: individualni rizik osiguranika, demografski rizik, institucionalni rizik, rizik zainteresovanosti penzijskih fondova i investicioni rizik penzijskih fondova. Svaki od ovih rizika ima svoju »specifičnu težinu«, ali ako izuzmemo individualne rizike osiguranika, i pretpostavimo da neće dolaziti do čestih izmjena zakonskih rješenja, može se smatrati da će najveću specifičnu težinu nositi investicioni rizik.

**Individualni rizik osiguranika** je rizik vezan za pojedinca, njegov životni vijek i njegovo učešće u reformisanom sistemu. Iako obavezni penzijski sistemi nameću obavezu osiguranja za starost, koju bi neki pojedinci usljed kratkovidosti, izbjegli, dok se drugi višestruko osiguravaju (uplatom u treći stub ili više fondova), postoje i rizici na koje pojedinac ne može uticati. To su, prije svega, individualni rizici: invalidnost, iznenadna smrt, duži životni vijek od prosjeka, niska zarada koja nosi manjak akumuliranih sredstava za doživotnu isplatu itd. Zato većina zemalja uvodi višestubno penzijsko osiguranje i posebno stimuliše štednju za starost. Uvođenjem privatnog penzijskog osiguranja balast odgovornosti za sopstvenu starost u velikoj mjeri prelazi sa države na njene stanovnike.

Starenje stanovništva, koje je posljedica opadanja stope nataliteta i produženog očekivanog trajanja života, u penzijskim sistemima predstavlja **demografski rizik**. Uvaj rizik utiče kako na državno tako i na privatno penzijsko osiguranje. PAYGO sistemi su posebno osjetljivi na ovaj rizik jer on dovodi u pitanje njihovu održivost. Ovaj rizik direktno utiče na sistem funkcionisanja šema tekućeg finansiranja, jer duži životni vijek znači više penzionera koji duže uživaju penziju, a koje finansira isti ili manji broj radnika. Manje doprinosa s jedne i povećane obaveze za isplatu penzija s druge strane dovode ovaj sistem u krizu. Iako je manje osjetljiv, sistem privatnih penzija nije imun na ukupno staranje stanovništva. Ako jedan osiguranik s privatnim fondom ugovori doživotnu penziju, rizik da će on duže živjeti od prosjeka i time duže primati penziju pada na privatni penzijski fond ili osiguravajuće društvo, ako ono po ugovoru isplaćuje penziju.

**Institucionalni rizik** je rizik promjene zakona i poštovanja istih od strane nadležnih institucija. Ovaj rizik implicira i rizik kvalitetne saradnje između institucijama, tipa: ministarstva, Komisija sa HOV, Centralna banka, CDA, Fond PIO i ostalih institucija direktno i indirektno uključenih u sistem penzijskog osiguranja. Ove institucije bi trebalo da efikasno sarađuju na formiranju kvali-



tetnog okvira za funkcionisanje penzijskih fondova i na rješavanju eventualnih problema i nedoumica koje se mogu pojaviti u implementaciji zakona. Veoma je važno osigurati i nezavisnost i efikasnost sudske vlasti u pogledu zaštite ugovora i ostvarivanja ostalih prava propisanih zakonom.

Od atraktivnost Crne Gore, kao tržišta za fondove i atraktivnosti njenog institucionalnog okvira zavisi da li će se penzijski fondovi **osnovati u Crnoj Gori i u kom broju, iz čega proizlazi rizik** zainteresovanosti penzijskih fondova. S obzirom da je Crna Gora mala, s aspekta potencijalnog broja osiguranika, kao i ograničenog finasijskog tržišta na kojem bi se sredstva mogla ulagati, postoji opravdana bojazan da li će fondovi biti zainteresovani da posluju na ovom području. S druge strane, glavne prednosti Crne Gore mogle bi biti niski transakcioni troškovi poslovanja fondova i liberalni zakoni u ovoj oblasti. Pošto članstvo u fondu nije zakonski ograničeno samo na građane Crne Gore, onda je tržište fonda u pogledu članova, teoretski - neograničeno. Takođe, pošto ne postoji obaveza investiranja u Crnu Goru, fond može investirati van Crne Gore, na sigurnija i profitabilnija tržišta. U tom smislu, može se smatrati da postoje uslovi da Crna Gora bude atraktivna destinacija za penzijske fondove.

**Investicioni rizik penzijskih fondova** je vezan za odabir portfolija i kretanja na tržištu kapitala. Svaka investicija i očekivani prihod od nje nose određeni rizik da će prihod biti manji od očekivanog ili da ga neće biti. Zadatak investicionih menadžera penzijskih fondova je da nađu balans između rizika i očekivanih prinosa, sastavljajući adekvatan portfolio u skladu sa zakonom propisanim ograničenjima. Da bi se eliminisao pretjerani rizik, Zakonom su propisana investiciona ograničenja, uz isticanje načela sigurnosti akumulirane aktive, po cijenu da profitabilnost bude u drugom planu. Pojedine zemlje, čak, nameću zakonsku obavezu da obavezni penzijski fondovi ostvare odgovarajuću stopu prinosa, najčešće na nivou prosjeka. Ukoliko je ne ostvare, dužni su nadoknaditi štetu osiguraniku do nivoa propisane stope dobiti, što može biti loš način osiguranja budućeg penzionera od rizika, jer tjera investicione menadžere da formiraju konzervativniji portfolio nego obično, na koji su prinosi niži. Treba imati u vidu ekonomsku zakonitost da se smanjenjem rizika smanjuje i stopa prinosa.

#### 6.2.3.9. Zaključak

Reforma penzionog sistema trebala bi dovesti do izgradnje stabilnog i samoodrživog penzionog sistema, ali takođe i podstaći razvoj tržišta kapitala. Usvojenim zakonskim rješenjem predloženi koncept reforme je već počeo da se realizuje. Međutim, ostaje sporno nekoliko pitanja; prije svega, kada će biti stvoreni uslovi za realizaciju II stuba reforme, bez obzira na plan postavljen Agendom ekonomskih reformi? Ukoliko se pođe od ranije postavljenih pretpostavki za realizaciju II stuba penzione reforme, može se pretpostaviti da postoje dva osnovna izvora problema. Prvi implicira dodatno opterećenje jedva konsolidovanog državnog budžeta, koje bi nastalo po osnovu državnih obveznica emitovanih za potrebe tranzicionog premoštavanja manjka u bužetu Republičkog fonda PIO. Drugi problem nastao bi ukoliko ovakvo rješenje ne bi bilo usvojeno, odnosno ukoliko bi Republički fond PIO bio uskraćen za tranzicioni prihod po osnovu državnih obveznica koje bi kupovao kapitalizovani fond iz II stuba (npr. ukoliko država ne bi pristala da emituje obveznice za

ovu namjenu, a ipak bi htjela da uvede II stub penzione reforme). Tada bi se Republički fond PIO našao u situaciji smanjenih prihoda, uz istovremeno narastajuće rashode po osnovu PAYGO sistema, jer privatizovana preduzeća nastoje da, što je moguće veći broj zaposlenih penzionišu, ili pak za panziju prispjevaju oni koji su uzeli 24 lična dohotka. Stiče se dojam da država uvela III, prije II stuba penzione reforme, u cilju kupovine socijalnog mira, ali šta je sa obezbjeđenjem finansijskih sredstava u starosti, za one koji trenutno moraju da uplaćuju samo u državni fond, što im, uz ovako nizak standard, ne ostavlja mogućnost da dio tih sredstava izdvoje u dobrovoljni penzioni fond, i time obezbijede finansiranje svoje buduće, umjesto tuđe sadašnje potrošnje? Ovaj problem dobija na značaju kad se uzmu u obzir najave za dalje smanjenje doprinosa za obavezno penziono i invalidsko osiguranje – od čega će republički fond isplaćivati penziju generacijama današnjih 40-godišnjaka, koji su kontinuirano uplaćivali doprinose za PIO, iz kojih su finansirane isplate tuđih penzija? Još veću dimenziju ovaj problem dobija kad se uzme u obzir da je Zakonom o obaveznom penzijskom i invalidskom osiguranju Republičkom fondu PIO zabranjeno investiranje u hartije od vrijednosti, odnosno da su svi prihodi od prodaje akcija preduzeća u privatizaciji potrošeni za isplatu penzija. Rješenje obezbjeđenja budućih penzionih primanja sadašnje srednje generacije dobija još više na problematičnosti kad se postavi pitanje, ko će i od čega ulagati u dobrovoljne penzione fondove, imajući u vidu niska prosječna primanja u Republici, odnosno još uvijek nizak životni standard?

Ono što se u vezi sa samim rješenjima iz Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima može smatrati problematičnim, jeste isplata od 30% penzionih primanja iz fonda u gotovini po isteku perioda uplata, odnosno period isplate preostalih 70% u svega tri naredne godine (pri čemu se uplate vrše do 50.-te godine života). Stiče se dojam da je ovakvo rješenje usvojeno imajući u vidu potrebe malog broja ljudi, u srednjim godinama života, koji raspoložu sa velikim kapitalom, koji žele da ga legalno uvećaju i isto tako legalno, što prije „izvuku“ svoju investiciju. Postavlja se pitanje, šta je sa malim investitorima, koji će ostati u fondu i nakon što „veliki“ članovi fonda izađu iz njega (drugim riječima, povuku i svoja ulaganja i svoj dio dobiti)? Neće li fond u jednom relativno kratkom periodu biti suočen sa smanjenjem ukupnih sredstava raspoloživih za investiranje, a samim tim i sa manjim mogućnostima investiranja i izvlačenja koristi iz ekonomije obima koja se prevashodno reflektuje na manje troškove investiranja fondova? Neće li se to odraziti i na prihode članova fonda koji u njemu ostanu i nakon povlačenja „velikih“ članova? Nadalje, neće li portfolio menadžeri fonda, nakon povlačenja takvih „velikih“ članova, koji neformalno nadziru rad fonda, biti manje motivisani da kvalitetno upravljaju portfolijem fonda? Svakako, u ovakvim situacijama preostaje mogućnost članova jednog, da prijeđu u drugi, ali samo domaći fond, koji lako može biti suočen sa istim problemima. Ovdje se postavlja pitanje, zašto članovima koji uplaćuju doprinose u domaće fondove nije data mogućnost da svoja sredstva, u slučaju nezadovoljstva s poslovanjem penzionog fonda, prenesu u inostrani fond? Objašnjenje po kojem se sredstva nastoje zadržati u zemlji ne može se smatrati prihvatljivim, jer je istim tim domaćim penzionim fondovima data mogućnost da investiraju u inostranstvu, čime se sredstva svakako iznose van Crne Gore. Pri tome ostaje nejasno, kako to da je zakonodavac u ovoj instanci (misli se u smislu dozvoljavanja da se ulog transferiše samo iz jednog u drugi domaći fond), vodio računa o stabilnosti kapitala u fondu, dok je istovremeno dozvolio da veliki iznosi budu isplaćeni iz fonda u relativno kratkom roku?

Crnogorsko tržište kapitala, iako sa rastućim performansama, još uvijek je malo i karakteriše ga visok nivo špekulativnosti i relativno česte izmjene zakonskih i drugih preduslova, ili čak i njihovo nepostojanje (navedimo samo nepostojanje pravila za sekundarno trgovanje kratkoročnim državnim zapisima). Pored toga, performasne velikog broja akcionarskih društava su još uvijek slabe, a i tamo gdje su dobre, većinski vlasnici teže fiktivnom povećanju rashoda, investiranju iz ostvarenih prihoda, konvertovanju dividendi u akcije i sl, i zbog toga ne isplaćuju dividene ili ih isplaćuju u vrlo malim iznosima. Istovremeno, postoji veoma ograničen broj emitovanih obveznica, koje su redovne u isplati prihoda od investiranja: to su obveznice stare devizne štednje i državni zapisi, dok obveznice za obeštećenje u tom pogledu tek treba da se dokažu. Nedavno uvedene opštinske obveznice još nijesu počele da dospijevaju na naplatu, a njihovo povlačenje sa berzanske kotacije navodi na razmišljanje o mogućim problemima prilikom njihove otplate. Takođe, nije razvijeno ni tržište novca. Prihodi od investiranja na tržištu novca i na tržištu dugoročnih obveznica trebali bi amortizovati nizak nivo isplaćivanja dividendi na akcije i obezbijediti izvor sredstava iz kojih bi penzioni fond mogao isplaćivati penzije. Pri tome treba uzeti u obzir da ukupni prihodi kupaca obveznica raspoloživih na crnogorskom tržištu kapitala za sada iznose oko 20 miliona eura, a da su troškovi izdataka za penzije Republičkog fonda PIO na godišnjem nivou, i za prosječno vrlo niske penzije oko 140 miliona eura.

Iz toga proizlazi da je zakonom data mogućnost da privatni penzioni fond investira u inostranstvu, rješenje koje je u biti, veoma poželjno, jer stvara uslove za pospješivanje postizanja željenih efekata same reforme penzionog sistema. Investiranje u inostranstvu, uz poštivanje Zakonom datih ograničenja, omogućava generisanje prihoda koje nedovoljno razvijeno domaće finansijsko tržište još uvijek ne može da ponudi.

Iako se razvoj tržišta kapitala ne može staviti u zadatak samo penzionim fondovima, činjenica je da su oni u zemljama koje su odavno uvele kapitalisane fondove i višestubne sisteme izvršili značajan uticaj na razvoj tog tržišta, i time odigrali značajnu ulogu u podsticanju opšteg ekonomskog rasta i razvoja. Međutim, uključivanje penzionih fondova kao investitora na tržište kapitala u Crnoj Gori, ne zavisi samo o rješenjima iz Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima. Dodatnu potporu ovim postojećim i budućim zakonskim rješenjima iz domena penzionog osiguranja, kao i kod investiranja drugih učesnika na tržištu kapitala, trebaju da pruže druga zakonska rješenja, prevashodno ona koja obezbjeđuju veću zaštitu prava povjerilaca i bržu realizaciju njihovih potraživanja. Tek u takvim uslovima, državni, privatni, jedan ili više penzionih fondova moći će da ispune ne samo svoju osnovnu misiju - obezbjeđenje stabilnih prihoda za isplatu penzija, već i da podstaknu razvoj domaćeg tržišta kapitala.

## Prilog: Iskustvo drugih zemalja u penzijskim reformama

Sistem sa više stubova najprije je uveden u nekim zemljama Latinske Amerike, gdje je izvršena uspješna reforma penzionog sistema (primjer Čilea). Zatim u istočnoevropskim zemljama u tranziciji. Problem reforme penzionog sistema danas je prisutan i u mnogim zemljama Evropske Unije, gdje pojedine zemlje izdvajaju više od 10% BDP na penzije.

Analizirajući penzijske sisteme sedam zemalja Balkana, možemo zaključiti da Crna Gora najviše zaostaje u pogledu sprovođenja penzijskih reformi: najvisočija stopa zamjene, među najvisočijim učešće troškova penzijskog sistema u BDP-u, posljednja koja je od analiziranih zemalja započela reforme<sup>77</sup>. Međutim, biti među posljednjima u sprovođenju jedne tako sveobuhvatne, dugoročne i ekonomski-socijalno značajne reforme se može smatrati prednošću. Naime, iskustva razvijenih zemalja primijenjena u zemljama u tranziciji, bliskim Crnoj Gori po ekonomskim i drugim karakteristikama, mogu biti iskorišćena u smislu neponavljanja istih grešaka, a isticanju pozitivnih trendova.

### *Penzijska reforma u Albaniji*

U Albaniji se model reforme, započete 1999. zasniva na dvostubnom penzijskom sistemu (I i III stub).

Penzijski sistem Albanije još uvijek velikim dijelom funkcioniše na principima PAYGO sistema po kome:

- stopa doprinosa je smanjena na 30,7%, pri čemu 22,7% plaća poslodavac i 8% zaposleni;
- u obračun penzije uzima se u obzir čitav radni vijek;
- usklađivanje penzija: 80% prema rastu cijena i 20% prema rastu prosječne plate.

Međutim, zakonski okvir za treći stub postoji i u primjeni je iako nije naišao na veliki odziv među osiguranicima. Planovi za uvođenje II stuba postoje, mada konkretno ništa nije urađeno po tom pitanju. Penzijski sistem broji oko 520.000 korisnika penzijskih prava.

---

<sup>77</sup> Tijana Stanković, "Komparativna analiza penzijskih reformi u regionu", okrugli sto "Dobrovoljni penzijski fondovi u Crnoj Gori", Podgorica, decembar 2004. godine.

### *Penzijaska reforma u Bugarskoj*

U Bugarskoj se model reforme, započete 1999. zasniva na trostubnom penzijskom sistemu. Jedinstvenim *Kodom o penzijskom osiguranju* regulisana su sva pravna pitanja koja se odnose na tri stuba bugarskog penzijskog sistema.

Reforma PAYGO sistema, započeta 2000. godine, zasnivala se na osnovnim mjerama:

- državno penzijsko osiguranje zasnivalo se samo na principima PAYGO sistema, odvojeno od centralnog državnog budžeta;
- postepeno povećanje starosne granice za muškarce na 63 godina, a za žene na 60 godina;
- penzijska formula se zasniva na sistemu ličnih bodova;
- povećanje broja godina koje ulaze u obračun penzije na čitav radni vijek;
- usklađivanje penzija: prema stopi inflacije.

Drugi stub penzijskog osiguranja stupio je na snagu 2000. godine, dok je 2003. godine usvojen novi *Kod o penzijskom osiguranju* kojim su regulisana i sva pitanja o investiranju privatnih penzijskih fondova. Drugi stub obavezuje rođene prije 1959. godine da dio svojih doprinosa (0,5%) usmjeravaju na lične račune dvije vrste penzijskih fondova: univerzalne i profesionalne. U univerzalnim fondovima, doprinose dijele poslodavac (80% doprinosa) i zaposleni (20% doprinosa), da bi se do 2007. godine taj odnos promijenio do nivoa na kome i poslodavac i zaposleni plaćaju po 50% doprinosa. U profesionalnim fondovima doprinose plaćaju samo zaposleni.

Treći stub je u praksi postojao od 1995. godine i podrazumijeva dobrovoljno penzijsko osiguranje koje je omogućavalo poslodavcima grupne penzijske planove kroz osiguravajuće kompanije. Godine 1999. godine III stub je i pravno regulisan, a do sada posluje 8 privatnih penzijskih fondova. Novoosnovane dvije penzijske institucije su Agencija za nadzor državnog osiguranja i Institut za nacionalno socijalno osiguranje. U Bugarskoj penzije prima oko 2,5 miliona penzionera.

### *Penzijaska reforma u Hrvatskoj*

U Hrvatskoj se model reforme, započete 1995. zasniva na trostubnom penzijskom sistemu.

Prvi koncept trostubnog penzijskog sistema predstavljen je 1995. godine. Reforma prvog stuba penzijskog osiguranja je započeta 1999. godine primjenom sledećih mjera:

- postepeno povećanje starosne granice na 65 za muškarce i 60 za žene.
- povećanje broja godina koje ulaze u obračun penzije
- promjena penzijske formule primjenom njemačkog sistema ličnih bodova
- usklađivanje penzija po stopi koju čini 50% stope rasta plata i 50% sa stope rasta cijena i
- stopa doprinosa:
  - za osiguranike mlađe od 40 godina: 14,5% u I stub i 5% u II stub;

- za osiguranike između 40 i 50 godina: mogućnost izbora da učestvuju i u II stubu;
- za osiguranike starije od 50 godina: 19,5% u I stub.

Primjena *Zakona o penzijskom osiguranju zasnovanom na ličnim kapitalizovanim računima* započeta je 2000. godine. Iste godine uređen je zakonski okvir za nesmetano funkcionisanje penzijske dobrovoljne štednje iz trećeg stuba. Institucionalni okvir su 1999. upotpunile dvije novoosnovane organizacije: Agencija za nadzor penzijskih fondova i penzijskog osiguranja (HAGENA) i Centralni registar članova (REGOS). U Hrvatskoj postoji 8 privatnih penzijskih fondova<sup>78</sup>.

Penzijski sistem ima milion korisnika penzijskih prava, dok prosječna penzija iznosi oko 240 eura.

### *Penzijska reforma u Makedoniji*

U Makedoniji se model reforme, započete 1996. zasniva na trostubnom penzijskom sistemu.

Reformisani PAYGO sistem je podrazumijevao jednu od glavnih mjera: postepeno povećanje starosne granice za muškarce 64 godine starosti, a za žene 62 godine starosti.

Drugi stub predstavlja obavezno penzijsko osiguranje zasnovano na privatnim penzijskim računima. Zakon koji ga uređuje je počeo primjenu 2003. godine. Svi osiguranici do primjene tog zakona imali su pravo da biraju da li će učestvovati u I i II, plaćajući doprinose za I 13% i za II stub 7%, dok oni osigurani samo po osnovu PAYGO sistema plaćaju 20% doprinosa. Treći stub daće šansu za penzijsku štednju onima koji nisu osigurani u I i II, kao i za dodatnu štednju svim osiguranicima.

Novoosnovano tijelo MAPAS ima ulogu da nadzire i reguliše penzijske kompanije i investicione menadžere, izdaje licence fondovima, itd. Penzijski sistem ima milion korisnika penzijskih prava, dok prosječna penzija iznosi oko 240 eura.

### *Penzijska reforma u Sloveniji*

U Sloveniji se model reforme, započete 1996. zasniva na dvostubnom penzijskom sistemu (I i III stub).

Stopa doprinosa mijenjala se tokom čitavog perioda tranzicije.

---

<sup>78</sup> PBZ Croatia, Helios, AZ, Raiffaisen, Plavi, Erste, HA jedan, MIREX

Godina	Stope doprinosa kao postotak bruto plate		
	Poslodavac	Zaposleni	Ukupno
1989.	3,45	19,10	22,55
1990.	3,62	19,10	22,72
1991.	14,40	14,40	28,80
1992.	14,40	14,40	28,80

Penzijska reforma započeta je novim Zakonom o penzijskom i invalidskom osiguranju koji je usvojen 1992. godine, a započeo primjenu 1993. U periodu od 1993. do 1999. godine, stručnjaci Svjetske banke preuzeli su dominantnu ulogu, zagovarajući višestubni penzijski sistem. Koncept takve reforme sadržan je u "Bijelom papiru o penzijskoj reformi" koji je bio predmet javne rasprave. Bijeli papir je predlagao veliko smanjivanje penzija iz prvog stuba, uvođenje značajnog drugog stuba, tj. privatnoj štednji kojom bi upravljali privatni penzijski fondovi, i trećeg stuba koji bi uključivao dobrovoljnu ličnu penzijsku štednju. Međutim, i pored savjeta eksperata Svjetske banke da uvedu II stub, slovenački stručnjaci za socijalnu sigurnost su se opredijelili za napuštanje ideje o drugom stubu. Stanje u penzijskom sistemu se od 1996. godine pogoršava sa smanjenjem stope doprinosa, a time i prihoda penzijskog fonda:

Godina	Stope doprinosa kao postotak bruto plate		
	Poslodavac	Zaposleni	Ukupno
1993.	15,41	15,41	30,82
1994.	15,50	15,50	31,00
1995.	15,50	15,50	31,00
1996.	11,07	15,50	26,57
1997.	8,85	15,50	24,35
1998.	8,85	15,50	24,35
1999.	8,85	15,50	24,35

Novi Zakon o penzijskom i invalidskom osiguranju iz 1999. godine uveo je osnovne promjene:

- penzijska osnovica se računa na osnovu 18 najboljih godina neto plate;
- uskladjivanje penzija ostaje nepromijenjeno, tj. sa stopom rasta plata;
- starosne granice se povećavaju na 63 godine za muškarca i 61 godinu za ženu;
- smanjena stopa doprinosa je ostala na snazi.

Osim reforme I stuba u pripremi je zakonsko regulisanje dobrovoljnog penzijskog osiguranja koje u praksi već primjenjuju neke banke i osiguravajuća društva. Za sada je takva vrsta osiguranja regulisana u okviru Zakona o penzijskom i invalidskom osiguranju. U Sloveniji penzijska prava ostvaruje oko 480 000 penzionera, dok prosječna penzija iznosi oko 450 eura.

### Penzijska reforma u Srbiji

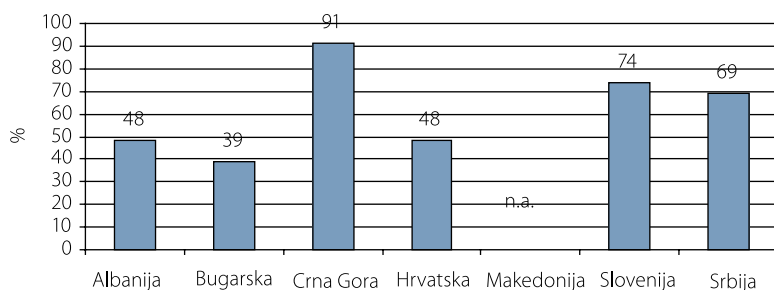
U Srbiji se model reforme, započete 2001. zasniva na dvostubnom penzijskom sistemu (I i III stub). Reforma PAYGO sistema je započeta 2000. godine primjenom sljedećih mjera novog *Zakona o penzijskom i invalidskom osiguranju*, primijenjenom 2001. godine:

- povećanje starosne granice na 63 za muškarce i 58 za žene.
- povećanje broja godina koje ulaze u obračun penzije
- promjena penzijske formule primjenom njemačkog sistema ličnih bodova
- usklađivanje penzija po stopi koju čini 50% stope rasta plata i 50% sa stope rasta cijena
- stopa doprinosa je smanjena na 19,6%, a u 2003. je iznosila 20,6%.

Drugi stub penzijskog osiguranja još uvijek postoji kao ideja, ali makroekonomske preduslove za njegovo uvođenje, stručnjaci Svjetske banke smatraju nepovoljnim tako da će se njegova primjena odložiti. Treći stub postoji u praksi, ali nije pravno regulisan. Predlog *Zakona o dobrovoljnom penzijskom osiguranju* je urađen, a sa njime se očekuje osnivanje regulatornog nadzornog tijela za penzijske fondove. Broj penzionera u Srbiji iznosi oko 1,250 miliona, dok prosječna penzija iznosi oko 130 eura.

## Komparativni prikazi pokazatelja prije sprovođenja penzijske reforme

Grafik br. 1 - Stopa zamjene u %





Grafik br. 2 - Troškovi penzijskog sistema (%BDP)

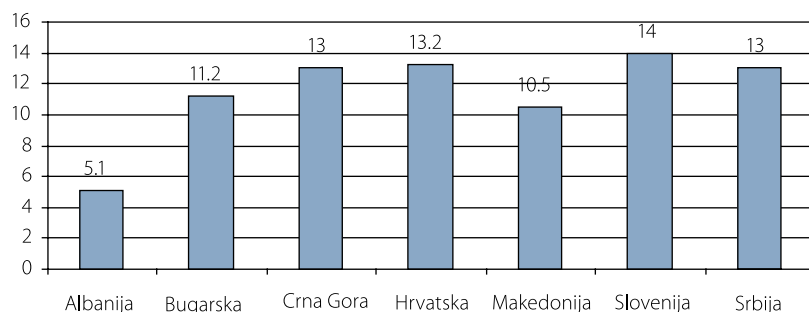


Tabela br. 1 - Modeli penzijskih reformi u posmatranim zemljama

	Stari penzijski sistem	Godina početka penzijske reforme	Reformisani PAYGO sistem I stub	Obavezno penzijsko kapitalizovano osiguranje II stub	Dobrovoljno penzijsko kapitalizovano osiguranje III stub
Albanija	PAYGO	1999.	✓		✓
Bugarska	PAYGO i Centralni državni budžet	1999.	✓	✓	✓
Crna Gora	PAYGO	2001.	✓		
Hrvatska	PAYGO	1998.	✓	✓	✓
Makedonija	PAYGO	1996.	✓	✓	✓
Slovenija	PAYGO	1996.	✓		✓
Srbija	PAYGO	2001.	✓		Nije regulisan zakonom ali postoje privatni penzijski fondovi

Tabela br. 2- Starosne granice za odlazak u penziju u posmatranim zemljama nakon penzijske reforme

	Starosna dob kao uslov odlaska u penziju	
	Za muškarce	Za žene
Albanija	n.a.	n.a.
Bugarska	63	60
Crna Gora	65	60
Hrvatska	65	60
Makedonija	64	62
Slovenija	63	61
Srbija	63	58

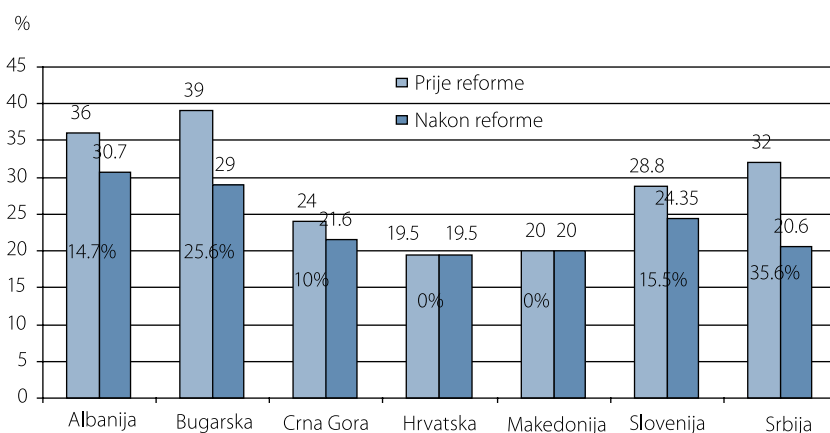
Tabela br. 3 - Stope doprinosa za penzijsko osiguranje prije reforme i u reformisanim penzijskim sistemima u posmatranim zemljama

	Prije reforme			Nakon reforme			
	Ukupna	Poslodavac	Zaposleni	Ukupna	I stub		II stub
					Poslodavac	Zaposleni	
Albanija	36%	26%	10%	30,7%	22,7%	8%	
Bugarska	39%	37%	2%	29%	21,75%	7,25%	2%
Crna Gora	24%	12%	12%	21,6%	10,8%	10,8%	
Hrvatska	19,5%	19,5%	0%	19,5%	14,5%	0%	5%
Makedonija*	20%	20%	0%	20%	20%		5%
Slovenija	28,8%	14,4%	14,4%	24,35%	8,85%	15,5%	
Srbija	32%	16%	16%	20,6%	10,3%	10,3%	

\* Hrvatska penzijska reforma je stopu doprinosa prilagodila obaveznom učestvovanju u penzijskom sistemu na sljedeći način: za osiguranike mlađe od 40 godina 14,5% u I stub i 5% u II stub, za osiguranike između 40 i 50 godina mogućnost izbora da učestvuju i u II stubu, a za osiguranike starije od 50 godina: 19,5% u I stub.

\*\*Makedonska penzijska reforma je podrazumijevala mogućnost izbora u I ili I i II stubu prije primjene reformskog zakona, pa je s tim usklađena i stopa doprinosa.

Grafikbr. 3 - Obavezne stope doprinosa prije i nakon reformi penzijskih sistema (u%) i njihova stopa smanjenja



### 6.3. Mali investitori kao učesnici na tržištu hartija od vrijednosti

Individualni ili tzv. “mali investitori”, čine jedan segment učesnika na tržištu kapitala, koji su brojniji što je tržište kapitala razvijenije – takva tržišta poznaju razne oblike profesionalnih investitora, investicionih savjetnika, posrednika u investiranju itd. Pod pojmom “malih” investitora obično se podrazumijevaju svi individualni investitori koji kupuju i prodaju hartije od vrijednosti za svoj račun, a ne za račun druge kompanije ili organizacije. Ipak, među individualnim investitorima ima i onih koji na finansijskom tržištu trguju ne sa malim, već sa relativno velikim iznosima. I jednima i drugima na razvijenim finansijskim tržištima svojstveno je da koriste usluge profesionalnih investicionih savjetnika. Na finansijskim tržištima u razvoju, mali investitori uglavnom nemaju razvijene navike niti kulturu investiranja, a pored toga odlikuje ih i nedostatak znanja i informacija, i dijametralno suprotne sklonosti ka rizicima u investiranju – od odsustva interesovanja za rizike do velike sklonosti ka riziku.

Mali investitori kupuju na tržištu hartije od vrijednosti čiji je broj i vrijednost neuporedivo manja u odnosu na investiranje velikih investitora, kao što su npr. institucionalni investitori. Međutim, institucionalni investitori upravo i stvaraju veliki tzv. „pull“ kapitala, zahvaljujući prikupljanju sitne štednje malih investitora, do koje fondovi dolaze emisijom investicionih jedinica koje su denominovane na male iznose. Međutim, pogodnost korišćenja usluga investicionih fondova postoji uglavnom na razvijenim finansijskim tržištima na kojima ova vrsta investitora ima dominantnu ulogu. U zemljama u razvoju, u kojima institucionalni investitori tek nastaju, nemaju izgrađenu poziciju na tržištu, i tek stiču povjerenje investitora, mali investitori uglavnom ulažu samostalno. Posmatrani agregatno, iznosi investicija malih investitora u periodima rasta tržišta dostižu značajne iznose.

Efikasno ulaganje na tržištu kapitala komplikovano je i za profesionalne investitore, poput institucionalnih investitora, kod kojih čitavi timovi profesionalaca rade na analizi kompanija u koje se namjerava investirati. Uspješno investiranje još je teže za individualne investitore čija znanja i iskustva u investiranju su skromna, kao i vrijeme raspoloživo za vršenje kvalitetnih analiza tržišnih kretanja<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> Jedan od najvećih investitora u Americi, Bernard Baruch je jednom, govoreći o složenosti tržišta kapitala i vještinama koje je potrebno imati da bi se na njemu efikasno učestvovalo rekao: “Ako ste spremni sve žrtvovati, proučiti cjelokupnu istoriju i pozadinu tržišta i sva glavna preduzeća čije su akcije na meti, tako brižljivo, kao što student medicine proučava anatomiju, ako sve to možete učiniti i, povrh toga, ako imate šesto čulo proroka i hrabrost lava, imate tračak nade.”

### 6.3.1. Pojava individualnih investitora u Crnoj Gori

Prvi individualni, uglavnom mali investitori u Crnoj Gori pojavili su se nakon sprovedenog procesa masovne vaučerske privatizacije (MVP). Iako je proces privatizacije u Republici počeo još ranije, tek je sprovođenje MVP kreiralo male vlasnike aktive na tržištu kapitala. Kao što je već rečeno, u procesu MVP sprovedenom u prva tri mjeseca 2002. godine, podijeljeno je 430.000 naloga vaučer poena punoljetnim građanima. Vlada Republike Crne Gore i Agencija za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja formirali su listu od 225 privrednih društava sa kvalitetnim bilansima i potencijalima za dalji rast, koja će biti privatizovana u procesu MVP. Izvršena je procjena vrijednosti ovih preduzeća, pri čemu je kod mnogih među njima početna vrijednost bila potcijenjena i po nekoliko puta. Ovu anomaliju tržište je relativno sporo prepoznavalo, a za to vrijeme, mali investitori su, razočarani niskom cijenom akcija, nerijetko vršili njihovu prodaju na tržištu, uvjereni da time ne gube mnogo. Vrijeme je, međutim, pokazalo da je to bila zabluda kad su u pitanju akcije mnogih privrednih društava u Crnoj Gori.

U drugoj fazi MVP procesa, dio građana odlučio se da svoje besplatno dobivene vaučere uloži u privatizacione fondove, koji su kasnije, 2005. godine prerasli u investicione fondove. Znanje i kultura investiranja kod većine građana u to vrijeme bili su na niskom nivou, kao i povjerenje u finansijske institucije. Izvjestan broj građana, vlasnika vaučera, odlučio je da ih investira u privatizacione fondove. U toku procesa MVP osnovano je šest privatizacionih fondova, kojima je bilo potrebno 50.000 vaučer poena da bi se registrovali. U ovoj fazi privatizacioni fondovi su prikupili oko 58% svih emitovanih vaučer poena. Drugi, nešto manji dio vlasnika vaučera bio je skloniji njihovom direktnom investiranju u akcije jednog ili više od 225 preduzeća raspoloživih za privatizaciju.

U trećoj fazi procesa vaučeri su transformisani u akcije preduzeća. Čitav proces je završen krajem marta 2002. godine, nakon čega su svi vlasnici vaučera, građani i privatizacioni fondovi, obaviješteni o udjelu u kapitalu kompanija i nominalnoj vrijednosti akcija (u DEM, kasnije u eurima). Time su stekli pravo svojine i mogućnost trgovanja sa akcijama privatizovanih kompanija. Svoje "investicione" odluke građani su donosili na osnovu vlastitih ocjena i predviđanja o potencijalnoj perspektivi preduzeća u daljem toku privatizacije, od kojih se očekivalo da će lakše naći strateškog partnera za privatizaciju.

Centralna Depozitarna Agencija (CDA) danas vodi registre 399 emitenata i ima ukupno 372.227 registrovanih vlasnika hartija od vrijednosti, od čega je 1.335 pravnih lica i 370.892 fizičkih lica. Među ovim vlasnicima je i 230.000 vlasnika investicionih jedinica ranije privatizacionih, a sada investicionih fondova. Broj vlasnika investicionih jedinica danas se maltene prepолоvio od početka masovne vaučerske privatizacije. Razlog tome bio je gubitak povjerenja u privatizacione fondove, koji tri godine nijesu isplaćivali dividendu vlasnicima njihovih investicionih jedinica. Takođe, vrijednost investicionih jedinica dvije godine maltene nije mijenjana, što je mnoge vlasnike ovih vlasničkih hartija navelo da ih prodaju. Razlozi ovakvog stanja opisani su u cjelini 6.2. Investicioni fondovi.

Danas, pet godina kasnije, vlasnička struktura u crnogorskim preduzećima je djelimično iskristalisana, u smislu postignute koncentracije vlasništva u značajnom broju privatizovanih preduzeća. Ipak, proces redistribucije i uobličavanja vlasničke strukture još uvijek traje – čak štaviše, mali investitori sve se više uključuju u trgovanje na berzama. Njihov osnovni motiv nije dividenda od akcija nad kojima imaju vlasništvo, jer većina kompanija u Crnoj Gori još uvijek ne isplaćuje dividendu, već prije svega špekulativna zarada na razlici između kupovne i prodajne cijene akcija. Akcijama, kao tržišnom materijalu, tokom posmatranog perioda pridružile su se investicione jedinice prvo privatizacionih, a kasnije investicionih fondova, zatim kratkoročni državni zapisi, a kasnije i obveznice stare devizne štednje, obveznice Fonda za obeštećenje, za sanaciju drumskih puteva, dok sekundarne trgovine opštinskim obveznicama još nije bilo. Naročitom rastu špekulativne trgovine među domaćim malim investitorima doprinjeo je, prije svega, rast njihovih prihoda po osnovu realizovanih velikih privatizacija (primjer Telekoma 2005. godine), uglavnom inostranim kapitalom. Pored toga, značajan uticaj na špekulativan karakter trgovanja na domaćim berzama ima i priliv špekulativnog kapitala iz inostranstva, čiji jedan dio vlasnika su takođe mali investitori.

Stoga možemo reći da na crnogorskom tržištu kapitala trgovanje nije vođeno samo intencijama za koncentracijom vlasništva, već i špekulativnim namjerama. Sve dok se ne postignu stabilne koncentracije vlasništva, ponuda akcija na tržištu će nailaziti na odgovarajuću tražnju, koja će se formirati kako u svrhu koncentracije, tako i u špekulativne svrhe. Naime, u očekivanju završetka privatizacija pojedinih privrednih društava, tokom kojih cijene uglavnom rastu, špekulativni investitori, među kojima ima i značajan broj malih investitora, kupuju akcije prije početka tog procesa, da bi ih kasnije prodali po značajno većim cijenama. Što se tiče ostalih hartija od vrijednosti, tražnja malih investitora za njima će odgovarati specifičnom odnosu prihoda i rizika koje će nuditi. Kad su u pitanju državne obveznice (npr. obveznice stare devizne štednje), zbog mogućnosti njihove zamjene za akcije preduzeća u državnom vlasništvu, odnosno plaćanja poreza ovim obveznicama, može se pretpostaviti da će tražnja za njima biti skoncentrisana u rukama velikih individualnih investitora, odnosno pravnih lica. Što se tiče investicionih jedinica investicionih fondova, sve dok se ne zaokruži proces privatizacije u Crnoj Gori, njih će mali investitori kupovati prevashodno u špekulativne svrhe. Investicioni fondovi na crnogorskom tržištu, naime, u nastojanju da iskoriste period rasta na tržištu kapitala, odlučuju da reinvestiraju dobit koju ostvare. Takve odluke omogućava im upravo koncentracija vlasništva nad ovim finansijskim posrednicima, koja je nastala kao rezultat nepovjerenja malih investitora – prvobitnih investitora u investicione fondove. Zbog tog nepovjerenja mali investitori prodavali su svoje investicione jedinice, što su iskoristili veliki investitori za koncentraciju njihovog vlasništva nad investicionim fondovima. Osim toga, crnogorski Zakon o IF ne poznaje pojam otvorenih fondova, koji bi omogućili kontinuirano prikupljanje slobodnih finansijskih sredstava, između ostalih, i malih investitora.

### 6.3.2. Transformacija malih investitora u male akcionare

Međutim, svi mali investitori ne investiraju na finansijskom tržištu prevashodno u špekulativne svrhe, i koliko god da ovaj tip investicija jeste dominantan u Crnoj Gori trenutno, u perspektivi to ne mora ostati tako. Mali investitori, koji su postali mali akcionari, ili su taj status stekli u procesu MVP, u privrednim društvima koja još nijesu završila taj proces ili su ga već zaokružila, već su naučili da se ponašaju kao pravi akcionari, namjerni da zadrže stečena i ostvare svoja osporavana prava.

U razvijenim ekonomijama, osnovna prava svih akcionara zagantovana su zakonom o privrednim društvima i statutom kompanije, a investitori ne ulažu tamo gdje su im pitanja zaštite njihovih prava nedorečena. Oni investiraju samo tamo gdje su razvijeni i gdje se poštuju principi korporativnog upravljanja. Ove principe ustanovio je OECD, a njihova revizija predstavlja pitanje tržišne kulture i stvar potrebe koja nastaje razvojem tržišta. U Crnoj Gori, kao i u drugim zemljama u tranziciji, prioritet je da se obezbijedi poštovanje osnovnih vlasničkih prava: pravo glasa, pravo na dividendu, slobodan transfer akcija, odnosno da se ta prava garantuju svim akcionarima pod jednakim uslovima: manjinskim i većinskim, malim i velikim, insajderima i spoljnim akcionarima. Osnovna prava akcionara koja treba zaštititi su pravo na: sigurne metode registracije vlasništva, predaju ili prijenos akcija, blagovremeno i redovno informisanje o preduzeću, pravo na učešće i pravo glasa na skupštini akcionara, pravo na izbor članova organa upravljanja, pravo na učešće u dobiti preduzeća.

Akcionari imaju pravo da učestvuju i da budu adekvatno obaviješteni o odlukama koje se tiču značajnih izmjena u kompaniji kao što su: izmjene i dopune statuta, akta o osnivanju i druge slične dokumentacije koja se tiče upravljanja preduzećem, davanje odobrenja za dodatne emisije akcija, vanredne transakcije koje imaju značajan efekat na kompaniju, i slično.

Jedna od odluka na koju mali investitori nemaju direktan uticaj, je odluka o raspodjeli stečene dobiti akcionarskog društva. Na ovu odluku mali akcionari mogu da ostvare uticaj ukoliko važeći zakon o privrednim društvima i statut akcionarskog društva to omogućavaju (npr. ako broj članova upravnog odbora omogućava da se mali akcionari lako udruže i zajednički izglasaju barem jednog člana upravnog odbora).

Odluka o načinu podjele stečene dobiti, od krucijalne je važnosti za male akcionare, pa je važno da oni imaju obezbijeden uticaj na njeno donošenje, jer od ove odluke zavisi njihova finansijska pozicija. Stečena dobit može se reinvestirati, raspodijeliti, ili se u vrijednosti stečene dobiti može izvršiti dodatna emisija akcija.

Preduzeća koja žele da se razvijaju vrše reinvestiranje dobiti, podižući tako cijenu akcija. Ukoliko grupa akcionara želi da kupi kompaniju kupujući akcije od manjinskih vlasnika, oni će glasati za neraspoređenu dobit, kako bi cijene akcija bile niže, odnosno kako bi obezbijedili da za otkup akcija plate manje.

Ako postojeći vlasnici i menadžment žele da se zaštite od neželjenog pruzimanja, isplata dobiti se obavlja u dodatnoj emisiji akcija, tako da potencijalni kupac mora da kupi više tih hartija od vrijednosti ako želi da postane vlasnik većeg procenta akcija.

Ukoliko postojeći većinski vlasnik želi da zadrži trenutnu vlasničku strukturu, opredjeljuje se za raspodjelu dobiti. Interesi manjinskih akcionara ne moraju se poklapati sa interesima većinskih vlasnika akcionarskog društva, ali mali akcionari ipak imaju potrebu da te svoje interese zaštite, odnosno realizuju. Iz tog razloga, potrebno je da budu obezbijeđeni uslovi, prije svega zakonski, a onda i oni definisani statutom akcionarskog društva, koji omogućavaju zaštitu ovih interesa malih akcionara.

Zaštita investitora, odnosno akcionara ostvaruje se kroz jednak tretman akcionara, uključujući manjinske i strane akcionare. Svi akcionari bi trebalo da imaju mogućnost da ostvare efikasnu zaštitu u slučaju narušavanja njihovih prava.

Svi akcionari vlasnici akcija iste klase bi trebalo da budu podjednako tretirani u okviru iste klase akcija, svi akcionari bi trebalo da imaju ista glasačka prava. Svim investitorima treba omogućiti da se informišu o glasačkim pravima koja nose akcije prije njihove kupovine. Odluke kojima se mijenjaju glasačka prava kod akcija moraju biti predmet glasanja od strane akcionara.

U cilju zaštite njihovih prava, važno je svim akcionarima, kako velikim tako i malim, obezbijediti blagovremeno i tačno objavljivanje informacija o svim materijalnim činjenicama u vezi sa poslovanjem preduzeća, uključujući i pitanja vezana za finansijsku situaciju, uspešnost poslovanja, vlasničku strukturu i upravljanje privrednim društvom.

Kompanije obavezno moraju objavljivati sljedeće informacije:

1. ciljevi privrednog društva;
2. finansijski i poslovni rezultat kompanije;
3. podatke o većinskim akcionarima i njihovim glasačkim pravima;
4. podatke o članovima organa upravljanja, ključnih izvršioaca i njihovih primanja;
5. informacije o predvidivim materijalnim faktorima rizika;
6. podatke o materijalnim pitanjima koja se tiču zaposlenih i ostalih trećih lica, kao i
7. podatke o upravljačkoj strukturi i poslovnoj politici.

Informacije sadržane u izvještajima o poslovanju privrednih društava trebaju biti sastavljene u skladu sa međunarodnim standardima, moraju biti jasne i nedvosmislene i moraju biti pregledane od strane nezavisnog ovlašćenog revizora. Međutim, to samo po sebi ponekad nije dovoljno, jer revizorski izvještaji ponekad mogu biti i nekvalitetno urađeni. Za adekvatno informisanje investitora o poslovanju privrednih društava, u današnjim tranzicionim i turbulentnim uslovima na crnogorskom tržištu, godišnji izvještaji o poslovanju preduzeća više nijesu dovoljni, pa je logično što se sve češće zahtijeva objavljivanje polugodišnjih i kvartalnih izvještaja.

### 6.3.3. Zakonska zaštita prava malih akcionara

Jedan od osnovnih zakona koji reguliše prava akcionara uopšte, a onda i manjinskih akcionara, jeste zakon o privrednim društvima. Crnogorski Zakon o privrednim društvima<sup>80</sup> donešen je 2002. godine, ali je u međuvremenu izrađen prijedlog novog zakona o privrednim društvima. Osim oblasti vezanih za zaštitu prava malih akcionara, naprijed navedenih, a koje je važeći Zakon u osnovi dobro regulisao (čime se ne garantuje i njegova kvalitetna primjena u praksi), jedna oblast ipak nije pružala dovoljan nivo zaštite malih akcionara. To se odnosi na minimalan broj članova odbora direktora, kojih po važećem Zakonu treba da bude 3, dok se njihov stvaran broj određuje statutom privrednog društva. To znači da, u slučaju minimalnog broja članova, treba da se skupi 33% malih akcionara da bi na skupštini akcionara zajednički izabrali jednog člana odbora direktora. Ovakav scenario malo je vjerovatan. Stoga bi, u cilju zaštite interesa malih akcionara broj minimalnih akcionara trebao biti barem 5, jer bi se lakše skupilo 20% akcionara čije akcije imaju pravo glasa, da izabere svojeg predstavnika u odboru direktora, koji bi zastupao njihove interese u organu upravljanja. Pošto je novi zakon o privrednim društvima u fazi prijedloga, ovakvo rješenje je još uvijek moguće barem predložiti.

Početakom 2005. godine Komisija za HOV je donijela Pravila o načinu trgovanja blokom akcija<sup>81</sup>. Ovim Pravilima bilo je predviđeno da grupacije koje posjeduju veći broj akcija u preduzećima, mogu samostalno prodati svoj udio u direktnom dogovoru sa kupcem. Prema ovim Pravilima, paket akcija se formira ako vrijednost posla kupoprodaje akcija iznosi najmanje 500.000 eura, ili ako akcije predstavljaju najmanje 20 odsto od ukupnog vlasništva preduzeća. Izmjenom ovih pravila u 2006. godini<sup>82</sup>, ovi uslovi su relaksirani, na način da se paket akcija za blok trgovinu formira ako vrijednost posla kupoprodaje akcija iznosi najmanje 250.000 eura, ili ako akcije predstavljaju najmanje 10 odsto od ukupnog broja akcija nekog emitenta.

Relaksacijom uslova vezanih za vrijednost akcija u paketu, odnosno bloku, kao i smanjenjem procenta, donekle je ublaženo favorizovanje prodavaca većih paketa akcija. Drugim riječima, spuštanjem procenta na 10% data je mogućnost i malim akcionarima da se lakše udruže i formiraju paket, odnosno blok akcija. Ipak, i dalje stoji da su kod blokovske trgovine potencijalni kupci u neravnopravnom položaju, od čega na kraju štetu mogu da imaju i sami akcionari koji ulaze u prodaju bloka akcija. Naime, kada prodavac i kupac postignu dogovor koji će se na berzi samo formalizovati, ostalim kupcima koji su eventualno bili spremni da ponude veću cijenu za iste akcije, neće biti omogućeno da se nadmeću, jer će posao već biti dogovoren. Na taj način, i vlasnici akcija dolaze u poziciju ostvarenja prihoda manjeg od mogućeg. Ipak, dogovori u blokovskoj trgovini nikad se ne formiraju na veliku štetu niti jedne od strana koje u trgovini učestvuju, a svaki prihod manji od mogućeg, odnosno svaki rashod veći od mogućeg, predstavljaju nužan kompromis u cilju realizacije transakcije.

---

<sup>80</sup> "Sl. list RCG", br. 6/02

<sup>81</sup> "Sl. list RCG", br. 11/05

<sup>82</sup> "Sl. list RCG", br. 28/06



Međutim, Komisija za HOV je zajedno sa Pravilima o načinu trgovanja blokom akcija donijela i Pravilo o preuzimanju kompanija<sup>83</sup>, koje je kasnije, 2005. godine, zamijenjeno Zakonom o preuzimanju<sup>84</sup>. Pravilo o preuzimanju kompanija donešeno je kao protuteža Pravilima o načinu trgovanja blokom akcija, da bi se onemogućili veliki kupci, kao što su npr. investicioni fondovi, da u dvije blokovske trgovine od po npr. 30 odsto, preuzmu kompaniju, bez obaveze da malim akcionarima ponude otkup. Shodno Pravilima o preuzimanju kompanija, svako ko kupi najmanje 40 odsto akcija nekog preduzeća, bio je obavezan da na berzi ponudi otkup svih manjinskih akcija po najvećoj cijeni po kojoj je prethodno stekao 40 odsto. Takođe, ako je neko na tenderu kupio više od 40 odsto vlasništva, nije bio obavezan da kupuje manjinske akcije. Međutim, ukoliko se odluči na taj korak, onda je morao kupiti od svih i to po jednakim cijenama.

Jedna od najvećih zamjerki ovim Pravilima bila je da će ona ugroziti male akcionare, u privrednim društvima u kojima država prodaje svoje udjele koji su manji od 40 odsto. Pretpostavljalo se da budući kupac državnog paketa akcija, pošto neće biti u obavezi da otkupi akcije svih malih vlasnika, neće biti ni voljan da to učini. Pravilima je, pored toga, bila data mogućnost da, ako neko blokom kupi preko 20% akcija, ali ako ne pređe prag od 40% akcija, on nije dužan da postupi po odredbama ovih Pravila, što znači da nije dužan ni da otkupi akcije manjinskih akcionara.

Donošenjem Zakona o preuzimanju obezbijedeno je prevazilaženje potencijalnih problema za male akcionare. Tako je Zakonom utvrđeno da je sticalac akcija dužan da u postupku sprovođenja javne ponude za preuzimanje, po zaključenju javne ponude za preuzimanje kupi sve ponuđene akcije (čak i ako ih je ponuđeno ukupno više od 40%), odnosno da plati istu cijenu za sve akcije prijavljene u postupku sprovođenja javne ponude za preuzimanje<sup>85</sup>. Precizirano je i da sticalac u postupku javne ponude ne može snižavati ponuđenu cijenu, ali je može povećati, s tim da za svaku akciju iste klase mora platiti istu cijenu.

Ukoliko sticalac kroz javnu ponudu za preuzimanje stekne više od 75% akcija sa pravom glasa emitenta, vlasnici preostalih akcija sa pravom glasa imaju pravo da, u roku od 15 dana od dana objavljivanja rezultata javne ponude za preuzimanje, ponude akcije sticaocu na otkup. Pri tome, sticalac je dužan da izvrši plaćanje preostalih ponuđenih akcija, u roku od tri dana od dana isteka roka iz stava 1 ovog člana, pod uslovima pod kojima je izvršio preuzimanje.

Imajući u vidu ova zakonska rješenja, može se smatrati da su ona obezbijedila neophodan nivo zaštite malih akcionara u postupku javnog preuzimanja.

Još jedan od zakona koji je važan za zaštitu prava specifične vrste malih akcionara jeste i Zakon o investicionim fondovima, jer vlasnici investicionih jedinica jednog fonda predstavljaju najveći pojedinačan skup malih akcionara. U tom smislu, Zakon o investicionim fondovima treba da obezbijedi uticaj vlasnika investicionih jedinica na vršenje nadzora nad upravljanjem investicionim

---

<sup>83</sup> "Sl. list RCG", br. 12/05

<sup>84</sup> "Sl. list RCG", br. 81/05

<sup>85</sup> Član 11 Zakona, stav 1 pod 3) i 4)

fondom, odnosno njegovim portfolijem. Važeći crnogorski Zakon nije uspio da obezbijedi taj neophodan nivo zaštite interesa, o čemu je više rečeno u dijelu analize investicionih fondova. Zaštita interesa malih akcionara u drugim institucionalnim investitorima – osiguravajućim društvima i dobrovoljnim penzionim fondovima, trebala bi biti elementarno obezbijedena rješenjem iz budućeg zakona o privrednim društvima.

### 6.3.4. Zaključak

Zaštitu elementarnih prava malih akcionara, u dijelu upravljanja privrednim društvom i odlučivanja o raspodjeli dobiti, neophodno je obezbijediti prevashodno u budućem zakonu o privrednim društvima. Pravilo o trgovanju blokom akcija, odnosno Zakon o preuzimanju, uspjeli su da obezbijede zaštitu interesa malih akcionara u dijelu njihovih interesa vezanih za trgovanje na berzama.

Jedan od načina na koje mali akcionari mogu računati u cilju obezbjeđenja bolje zaštite njihovih interesa, je i udruživanje malih akcionara, odnosno osnivanje njihovih asocijacija. Ovakve neformalne (a ponekad i formalne) grupe, mogu da budu u stanju da iskoriste moć udruženih glasova malih akcionara i da se izbore za svoje ciljeve. Do sada je u Crnoj Gori osnivanje ovakvih asocijacija zabilježeno u nekoliko velikih kompanija (npr. Telekom, a.d. Podgorica, Kombinat aluminijuma a.d. Podgorica).

Još jedan od načina zaštite interesa sadašnjih, ali i potencijalnih malih akcionara i malih investitora, bilo bi zakonsko obavezivanje privrednih društava da izrađuju i dostavljaju svoje finansijske izvještaje na kvartalnoj osnovi (od čega bi koristi svakako imali svi akcionari i svi investitori). Finansijski izvještaji čija obaveza izrade i dostavljanja akcionarima postoji na godišnjem nivou, sadrže podatke koji su već zastarjeli, pa je standard i u razvijenijim ekonomijama da se ovi izvještaji dostavljaju na kvartalnoj osnovi. Akcionari, uglavnom mali, trebali bi biti zainteresovani za stavljanje akcija kompanije čije akcije posjeduju na kotaciju na berzi, jer kotiranje čini kompaniju atraktivnijom, a cijene njenih akcija rastu. Većinski vlasnici imaju različit stav prema ovom pitanju, ovisno o tome žele li povećati svoj udio u kompaniji, u kojem slučaju nisu zainteresovani za rast cijena akcija, ili se namjeravaju povući iz kompanije, u kojem slučaju su zainteresovani za povećanje cijena njenih akcija. Svakako, većinski vlasnici kompanija, koji to namjeravaju i ostati, zainteresovani su za kotiranje akcija na berzi, jer kvalitetnije kompanije privlače i kvalitetnije klijente odnosno partnere, dobijaju bolje poslove, jeftinije kredite, veće popuste pri nabavkama i slično.

Međutim, nije važno samo obezbijediti frekventnije objavljivanje finansijskih izvještaja o poslovanju kompanija, već obezbijediti i povećanje kvalitete njihove izrade. Nizak kvalitet izrade finansijskih i revizorskih izvještaja zapažen je i od strane predstavnika Evropske komisije i MMF-a, koji su dali preporuke da se obezbijedi unapređenje ove oblasti u Crnoj Gori. Nezadovoljavajući kvalitet izrade finansijskih izvještaja u Crnoj Gori posljedica je nedovoljnog znanja onih koji ove

izvještaje izrađuju, kao ni onih za koje ih izrađuju, koji samim tim nijesu u stanju da ocijene da li su izvještaji kvalitetno urađeni. Kvalitetno izrađeni finansijski izvještaji neophodni su ne samo sadašnjim akcionarima, već i budućim investitorima, malim i velikim, bankama – jer na osnovu njih određuju uslove za davanje kredita kompanijama, osiguravajućim društvima prilikom procjene vrijednosti predmeta osiguranja, i slično.

Tek kad se u Crnoj Gori obezbijedi kvalitetnija izrada finansijskih izvještaja, biće poželjno osnivati agencije za procjenu rizika, odnosno bonitetne agencije, koje se bave procjenom rizika ulaganja u hartije od vrijednosti, odnosno procjenom kvalitete kompanija. Procjene i izvještaji koje ove agencije izrađuju, vrlo su važni za sve koji su potencijalni učesnici dužničko – povjerilačkih odnosa, a naročito za male investitore. Oni ne raspolažu dovoljnim znanjem i informacijama za donošenje kvalitetnih investicionih odluka, pa je postojanje ovakvih agencija od esencijalne važnosti za male investitore.

S obzirom da se u Crnoj Gori sve oblasti ekonomije kontinuirano unaprjeđuju, realno je očekivati da se u periodu od nekoliko godina, stvore adekvatni i poželjni uslovi za donošenje kvalitetnijih investicionih odluka, kako za male, tako i za velike akcionare.



## **7. TRŽIŠTE HARTIJA OD VRIJEDNOSTI**



## 7.1. Tržište novca u Crnoj Gori

Tržište novca u Crnoj Gori je, u početnoj fazi razvoja koja se iz više razloga odvija relativno sporo. Osim sporog razvoja, crnogorsko tržište novca karakteriše i ograničen, tačnije rečeno – oskudan izbor tržišnog materijala, i relativno skroman krug učesnika na tom tržištu. Razlozi sporog razvoja tržišta novca u Crnoj Gori su višestruki; sve do nedavno nije postojala adekvatna zakonska regulativa, dok je istovremeno postojala podzakonska regulativa koja je tretirala samo jedan segment tržišta novca. Ova podzakonska regulativa bila je neusklađena sa Zakonom o hartijama od vrijednosti. Pored toga, dolarizacija, odnosno eurizacija uslovlila je da Centralna banka Crne Gore (Centralna banka) nema emisiju funkciju, pa stoga nema ni mogućnost emitovanja kratkoročnih hartija od vrijednosti (blagajničkih zapisa). Sljedeći razlozi sporog razvoja tržišta novca su svojevremeno vrlo niska, a kasnije previsoka likvidnost banaka, kao i kontinuirano niska likvidnost privrede. Period niske likvidnosti banaka postojao je tokom i neposredno nakon donošenja Zakona o bankama i Zakona o CBCG, i karakteriše ga relativno visoko nepovjerenje u bankarski sistem. U takvim uslovima banke se nijesu mogle pojaviti kao emitenti kratkoročnih hartija od vrijednosti, jer za njihovim hartijama ne bi ni bilo tražnje. Činjenica je da u periodu rasta likvidnosti banaka za emisijom njihovih hartija nije ni postojala potreba. Međutim, u tom periodu banke su počele da se javljaju kao najznačajniji kupci jedinih hartija tržišta novca čije emitovanje je počelo u međuvremenu – kratkoročnih državnih zapisa.

Niska likvidnost privrede dvojako nepovoljno je uticala na razvoj tržišta novca; s jedne strane privreda nije imala slobodna likvidna sredstva koja bi kreirala tražnju za postojećim kratkoročnim hartijama tržišta novca. S druge strane, nelikvidnost i velika međusobna dugovanja su već godinama uobičajena pojava koja se toleriše, zbog neažurnosti sudstva i nepostojanja državne inicijative za multilateralan prebijanje dugovanja. U takvim uslovima, većina preduzeća koja ima potrebu za dodatnim kratkoročnim likvidnim sredstvima nema bonitet i kredibilitet koji kupci kratkoročnih hartija od vrijednosti zahtijevaju prilikom investiranja. Istovremeno, razvoj finansijskog tržišta još uvijek nije donio stvaranje finansijskih posrednika koji se bave finansiranjem rizičnih investicija (tzv. »venture capital«). Preduzeća sa zadovoljavajućim bonitetom imaju mogućnost da obezbijede bankarske kredite po relativno povoljnim uslovima. U uslovima nepostojanja prakse emitovanja kratkoročnih hartija od vrijednosti, bonitetna preduzeća nijesu ni zainteresovana za njihovo emitovanje cilju prikupljanja kratkoročnih likvidnih sredstava.

Na crnogorskom tržištu novca trguje se jedino kratkoročnim državnim zapisima (KDZ), i to samo na primarnom tržištu. Stoga se najveći dio analize tržišta novca u Crnoj Gori odnosi na analizu tržišta ovih finansijskih instrumenata.

### 7.1.1. Zakonski i drugi preduslovi razvoja tržišta novca

Shodno prvobitno donešenom Zakonu o hartijama od vrijednosti<sup>86</sup> (Zakon o HOV), hartijama od vrijednosti nijesu smatrani ček i mjenica (kojom bi se moglo trgovati na lombardnom tržištu), kao ni komercijalni papiri (uputnice, kreditno pismo, konosman, tovarni list i skladišnica, koji generalno nisu predmet trgovanja ni na drugim tržištima). Komercijalni zapisi nijesu bili definisani kao hartija od vrijednosti, ali takođe nije bilo ni decidno rečeno da komercijalni zapis nije hartija od vrijednosti. Mogućnost njihovog emitovanja bila je data u članu 2, u drugom stavu pod tačkom 7, kojom je bilo definisano da se hartijom od vrijednosti mogu smatrati i drugi finansijski instrumenti koji se propisima odrede kao hartije od vrijednosti. Tako se može smatrati da su Zakonom o HOV bili stvoreni preduslovi za pojavu REPO<sup>87</sup> ugovora u Crnoj Gori, kao instrumenta tržišta novca. Kao hartija od vrijednosti bili su decidno označeni jedino depozitni certifikati. Jedini finansijski instrument čija emisija je započeta i odvijala se praktično u kontinuitetu, bili su kratkoročni državni zapisi sa rokom dospijeca do godinu dana. Međutim, shodno prvobitnom Zakonu o HOV, odnosno sve do njegovih izmjena i dopuna<sup>88</sup>, oni nijesu bili smatrani hartijama od vrijednosti. Činjenica je da su, istovremeno, KDZ imali obilježja hartije od vrijednosti shodno Zakonu o obligacijama<sup>89</sup>. Međutim, nigdje u prvobitnom Zakonu o HOV nije se pominjalo trgovanje instrumentima tržišta novca na berzama ili na drugačiji organizovan način. Može se smatrati da je takva zakonska regulativa u startu predstavljala jedan od osnovnih faktora ograničenja za kreiranje tržišta KDZ u Crnoj Gori. Međutim, kako su vrijeme i praksa pokazali, to nije bio jedini razlog. Trgovanje novcem ostalo je još uvijek neregulisano, kako zakonski, tako i institucionalno.

Uprkos nepreciznosti prvobitnog Zakona u smislu tretiranja kratkoročnih državnih zapisa kao hartija od vrijednosti, Odlukom o emisiji državnih zapisa iz aprila 2004. godine<sup>90</sup>, kao i svim narednim odlukama o emisiji KDZ, bilo je eksplicitno dozvoljeno sekundarno trgovanje ovim finansijskim instrumentima. Pri tome, Zakon o HOV nije tretirao KDZ kao hartije od vrijednosti, iako oni shodno Zakonu o obligacijama imaju sva svojstva vrijednosnog papira. Stoga se može smatrati da je sekundarno, ali kao vanberzansko trgovanje, odnosno bilateralno prometovanje ovih finansijskih instrumenata između dvije zainteresovane strane, bilo omogućeno. Međutim, trgovanje finansijskim instrumentima i hartijama od vrijednosti, na finansijskom tržištu koje je tek u razvoju, ipak zahtijeva više formi i uređenja, koji su u slučaju kratkoročnih državnih zapisa izostali.

Izmjenama i dopunama Zakona o HOV ispravljene su neke od anomalija do tada važećeg Zakona. Uvodeći, do sada u Zakonu o HOV nepostojeću distinkciju na vlasničke i dugovne hartije, izmjenama i dopunama Zakona o HOV su, u članu 2, kao dugovne hartije označeni i državni zapisi koje emituje RCG.

<sup>86</sup> "Sl. list RCG", br. 59/00, 10/01 i 43/05.

<sup>87</sup> REPO, skraćena od "Repurchase agreement" – ugovor o otkupu prethodno prodatih hartija od vrijednosti, od njihovog kupca.

<sup>88</sup> "Zakon o izmjenama i dopunama zakona o hartijama od vrijednosti", "Sl. list RCG", br. 28/06

<sup>89</sup> "Sl. list SFRJ", br. 29/78, 39/85, 45/89 i 57/89 i "Sl. list SRJ", br. 31/93.

<sup>90</sup> "Sl. list RCG", br. 24/04



Cjelina IVa izmijenjenog i dopunjenog Zakona o HOV tretira emisiju kratkoročnih HOV. Na njih se primjenjuju sljedeći članovi Zakona o HOV:

1. član 3, koji tretira emisiju, prijenos i vođenje kratkoročnih HOV u dematerijalizovanom obliku);
2. član 4, koji definiše bitne elemente dematerijalizovane HOV;
3. član 5, koji precizira da kratkoročne HOV moraju biti registrovane kod CDA, kao i da prava i obaveze iz te HOV nastaju momentom registracije u CDA;
4. član 24, koji utvrđuje da mora da bude donešena odluka o emisiji, podnijet zahtjev Komisiji za HOV za odobrenje javne ponude, odnosno evidentiranje emisije, da emitent zaključi ugovor sa CDA, da sačini prospekt i objavi javni poziv za upis i uplatu hartija, odnosno da objavi rezultate javne prodaje u skladu sa ovim Zakonom, kao i da se emisija upiše u registar emitenta kod Komisije za HOV, odnosno da se uplaćene hartije od vrijednosti upišu u registar kod CDA;
5. član 25, koji propisuje sadržaj odluke o emisiji hartija od vrijednosti;
6. član 26, koji ustanovljava obavezu registracije emitenata HOV kod Komisije za HOV, odnosno obavezu dostavljanja izvještaja Komisije za HOV, kao i da se na tržištu može trgovati samo sa hartija od vrijednosti registrovanim kod Komisije za HOV, i
7. član 44, koji definiše da Komisije za HOV propisuje bliže uslove emitovanja, registrovanja i trgovanja kratkoročnim dužničkim hartijama od vrijednosti, kao i obavezu upisivanja svih emisija u poseban registar Komisije za HOV. Izuzetno, postupak emisije KDZ i način njihove prodaje od strane emitenta utvrđuje Ministarstvo finansija.

Kako je KDZ shodno izmjeni Zakona o HOV označen kao hartija od vrijednosti, to se i na njega odnosi odredba po kojoj se trgovanje sa hartijama od vrijednosti obavlja na tržištima hartija od vrijednosti, a poslove ovih tržišta obavljaju berze (član 45). Pošto Ministarstvo finansija na opisane uslove iz novog Zakona o HOV nije reagovalo donošenjem pravila za trgovanje sa KDZ, nije došlo ni do razvoja sekundarnog tržišta kratkoročnih državnih zapisa.

Međutim, izmjene i dopune Zakona, od njihovog usvajanja do kraja 2006. godine nijesu rezultirale pojavom, odnosno kreiranjem novih kratkoročnih hartija od vrijednosti.

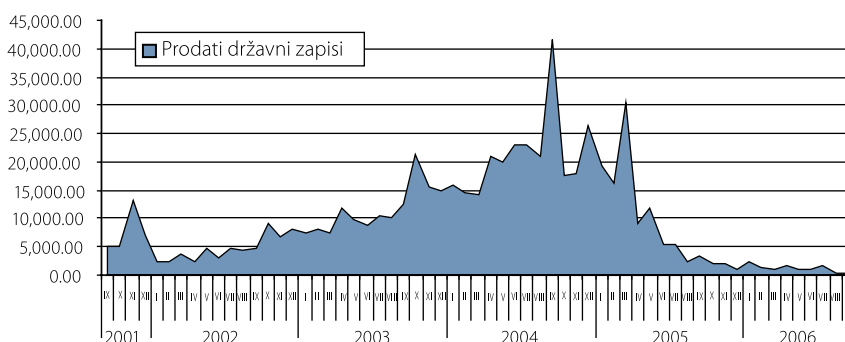
Međubankarsko trgovanje novcem, kao ni tržište bankarskih garancija, nijesu zakonski zaokruženi. Trgovanje novcem implicira trgovanje sredstvima banaka, pa bi bilo logično za očekivati da tehničku infrastrukturu za trgovanje novcem obezbijedi Centralna banka Crne Gore. Što se tiče tržišta bankarskih garancija, tehničku podršku za njegovu operacionalizaciju mogla bi takođe da obezbijedi Centralna banka.

## 7.1.2. Kratkoročni državni zapisi kao jedini raspoloživi instrument tržišta novca

Danas u Crnoj Gori od svih instrumenata tržišta novca postoje samo kratkoročni državni zapisi i bankarske garancije, koji nemaju sekundarno tržište, a postoje i bilateralni međubankarski plasmani.

Kratkoročni državni zapisi koje emituje Trezor Ministarstva finansija Crne Gore, jedini su kratkoročni finansijski instrument tržišta novca u Crnoj Gori, koji ima barem primarno tržište. Trezor je prve državne zapise emitovao u septembru 2001. godine na osnovu Odluke o emisiji državnih zapisa RCG<sup>91</sup>. Čin početka emitovanja kratkoročnih državnih zapisa trebao je označiti prelazak državnog budžeta na tržišno finansiranje. Odlukom je bilo omogućeno emitovaje 28-dnevnih i 56-dnevnih državnih zapisa. Novom Odlukom o emisiji državnih zapisa iz aprila 2004. godine<sup>92</sup>, omogućeno je emitovanje državnih zapisa i na 91, odnosno na 182 dana. Prva aukcija 91-dnevnih državnih zapisa održana je u junu 2004, a 182-dnevnih u julu iste godine. Godine 2005. počelo je smanjenje emitovanja KDZ, tako da se u 2006. godini nastavila samo sporadična emisija KDZ ročnosti 91, odnosno 182 dana.

*Grafik br. 7.1 - Prodati iznos državnih zapisa po mjesecima u periodu septembar 2001 – septembar 2006. godine*



Izvor: CBCG

Na početku emitovanja kratkoročnih državnih zapisa emitovani su prvo 28-dnevni državni zapisi, u septembru 2001, dok je prva emisija 56-dnevnih zapisa održana u martu 2002. godine. Od jula 2002. do kraja te godine, iznos izdatih nedospjelih emisija 28-dnevnih zapisa se udvostručio, pa utrostručio, a trend rasta izdatih emisija ovih zapisa nastavljen je i tokom 2003, a naročito 2004. godine. Osnovni razlog tome bilo je povećanje potrebe za premoštavanjem kratkoročnih finansijskih problema sa likvidnosti u državnom budžetu. Istovremeno, rast emitovanih iznosa državnih

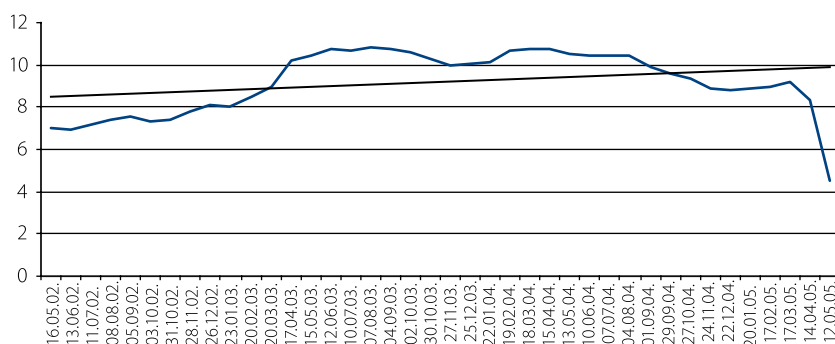
<sup>91</sup> "Sl. list RCG", br. 43/01

<sup>92</sup> "Sl. list RCG", br. 24/04

zapisa bio je praćen i rastom tražnje za njima. Tom rastu doprinijela je početkom 2003. godine i izmjena Odluke o obaveznoj rezervi banaka kod CBCG, kojom je bankama sa sjedištem u RCG omogućeno da drže veći dio svoje obavezne rezerve u državnim zapisima (tokom 2002. godine taj procenat iznosio je 10%, da bi navedenom izmjenom bio povećan na 25%).

Nakon stupanja na snagu ove Odluke bio je primjetan rast tražnje banaka za državnim zapisima, naročito 28-dnevnim. Ovaj rast, praćen rastom tražnje i drugih učesnika na emisijama, iako praćen i rastom ponude, kao i ažurnim isplata obaveza po prodanim državnim zapisima od strane državnog Trezora, rezultirao je značajnim rastom kamatnih stopa na državne zapise.

Grafik br. 7.2 - Kamatne stope na prodane 28-dnevne državne zapise



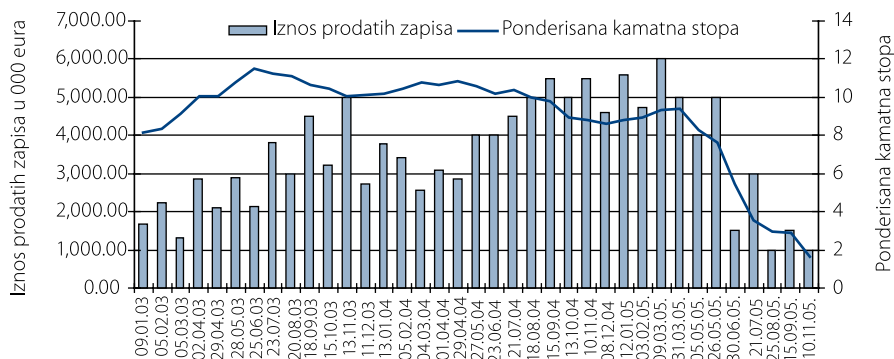
Izvor: CBCG

Činjenica je, međutim, da je istovremeno sa ulaskom stranih kupaca – finansijskih institucija, kao i domaćih fizičkih i pravnih lica (koja ne spadaju u finansijski sektor) na primarno tržište KDZ, bio primjetan trend pada kamatnih stopa kod ovih finansijskih instrumenata. Razlog tome bio je taj što navedeni tipovi kupaca, u traženju kamate na državne zapise u procesu aukcije, nijesu bili uslovljeni visokom cijenom pribavljanja finansijskih sredstava iz kojih vrše investiranje, kao što je to slučaj kod crnogorskih banaka. Međutim, osim diverzifikacije investitora, pokazalo se da je za nivo interesnih stopa na KDZ bila važna i transparentnost budućih planova Vlade za smanjenje tekućeg finansiranja emitovanjem zapisa.

Kretanja na tržištu državnih zapisa tokom 2005. godine pokazala su da je nivo kamatnih stopa na ove finansijske instrumente bio usko povezan sa procjenom investitora o potrebi Budžeta za nedostajućim finansijskim sredstvima. Naime, te godine je usvojena „Strategija upravljanja državnim dugom Crne Gore 2005-2007“, shodno kojem je došlo do smanjenja iznosa emisija kratkoročnih državnih zapisa. Posmatranje odnosa vrijednosti emitovanih KDZ i ponderisanih kamatnih stopa na pojedinačnim aukcijama pokazuje da su kod većih vrijednosti emisija i kamatne stope bile veće. U takvim situacijama kupci ovih hartija procjenjivali su da je potreba budžeta za nedostajućim finansijskim sredstvima velika. Obrnuto, kod emitovanja KDZ manje vrijednosti, konstantno veliki broj zainteresovanih kupaca trudio se u procesu aukcije da traži nižu kamatnu stopu, da

bi uspio da plasira slobodna finansijska sredstva. Tako su, nakon objavljivanja namjere Vlade da postepeno smanji iznos emitovanih KDZ, opale i kamatne stope tražene od kupaca, a samim tim i prosječne ponderisane interesne stope koje su postignute na aukcijama

Grafik br. 7.3 - Iznos prodatih KDZ ročnosti 56 dana i pripadajuće ponderisane kamatne stope

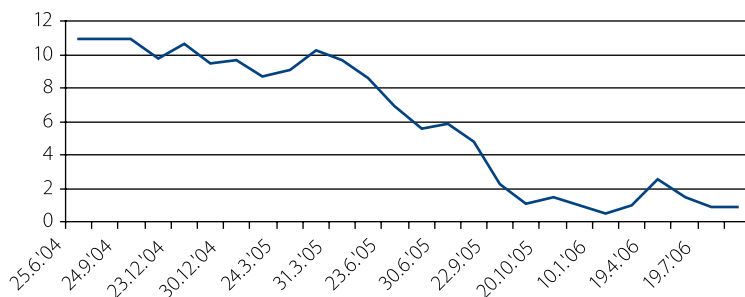


zvor: CBCG

Smanjenje ponude KDZ, uslovalo je i smanjenje tražnje za njima, i to uglavnom od strane inostranih investitora. Razlog smanjenja tražnje inostranih investitora bilo je to što su kamatne stope vremenom pale na nivo toliko nizak, da investitori više nijesu mogli ostvariti prihod od investiranja, nakon plaćanja svih pripadajućih troškova investiranja<sup>93</sup>.

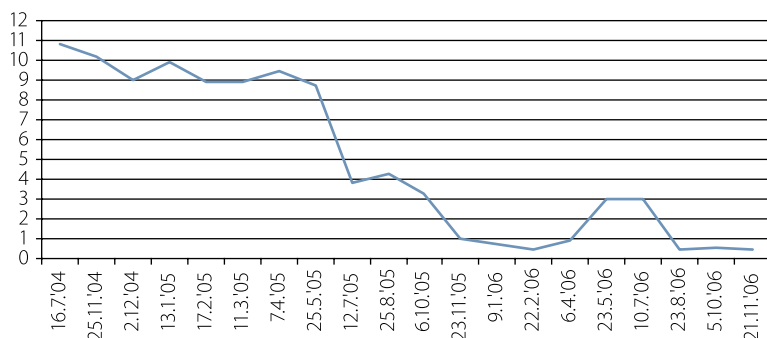
Identični trendovi zabilježeni su i kod kamatnih stopa na KDZ ročnosti 91 i 181 dan, kao što prikazuju grafici u nastavku.

Grafik br. 7.4 - Kretanje kamatnih stopa na KDZ ročnosti 91 dan



<sup>93</sup> Troškova platnog prometa sa inostranstvom, kao i troškova registracije vlasništva u CDA, zatim za brokerske usluge banaka, i sl.

Grafik br. 7.5 - Kretanje kamatnih stopa na KDZ ročnost i182 dana



U vezi sa tim može se konstatovati da kamatne stope na KDZ imaju individualan put kretanja, koji primarno ovisi od procjene investitora o potrebi Budžeta za novcem, dok je nivo sigurnosti investiranja u ove hartije, uprkos njihovoj niskoj likvidnosti, vrlo visok. Kamatna stopa na kratkoročne državne zapise nije uslovljena opštim nivoom sigurnosti investiranja, koje se procjenjuje kod drugih vrsta investicija, npr. kod odobravanja bankarskih kredita. U prilog tome govori razlika između smanjenog nivoa kamatnih stopa na državne zapise i aktivnih kamatnih stopa banaka koje su i dalje na relativno visokom nivou, uprkos zabilježenom smanjenju u posljednjih pet godina.

### 7.1.3. Investitori na tržištu kratkoročnih državnih zapisa

Za razliku od tržišta državnih hartija u drugim zemljama, u Crnoj Gori učesnici na aukcijama KDZ mogu da budu sva fizička, odnosno pravna lica koja mogu obezbijediti garanciju plaćanja za svoju ponudu i koja su registrovana kod CDA. Takođe, kupac zapisa može da podnesu prijave za aukciju i preko zastupnika, koji je registrovan kod CDA i koji može položiti garanciju plaćanja za tog kupca. Učesnici na primarnom tržištu KDZ u Crnoj Gori su: Vlada (kao emitent), Centralna banka kao fiskalni agent Vlade koji realizuje aukcije KDZ<sup>94</sup>, dok se na strani kupaca KDZ pojavljuju banke, institucionalni investitori<sup>95</sup> - uglavnom osiguravajuća društva, berze, brokери i dileri (tzv. ovlašćeni učesnici na finansijskom tržištu), pravna lica izvan finansijskog sektora, kao i fizička lica. U cijelom periodu emitovanja KDZ, najvažniji investitori u KDZ bile su i ostale domaće banke<sup>96</sup>. Tokom 2004. godine kao kupci na primarnom tržištu KDZ pojavile su se i finansijske institucije iz inostranstva (uglavnom banke), privučene visokim kamatnim stopama koje su obezbjeđivale visoku zaradu, ali i kvalitetom ovih hartija, koji je obezbijedila ažurna otplata od strane ministarstva

<sup>94</sup> Izabrani model prodaje državnih zapisa je aukcija prikupljanjem konkurentnih i nekonkurentnih ponuda. Državni zapisi se emituju u dematerijalizovanoj formi, u apoenima od 500 i 100 eura, dok njihovo registrovanje vrši Centralna depozitarna agencija RCG.

<sup>95</sup> Privatni penzioneri fondovi još uvijek ne postoje, a državni penzioneri fond ne raspolaže dovoljnim slobodnim finansijskim sredstvima da bi se pojavljivao kao kupac na tržištu novca. Investicioni fondovi sporadično su kupovali KDZ.

<sup>96</sup> Banke su ponekad otkupljivale i do 100% emitovanih zapisa (najčešće 28-dnevnih).

finansija Crne Gore<sup>97</sup>. Sa padom kamatnih stopa na KDZ, kad su troškovi svojom visinom nadmašili prihode od investiranja u ove hartije, strani investitori su se povukli. Tako su domaće banke ostale dominantni investitori na primarnom tržištu KDZ.

Crnogorske banke figuriraju kao najveći investitori u KDZ na primarnom tržištu ovih hartija, zbog njihove konstantno visoke likvidnosti, kao i zbog pomenute mogućnosti držanja dijela obavezne rezerve u KDZ. S jedne strane, depoziti, kao osnovni izvor sredstava crnogorskih banaka konstantno su u porastu (po osnovu rasta privredne aktivnosti, smanjenja sive ekonomije i priliva privatizacionih prihoda, kao i SDI u nekretnine). Osim toga, sredstva banaka uvećavaju se i na osnovu kredita koje banke uzimaju od inostranih banaka, uglavnom njihovih banaka-majki<sup>98</sup>. U takvim okolnostima, banke se protiv generisanja oportunitetnih troškova držanja velikih iznosa likvidnih sredstava bore investiranjem u sigurne plasmane. Jedan od takvih plasmana su upravo KDZ Trezora Vlade Republike Crne Gore<sup>99</sup>.

Činjenica je da na početku emitovanja KDZ njihovi kupci nijesu znali koliko će Vlada kao emitent biti ažurna u isplata obaveza po osnovu emitovanih KDZ. U tim uslovima bilo je očekivano da kamatne stope po kojima je obračunavat prihod na KDZ, budu vrlo visoke (maksimalno do 11,51%). Međutim, čak i nakon što je postalo očigledno da je Vlada kao emitent ažurna u izvršavanju obaveza isplate po emitovanim KDZ, njihove kamatne stope nijesu počele da se smanjuju. Prvobitno se smatralo da je razlog tome nelikvidnost KDZ. Ove hartije nelikvidnima čini nepostojanje njihovog sekundarnog tržišta, i nemogućnost prvih investitora da ih u slučaju potrebe prodaju prije roka dospijeca, što KDZ čini manje atraktivnima za investitore sa niskom tolerancijom rizika. Smatralo se da je nepostojanje sekundarnog tržišta KDZ posljedica neadekvatnog zakonskog rješenja odnosno neusklađenosti Zakona o HOV i Odluke o emisiji KDZ. Tržište bilo kojeg finansijskog instrumenta ili hartije od vrijednosti, da bi se uspješno razvilo, treba da bude podržano adekvatnom zakonskom i podzakonskom regulativom, koja treba da obezbijedi kako primarno, tako i sekundarno trgovanje. Međutim, izmjena Zakona o hartijama od vrijednosti ispravila je ovu anomaliju, ali do formiranja sekundarnog tržišta KDZ ipak nije došlo, jer regulativa sama po sebi ne može usloviti kreiranje kako tražnje, tako ni ponude. Njihovo kreiranje je u domenu onih kojima finansijska sredstva nedostaju, odnosno imalaca viška likvidnih sredstava. Tako se čini da je osnovni razlog za nenastajanje sekundarnog tržišta KDZ bila ipak visoka likvidnost njihovih kupaca i odsustvo potrebe za prodajom KDZ prije roka dospijeca.

---

<sup>97</sup> Za tražnju ovih novih investitora karakteristično je da je uglavnom bila usmjerena ka državnim zapisima na 91 i na 182 dana, kao i da su tražili niže kamatne stope od domaćih investitora.

<sup>98</sup> Međutim, može se smatrati da visoka likvidnost crnogorskih banaka potiče i od relativno strogih kriterijuma u oblasti likvidnosti, a naročito u oblasti plasmana kredita. Ovi kriterijumi uslovljavaju da banke ne ulaze olako u rizične plasmane, što im značajan dio sredstava ostavlja neplasiranim. Treba naglasiti da banke i dalje posluju u uslovima u kojima je većina projekata koji im se nude na finansiranje i dalje relativno visoko rizična u smislu kreditnog rizika, rizika klijenta i rizika izvršenja.

<sup>99</sup> Trend velikog investiranja banaka u državne hartije od vrijednosti bio je prisutan u svim tranzicionim i ekonomijama u razvoju. Postojanje ovakvog trenda sugerise obično dva zaključka; da privreda i dalje posluje u relativno nestabilnim uslovima te da su krediti privredi za banke još uvijek visoko rizičan posao i drugi, da postoji neka eksterna ili interna bankarska regulacija koja sprečava banke od ulaženja u suviše rizične poslove.

S druge strane, u uslovima nelikvidnosti najvećeg dijela privrede, nije postojala i još uvijek ne postoji platežno sposobna tražnja za ovim finansijskim instrumentima, jer bi se inače više preduzeća javljalo na aukcijama državnih zapisa sa ponudama za njihovu kupovinu. Dodatni razlog na strani nedostajuće tražnje za državnim zapisima je i to što Centralna banka nije emisiona ustanova i što ne koristi operacije državnim zapisima na otvorenom tržištu za sprovođenje monetarne politike. Da Centralna banka jeste emisiona ustanova, sporna odredba Zakona o HOV vjerovatno se ne bi ni dogodila, ili bi bila izmijenjena puno ranije.

#### 7.1.4. Ostali instrumenti tržišta novca u Crnoj Gori

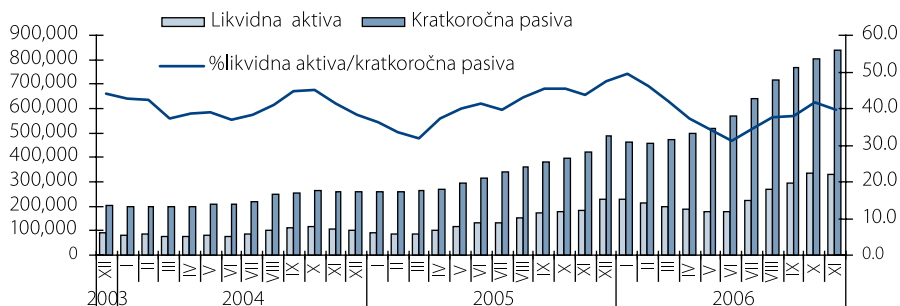
Iako *međubankarski plasmani* postoje, oni se vrše bez organizovanog tržišta, odnosno bilateralnim dogovorom između zainteresovanih banaka. Ove transakcije ne odvijaju se uz posredovanje Centralne banke, za potrebe njihovog realizovanja ne koristi se njen informacioni sistem, a kamatne stope na ove plasmane dogovaraju se u nekonkurentnim uslovima.

Kamatna stopa na međubankarske plasmane u nekim državama koje emituju vlastitu valutu predstavlja sidro za vođenje monetarne politike. U takvim uslovima, monetarne vlasti su zainteresovane za organizovanje međubankarskog tržišta u nastojanju da stvore uslove za konkurentno formiranje kamatne stope. Na njenu visinu monetarne vlasti utiču i same, plasirajući u uslovima nedostatka finansijskih sredstava na tržištu dodatnu količinu novca, za koju se banke "natječu" nudeći kamatnu stopu po kojoj žele ta sredstva da kupe. Prihvatanjem najviše među ponuđenim stopama, centralna banka određuje visinu kamatnih stopa na međubankarske plasmane, kao i svih ostalih kamatnih stopa. Pošto u Crnoj Gori Centralna banka nije emisiona ustanova, ne formira vlastitu repersnu kamatnu stopu i nema mogućnost plasmana primarnog novca, te stoga, kao vrhovna monetarna vlast, nema ni direktan interes za formiranje međubankarskog tržišta<sup>100</sup>. S druge strane, likvidnost banaka je i dalje vrlo visoka, tako da ni one same ne ispoljavaju značajniju zainteresovanost za formiranje međubankarskog tržišta. U prilog tome govori i grafički prikazi likvidne aktive i kratkoročne pasive banaka, i raspoloživih sredstava i izvršenih plaćanja banaka.

---

<sup>100</sup> *Međubankarski plasmani vrše se sporadično i neorganizovano, premda na nivou bankarskog sistema postoji potreba za njihovom institucionalizacijom. Tokom 2003. godine rađen je projekat osnivanja tržišta novca u Crnoj Gori, u okviru kojeg je bilo predviđeno i organizovanje trgovanja novcem, ali on zaključno sa septembrom 2006. godine nije realizovan. U tim uslovima Udruženje banaka RCG uputilo je u proljeće 2004. godine Centralnoj banci prijedlog da ova institucija organizuje trgovanje novcem i kratkoročnim finansijskim sredstvima. Iako namjerna da ovom zahtjevu udovolji, Centralna banka to nije bila u stanju sve do kraja 2004. godine, do uvođenja Real Time Gross Settlement (RTGS) sistema. Ovaj sistem realizuje poravnjenja u međubankarskim plaćanjima u realnom vremenu i jedan je od neophodnih uslova da bi Centralna banka mogla uspješno organizovati trgovanje novcem i kratkoročnim finansijskim sredstvima.*

Grafik br. 7.6 – Likvidna aktiva i kratkoročna pasiva banaka (u 000 eura) i njihov odnos (u %)



Grafik br. 7.7 - Raspoloživa sredstva i izvršena plaćanja banaka, stanje posljednjeg dana u mjesecu, u 000 eura



Razvoj međubankarskog tržišta zavisi o nekoliko faktora; prevashodno od kretanja nivoa likvidnosti banaka u budućnosti, čije smanjenje može uzrokovati pritiske na Centralnu banku da institucionalizuje razvoj ovog tržišta. U tim uslovima, zakonski i sistemski uslovi bili bi stvoreni relativno brzo, naročito iz razloga što u Centralnoj banci već postoji odgovarajuća softverska podrška koja omogućava međubankarsko trgovanje.



Tabela br. 7.1 - Udio međubankarskih kredita u ukupnim kreditima u periodu 2002. – septembar 2006. godine, stanje na kraju perioda, u 000 EUR

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.		
	XII	XII	XII	XII	III	VI	IX
Finansijske institucije	788	1.695	3.854	136	1.424	4.710	3.737
Banke	35	1.525	1.000	37	533	1.051	48
Ostale finansijske institucije	753	170	2.854	99	891	3.659	3.689
UKUPNO	124.663	200.625	281.483	375.941	456.446	559.322	653.060
Udio kredita datih finansijskim institucijama u ukupnim kreditima	0,6%	0,9%	1,4%	0,04%	0,3%	0,8%	0,6%

Izvor: Bilten Centralne banke Crne Gore, oktobar 2006.

Ugovori o otkupu ili REPO ugovori u Crnoj Gori ne postoje. Centralna banka svakako ne vrši plasmane na osnovu zaloge državnih zapisa, osim što na osnovu polaganja KDZ kao kolaterala odobrava intradnevne i prekonoćne kredite<sup>101</sup>.

Privredna društva ne emituju *komercijalne zapise*, te ni ova vrsta hartija ne egzistira kao tržišni materijal.

Utrživi *depozitni certifikati* kao instrumenti tržišta novca takođe ne postoje, premda su dozvoljeni Zakonom, uglavnom iz razloga visoke likvidnosti banaka.

*Bankarske garancije* iako postoje kao vid garantovanja isplate obaveza dužnika, nijesu predmet trgovanja, odnosno njihov imalac ih u slučaju rasta potrebe za gotovinom ne može prodati na sekundarnom tržištu jer ono ne postoji.

### 7.1.5. Problemi i preporuke

Ono što je važno za razvoj drugih segmenata tržišta novca u Crnoj Gori je činjenica da, osim KDZ, ni većina uobičajenih instrumenata tržišta novca, ni njihovo tržište, nekoliko godina takođe nijesu bili formalizovani Zakonom o hartijama od vrijednosti, odnosno da nije bilo omogućeno ni njihovo primarno emitovanje. Za to postoji nekoliko objašnjenja.

Treba imati u vidu da je prilikom pisanja Zakona (2001. godine), situacija na finansijskom tržištu bila još uvijek takva da je bankarski sistem bio opterećen lošim kreditima, da je nivo privredne

<sup>101</sup> „Sl. list RCG“, br. 02/02.

aktivnosti bio nizak, međusobna dugovanja u privredi velika, a sklonost ka hazardu u finansijama izuzetno visoka. Stoga se zaključuje da je zakonodavac, u datom momentu, pravilno ocijenio da te 2001. godine nije bio pogodan trenutak za stvaranje tržišta novca. Likvidnost crnogorskih banaka i povjerenje stanovništva i privrede u njih bili su vrlo niski. Privreda je bila u lošem stanju nakon dugih godina inflacije i inostranih sankcija, a siva ekonomija i crno tržište su bili široko rasprostranjeni. Naročito je bilo izraženo slabo i neažurno funkcionisanje sudstva i otuda kriza dužničko-povjerilačkih odnosa. Doprinos ovoj krizi davala je i sama država, kao jedan od najvećih dužnika (po osnovu neuplaćenih socijalnih davanja tokom 90-ih godina XX vijeka), koja se stoga nije ni zalagala za prebijanje bilateralnih i multilateralnih dugovanja i uspostavljanje čistih odnosa, neopterećanih dugovanjima iz prošlosti. Svi ovi razlozi kao i, u to vrijeme, još uvijek visoka stopa inflacije, bili su prilično loš milje za organizovanje tržišta novca. Zato se i čini da je jedini pravilan put do njegovog razvoja i bio preko sređivanja stanja u bankarstvu, uvođenja fiskalne disipline i smanjenja sive ekonomije, smanjenja inflacije, rješavanja problema međusobnih dugovanja u privredi, i poboljšanja zakonskih i drugih preduslova za ažurnije funkcionisanje sudstva. Samo uz ove pozitivne promjene bilo je moguće stvoriti preduslove za razvoj tržišta novca, koje treba da omogući uspješno prelijevanje kratkoročnih finansijskih sredstava od suficitarnih ka deficitarnim sektorima ekonomije. Ipak, zbog i dalje nedovoljno efikasnog funkcionisanja sudstva u Crnoj Gori, svi neophodni uslovi još uvijek nijesu ispunjeni. Pri tome, stiče se dojam da upravo pravna zaštita ugovornih odnosa i efikasna naplata potraživanja predstavljaju jedan od najvažnijih uslova za razvoj cjelokupnog finansijskog tržišta, pa time i tržišta novca.

Dodatni, ako ne i najvažniji razlog nepostojanja pritiska za razvoj tržišta novca u Crnoj Gori danas je dominacija kratkoročnih bankarskih kredita kao osnovnog izvora za finansiranje kratkoročnih potreba za finansijskim sredstvima. Pošto bankarski kredit pokriva veliki dio potreba za kratkoročnim sredstvima, imajući u vidu da se uslovi sigurnosti i obezbjeđenja potraživanja još uvijek razvijaju i usavršavaju, ne postoje ozbiljnije intencije i impulsi za razvoj drugih kratkoročnih instrumenata. Činjenica je da su kratkoročni državni zapisi kao izvor kratkoročnih finansijskih sredstava i uvedeni od strane Ministarstva finansija RCG tek kad država više nije mogla da obezbjeđuje jeftine kredite po povlašćenim kamatnim stopama od banaka u državnom vlasništvu. Sa privatizacijom banaka u Republici i zahvaljujući pritisku međunarodnih finansijskih institucija (prevashodno MMF-a), država je izgubila preferencijalni tretman u određivanju kamata na kredite. Kao alternativan izvor finansijskih sredstava<sup>102</sup>, uvedeni su državni zapisi i to kratkoročni, da bi se provjerila mogućnost države da ispunjava obaveze po emitovanim zapisima.

Bankarski krediti u još jednom aspektu utiču na nepojavljivanje kratkoročnih komercijalnih hartija od vrijednosti – preko visokih aktivnih kamatnih stopa. Naime, u datim opštim uslovima, svako preduzeće, koliko god da je uspješno i kvalitetno, ne bi moglo ponuditi na prodaju kratkoročnu HOV uz kamatnu stopu značajno manju od nivoa aktivnih bankarskih stopa. Tako bi trošak preduzeća za prikupljanje dodatnih kratkoročnih sredstava svejedno bio visok, a pored toga i praćen mogućnošću da emisija njegovih kratkoročnih HOV ne uspije. Ovdje treba reći da je i uvođenje

---

<sup>102</sup> *Koji je pored toga, u periodu uvođenja na tržište bio i jeftiniji od bankarskih kamata na kredite koje su, u tom periodu već u značajnoj mjeri privatizovane banke naplaćivale državi za korišćenje kredita.*

KDZ na tržište bilo praćeno nepovjerenjem investitora u sposobnost i spremnost državnog budžeta da isplati obaveze po emitovanim zapisima. Ta sumnja, izražena kroz zahtijevanje visokih kamatnih stopa za kratkoročne hartije privrednih društava kao emitenata, bila bi izražena u još većoj mjeri. Treba imati u vidu i to, da čak i u visoko razvijenim zemljama (npr. u Njemačkoj), koje imaju razvijeno tržište novca, preduzeća u prikupljanju kratkoročnih eksternih finansijskih sredstava, i dalje preferiraju bankarske kredite, u odnosu na emisiju kratkoročnih hartija od vrijednosti. U takvim zemljama, imaoći velikih iznosa kratkoročno raspoloživih finansijskih sredstava prije se odlučuju da ih drže na depozitnim računima u banci, nego da ih investiraju u kratkoročne hartije od vrijednosti<sup>103</sup>.

Stoga se može smatrati da postoji više razloga iz kojih sektori deficitarni finansijskim sredstvima, nijesu izvršili pritisak za razvoj barem primarnih tržišta kratkoročnih komercijalnih zapisa, kratkoročnih obveznica i drugih instrumenata: 1) i dalje prisutna dužničko-povjerilačka kriza u Republici; 2) neažurno funkcionisanje sudstva i nizak nivo pravne zaštite ugovora; 3) niska likvidnost postojećih učesnika na tržištu, kao i 4) nerazvijenost određenih oblika investitora, prije svega institucionalnih<sup>104</sup>. U ovakvim uslovima, rijetko koji imalac viška likvidnih sredstava bi se odlučio da kupi komercijalnu kratkoročnu hartiju za koju strahuje da li će mu njen emitent biti u stanju isplatiti dug po kupljenoj hartiji, glavnici i kamatu, i za koju zna da će teško naći kupca na sekundarnom tržištu i tako svoju investiciju učiniti likvidnom. Iz istih razloga vjerovatno se nijesu pojavili niti „venture“ investicioni fondovi, odnosno drugi oblici finansijskih posrednika koji se bave finansiranjem rizičnih investicija – rizik je, jednostavno, prevelik.

Bez obzira na tradicionalne sklonosti tržišta i ostale navedene razloge za spor razvoj tržišta novca, činjenica je da bi njegovo, odnosno postojanje šireg spektra kratkoročnih hartija od vrijednosti, stvorilo alternativu bankarskom kreditu i uticalo na smanjenje bankarskih aktivnih kamatnih stopa. S jedne strane, kratkoročne hartije od vrijednosti bile bi alternativa bankarskom kreditu (to konkurentnija, što bi bila likvidnija, odnosno utrživija), dok bi s druge strane, došlo do smanjenja depozita kod banaka jer bi imaoći viškova likvidnih sredstava vršili njihov plasman u kratkoročne hartije. Tako bi se i banke suočile sa smanjenjem nivoa likvidnih sredstava, te bi imale manju potrebu da visokim kamatnim stopama pokrivaju oportunitetne troškove držanja neangažovanih sredstava. Konkurencija drugih kratkoročnih finansijskih instrumenata, kako sa aspekta ponude, tako i sa aspekta tražnje, uticala bi vjerovatno na toliko poželjan i dugo očekivan pad kamatnih stopa.

---

<sup>103</sup> Premda se ovdje može postaviti pitanje i šta je uzrok, a šta posljedica: da li neemitovanje kratkoročnih HOV ostavlja viškovima finansijskih sredstava kao jedinu alternativu deponovanju u bankama, ili sklonost ka štednji u bankama ostavlja preduzećima uzimanje bankarskih kredita kao jedini izvor eksternih finansijskih sredstava?

<sup>104</sup> Naime, kao i drugdje, sama emisija hartija bila bi moguća, bez obzira na loše performanse poslovanja, ili čak i nepostojeće – u slučaju novoosnovanih privrednih društava, kad bi postojali investicioni fondovi koji investiraju u rizične kompanije – tzv. „venture“ fondovi.

### 7.1.6. Zaključak

Iz naprijed rečenog proizlazi zaključak o ključnim problemima i nedostacima trgovanja kratkoročnim finansijskim sredstvima u Crnoj Gori. Ako se dosta dugo i smatralo da je osnovni ograničavajući faktor neadekvatna zakonska regulativa, onda je usvajanje Zakona o izmjenama i dopunama zakona o HOV razbilo sve sumnje – nakon institucionalizacije nekih kratkoročnih finansijskih instrumenata kao hartija od vrijednosti po ovom Zakonu, odnosno omogućavanja sekundarne trgovine, nije došlo do emitovanja tih kratkoročnih hartija. Pri tome treba imati u vidu da regulativa za sekundarno trgovanje kratkoročnim državnim zapisima još nije donešena, mada se može smatrati da bi se njeno donošenje pospješilo ukoliko bi je pojavila ponuda i/ili tražnja na sekundarnom tržištu.

Očigledno je da regulativa sama po sebi, iako predstavlja neophodan preduslov, ne može i podstaći razvoj i kreiranje instrumenata tržišta novca. Ono što bi taj razvoj moglo podstaći, jeste npr. smanjenje likvidnosti banaka koje bi „natjeralo“ banke na emitovanje kratkoročnih hartija kojima bi dolazile do izvora sredstava za plasman kredita. Međutim, ako se banke i suoče sa padom likvidnosti (uzorokvanim npr. padom depozita, usljed usmjeravanja slobodnih finansijskih sredstava npr. u privatne penzione fondove ili u investicione fondove), sve dok su kamatne stope u Republici visoke, domaće banke će lako dobijati kredite od inostranih banaka i njima finansirati plasman svojih kredita. Ono što bi moglo omesti ovakav scenario je smanjenje domaćih kamatnih stopa. Do toga može doći samo povećanjem sigurnosti u domenu domaćih dužničko-pojerilačkih odnosa – poboljšanjem ažurnosti sudstva, bilateralnim i multilateralnim prebijanjem dugovanja i povećanjem transparentnosti podataka o privrednim subjektima, npr. podataka o njihovom bonitetu, kreditnoj zaduženosti i slično. Međutim, ovdje se nameće novo pitanje; da li bi u uslovima smanjenja kamatnih stopa banaka uopšte i bilo interesovanja npr. privrednih društava, da emituju kratkoročne hartije od vrijednosti? Odgovor je da, ali samo u uslovima smanjenja nivoa sredstava banaka, koji bi neminovno nastupio sa smanjenjem kamatnih stopa na depozite. Ako bi i izostao interes privrednih društava za emisijom kratkoročnih hartija, u uslovima smanjenja sredstava banaka moglo bi se očekivati da banke pokrenu kreiranje tržišta novca – emisijom vlastitih kratkoročnih HOV, ili pak osnivanjem investicionih fondova koji bi, između ostalog, investirali i u kratkoročne hartije od vrijednosti domaćih emitenata. S obzirom na odsustvo ozbiljnijeg tretmana problema enormno visokih unutarnjih dugova i neažurnosti sudstva, može se smatrati da razvoj tržišta novca u Crnoj Gori još uvijek nije bliska budućnost.

## 7.2. Tržište kapitala

Berze su organizovana tržišta hartija od vrijednosti, na kojima se u Crnoj Gori, shodno Zakonu o hartijama od vrijednosti (Zakon o HOV), jedino može trgovati hartijama od vrijednosti označenim u ovom Zakonu, ili drugim aktima Komisije za hartije od vrijednosti (Komisija za HOV). U Crnoj Gori trenutno posluju dvije berze, Montenegro berza a.d. Podgorica, i Nex – Montenegro berza a.d. Podgorica.

Prva berza u Crnoj Gori, Montenegroberza a.d. Podgorica, osnovana je u junu 1993. godine, na osnovu tadašnjeg Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala, donešenog na nivou SRJ. Osnivači Montenegroberze bile su četiri crnogorske banke i Republika Crna Gora, odnosno Agencija Crne Gore za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja. Nakon toga, 1995. godine, donešen je Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima<sup>105</sup>, a Montenegroberza je izvršila usklađivanje svojeg poslovanja njegovim odredbama<sup>106</sup>. U međuvremenu došlo je do redefinisiranja državne zajednice i do preuzimanja određenih ingerencija saveznih institucija od strane institucija osnovanih u Republici Crnoj Gori. Nakon donošenja Zakona o HOV, shodno njegovim odredbama, Montenegroberza je izvršila dokapitalizaciju kroz emisiju akcija. Komisija za HOV Republike Crne Gore je, po preuzimanju nadležnosti od Savezne komisije za hartije od vrijednosti i finansijska tržišta, a nakon utvrđivanja ispunjenja svih neophodnih preduslova, u decembru 2000. godine, dala Montenegroberzi dozvolu za poslovanje.

NEX Montenegro berza osnovana je 2002. godine, u periodu u kojem su aktivnosti na Montenegroberzi bile u priličnoj mjeri minimizirane (usljed nepostojanja zakonskih uslova za trgovanje kratkoročnim hartijama, kao i neispunjenosti drugih uslova za trgovanje dugoročnim hartijama od vrijednosti). Montenegroberza je nastavila sa radom, a svoje konačno usklađivanje sa Zakonom o HOV, izvršila je 2004. godine.

*Tabela br. 7.2 - Kretanje ukupnog prometa na berzama u Crnoj Gori u periodu 2000. – 2006. godina, u eurima*

Godina	Kratkoročne HOV	Dugoročne HOV	Ukupan promet u mil. eura	Broj obavljenih transakcija
2000.	-	2,64	2,85	15 *
2001.	1,43	9,42	10,85	909
2002.**	-	14,87	14,87	3.681
2003.	-	43,55	43,55	21.324
2004.	-	42,88	42,88	57.355
2005.	-	198,44	198,44	111.053
2006.	-	377,01	311,01	114.096***

\* Uključuje i transakcije obavljene trgovanjem žiralnim novcem

\*\* Podaci za 2000. i 2001. godinu odnose se samo na Montenegroberzu, koja postoji od 1993. godine, dok podaci za 2002. i naredne tri godine odnose na obje berze, Montenegroberzu i Nex-Montenegro berzu

\*\*\*Broj transakcija putem kojih je realizovan promet u 2006. godini nije značajno veći od prometa ostvarenog u 2005. godini, zbog blokovskih poslova.

<sup>105</sup> "Sl. list SRJ", br. 90/94

<sup>106</sup> Shodno zakonskim propisima koji su bili na snazi u tom periodu, Montenegroberza je dobila potrebne dozvole; za rad (od Saveznog ministarstva finansija), za trgovanje žiralnim novcem i kratkoročnim hartijama od vrijednosti (od NBI) i za trgovanje akcijama i drugim dugoročnim hartijama (od Savezne komisije za hartije od vrijednosti i finansijska tržišta).

Na Montenegroberzi se od 1994. do 2000. trgovalo uglavnom žirlnim novcem i kratkoročnim hartijama od vrijednosti, jer je tu trgovinu omogućavala tadašnja zakonska regulativa. Prenošnje ingerencija regulisanja tržišta hartija od vrijednosti na republike članice tadašnje SRJ, uslovalo je donošenje crnogorskog Zakona o HOV, kojim nije bilo regulisano emitovanje kratkoročnih hartija od vrijednosti, niti trgovanje sa njima. Tako se od 2002. godine na berzama u Crnoj Gori trguje samo dugoročnim hartijama od vrijednosti.

Berza treba da obezbijedi pravilno i pošteno trgovanje hartijama od vrijednosti, i shodno tome treba da djeluje u cilju zaštite investitora u hartije od vrijednosti, kao i da obezbjeđuje prevagu interesa zaštite investitora u odnosu na bilo koji drugi interes koji emitent ostvaruje u skladu sa nekim drugim zakonom. Takodje, berza se ne smije baviti trgovinom hartija od vrijednosti, ni davati savjete o trgovini hartijama od vrijednosti i investiranju u hartije od vrijednosti, niti davati mišljenja o povoljnosti ili nepovoljnosti kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti.

Trgovanje hartijama od vrijednosti i odgovarajući rad berze određeni su kroz Pravila i druge akte berzi, koje one same donose, a odnose se na: članstvo, listing, zahtjeve za kotiranje, obim promjena u cijenama, adekvatnost kapitala, informacije i periodične izvještaje, te obavještenja o transakcijama. Pravila berzi su obavezujuća za članove berzi, odnosno ovlašćene učesnike finansijskog tržišta osnovane shodno Zakonu. Pravila berzi trebaju biti takva da omogućavaju pravilno i efikasno regulisanje i kontrolu tržišta hartija od vrijednosti. Pravila i izmjene pravila berzi moraju biti odobreni od strane Komisije za HOV.

Berza treba da vrši nadzor nad trgovanjem hartijama od vrijednosti na organizovanom tržištu, zajedno sa Komisijom za HOV, i treba da, u slučaju prekršaja ili nepravilnosti, postupa u skladu sa svojim nadležnostima, kako bi osigurala organizovano, nesmetano, efikasno i fer trgovanje hartijama od vrijednosti. Berze su dužne da izvještavaju Komisiju za HOV o realizovanoj trgovini hartijama od vrijednosti, kao i o zahtjevima za članstvo na berzi, odnosno za prijem i skidanje sa listinga berze.

Komisija za HOV donijela je početkom 2005. godine Pravila o načinu trgovanja blokom akcija<sup>107</sup>. Ovim Pravilima bilo je predviđeno da grupacije koje posjeduju veći broj akcija u preduzećima, mogu samostalno prodati svoj udio u direktnom dogovoru sa kupcem. U to vrijeme, postojala je bojazan da će se uvođenjem ovih pravila berzansko trgovanje u potpunosti obesmisлити. Ovim Pravilima formalizovan je dogovor kupca i prodavca mimo berze, čime se direktno krši Zakon o HOV i uobičajena praksa na tržištu kapitala. Ipak, blok poslovi se realizuju preko berzi, pa je time ispoštovana odredba Zakona o HOV kojom se utvrđuje da se poslovi trgovine hartijama od vrijednosti mogu realizovati samo na berzama kao organizovanim tržištima hartija od vrijednosti. Za razliku od ostalih transakcija za čiju realizaciju berze naplaćuju 1 euro po transakciji, kod blokovskih poslova, berze naplaćuju u prosjeku oko 0,08% od vrijednosti transakcije. Na ovaj način, blok trgovanje neće negativno uticati na prihode berzi, što je za njihove akcionare postalo važno pretvaranjem berzi u profitne institucije. Osim toga, proces ukрупnjavanja vlasništva koji se realizuje kroz

---

<sup>107</sup> "Sl. list RCG", br. 11/05

blokovsku trgovinu, može se ostvariti i bez nje, tako da blokovska trgovina ne može biti krivac što jednom krupni vlasnici više neće imati potrebu da trguju svojim akcijama.

### 7.2.1. Berzanske kotacije i slobodno berzansko tržište

Tržište na berzama u Crnoj Gori sastoji se od berzanske kotacije (»A« i »B« lista), koja predstavlja prestižni segment tržišta i slobodnog berzanskog tržišta. Da bi se emitenti mogli kotirati na »A« ili »B« listi berzanskog tržišta, pored opštih uslova, moraju ispuniti i određene kriterijume u pogledu veličine kapitala, broja akcionara, finansijskog stanja, obaveza obavještanja (berze i javnosti) o poslovanju, i druge.

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

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

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

Dnevno pomjeranje cijena hartija na berzanskoj kotaciji ograničeno je na  $\pm 10\%$ . O prijemu hartija od vrijednosti u berzansku kotaciju odlučuje Komisija za kotaciju svake berze, u skladu sa njenim Pravilnikom o kotaciji.

Prednosti berzanske kotacije su mnogobrojne, a među najvažnijima mogu se navesti sljedeće:

- lakši i brži pristup do kapitala,
- porast likvidnosti akcija,
- rast »good-will«-a,
- besplatna reklama i besplatni medijski publicitet,



- zaštita investitora i izdavaoca,
- motivacija zaposlenih (privlačenje i zadržavanje dobrih radnika),
- konkurentske prednosti i veći interes stranih investitora,
- veća tržišna stabilnost akcija,
- poboljšanje slike menadžera kotiranih kompanija u javnosti,
- bolja informisanost o promjenama u vlasničkoj strukturi,
- mogućnost kotacije na stranim berzama.

Nasuprot berzanske kotacije, slobodno berzansko tržište obuhvaća sve one hartije koje se ne nalaze na berzanskoj kotaciji. Sve hartije emitenata koje su registrovane kod Komisije za HOV i CDA, i ispunjavaju gore navedene opšte uslove, po automatizmu se uvrštavaju na slobodno berzansko tržište. Za razliku od emitenata kotiranih na »A« i »B« listi, kod hartija kojima se trguje na slobodnom berzanskom tržištu ne postoji nikakvo dnevno ograničenje pomjeranja cijene. Takođe, emitenti sa slobodnog tržišta nijesu obavezani aktima berze da objelodanjuju poslovne i finansijske izvještaje, kao što je to slučaj sa emitentima čije akcije su na kotaciji. Trgovanje, kliring i saldiranje se na oba tržišna segmenta odvijaju na potpuno isti način.

### 7.2.2. Montenegroberza

Montenegroberza osnovana je u junu 1993. godine. Na Montenegroberzi se trguje na berzanskom i na slobodnom tržištu.

Krajem 2006. godine na berzanskoj kotaciji Montenegroberze bila su 22 privredna društva i obveznice SDŠ koje dopijevaju od 2007. do 2011, od čega je na „A“ listi berzanske kotacije kotirano je 5 privrednih društava i obveznice SDŠ, dok je na „B“ listi 17 privrednih društava. Na Montenegroberzi se trguje akcijama privrednih društava, privatizovanih, kao i onih koja su u procesu privatizacije, akcijama privrednih društava koje su na specijalnoj ponudi Ministarstva finansija, a koja su u državnom vlasništvu, akcijama iz portfelja državnih fondova, investicionim jedinicama investicionih fondova, obveznicama lokalne samouprave, obveznicama Fonda za obeštećenje.

Montenegroberza ima la je početkom 2007. godine 18 članova, koje čine ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti, koji su od Komisije za HOV dobili dozvolu za rad, nakon ispunjenja određenih uslova predviđenih Zakonom o HOV.

Trgovanje na Montenegroberzi obavlja se preko elektronskog sistema za trgovanje MSETS, koji je proizvod domaćih IT eksperata, a u funkciji je od 1. aprila 2004. godine. Trgovina se zasniva na automatskom uparivanju unešenih naloga koje u u elektronski sistem trgovanja, putem računara, unose berzanski posrednici. Elektronski sistem omogućava praćenje promjena indeksa berze nakon svakog zaključenog posla.



Na Montenegro berzi izračunava se i objavljuje indeks MOSTE, čija vrijednost se formira na osnovu cijena hartija 35 emitenata, od čega 6 investicionih fondova i 29 najlikvidnijih kompanija. Osnovni cilj izračunavanja i objavljivanja indeksa Monenegroberze je pružanje informacija javnosti o kretanjima na pojedinim segmentima tržišta. Od aprila 2006. godine, Montenegroberza je uvela novi servis za investitore, koji omogućava praćenje trgovanja na berzi u realnom vremenu putem interneta, a od sredine decembra 2006. omogućeno je dobijanje informacija o posljednjim cijenama na Montenegroberzi i putem mobilne telefonije. Od 1. februara 2007. godine, predviđeno je da bude uveden index MOSTE INTUITIVO koji će predstaviti očekivanja ovlašćenih učesnika i ostalih stručnjaka o berzanskim kretanjima.

### 7.2.3. NEX Montenegro berza

NEX Montenegro berza osnovana je u septembru 2001. godine, u periodu koji je neposredno prethodio realizovanju procesa masovne vaučerske privatizacije. Na NEX Montenegro berzi trguje se hartijama koje se nalaze na berzanskoj kotaciji i hartijama na slobodnom tržištu.

Na Nex Montenegro berzi krajem 2006. godine na berzanskoj kotaciji bila su tri privredna društva, jedno na „A“, i dva na „B“ listi (početkom 2007. i treće društvo je stavljeno na „B“ listu). Odlukom Komisije za kotaciju, od 10. januara 2007. godine, na bezansku kotaciju, na „B“ listu, uvrštena su još dva privredna društva. Na berzi se trguje akcijama privrednih društava, privatizovanih, kao i onih koja su u procesu privatizacije, akcijama privrednih društava koje su na specijalnoj ponudi Ministarstva finansija, a koja su u državnom vlasništvu, akcijama iz portfelja državnih fondova, investicionim jedinicama investicionih fondova, obveznicama lokalne samouprave, obveznicama Fonda za obeštećenje i obvenicama za sanaciju drumskih puteva

NEX Montenegro berza početkom 2007. godine imala je 18 članova, koje čine ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti, koji su od Komisije za HOV dobili dozvolu za rad, nakon ispunjenja određenih uslova predviđenih Zakonom o HOV.

Trgovanje na NEX-u obavlja se preko elektronskog sistema za trgovanje<sup>108</sup>, koji je u funkciji od 1. marta 2002. godine. Sistem trgovanja podijeljen je na dva dijela, BTS (berzanski trgovinski sistem), koji je isključivo namijenjen berzanskim posrednicima koji trguju na berzi i Borza Net, koji predstavlja informacijsku podršku sistemu trgovanja. Trgovina se zasniva na automatskom uparivanju unešenih naloga koje u u elektronski sistem trgovanja, putem računara, unose berzanski

---

<sup>108</sup> Donacija Ljubljanske berze u okviru Pakta za stabilnost Jugoistočne Evrope.

posrednici<sup>109</sup>. Takođe, stanica omogućava praćenje promjena indeksa berze nakon svakog zaključenog posla.

Na NEX Montenegro berzi izračunavaju se i objavljuju dva indeksa, NEX20 i NEX PIF. Osnovni cilj izračunavanja i objavljivanja indeksa berze NEX Montenegro je pružanje informacija javnosti o kretanjima na pojedinim segmentima tržišta.

Osnovne informacije o indeksima:

Oznaka indeksa	Puno ime indeksa	Namjena	Tip indeksa	Sastava indeksa	Početna vrijednost	Prvi dan izračunavanja indeksa
NEX20	Indeks berze NEX Montenegro	Pokazuje kretanje kursa akcija na NEX-u	Cjenovni indeks, težinski indeks (% učešće emitenata određeno na osnovu tržišne kapitalizacije, prometa i broja sklopljenih poslova)	Obične akcije 20 emitenata, maksimalno učešće u indeksu 20%	1.000 poena	01.03.2003.
NEX PIF	Indeks PIF-ova	Pokazuje kretanje kursa akcija PIF-ova	Cjenovni indeks, težinski indeks (% učešće PIF-ova određeno na osnovu tržišne kapitalizacije, broja akcija i broja sklopljenih poslova)	Obične akcije svih 6 PIF-ova u Crnoj Gori	1.000 poena	01.03.2003.

#### 7.2.4. Razvoj na crnogorskim berzama u periodu 2002-2006. godina

Kretanja na tržištu kapitala u Crnoj Gori u periodu od 2002. zaključno sa 2006. godinom, karakteriše rast broja transakcija, rast vrijednosti realizovanog prometa i promjena udjela pojedinih vrsta tržišnog materijala u ukupno ostvarenom prometu, kao i promjena preferencija investitora. Ovakvom razvoju događaja na crnogorskim berzama doprinjelo je donošenje ranije nedostajućih zakona i podzakonskih akata koji direktno ili indirektno regulišu oblast tržišta kapitala, kao i izmjena

<sup>109</sup> Kroz opšti i detaljan pregled tržišta korisniku su dostupni podaci o:

- trenutno najboljim kupovnim i prodajnim cijenama za sve hartije kotirane na NEX-u,
- svim kupovnim/prodajnim nalogima koji postoje u sistemu za svaku hartiju,
- svim zaključenim poslovima pojedinačno po hartijama,
- sumarnim podacima o trgovini,
- svakoj pojedinačnoj hartiji (segment trgovanja, prosječna cijena, % promjene cijene, kurs na otvaranju i zatvaranju, ostvareni promet, broj poslova i trgovana količina)
- emitentima (broj hartija, kapitalizacija, max. i min. cijena u protekle 52 sedmice, datum zadnjeg sklopljenog posla i dr.).

postojećih akata. Međutim, najznačajniji uticaj na razvoj domaćih berzi izvršilo je sprovođenje privatizacija, priliv stranih investicija po tom, kao i drugim osnovima, kao i veće uključivanje investicionih fondova i tzv. „malih“ domaćih, ali i malih i velikih inostranih investitora, u trgovanje.

Godine 2004. donijet je Zakon o investicionim fondovima kojim je ovim institucionalnim investitorima omogućeno poslovanje, odnosno kojim je uslovljena transformacija privatizacionih u investicione fondove. Donošenjem ovog Zakona, stvoreni su nedostajući preduslovi da investicioni fondovi počnu da igraju ulogu pravih investicionih posrednika, koji raspolažu gotovinom i mogu da je plasiraju, kako u zemlji tako i u inostranstvu. Njihovo uključivanje u brzansku trgovinu, uz priliv stranog kapitala po osnovu privatizacije Telekoma, u izvjesnom smislu predstavljaju dva osnovna momenta koja su označila početak dinamičnijeg rasta berzanskog trgovanja u Crnoj Gori. Iako je Zakon o IF uspio da obezbijedi veći uticaj investicionih fondova na sekundarno trgovanje, investicioni fondovi još nijesu počeli da realizuju njihov najvažniji zadatak - prikupljanje štednje „malih“ investitora. Razlog tome je zakonska neobična definisanost otvorenih investicionih fondova, odnosno FZU koji mogu da prikupljaju finansijska sredstva emisijom investicionih jedinica, ali ne mogu da ih otkupljuju, što je uobičajena karakteristika otvorenih investicionih fonova.

Uticaj na kretanja na tržištima kapitala u Republici imalo je i smanjenje naknada Komisije za HOV, u drugoj polovini 2004. godine, zatim naknada CDA kao i izvjesno smanjenje troškova domaćeg platnog prometa, dok su troškovi platnog prometa koji banke realizuju sa inostranstvom, kao i brokerske marže i dalje ostali visoki. Nivo ovih troškova i naknada iznosi: za sve transakcije vrijednosti do 2.000 eura, broker klijentu naplaćuje 10 eura, od kojih 1 euro pripada berzi preko koje se transakcija vrši, 1,12 eura pripada CDA. Za transakcije preko 2.000 eura brokeri obračunavaju 0,50% od vrijednosti transakcije, od čega 0,08% pripada beri, a 0,04% CDA. Ukupni nivo troškova smatrao se troškovnom barijerom intenzivnijem investiranju, sve do velikog rasta prometa na berzama tokom 2005, a naročito 2006. godine. U ovim godinama investitori su bilježili izuzetno visoke prihode od investiranja, tako da je nivo troškova i naknada po navedenim osnovama doživljavao kao relativno manje opterećenje nego u prethodnim godinama.

Pored navedenog, donijet je i novi Zakon o izvršnom postupku za koji se očekivalo da će da obezbijedi veću zaštitu povjerilaca i njihovih prava, a time i smanjenje rizika investiranja na crnogorskom tržištu. Međutim, pokazalo se da to nije bilo dovoljno, jer nivo efikasnosti sudskog sistema u Crnoj Gori nije povećan. Usvojen je i Zakon o mjenici<sup>110</sup>, što je omogućilo da se mjenici vrati davno izgubljena funkcija sredstva obezbjeđenja, a sve u cilju obezbjeđenja veće zaštite povjerilaca. U tom smislu, mjenice su počele intenzivno da se koriste kao sredstva obezbjeđenja prilikom odobravanja kredita, dok je njihovo korišćenje u obligacionim odnosima u biznisu takođe povećano, ali još uvijek ne u dovoljnoj mjeri.

Dva podzakonska akta, vezana za Zakon o regulisanju obaveza i potraživanja po osnovu ino duga i devizne štednje građana, donešena 2004. godine, omogućila su konverziju stare devizne štednje u obveznice, čime je obezbijeđeno dodatno diverzifikovanje tržišnog materijala na berzama kapitala

---

<sup>110</sup> "Sl. list RCG", br. 45/05.

u Crnoj Gori. Obveznice stare devizne štednje emitovane su u vrijednosti od 150 miliona eura, u serijama koje dopijevaju 1. jula svake godine, od 2005. do 2017. Obveznicama stare devizne štednje (obveznice SDŠ), kupljenim na berzi, obično uz značajne diskonte na cijenu, moglo se vršiti plaćanje poreza, kao i zamjena za akcije privrednih društava u državnom vlasništvu, i to obje uz paritet 1:1. Ove mogućnosti značajno su podstakle tražnju za obveznicama SDŠ na tržištu.

Tokom 2006. godine na slobodnim berzanskim tržištima na obje berze počelo je da se trguje i obveznicama za saniranje drumskih puteva, obveznicama Fonda za obeštećenje i obveznicama lokalne samouprave.

Obveznice Fonda za obeštećenje ovaj Fond je emitovao u martu 2006. godine, u ukupnoj vrijednosti 150 miliona eura. Ove obveznice se mogu prodavati na tržištu ili upotrijebiti za kupovinu akcija, udjela i druge imovine RCG i državnih fondova. Inicijalna vrijednost jedne obveznice je jedan euro, a za razliku od obveznica stare devizne štednje, i opštinskih obveznica, ove obveznice nijesu kamatonosne i nemaju rok dospelja. One ipak imaju rok važenja, 8.4.2007. godine, a svi koji kupe obveznice Fonda za obeštećenje na berzi, nakon isteka ovog roka stiču pravo na isplatu obeštećenja u šestomjesečnim ratama planiranim shodno Zakonu o povraćaju oduzetih imovinskih prava i obeštećenju. Ovim obveznicama trguje se na slobodnom berzanskom tržištu.

Obveznice lokalne samouprave emitovale su opštine Bijelo Polje (1,249,255.00 eura), Nikšić (1,306,448.00 eura), Cetinje (965,531.00 eura) i Pljevlja (1,244,245.00 eura), a emisiju obveznica planiraju i druge opštine u Republici. Ova emisija realizovana je uz podršku Fonda za razvoj Republike Crne Gore, shodno investicionoj politici Fonda, koji je otkupio emisije ovih obveznica, uz očekivani prihod od kamata. Obveznice su roka dospelja od 2009. do 2015, a prodavane uz inicijalnu vrijednost od 1 euro i uz diskont od 9,28% do 30,50% za obveznice najkasnijeg dospelja. Obveznice su prvo uvrštene na berzansku kotaciju, da bi kasnije, odlukom Komisije za HOV, bile skinute sa kotacije i prebačene na slobodno berzansko tržište.

Početkom 2007. godine donešen je i Zakon o isplati devizne štednje građana položene kod ovlašćenih banaka sa sjedištem van Republike Crne Gore<sup>111</sup>, kojim je konačno regulisana i ova oblast. Shodno rješenjima iz ovog Zakona, takođe je predviđena emisija obveznica, premda način njene tehničke realizacije tek treba da se definiše odgovarajućim uputstvima. Usvajanjem ovog Zakona stvorena je osnova za dodatno širenje spektra tržišnog materijala na berzama, dok iznos obveznica koje će biti emitovane još nije utvrđen.

Osnovni podsticaj razvoju tržišta kapitala, osim pomenutih zakonskih i podzakonskih akata, koji su stvorili osnove za svojinsku transformaciju, za funkcionisanje tržišta kapitala, kao i za poslovanje privrednih društava na profitnoj osnovi, dalo je sprovođenje masovne vaučerske privatizacije. Kao rezultat ovoga procesa proizašli su: novi tržišni materijal – vaučeri, novi finansijski posrednici – privatizacioni investicioni fondovi, i na koncu - stvaranje osjećaja za privatno vlasništvo i za mogućnosti stvaranja dobitka od investiranja (vremenom je nastao i osjećaj za gubitke). Pri tome,

---

<sup>111</sup> "Sl. list RCG", br. 81/06

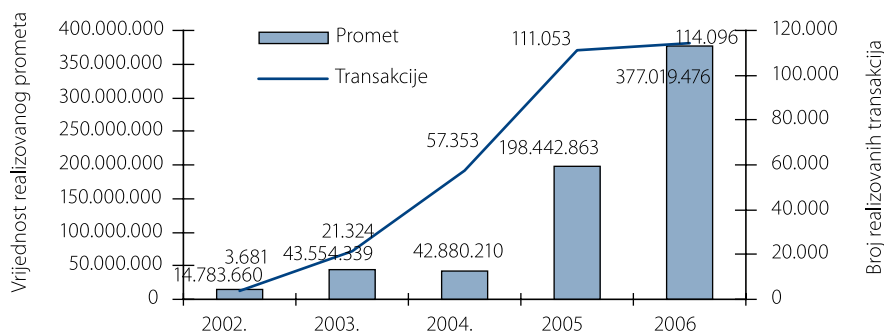
nivo znanja i informisanosti novonastalih vlasnika investicionog materijala bio je vrlo neujednačen, bolje reći – polarizovan, između manjine koja je raspolagala, prije svega kapitalom, a onda i informacijama, ako već ne i znanjem o mogućnostima investiranja, i većine koja najčešće nije imala dovoljno ni kapitala, ni informacija, a još manje znanja. Najveći uticaj na trgovanje u periodu nakon sprovođenja MVP, tokom 2002 - 2004. godine, imali su upravo investitori koji su posjedovali kapital i informacije, i koji su vršili investiranje, tada još uvijek za „sitne“ pare, jer su cijene akcija bile uglavnom višestruko podcijenjene. Investicije tih godina bile su prevashodno usmjerene ka ukupnjavanju kapitala u boljim privrednim društvima i zauzimanju pozicija u njima. Pošto još uvijek nijesu bile realizovane veće privatizacije, cijene akcija na tržištu nijesu značajnije oscilirale, pa nisu ni nudile mogućnost zarade od špekulativne trgovine.

Međutim, u periodu nakon 2004. godine, osim što su u kontinuitetu realizovne izmjene institucionalnih i zakonskih uslova na tržištu, već i je došlo i do promjena preferencija investitora. Iako je ukupnjavanje vlasništva i dalje ostalo dominantan motivator kretanja na tržištu kapitala, špekulativne transakcije su sve više dobivale na značaju. Tokom 2005. godine zabilježeno je značajno povećanje zainteresovanosti akcionara za dešavanja na tržištu kapitala, koje se naročito intenziviralo u narednoj godini. Aktivnosti investitora u trgovanju akcijama počele su sve više da bivaju rukovođene i željom za ostvarivanjem zarade na razlici u cijeni akcija, odnosno za kapitalnom dobiti. Ovaj motiv dobio je na značaju sa širenjem informacija o prvim velikim zaradama koje su te godine ostvarili oni koji su investirali u kupovinu akcija tokom 2002. i 2003. godine, trgujući tada po izuzetno podcijenjenim cijenama. Ipak, najveći doprinos povećanju trgovanja 2005. godine dao je priliv od prodaje Telekoma koji su ostvarili ne samo država već i privatizacioni fondovi, ali i tzv. „mali“ investitori. Ova sredstva predstavljala su prvi značajniji priliv iz kojeg je bilo moguće finansirati nove investicije na domaćim berzama. Finansirane ovim, ali i sredstvima sve više narastajućih stranih investicija, kao i domaćeg kapitala, cijene akcija rasle su tokom 2005. i 2006. godine i po više stotina procenata. Velike razlike u cijeni akcija nastajale su kao rezultat špekulativnih transakcija izazvanih najavljuvanim privatizacijama velikih preduzeća u većinskom državnom vlasništvu (Kombinat alumnijuma Podgorica a.d., Telekom Crne Gore, Rudnici boksita Nikšić a.d., hotelski kompleksi, itd). Pored toga, velike promjene u cijeni i povećanje obima trgovanja zabilježeni su kod investicionih jedinica privatizacionih, odnosno investicionih fondova (preko 1000% u 2005. godini).

### 7.2.5. Promet na crnogorskim berzama u periodu 2002-2006. godina

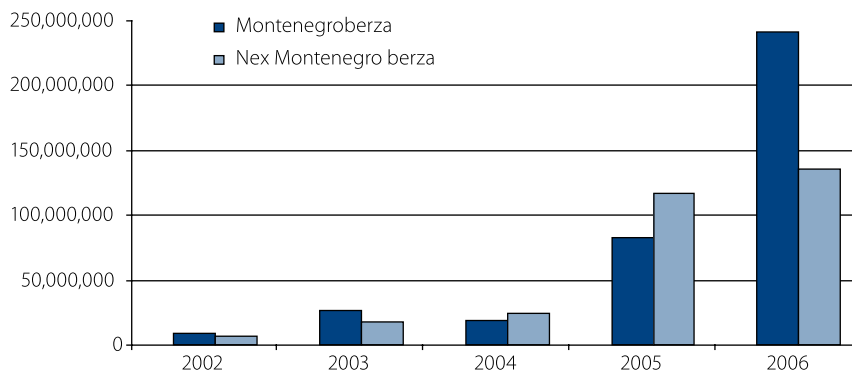
Ukupan promet realizovan na crnogorskim berzama u periodu 2002 – 2006. godina iznosio je 667,33 miliona eura.

Grafik br. 7.8 - Upoređenje broja poslova i ukupnog prometa u periodu 2002. – 2006. godina



Izvor: Montenegroberza i Nex Montenegro berza

Grafik br. 7.9 - Promet na crnogorskim berzama u periodu 2002. - 2006. godina



Izvor: Montenegroberza i Nex Montenegro berza

Tabela br. 7.3 - Udio emitenata i hartija kojima se trgovalo u ukupnom broju emitenata i emitovanih hartija

Godina	Broj emitenata	Broj kompanija čijim hartijama se trgovalo	Udio kompanija čijim hartijama se trgovalo u ukupnom broju emitenata	Broj emitovanih hartija od vrijednosti	Broj hartija od vrijednosti kojima se trgovalo	% Rast broja akcija kojima se trgovalo u odnosu na prethodnu godinu	Udio hartija kojima se trgovalo u ukupnom broju emitovanih hartija	Broj realizovanih transakcija
2002.	346	74	21,38%	1.842.931.657	2.376.750	-	0,13%	3.448
2003.	379	176	46,44%	2.517.865.100	106.673.762	4388,22%	4,24%	20.713
2004.	385	226	58,70%	2.707.039.418	384.941.217	260,85%	14,22%	56.770
2005.	387	199	51,42%	2.857.453.747	785.809.153	104,14%	27,50%	108.099
2006.*	399			2.968.445.007				

Izvor: CDA

\* Do završetka analize CDA nije dostavio sve tražene podatke za 2006. godinu.

Tržišna kapitalizacija na crnogorskim berzama krajem 2005. godine je iznosila 1.467,3 miliona eura, odnosno 86,8% procijenjenog BDP-a za 2005. godinu<sup>112</sup>. Krajem 2006. godine, tržišna kapitalizacija na obje berze u Republici iznosila je 1.944,8 miliona eura, odnosno 110,6% procijenjenog BDP-a za 2006. godinu, i bila je veća u odnosu na kraj 2005. godine za 477,5 miliona eura, odnosno za 32,5%, što je rezultat rasta i cijena tržišnog materijala i njegove likvidnosti.

## 7.2.6. Primarna i sekundarna trgovina

Tabela br. 7.4 - Upoređenje broja poslova i ukupnog prometa u periodu 2003-2006. godina

Rb.	Opis	Ukupan promet u 2003.	Ukupan promet u 2004.	Ukupan promet u 2005.	Ukupan promet u 2006.	Apsolutna promjena 2006/2002	Promjena u % 2006/2002
1	Broj poslova	21,324	57,355	111.053	114,096	92,772	435
2	Primarna trgovina (EUR)	10,790,000	1,708,874	2,848,511	13,976,780	3,186,780	30
3	Sekundarna trgovina (EUR)	32,750,000	41,172,438	195,594,352	363,042,696	330,292,696	1,009
4	Ukupan promet u EUR (2+3)	43,540,000	42,881,312	198,442,863	377,019,476	333,479,476	766

Izvor: Montenegroberza i Nex Montenegro berza

<sup>112</sup> Tržišna kapitalizacija

Iako je iznos primarnih emisija značajno veći u odnosu na prethodne dvije godine, i sam po sebi predstavlja pozitivnu tendenciju na tržištu, on je još uvijek suviše nizak da bi se moglo govoriti o uzlaznoj liniji jednog poželjnog trenda. Primarne emisije koje su vršile uglavnom finansijske organizacije, rezultat je odgovora finansijskog sektora na narastajuću tražnju za finansijskim uslugama, odnosno na rast mogućnosti za zaradu u oblasti finansija, bilo da se radi o tržištu kapitala, bankarstvu ili osiguranju. U 2006. godini nije realizovana niti jedna emisija investicionih jedinica investicionih fondova, premda je veći broj ovih finansijskih posrednika koji posluju na finansijskom tržištu Crne Gore, izvršio statusne promjene, koje su im omogućile emitovanje dodatnih investicionih jedinica u cilju prikupljanja kapitala. Čini se da je to učinjeno više kao pripremni korak za neka buduća vremena, jer su investicioni fondovi u 2006. godini ostvarili značajne prihode po osnovu prodaje akcija preduzeća koja su privatizovana, a koje su držali u svojim portfolijima. Iz ostvarenih prihoda vršene su nove investicije, tako da nije bilo potrebe da se primarnom emisijom prikuplja dodatni kapital, da bi se iskoristio povoljan period na tržištu kapitala, koji je vladao do parlamentarnih izbora u septembru.

Na žalost, ni u 2006. godini nijesu zabilježene emisije korporativnih obveznica, iako je potreba za eksternim izvorima finansiranja u crnogorskim privrednim društvima i dalje vrlo velika. Tu potrebu ova društva podmirivala su, kao i ranije, kreditima od crnogorskih banaka, koji su i dalje vrlo skup izvor finansiranja. Imajući u vidu da se u Crnoj Gori niko ne bavi poslovima preuzimanja emisije, postavlja se pitanje, šta je čemu uzrok; da li se emisije korporativnih obveznica ne vrše zato što ni jedan ovlašćeni učesnik ne želi preuzimati ove emisije, ili se ovaj vid ovlašćenih učesnika do sada još nije pojavio jer ne postoji tražnja za takvom vrstom usluga, odnosno ne postoji interes privrednih društava za emisijom obveznica? Može se smatrati da je osnovni razlog na strani ovlašćenih učesnika i dalje visoka rizičnost plasmana preuzetih emisija, pa samim tim, oni smatraju da je odnos rizika i potencijalnih prihoda još uvijek nesrazmjeran, u korist rizika. Što se tiče privrednih društava, oni do finansijskih sredstava uspijevaju doći putem kredita, premda skupih, a odsustvo prakse emitovanja obveznica vjerovatno je razlog što ih malo koje privredno društvo uopšte i doživljava kao alternativu bankarskim kreditima.

### **7.2.7. Struktura tržišnog materijala u periodu 2003-2006. godina**

Struktura tržišnog materijala kojim se trgovalo na crnogorskim berzama u 2005. i 2006. godini, pokazuje rast trgovanja i prometa svim vrstama raspoloživog tržišnog materijala. Najveći rast vrijednosti prometa, i još uvijek najveći udio u ukupno trgovanom materijalu, u obje godine, imale su akcije.



Tabela br. 7.5 - Upoređenje prometovanog tržišnog materijala u periodu 2003 – 2006. godina

Opis	Ukupan promet u 2003		Ukupan promet u 2004		Ukupan promet u 2005		Ukupan promet u 2006		Promjena 2006/2003	
	U mil. eura	U %	U mil. eura	U %	U mil. eura	U %	U mil. eura	U %	U mil. eura	U %
Akcije	40.40	92,19	36.37	85,85	163.88	82,6	305.19	80,95	264.79	655.42
Obveznice	2.57	5,90	2.88	6,65	15.99	8,0	19.21	5.10	16.64	647.47
Investicione jedinice	0.83	1,91	3.63	7,50	18.83	9,4	52.61	13.95	51.78	6,238.55
Ukupno	43.54	100,00	42.88	100,00	198.44	100,00	377.02	100,00	333.48	765.92

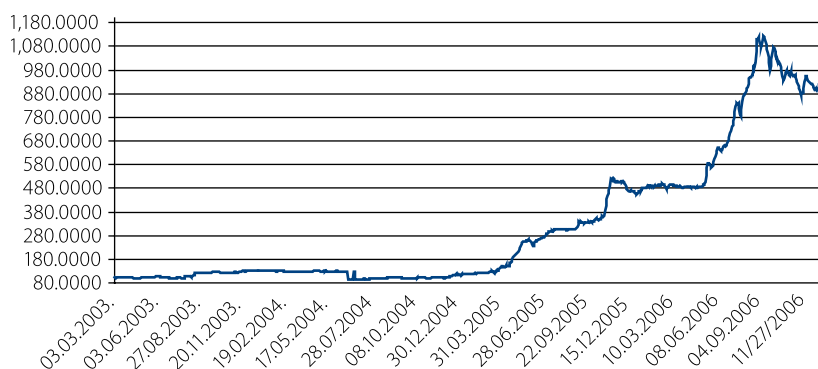
Izvor: Montenegroberza i Nex Montenegro berz

## Indeksi

Na crnogorskim berzama, kao što je već rečeno, izračunavaju se i objavljuju tri indexa; na Montenegroberzi MOSTE, a na Nex Montenegro berzi NEX 20 I NEX PIF. Kretanja ova tri indexa od momenta njihovog uvođenja do kraja 2006. godine, pokazuju značajniju dinamiku naročito u posljednje dvije godine posmatranog perioda.

Vrijednost Indexsa MOSTE porasla je od njegovog uvođenja za 818,883%.

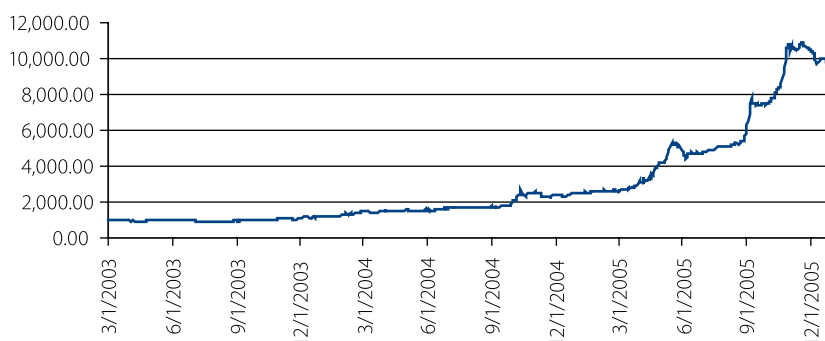
Grafik br. 7.10 - kretanje indexa MOSTE od njegovog uvođenja do kraja 2006. godine



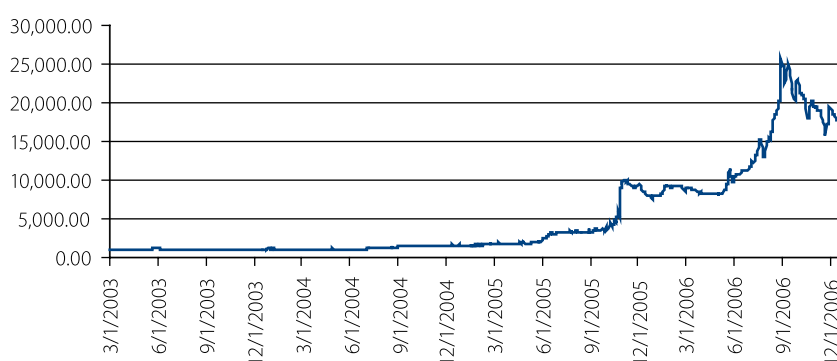
Izvor: Montenegroberza

Vrijednost indexa NEX 20 porasla je od njegovog uvođenja za 1.705,089%, a indexa NEX PIF za 1.676,363 indeksna poena.

Grafik br. 7.11 - kretanje indexa NEX 20 od njegovog uvođenja do kraja 2006. godine



Grafik br. 7.12 - Kretanje indexa NEX PIF od njegovog uvođenja do kraja 2006. godine



### 7.2.8. Druga kretanja vezana za vlasničke instrumente

Osim primarnom emisijom akcija na tržištu, broj akcija raspoloživih na tržištu može se uvećavati i emisijama koje se ne vrše na tržištu, odnosno javnom ponudom. U takve emisije spadaju emisije po osnovu pretvaranja duga u akcijski kapital, po osnovu raspodjele dobiti, po osnovu prodaje akcija postojećim akcionarima po osnovu prava preče kupovine, pretvaranja rezervi u kapital i slično.

Podaci iz registara Komisije za HOV pokazuju da je tokom 2004. godine, realizovano više emisija akcija koje se ne vrše javnom ponudom. Vrijednost ovih emisija bila je 27,2 miliona eura i činila je blizu 62% ukupnog prometa na crnogorskim berzama u 2004. godini<sup>113</sup>, na kojima je te godine ostvaren relativno skroman promet (42 miliona eura).

<sup>113</sup> U vrijeme izrade ove analize podaci za 2005. i 2006. godinu nijesu bili raspoloživi, iako je su i u ove dvije godine bilo emisija koje se ne vrše javnom ponudom, odnosno koje se vrše po osnovu usitnjavanja, ukрупnjavanja akcija i slično..

Tabela br. 7.6. - Emisije akcija koje se ne vrše javnom ponudom

Osnov emisije	Broj emisija	Iznos
Pretvaranje duga u akcijski kapital	5	2.113.916,66
Raspodjela dobiti	7	4.222.533,93
Prodaja postojećim akcionarima po osnovu prava preče kupovine	1	127.822,97
Pretvaranje nenovčanog uloga u akcijski kapital		
Restrukturiranje društava	4	11.321.786,62
Pretvaranje rezervi u kapital	2	9.353.002,81
Pretvaranje d.o.o. u a.d.	1	25.000,00
<b>Ukupno</b>	<b>20</b>	<b>27.164.062,99</b>

Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti RCG

Pored toga, shodno postojećim mogućnostima datim Zakonom o HOV i odgovarajućim podzakonskim aktima, tokom 2004. godine izvršeno je i 15 emisija akcija po osnovu usitnjavanja, ukрупnjavanja i zamjene, u vrijednosti od 200,3 miliona eura što je za 456,3% više od ukupnog prometa na crnogorskim berzama.

Tabela br. 7.7 - Emisije akcija po osnovu usitnjavanja, ukрупnjavanja i zamjene

Osnov emisije	Broj emisija	Iznos
Po osnovu usitnjavanja akcija	14	192.425.865,71
Po osnovu ukрупnjavanja akcija		
Zamjena emisije akcija po osnovu reprocjene	1	7.846.231,58
<b>Ukupno</b>	<b>15</b>	<b>200.272.097,29</b>

Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti RCG

## 7.2.9. Problemi i perspektive razvoja tržišta kapitala u Crnoj Gori

Crnogorske berze u periodu od 2002. do kraja 2006. godine bile su mjesto na kojem se prelamala sva problematika vezana za neadekvatnost postojeće i nepostojanje određene zakonske i podzakonske regulative, za njenu nekonzistentnu primjenu, zatim problemi nedostatka znanja i informacija, insajderske informacije i formalne i neformalne javne dezinformacije, aspiracije velikih prema pravima malih investitora i slično. Nakon sprovođenja procesa MVP berze su se suočile sa prvim trgovinama maloga obima, da bi njegovo narastanje vremenom zahtijevalo sve savremeniji

informacioni pristup trgovanju, odnosno sve sofisticiranija tehnička rješenja. Sve nabrojane pojave karakteristične su za tržišta hartija od vrijednosti u razvoju. Međutim, s obzirom na uzak spektar hartija kojima se trguje, njihovu ograničenost na trgovanje običnim akcijama, investicionim jedinicama investicionih fondova i na svega četiri vrste državnih ili kvazidržavnih obveznica, na suviše mali broj inicijalnih javnih ponuda (IPO) hartija od vrijednosti, koje uglavnom realizuju finansijske institucije, i na nepostojanje korporativnih obveznica, kao ni instrumenata hedžinga, ne može se reći da se u razvoju tržišta kapitala i uopšte hartija od vrijednosti daleko odmaklo. Ipak, s obzirom na to da to tržište do prije pet godina praktično nije ni postojalo, ne može se smatrati ni da pozitivni pomaci nijesu učinjeni.

Činjenica je da se u stvaranju tržišta hartija od vrijednosti pošlo praktično od nule, jer se na prvoj crnogorskoj berzi do prije pet godina trgovalo uglavnom samo žiralnim novcem. Normalno je da se moralo početi od početka, od kreiranja elementarne regulative i institucija na tržištu hartija od vrijednosti. Međutim, ako hartije od vrijednosti i njihovo tržište predstavljaju novinu za Crnu Goru, one to nijesu i za ostatak svijeta, pa su pozitivna inostrana iskustva trebala biti brže i kvalitetnije primjenjivana. Utoliko prije što su izvjesni problemi vezani za poslovanje hartijama od vrijednosti vrlo brzo prepoznati, pa se o nekima od njih i potrebi njihovog rješavanja diskutuje – sad se već može reći – godinama.

Naime, odavno su poznati problemi zaštite prava povjerilaca, koji su proizlazili iz neadekvatne zakonske regulative, a koja je u posmatranom periodu izmijenjena (zakon o izvršnom postupku, zakon o mjenici), ali koji su proizlazili iz neefikasnog rada sudstva u Crnoj Gori. Pri tome, problemi u sudstvu vezani su za mali broj sudija, kao i za njihova niska primanja. Za prevazilaženje ovih problema u najskorijoj perspektivi, neophodno je obezbijediti finansijska sredstva iz budžeta, pa čak i ako to bude zahtijevalo odlaganje planiranog smanjenja poreza (ili intenziviranje širenja poreske baze) u Crnoj Gori.

Jedan od problema vezan za crnogorsko tržište kapitala je postojanje dvije berze na kojima se realizuje trgovanje. Takva situacija stvara problem ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti, zbog potrebe istovremenog praćenja cijena i trgovanja na dvije berze. U krajnjem, taj problem se odražava na zadovoljstvo samih kupaca i prodavaca na tržištu, jer se jednom hartijom na dvije berze trguje po različitim cijenama, pa učesnici na tržištu ponekad imaju osjećaj da su mogli ostvariti veći prihod, odnosno manji trošak prilikom trgovanja, da su im brokeri trgovali na drugoj berzi. Čini se da su ovlašćeni učesnici na berzama uspjeli da prevaziđu probleme sa trgovanjem na dvije berze, što ne čudi, jer brokeri na svjetskim tržištima moraju biti u stanju da istovremeno prate cijene ne samo na dvije, već i na više berzi. Postojanje dviju institucija koje se bave istim poslom, nesumnjivo uvećava troškove, ali sve dok obje berze kao profitabilne institucije donose profit njihovim vlasnicima, ne treba očekivati da će spajanje dvije crnogorske berze biti aktuelizovano, a još manje potencirano. Tome bi možda mogao doprinijeti eventualni budući pad prometa na crnogorskim berzama, koji bi umanjio njihove prihode i aktualizovao pitanje nepotrebnih troškova usljed postojanja dvije berze. Eventualni pad prometa na domaćim berzama, i moguće je očekivati po završetku procesa privatizacije u Republici, ukoliko u međuvremenu ne budu ispunjeni uslovi

za povećanje primarnih emisija domaćih kompanija, kojima bi se trgovalo na berzama ili pak ukoliko ne dođe do kotiranja i trgovanja stranim kompanijama na crnogorskim berzama, kao ni do razvoja tržišta korporativnih obveznica, odnosno kratkoročnih hartija od vrijednosti. Posljedice po same berze, ali i po investitore, od eventualnog pada prometa na crnogorskim berzama, moguće je preduprijediti pravovremenim aktuelizovanjem i operacionalizacijom povezivanja berzi u regionu. Cilj toga povezivanja treba da bude poboljšanje protoka informacija, smanjenje rizika prilikom investiranja, i širenje dijapazona investicionog materijala.

S obzirom na to da su u smislu regionalnog povezivanja već ostvoreni prvi koraci, da bi se oni i nastavili, odnosno dali efekte na berzansko trgovanje u regionu, potrebno je obezbijediti sljedeće:

- uspostavljanje kvalitetnog institucionalnog okvira tamo gdje još nije uspostavljen, odnosno zaokružen, prevashodno donošenjem zakona o tržištu kapitala, i njegove dosljedne primjene;
- uspostavljanje kvalitetnog nadzora i supervizije tržišta kapitala u svim zemljama u regionu;
- ozakonjenje i sprovođenje kvalitetnije primjene međunarodnih računovodstvenih standarda i standarda u analizi i izvještavanju sa tržišta;
- stvaranje uslova za pospešivanje IPO privatnih i javnih preduzeća;
- omogućavanje dostupnosti informacija investitorima, jer strani investitori nemaju dovoljno informacija usljed lošeg izvještavanja od strane preduzeća kotiranih na berzama, a još manje o onima koja su na slobodnom tržištu;
- edukovanje šire javnosti putem medija i stvaranje uslova za sticanje povjerenja javnosti u tržište kapitala;
- unaprjeđenje korporativnog upravljanja i unaprjeđenje prava akcionara;
- omogućavanje kvalitetnije zaštite investitora;
- uspostavljanje intenzivnije regionalne saradnje i integracije tržišta, u cilju obezbjeđenja veće likvidnosti i rasta prometa, rasta kapitalizacije, smanjena troškova, povećanja investicija i priliva kapitala, kao i razmjene informacija.

Da bi se uopšte omogućilo povezivanje berzi u regionu, ali prevashodno u cilju podizanja nivoa kvalitete odvijanja poslovanja na samim berzama u Crnoj Gori, potrebno je u što kraćem roku obezbijediti podizanje kvaliteta kompjuterskog programa i opreme koju koristi CDA, o čemu je već bilo riječi. Putem tržišta kapitala u državu u posljednje dvije godine stižu značajni iznosi inostranih investicija, pa je ažurno funkcionisanje berzi, što znači brokersko-dilerskih posrednika, ali i CDA, elementaran preduslov za obezbjeđenje većeg priliva inostranog kapitala putem berzi.

Udio špekulativnih transakcija na crnogorskom tržištu kapitala veoma je velik. Takva tržišta, pored ostalog, karakteriše i nizak nivo opšte, kao i informisanosti jednog dijela kupaca i prodavaca na tržištu. Stoga postoji sumnja da se na crnogorskom tržištu mogu očekivati i «cjenovni mjehurići» (asset bubbles). Ova pojava je bila svojstvena i nekim drugim privredama u tranziciji, a može dovesti do značajnog gubitka kod investitora, pojedinaca i banaka, ukoliko dođe do izduvavanja

«cjenovnih mjehurića». Sa druge strane u takvim uslovima pojedini špekulatni ostvaruju izuzetno visoku dobit.

Nizak nivo opšte informisanosti proizlazi iz neadekvatnog, prevashodno zakonskog tretmana obaveznog podnošenja finansijskih izvještaja. Shodno Zakonu o računovodstvu i reviziji iz 2002. godine, Centralnoj banci Crne Gore ukinuta je jedna od njenih aktivnosti, koja se odnosila na obradu finansijskih izvještaja privrednih društava. Shodno ovom Zakonu, privredna društva imaju obavezu dostavljanja godišnjih finansijskih izvještaja Privrednom sudu u Podgorici. U vezi sa tim postoje tri problema; prvo, što ne postoji obaveza dostavljanja izvještaja i na frekventnijoj osnovi, jer se i u stabilnijim ekonomijama rezultati poslovanja mogu razlikovati i od kvartala do kvartala. Drugo, ni Privredni sud, niti jedna druga državna ili privatna institucija, ne bavi se bonitetnom analizom, te i dalje postoji nedostatak informacija o bonitetu privrednih društava, što omogućava velike špekulacije prilikom trgovanja na tržištu kapitala. I na koncu – treće, ili možda najvažnije – iskustvo sa korišćenjem finansijskih izvještaja, kao osnovnog izvora informacija o poslovanju preduzeća, pokazalo je da je kvalitet izrade samih izvještaja, kao i revizorskih izvještaja, na vrlo niskom nivou.

Revizorski izvještaji su vrlo različitog kvaliteta i često nijesu u dovoljnoj meri pouzdani, a na nivo primjene računovodstvenih i revizorskih standarda u praksi je neadekvatan. Stoga je u oblasti računovodstva i revizije neophodno preduzeti mjere za unaprijeđenje efikasnosti rada organizacije kojoj su data ovalšćenja za izdavanje sertifikata za računovođe i revizore. Pored toga, neophodno je stvoriti uslove za povećanja konkurencije i stepena odgovornosti revizora. Svakako, od krucijalne važnosti je i dosljedna primjena Međunarodnih računovodstvenih standarda, Međunarodnih standarda revizije i direktiva EU iz ove oblasti u praksi.

Na osnovu naprijed navedenog jasno je da je neinformisanost o rezultatima poslovanja crnogorskih privrednih društava izuzetno velika. Praksa drugih zemalja u tranziciji, kao npr. Hrvatske, pokazala je da obavezno frekventnije objavljivanje finansijskih izvještaja i postojanje institucije koja se bavi izradom bonitetnih analiza i izvještaja, ne samo da podiže cijene akcija na berzi, već utiče na smanjenje rizičnosti investiranja i uopšte rizika koji proizlaze iz svih obligacionih odnosa u privredi. Npr. u Srbiji je uvedena obaveza kotiranja svih kompanija na berzi, čime je podignut nivo transparentnosti njihovog poslovanja, a one same „natjerane“ da izrađuju i objavljuju kvalitetne finansijske izvještaje. Imajući u vidu da je ovo pozitivno iskustvo drugih poznato, kao i da su poznati načini njegove primjene u praksi, pitanje uvođenja ovih rješenja u Crnoj Gori trebalo bi riješiti u roku od jedne godine. Svako dalje odlaganje promjene postojećeg stanja u Crnoj Gori navodi na pomisao da oni koji o tome treba da donesu odluku ili nemaju dovoljno znanja da bi razumjeli urgentnost primjene pomenutih rješenja, ili da se pozitivne promjene u ovoj oblasti namjerno odlažu.

Ovome se pridodaje i nedovoljna informisanost najvećeg dijela malih akcionara, usljed čega su oni skloni ka prodaji tržišnog materijala koji posjeduju, po tržišno podcijenjenim cijenama. Dodatni razlog za takve prodaje je i nizak životni standard koji primorava pojedine vlasnike da prodaju

hartije od vrijednosti u njihovom vlasništvu. Ne manji značaj ima i širenje dezinformacija javnim i neformalnim kanalima, o čemu je već bilo riječi u drugim segmentima analize finansijskog tržišta. U ovakvim uslovima profitiraju vlasnici slobodnih finansijskih sredstava koristeći znanja i informacije koje posjeduju, ili drugim riječima - oni koji dezinformacije i šire.

U narednom periodu, akcenat u razvoju tržišta kapitala trebalo bi staviti na stvaranje preduslova za razvoj tržišta obveznica, kako državnih, tako i korporativnih. Naime, početak trgovanja obveznicama stare devizne štednje u 2004. godini predstavljao je uvođenje obveznica na domaće tržište kapitala. Tako je država je odigrala «pionirsku» ulogu uvođenjem kratkoročnih državnih obveznica koje su bile prva vrsta obveznica na domaćem tržištu novca. Nakon dvoipogodišnje ažurnosti u izvršavanju obaveza po ovim obveznicama Vlada je stekla dovoljno kredibiliteta i za emisiju obveznica na duži kratak rok, što je verifikovano i kreditnim rejtingom dodijeljenim Crnoj Gori od agencije Standard&Poor's. Na osnovu ovog pozitivnog iskustva pristupilo se emisiji obveznica Fonda za obeštećenje, kao i obveznica lokalne samouprave. U perspektivi, može se očekivati da će emisija obveznica drave, na centralnom i lokalnom nivou, nastaviti da se praktikuje i unaprjeđuje.

Međutim, osim države, sektor deficitaran finansijskim sredstvima (u najvećoj mjeri) je privreda, odnosno korporativni sektor. Da bi se u ovom sektoru uopšte stvorili uslovi za uvođenje obveznica kao načina dugovnog finansiranja, potrebno je prevashodno raditi na povećanju kredibiliteta tog sektora. U tom smislu potrebno je konačno utvrditi nivo međusobnog unutarnjeg dugovanja, izvršiti multilateralne kompenzacije gdje je to moguće, pokrenuti i okončati stečajne postupke. Na kraju, ali ne i najmanje važno, potrebno je u perspektivi obezbijediti ažurno funkcionisanje sudstva u Crnoj Gori i eventualnu izmjenju zakona o izvršnom postupku. Svrha ovih promjena trebala bi biti obezbjeđenje zaštite prava povjerilaca u ugovornom odnosu i obezbjeđenje brzog i ažurnog ostvarivanja njihovih povjerilačkih prava. Samo uz ispunjavanje ovih uslova moguće je nadati se razvoju tržišta obveznica u Crnoj Gori. Njegov razvoj bi, s druge strane, kreiranjem alternative bankarskom kreditu kao trenutno jedino postojećem načinu dugovnog finansiranja, doprinio i smanjenju cijene bankarskih kredita, odnosno kamatnih stopa. Stoga se može reći da bi postojanje tržišta obveznica, ispunjavanjem svih preduslova potrebnih za njegov razvoj, značajno doprinijelo dinamiziranju cjelokupnih ekonomskih zbivanja u Crnoj Gori i, konsekventno, željenom rastu društvenog bruto proizvoda.

Dinamiziranju tržišta kapitala u Crnoj Gori značajno su doprinijeli privatizacioni fondovi - promet njihovim investicionim jedinicama porastao je u 2004. u odnosu na 2003. godinu za čak 436,8%. Naročiti doprinos rastu prometa na berzama dali su investicioni fondovi, u koje su se transformisali svi privatizacioni fondovi u Republici. Taj doprinos bio je omogućen donošenjem Zakona o investicionim fondovima, koji su omogućili investiranje ovih finansijskih posrednika na tržištu kapitala. Od još većeg značaja bila je privatizacija Telekomu a.d. Podgorica, prodajom čijih akcija su fondovi prihodovali prva veća finansijska sredstva koja su mogli reinvestirati na domaćim berzama. Osim za reinvestiranje na berzama, investicioni fondovi koristili su ostvarene prilive od prodaje akcija i za ulaganja u restrukturiranje privrednih društava u kojima su većinski vlasnici.

Međutim, uprkos ovom pozitivnom doprinosu rastu prometa, investicioni fondovi do sada nijesu realizovali ono što im je osnovna uloga na tržištu – nijesu počeli da privlače slobodnu štednju malih investitora. Da bi se obezbijedila veća atraktivnost investicionih fondova za male investitore, neophodno je u perspektivi izmijeniti Zakon o investicionim fondovima na način koji je opisan u dijelu o investicionim fondovima.

Nesumnjivo, tržište kapitala u perspektivi čekaju mnogi izazovi. Stoga je neophodno obezbijediti kontinuiran rad na prepoznavanju problema funkcionisanja ovog tržišta, odnosno na njihovom uklanjanju. Probleme koji su već prepoznati, potrebno je što prije početi rješavati, da jedan važan segment, kao što je tržište kapitala, ne bi postao ograničavajući faktor razvoja crnogorske ekonomije.



## Prilog: Berze u regionu i njihovo poslovanje

U ovom dijelu će biti prikazani osnovni podaci (iz 2005. godine) sa 11 berzi regiona<sup>114</sup>. Cilj je da se da kratak pregled stanja na berzama, odnosno da se kreira “lična karta” berze sa opštim informacijama – istorijat, tržišna kapitalizacija, promet, listing najboljih preduzeća, kretanje indeksa i sl. Na taj način dobijamo cjelovitiji uvid u situaciju na tržištima kapitala, a i mogućnost upoređivanja određenih pokazatelja.

### *Banjalučka berza*

Berza u Banja Luci je osnovana 9. maja 2001. godine.

Na ovoj berzi je na dan 30.12.2005. godine bilo uključeno 777 hartija od vrijednosti (akcija). Ukupna tržišna kapitalizacija je na dan 30.12.2005. godine iznosila 2,87 milijardi KM-a (1,47 milijardi eura<sup>115</sup>). Tokom 2005. godine je zaključeno 190.966 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 278,1 milion KM-a (142,1 milion eura).

Indeks BIRS (berzanski indeks Republike Srpske) se računa od 01.05.2004. godine, a bazna vrijednost mu je 1.000 poena. BIRS je cjenovni indeks koji kao ponder koristi tržišnu kapitalizaciju, s tim da je maksimalno učešće jednog emitenta ograničeno na 20%. Indeks FIRS (indeks investicionih fondova Republike Srpske) se računa od 01.08.2004. godine, a bazna vrijednost mu je 1.000 poena. Indeksi BIRS i FIRS su na dan 30.12.2005. godini iznosili 1.367,22; tj. 2.343,26 poena, respektivno.

---

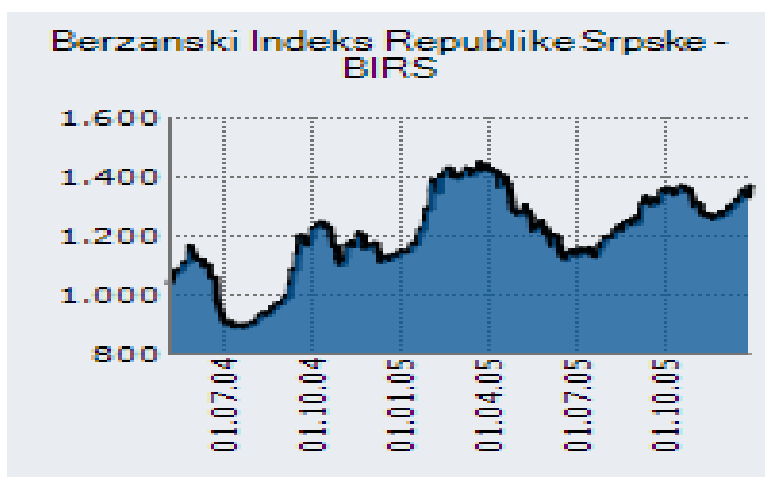
<sup>114</sup> Slovenija pripada Centralnoj Evropi, ali ju je korisno uključiti u analizu, kao bivšu jugoslovensku republiku.

Usljed nedostatka podataka, berza iz Tirane neće biti razmatrana.

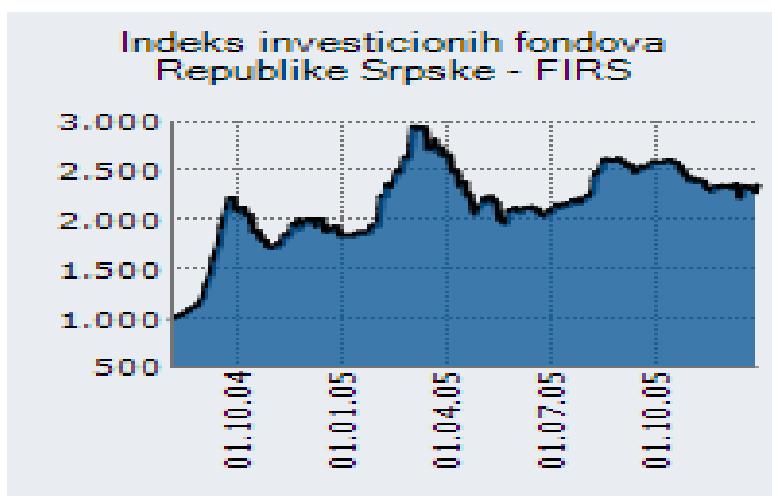
<sup>115</sup> Prilikom kursiranja vrijednosti u nacionalnim valutama u vrijednosti u eurima, vrijednosti kapitalizacije su kursirane po srednjem kursu na dan obračuna kapitalizacije, a vrijednosti prometa po srednjem kursu za cijeli period (obično godinu dana).

Srednji kurs na dan 30.12.2005. godine, a i za cijelu 2005. godinu – u slučaju Bosne i Hercegovine je glasio: 1 euro = 1,95583 KM.

Grafik br. 1 - Kretanje indeksa BIRS u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine



Grafik br. 2 - Kretanje indeksa FIRS u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine



### Beogradska berza

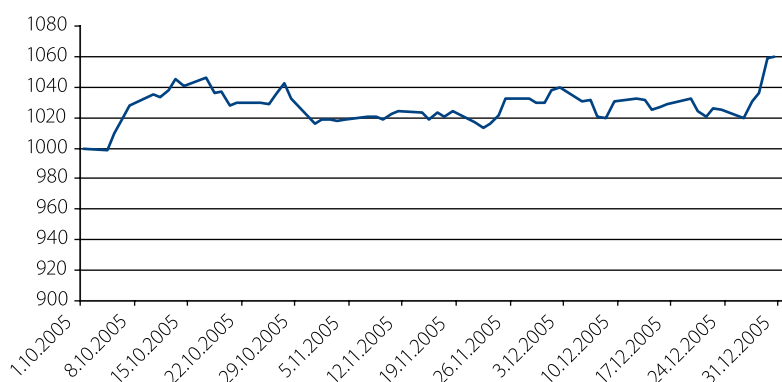
Beogradska berza je prvobitno osnovana 1894. godine, i radila je do 1941. godine, tj. formalno do 1953. godine, kada biva ukinuta kao "nepotrebna institucija". Ponovo je osnovana 1989. godine, prvo kao Jugoslovensko tržište kapitala, da bi 1992. godine promijenila ime u Beogradska berza.

Na ovoj berzi se u 2005. godini moglo trgovati sa akcijama, obveznicama Republike Srbije i kratko-ročnim hartijama od vrijednosti. Na dan 30.12.2005. godine ukupna tržišna kapitalizacija je izno-

sila 570 milijardi dinara (6,7 milijardi eura<sup>116</sup>). Tokom 2005. godine zaključeno je 173.485 transakcija, sa ukupnim prometom koji je iznosio 48,4 milijarde dinara (581,9 milion eura).

Indeks BELEX15 se sastoji od akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje su ispunile kriterijume za ulazak u indeksnu korpu. To je noseći indeks Beogradske berze, a osim nje ga funkcioniše i BELEXfm. BELEX15 je počeo sa objavljivanjem od 1. oktobra 2005. godine (baza = 1.000 poena), a na kraju 2005. godine je iznosio 1.060,21.

*Grafik br. 3 - Kretanje indeksa BELEX15 u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine*



## Berza u Bukureštu

Berza u Bukureštu je osnovana 21.04.1995. godine.

Na Bukureštanskoj berzi se krajem 2005. godine moglo trgovati sa akcijama 64 kotirana emitenta, uključujući i akcije 5 investicionih fondova. Takođe, tokom 2005. godine se trgovalo i sa korporativnim obveznicama, obveznicama opština i pravima. Ukupna tržišna kapitalizacija je na dan 30.12.2005. godine iznosila 56,1 milijardu leja (15,2 milijarde eura<sup>117</sup>). Tokom 2005. godine je zaključeno 1.163.604 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 7,96 milijardi leja (2,2 milijarde eura).

Na ovoj berzi su formirana četiri indeksa:

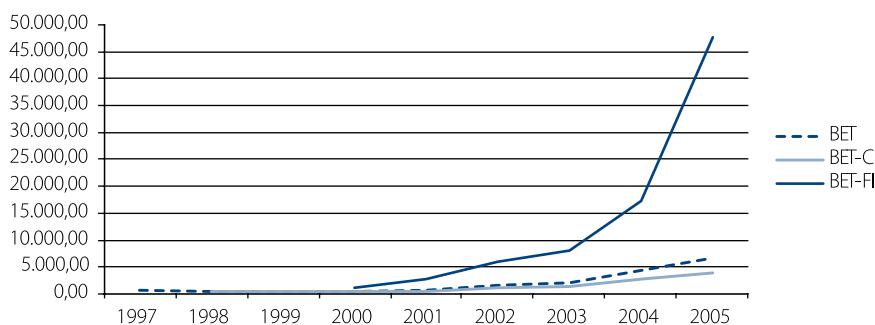
1. Indeks BET prati kretanje 10 najlikvidnijih akcija. Bazna vrijednost od 1.000 poena je određena na dan 22.09.1998. godine. Na kraju 2005. godine bilježi vrijednost od 6.586,13 poena.

<sup>116</sup> Srednji kurs dinara prema euru na dan 30.12.2005. godine je glasio: 1 euro = 85,2 dinara. Zbog nedostatka podatka o srednjem godišnjem kursu dinara prema euru, korišten je kurs koji je dobijen kao prosti prosjek 12 kurseva koji se odnose na srednji dnevni kurs poslednjeg dana u mjesecu (1 euro = 83,169 dinara).

<sup>117</sup> Srednji kurs leja prema euru na dan 30.12.2005. godine bio je: 1 euro = 3,6771 leja. Srednji godišnji kurs leja prema euru za 2005. godinu bio je: 1 euro = 3,623438 leja.

2. Indeks BET-C uključuje sve akcije na berzi izuzev akcija investicionih fondova. Bazna vrijednost od 1.000 poena je određena na dan 17.04.1998. godine. Na kraju 2005. godine bilježi vrijednost od 3.910,88 poena.
3. Indeks BET-FI prati kretanje cijene akcija investicionih fondova. Bazna vrijednost od 1.000 poena je određena na dan 01.11.2000. godine. Na kraju 2005. godine bilježi vrijednost od 47.588,76 poena.
4. Indeks ROTX prati kretanje cijena najlikvidnijih akcija. Bazna vrijednost od 1.000 poena je određena na dan 01.01.2002. godine, a publikovanje indeksa je počelo u 2005. godini. Na kraju 2005. godine bilježi vrijednost od 14.238,55 poena.

*Grafik br. 4 - Kretanje indeksa BET, BET-C i BET-FI u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine (na osnovu podatka o vrijednostima indeksa na kraju godine)*



### Bugarska berza - Sofija

Bugarska berza - Sofija je dobila zvaničnu licencu za rad 9. oktobra 1997. godine.

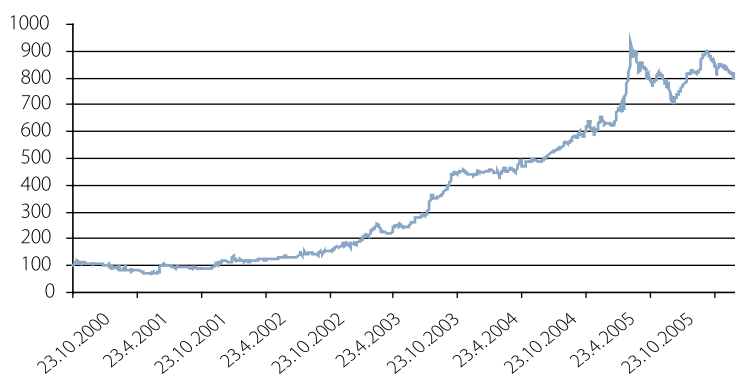
Na Bugarskoj berzi - Sofija se na dan 30.12.2005 trgovalo sa različitim hartijama od vrijednosti 389 emitenata. Na ovoj berzi se može trgovati akcijama, korporativnim obveznicama, obveznicama opština, vladinim dužničkim hartijama od vrijednosti i drugim hartijama od vrijednosti. Ukupna tržišna kapitalizacija je na dan 30.12.2005. godine iznosila 8,4 milijarde leva (4,3 milijarde eura<sup>118</sup>). Tokom 2005. godine je zaključeno 256.982 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 2,5 milijardi leva (1,3 milijarde eura).

Indeks SOFIX prati kretanje cijena najlikvidnijih akcija. Bazna vrijednost SOFIX-a, od 100 poena, je određena 20. oktobra 2000. godine. Na kraju 2005. godine bilježi vrijednost od 825,53 poena.

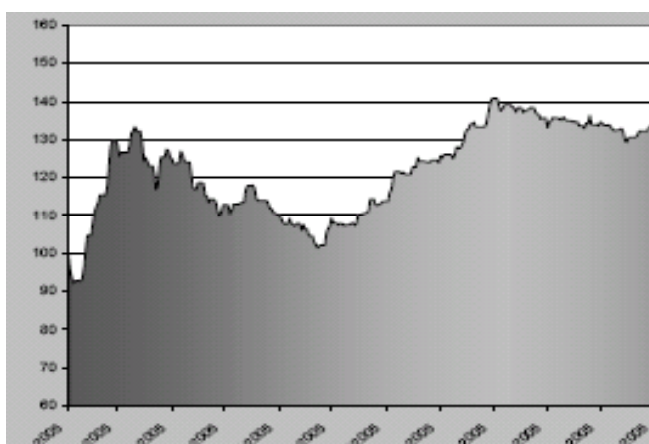
Indeks BG40 prati emisije akcija top-40 emitentata, koji se rangiraju po broju zaključenih transakcija u posljednjih 6 mjeseci. Bazna vrijednost indeksa BG40, od 100 poena, je određena 1. februara 2005. godine. Na kraju 2005. godine bilježi vrijednost od 132,41 poena.

<sup>118</sup> Srednji kurs na dan 30.12.2005. godine, a i za cijelu 2005. godinu – u slučaju Bugarske je glasio: 1 euro = 1,95583 leva.

Grafik br. 5 - Kretanje indeksa SOFIX u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine



Grafik br. 6 - Kretanje indeksa BG40 u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine



## Ljubljanska berza

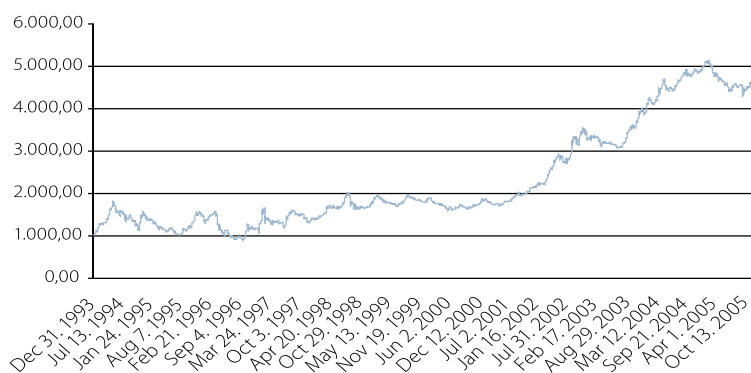
Ljubljanska berza je osnovana 26. decembra 1989. godine.

Na ovoj berzi, jednoj od najrazvijenijih u regionu, na dan 30.12.2005. godine se moglo trgovati sa 227 hartija od vrijednosti: akcijama, obveznicama, akcijama investicionih fondova i kratkoročnim hartijama od vrijednosti. Ukupna tržišna kapitalizacija je na dan 30.12.2005. godine iznosila 3.210,4 milijarde tolara (13,4 milijarde eura<sup>119</sup>). Tokom 2005. godine je zaključeno 255.908 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 138,8 milijardi tolara (579,3 miliona eura).

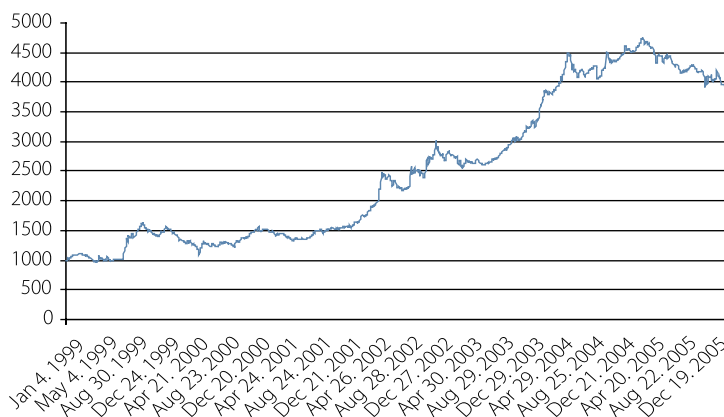
<sup>119</sup> Srednji kurs tolara prema euru na dan 30.12.2005. godine je glasio: 1 euro = 239,5741 tolara. Srednji godišnji kurs tolara prema euru za 2005. godinu je glasio: 1 euro = 239,6371 tolara.

Na Ljubljanskoj berzi su formirana 3 indeksa, i to: SBI 20, PIX i BIO. Indeksi SBI 20 i PIX imaju jednake baze (od po 1.000 poena), koje su postavljene 31. decembra 1993, tj. 1998. godine. Baza indeksa BIO je 30. juna 1995. godine postavljena na 100 poena. SBI 20 prati kretanja cijena 15 najlikvidnijih akcija, PIX prati kretanja cijena akcija investicionih fondova, dok je BIO obveznički indeks. Na dan 30.12.2005. godine indeksi SBI 20, PIX, i BIO su iznosili: 4.630,10; 3.962,29 i 123,11 poena, respektivno.

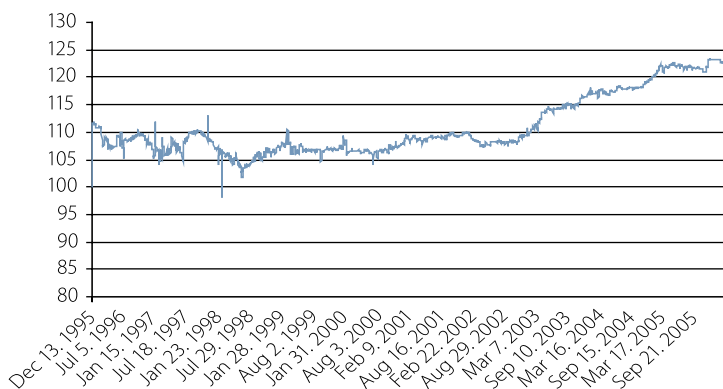
Grafik br. 7 - Kretanje indeksa SBI 20 u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine



Grafik br. 8 - Kretanje indeksa PIX u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine



Grafik br. 9 - Kretanje indeksa BIO u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine



### Makedonska berza

Makedonska berza je osnovana u septembru 1995. godine; sa sjedištem u Skoplju.

Na ovoj berzi se tokom 2005. godine moglo trgovati akcijama, obveznicama i određenim kratko-ročnim hartijama od vrijednosti. Na kraju godine, na kotaciji su bile akcije 57 emitentata, uz 6 (serija) državnih obveznica. Ukupna tržišna kapitalizacija je na dan 30.12.2005. godine iznosila 74,4 milijarde denara (1,2 milijarde eura<sup>120</sup>). Tokom 2005. godine je zaključeno 32.111 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 8,9 milijardi denara (145 miliona eura).

Indeks MBI se počeo izračunavati 1.11.2001. godine, kada je uključivao 5 najlikvidnijih akcija. Od 4.01.2005.godine formiran je novi indeks MBI-10, cjenovni indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom, koji uključuje 10 najlikvidnijih akcija. Bazna vrijednost novog indeksa, od 1.000 poena, je postavljena na dan 30.12.2004. godine. Vrijednost MBI-10 je na dan 30.12.2005. godine iznosila 2.292,04 poena.

### Sarajevska berza

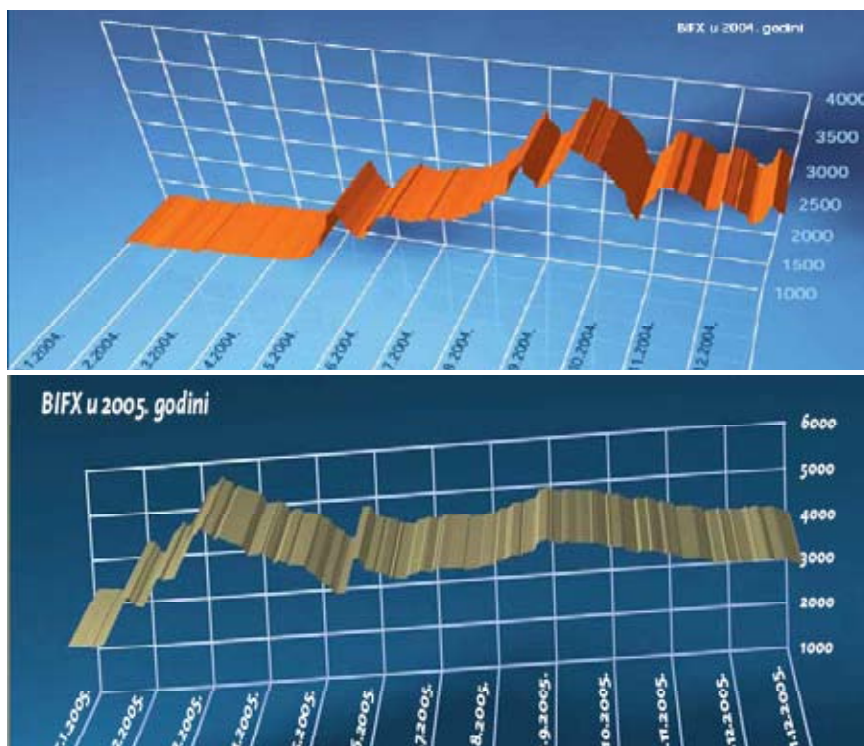
Berza u Sarajevu je osnovana u 13. septembra 2001. godine.

Na ovoj bosanskoj berzi može se trgovati sa akcijama, uključujući i akcije investicionih fondova. Ukupna tržišna kapitalizacija je na dan 30.12.2005. godine iznosila 6,65 milijardi KM-a (3,4 milijarde eura). Tokom 2005. godine je zaključeno 115.894 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 555,4 miliona KM-a (283,9 miliona eura).

<sup>120</sup> Srednji kurs denara prema euru na dan 30.12.2005. godine je glasio: 1 euro = 61,1702 denara. Srednji godišnji kurs denara prema euru za 2005. godinu je glasio: 1 euro = 61,2958 denara.

Indeks BIFX prati kretanje cijena akcija privatizaciono-investicionih fondova. Baza od 1.000 poena je određena na dan 28.05.2002. godine. Na kraju 2005. godine BIFX bilježi vrijednost od 4.045,57 poena.

Grafik br. 10 - Kretanje indeksa BIFX tokom 2004. i 2005. godine



### Varaždinska berza

Varaždinska berza je osnovana 16.07.2002. godine, kao pravni nasljednik Varaždinskog tržišta hartija od vrijednosti, osnovanog 18.02.1993. godine.

Na ovoj hrvatskoj berzi je tokom 2005. godine bilo uključeno 422 hartije od vrijednosti: akcije, obveznice i prava. Ukupna tržišna kapitalizacija je na dan 30.12.2005. godine iznosila 63,3 milijarde kuna (8,6 milijardi eura<sup>121</sup>). Tokom 2005. godine je zaključeno 60.247 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 2,2 milijarde kuna (0,3 milijarde eura).

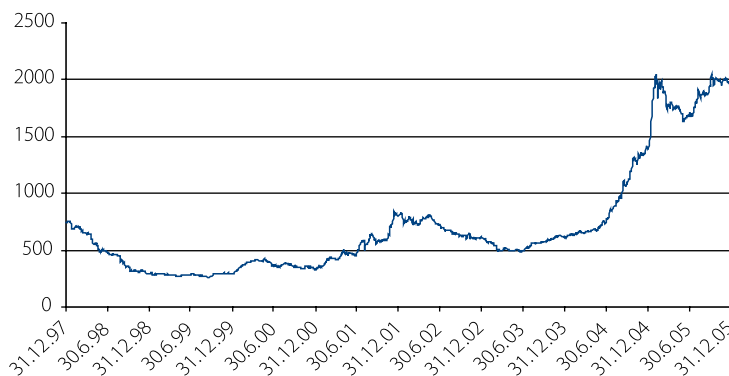
Na Varaždinskoj berzi funkcionira indeks VIN, čija je bazna vrijednost od 1.000 poena određena 1. oktobra 1997. godine. Indeks je redizajniran 15. maja 2000. godine, da bi obuhvatio neke od krupnijih promjena na varaždinskoj berzi (prije svega se misli na povećanu aktivnost investici-

<sup>121</sup> Srednji kurs kune prema euru na dan 30.12.2005. godine je glasio: 1 euro = 7,384559 kuna. Srednji godišnji kurs kune prema euru za 2005. godinu je glasio: 1 euro = 7,400047 kuna.



onih fondova; i domaćih i stranih). Redizajnirani VIN je indeks Laspeyres-ovog tipa, čiji su ponderi pojedinih akcija iz sastava indeksa određeni njihovom tržišnom kapitalizacijom, s tim da ponder pojedine akcije ne može biti veći od 25%. Na kraju 2005. godine je zabilježio vrijednost od 1.993,53 poena.

*Grafik br. 11 - Kretanje indeksa VIN u periodu od uvođenja do kraja 2005. godine*



## Zagrebačka berza

Zagrebačka berza je osnovana 1991. godine i nastavlja tradiciju Zagrebačke burze za robu i vrednote koja je poslovala između 1918-1946. godine.

Na Zagrebačkoj berzi se tokom 2005. godine trgovalo sa 302 hartije od vrijednosti; akcijama, obveznicama (raznovrsnih emitenata), pravima i komercijalnim zapisima. Ukupna tržišna kapitalizacija berze je na kraju 2005. godine iznosila 115,1 milijardu kuna (15,6 milijardi eura). Tokom 2005. godine je zaključeno 101.018 transakcija, uz ukupni promet u iznosu od 34,2 milijarde kuna (4,6 milijardi eura).

Smatramo da je ovdje treba pomenuti kompaniju PLIVA d.d., čije se akcije od 1996. godine kotiraju i na berzi u Londonu.

Na Zagrebačkoj berzi su formirana dva indeksa, i to: CROBEX (trenutno su uključeni najlikvidniji emitenti; bazna vrijednost mu je 1. jula 1997. godine postavljena na 1.000 poena) i CROBIS (obveznički indeks, u čiji početni sastav ulazi 9 obveznica; bazna vrijednost mu je 30. septembra 2002. godine postavljena na 100 poena). Vrijednost CROBEX-a na kraju 2005. godine je iznosila 1.997,5 poena, a CROBIS-a 105,82 poena.

### Uporedna analiza

U sljedećim tabelama prikazane su berze Jugoistočne Evrope, rangirane po ukupnom prometu u 2005. godini, tržišnoj kapitalizaciji i vrijednosti indeksa realizovanoj krajem decembra 2005. godine.

Uporednom analizom berzi regiona dolazimo do zaključka da su njegovi lideri Zagreb, Bukurešt i Ljubljana. Oni se nalaze u vrhu kad su u pitanju promet, kapitalizacija i vrijednost indeksa. Takva činjenica ne iznenađuje previše, jer Slovenija i Rumunija – kao članice Evropske Unije, i Hrvatska – kao potencijalni kandidat za ulazak u EU, postaju sve atraktivnija i perspektivnija tržišta koja privlače kapital.

*Tabela br. 1 - Rang lista berzi regiona po ostvarenom prometu u 2005. godini, u milionima eura*

Rang	Berza	Vrijednost prometa	Godišnja stopa rasta, u %
1	Zagrebačka berza	4.622,2	45,9
2	Bukureštanska berza	2.196,7	229,2
3	Bugarska berza - Sofija	1.299,7	59,2
4	Beogradska berza	581,9	19,1
5	Ljubljanska berza	579,3	-65,1
6	Varaždinska berza	302,9	67,3
7	Sarajevska berza	283,9	176,1
8	Makedonska berza	145,0	7,0
9	Banjalučka berza	142,2	175,9
10	NEX Montenegro berza	116,1	383,9
11	Montenegroberza	82,3	335,9

*Tabela br. 2 - Rang lista berzi regiona po ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji na dan 30.12.2005. godine, u milionima eura*

Rang	Berza	Kapitalizacija	Godišnja stopa rasta, u %
1	Zagrebačka berza	15.589,8	38,6
2	Bukureštanska berza	15.248,4	77,1
3	Ljubljanska berza	13.400,5	5,4
4	Varaždinska berza	8.569,4	57,5
5	Beogradska berza	6.690,1	42,6
6	Bugarska berza - Sofija	4.312,2	109,1
7	Sarajevska berza	3.399,9	n.a.
8	Banjalučka berza	1.469,5	79,5
9	NEX Montenegro berza	1.467,4	23,5
10	Makedonska berza	1.216,2	37,0
11	Montenegroberza	855,3	229,3

Tabela br. 3 - Lista berzi regiona sa vrijednostima indeksa, na dan 30.12.2005. godine

Rb	Berza	Indeks	Baza	Vrijednost indeksa	Godišnja stopa rasta, u %
1	Banjalučka berza	BIRS	1.000,00	1.367,22	18,9
		FIRS	1.000,00	2.343,26	26,7
2	Beogradska berza	BELEX 15	1.000,00	1.060,21	---
3	Bukureštanska berza	BET	1.000,00	6.586,13	50,9
		BET-C	1.000,00	3.910,88	38,2
		BET-FI	1.000,00	47.588,76	175,2
		ROTX	1.000,00	14.238,55	---
4	Bugarska berza - Sofija	SOFIX	100,00	825,53	32,0
		BG40	100,00	132,41	---
5	Ljubljanska berza	SBI 20	1.000,00	4.630,10	-5,6
		PIX	1.000,00	3.962,29	-12,2
		BIO	100,00	123,11	0,8
6	Makedonska berza	MBI-10	1.000,00	2.292,04	69,6
7	Montenegroberza	MOSTE	100,00	463,05	302,2
8	NEX Monetenegro berza	NEX 20	1.000,00	9.781,28	287,7
		NEX PIF	1.000,00	8.095,57	404,9
9	Sarajevska berza	BIFX	1.000,00	4.045,57	23,2
10	Varaždinska berza	VIN	1.000,00	1.993,53	42,4
11	Zagrebačka berza	CROBEX	1.000,00	1.997,50	27,6
		CROBIS	100,00	105,82	3,6

### Perspektive berzi u regionu

Pitanje budućnosti tržišta kapitala u Jugoistočnoj Evropi izaziva veliko interesovanje zemalja ovog regiona i pokreće brojne diskusije. Razlog tome nije samo zarada poslenika na tržištu kapitala, već i efekti koje strane investicije na tržištu kapitala imaju na svaku ekonomiju. U tom smislu, cilj i zadatak u daljem razvoju tržišta, jeste integracija i povezivanje sitnih i plitkih tržišta kapitala u Jugoistočnoj Evropi. Tržište se u cijelom svijetu nezadrživo širi, globalizacija je uzela maha i ukoliko se i region ne prikloni tim strujanjima, neuspjeh lokalnih tržišta kapitala je zagarantovan. Uprkos činjenici da su zemlje Balkana potpisale ugovor o slobodnoj trgovini i napravile veliki pomak, to ne važi i za kapital. Zajedničko tržište roba sa 55 miliona stanovnika i tržišnom kapitalizacijom od 50 milijardi eura nema slobodan protok kapitala, pa se postavlja pitanje da li je uopšte stvoreno "zajedničko" tržište. Sve dok se region nalazi u ovakvoj situaciji, teško je očekivati stabilne i dugoročne investicije.

Uklanjanje barijera u protoku kapitala, uređivanje svih tržišta pojedinačno, donošenje zakona o tržištu kapitala i njihova harmonizacija unutar zemlje kao i između zemalja regiona je prioritetan cilj koji je u funkciji krajnje integracije tržišta kapitala. Regulatorna, tačnije donošenje i primjena

postojećih zakona predstavljaju glavni problem i okosnicu realizacije ideje o ujedinenom tržištu. Ne može se govoriti o djelovanju institucija kao što su investicioni i penzioni fondovi, ukoliko ne postoje zakoni koji regulišu okvire djelovanja tih institucija. U suštini sve se svodi na glavnog regulatora, tačnije državu kao zakonodavca, od koje zavisi kada će svi zakoni koji se odnose na tržište kapitala biti implementirani. Za sada se čini da je tržište kapitala “manje važno” pitanje i da se rješavaju neka “prioritetnija” privredna pitanja.

Glavni predstavnici berzi država iz regiona Jugoistočne Evrope su u ovako nezavidnoj situaciji ipak postali inicijatori i pioniri u kreriranju jedinstvenog tržišta, a kroz to i u rješavanju svih problema i pitanja vezanih za taj cilj u sopstvenim državama. Prvi koraci su napravljeni potpisivanjem memoranduma o saradnji između komisija za hartije od vrijednosti, koji predviđa razmjenu informacija i zajedničku edukaciju. Rezultati će biti zagarantovani ukoliko se iz tog procesa dobije likvidno i transparentno tržište, sa velikim prometom i visokom kapitalizacijom. Njega će odlikovati brojni potencijali svih država, atraktivne hartije od vrijednosti koje će tek tada postati meta investitora.

## **8. ZAKLJUČCI I PREPORUKE ZA RAZVOJ FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U CRNOJ GORI**



Donošenje novog zakona o bankama treba da obezbijedi dalju implementaciju naprednih međunarodnih standarda i stvaranje prostora za postepenu implementaciju principa bankarskog poslovanja sadržanog u Bazelskim principima. Pored toga, novi zakon o bankama trebao bi da obezbijedi i primjenu principa korporativnog upravljanja koje je donio OECD, u bankama. Nova rješenja treba da kreiraju uslove za dalji razvoj bankarskog sistema u Crnoj Gori, i njegovo prilagođavanje specifičnostima crnogorskog finansijskog i ekonomskog sistema.

Banke u Crnoj Gori trebale bi adekvatno i na vrijeme da se pripreme za eventualni odliv depozita, do kojeg će očekivano doći usljed kretanja viška novčanih sredstava od banaka ka institucionalnim investitorima. U tom smislu, banke treba da stvore uslove za bavljenje poslovima finansijskog lizinga, brokersko-dilerskim poslovima, investiranjem na finansijskom tržištu (domaćem, ali i inostranom) i poslovima investicionog bankarstva. Jedan od načina prikupljanja finansijskih sredstava za finansiranje kreditiranja u bankama, u slučaju smanjenja depozita, mogle bi biti i emisije dužničkih hartija od vrijednosti, ali i osnivanje investicionih ili dobrovoljnih penzionih fondova, osiguravajućih društava, što su sve načini poznati razvijenim finansijskim tržištima u svijetu.

Opšti uslovi koje je potrebno obezbijediti za razvoj bankarstva, važe kao neophodni i za razvoj mikrokreditnih institucija. Međutim, u cilju pružanja podrške daljem razvoju ovih institucija, važno je unaprijediti uslove za povećanje nivoa uspješnosti preduzetničkih aktivnosti koje se finansiraju kreditima MFI. To se odnosi na oblast radnog zakonodavstva i podrške zapošljavanju, kao i na oblast poreske politike i poreskih olakšica za preduzetnike.

U cilju daljeg razvoja bankarskog sistema u Crnoj Gori neophodno je stvarati uslove za dalje smanjivanje kamatnih stopa na tržištu. Pri tome je najvažnije obezbijediti veću dostupnost podataka o poslovanju privrednih društava, osnivanjem agencije za bonitet koja bi se bavila ocjenom boniteta pravnih lica. Ovaj posao mogao bi biti povjeren i Centralnoj banci Crne Gore, s obzirom na dugu i uspješnu tradiciju u bavljenju ovim poslovima, koju je imala prethodnica ove institucije – Glavna filijala NBJ u Crnoj Gori, čiji je pravni nasljednik CBCG. Ovo bi zahtijevalo izmjenu Zakona o računovodstvu i reviziji, čijim donošenjem 2001. godine je Centralnoj banci Crne Gore oduzeta aktivnost na obradi podataka iz finansijskih izvještaja, iz koje proizlazi i izrada bonitetne analize privrednih društava. Drugi faktor vezan za javnost podataka o poslovanju crnogorskih privrednih društava odnosi se na nedovoljnu frekventnost objavljivanja finansijskih izvještaja, a treći na njihov nezadovoljavajući kvalitet. Rješenje ovog trećeg problema trebalo bi da bude polazni korak u povećanju nivoa informisanosti o poslovanju privrednih društava u Crnoj Gori - samo finansijske izvještaje veće kvalitete uputno je objavljivati frekventnije nego što je to godišnje izvještavanje, odnosno na osnovu njih vršiti bonitetnu analizu. Da bi se obezbijedila realizacija ovih koraka, neophodno je kao prvo da se podigne nivo kvalitete znanja ovlašćenih knjigovođa i revizora, što je preporučio i MMF u izvještaju FSAP Misije. Nakon toga, potrebno je stvoriti zakonske uslove koji bi omogućili Centralnoj banci Crne Gore da se bavi i poslovima bonitetne analize.

Ovi koraci neophodni su ne samo sa aspekta razvoja bankarskog sistema, već, kao što je rečeno, i sa aspekta razvoja penzionih i investicionih fondova, odnosno osiguravajućih društava, berzi, odnosno uopšte tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori. Sve dok pokazatelji poslovanja privrednih društava ne budu kvalitetniji i javniji, primarne emisije njihovih hartija od vrijednosti neće nailaziti na odgovarajuću tražnju, a sekundarne trgovine će biti vođene uglavnom špekulativnim motivima i koncentrisanjem vlasništva. Za promjene u ovom domenu trebala bi prevashodno da bude zainteresovana, da ih podstakne i podržava, upravo Komisija za HOV Republike Crne Gore, kao vrhovno regulatorno i kontrolno tijelo na tržištu hartija od vrijednosti u Republici. Komisija za HOV do sada nije davala takve preporuke, čak štaviše – iz ovog tijela mogle su se čuti ocjene da pojedine vrste privrednih društava uopšte ni ne trebaju da dostavljaju finansijske izvještaje, jer je to barijera za biznis. Veća javnost podataka iz finansijskih izvještaja može da smeta samo onima koji žele da zarađuju na tuđem neznanju – sve dok javnost ne zna koliko dobre potencijale rasta ima neka kompanija na tržištu, za njenim akcijama ne postoji velika tražnja, pa im je i cijena niska. U takvim uslovima, oni koji žele da u takvoj kompaniji koncentrišu svoje vlasništvo, moći će to da urade uz daleko jeftiniju kupovinu akcija te kompanije na tržištu, nego što bi to mogli da su pokazatelji njenog poslovanja dostupni i drugim investitorima na tržištu. S druge strane, nedostatak kvalitetnih informacija i čini da investitori na tržištu hartija od vrijednosti, i to uglavnom „mali“ investitori, vjeruju neprovjerenim informacijama i glasinama o vrijednosti akcija, investiraju na osnovu njih, što sve vodi ka stvaranju tzv. „cjenovnih mjehurića“.

Stoga se može smatrati da je daleko veća barijera za biznis nepostojanje informacija o partneru sa kojim se stupa u dužničko – povjerilački odnos; čije hartije namjeravate da kupite, ali to ne učinite jer nemate dovoljno informacija o emitentu (pri čemu će vaša sredstva biti uložena u nešto drugo, ali njemu će emisija hartija od vrijednosti neće uspjeti); kojem odobravate kredit ali po većim kamatnim stopama nego što bi to bio slučaj kad biste imali kvakliten, ažurnu i dostupnu informaciju o njegovom poslovanju. S druge strane, iako kod privrede zastupa stav da je frekventno izvještavanje biznis barijera, Komisija za HOV obavezala je zakonskim i podzakonskim aktima sve one za čiju kontrolu je zadužena, da je izvještavaju periodično (kvartalno), odnosno i češće ako to komisija za HOV ocijeni za potrebno.

Drugi važan korak na podizanju nivoa javnosti podataka o poslovanju pravnih, ali i ispunjavanju obaveza fizičkih lica, je obezbjeđenje podataka iz kreditnih registara. S obzirom da Centralna banka Crne Gore već ima formiran kreditni registar, bilo bi korisno njegove izvještaje učiniti dostupnima bankama, ali i drugim zainteresovanim licima – finansijskim institucijama, privredi, poreskoj upravi, fizičkim licima.

Na ukupan tržišni rizik u poslovanju na finansijskom tržištu značajno utiče i nedovoljno efikasno funkcionisanje sudstva, koje je već više puta naglašavano kao jedan od faktora koji utiču na visinu kamatnih stopa i na nepovjerenje investitora, jer ne obezbjeđuje adekvatnu zaštitu prava povjerilaca. U tom smislu, neophodno je da država obezbijedi finansijska sredstva potrebna za angažovanje većeg broja sudija, za povećanje njihovih ličnih primanja, kao i za poboljšanje svih ostalih uslova njihovog rada, koji bi omogućili podizanje nivoa efikasnosti sudskog sistema u Crnoj Gori.



Komisija za HOV u perspektivi, osim što bi trebala jedinstveno da pristupa kvaliteti, ažurnosti i javnosti podataka o poslovanju aktera na tržištu hartija od vrijednosti, trebala bi kvalitetnije da realizuje i druge poslove koji su u njenoj direktnoj nadležnosti. U tom smislu, Komisija za HOV trebala bi aktivnije da se bavi pronalaženjem i kažnjavanjem izvora dezinformacija na tržištu, jer nepostupanje Komisije za HOV u ovom smislu može da ima negativan uticaj na finansijsku stabilnost u zemlji. Konačno, pronalaženje i kažnjavanje izvora dezinformacija jedan je od načina zaštite interesa i investitora na tržištu, što je, shodno Zakonu o hartijama od vrijednosti, obaveza Komisije za HOV.

Osim toga, Komisija za HOV bi trebala aktivnije da radi na izmjeni zakonske i podzakonske regulative u situacijama kada praksa pokaže da neka od postojećih rješenja predstavljaju ograničavajući faktor za razvoj finansijskog tržišta. Ne treba napominjati da takve izmjene treba da budu cjelovite, a ne kao u slučaju sekundarnog tržišta kratkoročnih državnih zapisa. Shodno novom Zakonu o HOV oni jesu označeni kao hartije od vrijednosti, ali je u samom ovom Zakonu nejasno ko treba da donese podzakonsku regulativu koja bi regulisala ovu oblast – Komisija za HOV ili Ministarstvo finansija? Rezultat toga je da ova regulativa, ni godinu nakon donošenja novog Zakona o HOV, još nije donešena. Kad je riječ o zakonskoj i podzakonskoj regulativi, Komisija za HOV trebala bi njihovom izradom da ide u susret promjenama na tržištu koje su očekivane, umjesto da njima bude zatečena. Takav slučaj bio je sa regulativom privatizacionih fondova koja im nije dozvoljavala da prikupljaju dodatna finansijska sredstva, čime im je onemogućena aktivna uloga na tržištu hartija od vrijednosti, jer prodajom akcija iz portfolia, po tada još niskim cijenama, nijesu mogli ostvariti prihode potrebne za dalje investiranje.

Pored navedenog, Komisija za HOV trebala bi više raditi na edukaciji javnosti o poslovima na finansijskom tržištu, jer je njeno dosadašnje angažovanje po ovom pitanju bilo nedovoljno. Pošto je Zakonom o HOV obezbijedeno da Komisija za HOV može sve prihode koje ostvari da koristi isključivo u svrhu podsticanja razvoja tržišta hartija od vrijednosti, nesumnjivo je da će ona imati od čega da finansira edukaciju javnosti, ukoliko bude željela da proširi krug edukovanih i informisanih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti. U svakom slučaju, Komisija za HOV treba da obezbijedi adekvatnu edukaciju za polaganje stručnih ispita za ovlašćene učesnike na tržištu hartija od vrijednosti, kao jednu od mjera podsticanja razvoja tog tržišta. To se, između ostalog, odnosi i na obezbjeđenje kvalitetnih predavača, domaćih i stranih, umjesto angažovanja polaznika obuke kao predavača. S obzirom na veliki broj magistara i nešto manji broj doktora ekonomskih nauka, nesumnjivo je da će Komisija imati uslove da izabere najkvalitetnije među njima.

S obzirom da je nadležna i za nadzor rada CDA, Komisija za HOV je još prije dvije godine, u cilju podsticaja razvoja tržišta hartija od vrijednosti, trebala naložiti CDA da obezbijedi unaprjeđenje postojećeg softvera. Taj softver, koji je CDA dobila kao poklon u jednom periodu u kojem je obim trgovanja na crnogorskim berzama bio mali, kao i broj ovlašćenih učesnika, neadekvatan je za obim i brzinu trgovanja kakvi već danas postoje na crnogorskim berzama, odnosno za uključivanje većeg broja ovlašćenih učesnika u trgovanje, ni domaćih, a naročito inostranih koje se očekuje sa regionalnim povezivanjem berzi. Uprkos ovakvoj situaciji sa programskim rješenjem, CDA je

višak prihoda nad rashodima za 2005. godinu planirala da utroši u kupovinu poslovnog prostora, što je sve samo ne prioritetna investicija u poređenju sa neadekvatnim softverom. S obzirom da narasli obim trgovanja obezbjeđuje dovoljne prihode, CDA bi trebala razmotriti mogućnost smanjenja naknada za njene usluge.

Unaprjeđenje softvera CDA jedan je od osnovnih preduslova za povećanje nivoa kvalitete usluga koje pružaju brokerski i dilerski posrednici, odnosno drugi ovlašćeni učesnici u Republici, kao i poslovanja berzi. Za poslovanje ovlašćenih učesnika i berzi u perspektivi od esencijalnog značaja je širenje dijapazona tržišnog materijala. To se, prije svega odnosi na stvaranje tržišta korporativnih obveznica i veće korišćenje IPO u funkciji prikupljanja nedostajućeg kapitala.

U oblasti poslovanja investicionih fondova, osim navedenih problema vezanih za kvalitet informacija o poslovanju emitenata hartija na domaćem tržištu kapitala, jedan od najvažnijih problema proizlazi iz neadekvatne zakonske regulative, koja može postati ograničavajući faktor njihovog razvoja u finansijske posrednike kakvi postoje na razvijenim finansijskim tržištima. Problematična rješenja iz Zakona o investicionim fondovima neophodno je što prije promijeniti, odnosno obezbijediti veći nivo sigurnosti investiranja u investicione fondove u Crnoj Gori, preciznijim definisanjem odgovornosti društava za upravljanje i nadzornih odbora za propuste u radu. Osim toga, neophodno je preciznije razdvojiti pojam otvorenih i zatvorenih investicionih fondova, odnosno obezbijediti uslove da domaći fondovi mogu da posluju kao pravi otvoreni investicioni fondovi, koji kontinuirano i prikupljaju i otkupljuju svoje investicione jedinice. Pored toga, bilo bi cjelishodno obezbijediti poseban zakonski tretman za državne fondove.

Treba imati u vidu da investicioni fondovi predstavljaju najveća „udruženja“ malih investitora, koja imaju veliku investicionu moć zahvaljujući ukрупnjavanju kapitala. Bilo bi nerazumno, na samom početku njihovog razvoja u Crnoj Gori pretvoriti ih u finansijske posrednike za finansiranje samo krupnog kapitala, bez obzira što on trenutno prevladava na domaćem tržištu. Loša iskustva vlasnika vaučera privatizacionih fondova sa isplatana dividende, nanijela su dovoljno štete investicionim fondovima kao nasljednicima privatizacionih fondova, pa na samom početku njihovog razvoja već treba stvarati uslove za vraćanje povjerenja u ove finansijske posrednike.

Prava individualnih malih investitora trebat će prevashodno obezbijediti u novom zakonu o privrednim društvima, propisivanjem minimalnog broja od pet članova upravnog, odnosno odbora direktora, jer će mali akcionari lakše skupiti 20%, nego 33% glasova da bi obezbijedili svojeg predstavnika u ovom odboru.

U oblasti osiguranja u Crnoj Gori se očekuje da osiguravajuća društva koja se bave neživotnim osiguranjem u budućnosti, shodno reformi penzionog sistema, na tržištu ponude i dodatno penziono i zdravstveno osiguranje. U tom smislu neophodno je obezbijediti uslove za širenje spektra raspoloživih hartija od vijednosti domaćih emitenata. Samo u tim uslovima značajan kapital koji osiguravajuća društva prikupljaju moći će, kao alternativan izvor konkurentan bankarskim kreditima, biti upotrijebljen za finansiranje domaćih potreba za eksternim izvorima finansiranja. Jedan od

načina za popularizaciju životnog osiguranja su i poreske olakšice za životna osiguranja, koje bi se mogle dati i za dopunska i privatna zdravstvena osiguranja, pa je neophodno razmotriti mogućnosti njihovog uvođenja. U vezi sa osiguranjem treba naglasiti i neracionalnost osnivanja posebne agencije za regulativu i kontrolu osiguravajućih društava u Crnoj Gori. S obzirom da Crna Gora ima malu ekonomiju i malo tržište osiguranja, bilo je daleko racionalnije i cjelishodnije oblast regulative i kontrole osiguranja povjeriti instituciji poput Centralne banke Crne Gore. Ova institucija ima i stručnjake i druge uslove neophodne za vršenje poslova kontrole i regulative osiguranja, a što je najvažnije – ima i međunarodno priznat renome u vršenju kontrole i regulacije u najrazvijenijoj oblasti finansijskog tržišta u Crnoj Gori – u bankarskom sistemu.

Centralna banka Crne Gore, kao regulator i kontrolor, ima kapacitet da ove poslove obavlja u još jednoj oblasti – oblasti dobrovoljnih penzionih fondova. Međutim, ova oblast povjerena je Komisiji za HOV, koja je do sada pokazala suviše veliku sklonost ka previđanju propusta na tržištu hartija od vrijednosti, pa postoji realna bojazan za kvalitet rada budućih dobrovoljnih penzionih fondova. Što se tiče samih dobrovoljnih penzionih fondova, preduslovi za uspješnost njihovog poslovanja su i u obezbjeđenju adekvatnih informacija o emitentima postojećih hartija od vrijednosti na tržištu, kao i stvaranju neophodnih uslova za kreiranje novih hartija od vrijednosti.

Da bi se obezbijedio kvalitetan razvoj dobrovoljnih penzionih fondova i njihovo zaživljavanje na domaćem finansijskom tržištu, neophodno je pažljivo pratiti njihovo poslovanje od samog početka, s obzirom na postojeće rezerve u vezi sa preranim isplatama penzionih primanja iz fonda, odnosno prekratkom roku za generisanje prinosa na uplate (svoga tri godine). Da bi se preduprijedili socijalni problemi u perspektivi, u vezi sa državnim penzionim fondom potrebno je preispitati: 1) planirano dalje smanjenje obaveznih doprinosa za Fond PIO iz rada, i 2) zabranu investiranja prihoda od privatizacije na tržištu hartija od vrijednosti. Prihodi od privatizacije koriste se za isplatu penzija sadašnjim penzionerima, odnosno ne investiraju se, pa ne generišu ni prihode za isplate penzija budućim penzionerima. Njihova perspektiva je utoliko mračnija što oni danas izdvajaju za isplate penzija sadašnjim penzionerima, dok država planira da buduće generacije rastereti tih uplata. Generacije današnjih 40-to godišnjaka mogle bi doživjeti vrlo neprijatna iznenađenja po isteku radnoga vijeka.

Stiče se dojam da država daleko više brine o rasterećenju poreskih i obveznika doprinosa, u odnosu na brigu o popunjavanju državnog budžeta i budžetskih fondova. Imajući u vidu potrebe za značajnim budžetskim sredstvima za potrebe finansiranja kapitalnih investicija (saobraćanice, vodovodi i slično), ukidanje poreza na kapitalnu dobit čini se iluzornim. Ovo utoliko prije što su prihodi od kapitalnih dobitaka na crnogorskim berzama tokom posljednje dvije godine bili izuzetno visoki, i što se u naredne dvije godine očekuje da će oni iznositi barem 50% od ostvarenih u ovim godinama. Ovo utoliko prije ako se u perspektivi i realizuje planirano regionalno povezivanje berzi. Objašnjenje da su porezi ukinuti da bi se podstaklo investiranje malih investitora, čini se nelogičnim, jer mali investitori bi, za razliku od velikih investitora, morali da plate i male poreze.

Izazovi razvoja tržišta hartije od vrijednosti u Crnoj Gori su mnogobrojni. Načini da se na te izazove odgovori, odnosno rješenja za postojeće probleme, su poznati – potrebno je samo što prije početi sa njihovom primjenom.

## LITERATURA

1. Analysts Journal, March/April 1993.
2. Bloch, Ernest, *Inside Investment banking*, II izdanje (Burr Ridge, IL: McGraw-Hill/Irwin, 1989).
3. Bossone, Biaggio & Promisel, Lary, *Strengthening Financial Systems in Developing Countries, The Case for Incentives Based Financial Sector Reform*, Working paper, World Bank, September, 1998, Washington DC
4. Carter, Laurence W., IFC's experience in promoting emerging market investment funds, Lessons of Experience Series, The World Bank Washington, D.C., 1996
5. Centralna banka Crne Gore, „Bilten Centralne banke Crne Gore”, različita izdanja
6. Centralna banka Crne Gore, Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2005. godinu, mart 2006.
7. Centralna banka Crne Gore, Godišnji izvještaj o radu CBCG u 2005. godini, maj 2006.
8. Cover feature, *Search for strategy*, The Banker, December 2002
9. Dabić, Prof. Dr. Stojan, Siegel, Alan M., Moris, Kenneth M., U obliku novca, IQ Media, Beograd, 1995
10. DC, December 1991., ISBN 1-55775-195-1,
11. Demirguc-Kunt, Asli & Maksimovic, Vojislav, *Funding Growth in Bank-based and Market Based Financial Systems: Evidence From Firm Level Data*, IMF, Washington, January 2000
12. Edited by Stefano Preda, *Funds and Portfolio Management Institutions*, Elsevier Science Publishers Co. 1991, J.J. Sijben, Funds and portfolio management institutions in the Netherlands, International Survey, Amsterdam, New York, ISBN: 0444888950
13. Editor Jeffrey M. Laderman in Association with Bussines Week, *Business Week's Guide to Mutual Funds*, London, 1991
14. Editors, Gerard Caprio, Jr. Izak Atiyas i James A Hanson, *Financial Reform, Theory and Experience*, Cambridge University Press, 1996, Cembridge, New York, Melbourne, ISBN 0-521-57424-2
15. Fabris, Dr Nikola, Vukajlović-Grba, Danijela, Radunović, Tanja i Janković, Jelena, *Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru*, Working Paper br. 1, Centralna banka Crne Gore, Podgorica, jun 2004.
16. Federal Reserve Board, [www.bog.frb.fed.us](http://www.bog.frb.fed.us), “Flow of Fund Accounts”, decembar 1999. i Bank for International Settlements, International Banking and
17. Fickes, Mike, *Pension Funds Plan to Plow \$14B into Real estate in 2003*, National Real Estate Investor, February 1, 2003
18. „Financial Market Developments”, Quarterly Review, novembar 1999.

19. Fredman, Albert J. & Scott, George Cole, *Investing in Closed-End Funds: Finding Value & Building Wealth*, New York Institute of Finance, New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo, Singapore
20. Fredman, Albert J. & Wiles, Russ, *How Mutual Funds Work*, New York Institute of Finance, 1993, New York, ISBN 0-13-012501-6
21. G.A. Mackenzie, Philip Gerson and Alfredo Cuevas, *Pension Regimes and Saving*, IMF, Washington DC, August 1997
22. G.A. Mackenzie, Philip Gerson, Alfredo Cuevas, and Peter S. Heller (2001); *Pension Reform and The Fiscal Policy Stance*, IMF Working Paper, /01/214
23. Global Development Finance 2003 - *Striving for Stability in Development Finance*, World Bank, Washington, 2004, ISBN 0 - 8213 - 5428 - 0
24. Honohan Patric, and Izac Atiyas, 1989, *Intersectoral financial flows in developing countries*. Policy research Working Paper 164, World Bank, March 1989
25. Honohan, Patrick, 1997, *Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction*, BIS Working Paper, No. 39 (Basle: Bank for International Settlements).
26. J. Ritter, and Q. Zhao, "The cost of Raising Capital", *Journal of Financijal Research*, Spring 1996, strana 59 – 74
27. Janković, Srđan, Magistarski rad, „Uloga i značaj mikrokreditiranja“, Postdiplomske studije Ekonomskog fakulteta, Podgorica, 2005. godina
28. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 1998, Law and Finance, Journal of Political Economy
29. Laketić, Danijela, Privatizacioni fondovi u Crnoj Gori, II Konferencija postdiplomskih studija, Ekonomskog fakulteta, Volume II, Podgorica, 2003.
30. Mackenzie G.A, Gerson P, Cuevas A and Heller P.S: "Pension Reform and The Fiscal Policy Stance", IMF Working Paper, /01/214, 2001
31. Manne H, Insider Trading and Property Rights in New Information, *Cato Journal*, Vol 4, No 3,
32. Miller, Roger Leroy & Van Hoose, David D., *Moderni novac i bankarstvo*, Treće izdanje, MATE d.o.o., Zagreb, 1993.
33. Miller, Theresa, *Reform Could Trigger Some Novel Affiliations*, Best Week, November 1, 1999
34. Mishkin F, Policy Remedies for Conflict of Interest in the Financial System, NBER, Columbia University, 2003
35. Mitchel D. J., Understanding Pro-growth Tax policy, Heritage Foundation, 2003
36. *Montenegro Biznis Rejting 300*, 2002, Centar za preduzetništvo i ekonomski razvoj, Podgorica, Globalmark B.R., Beograd, CIPE, Vašington
37. Odier, P. i Solnik, B. "Lessons for International Asset Allocation" Financial
38. *Recent developments in international financial markets*, Allan Budd, The Queen s College, Oxford, China Development Bank, Chonqing 7th August, 2003

39. Ristić, Dr Života, *Tržište kapitala-teorija i praksa*, Privredni pregled, Izdavač, Dr Života Ristić, Beograd 1990.
40. Saunders, Antony & Cornett, Maricia Millon *Financial markets and institutions*, McGraw-Hill Irwin, 2001
41. Singh, Ajit, *Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies: A Comparative International Study*, IFC Technical Paper No. 2, 1995
42. Slaughter, Joana, *Guide to Investment Trusts & Unit Trusts*, Pitman Publishing, London, Hong Kong, Johannesburg, Melbourne, Singapore, Washington DC, 1996, ISBN 0-273-62518-7
43. Solnik, Bruno, *International Investments - Third edition*, Addison-Wesley Publishing Company, Washington, 1996.
44. Staff Team from the Exchange and Trade Relations, *Private Market Financing for Developing countries*, World Economic and Financial Surveys, IMF, Washington
45. Staff Team led by Charles Adams, Donald J. Mathieson, Garry Schinasi, and Bankim Chadha, *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, IMF, Washington, September 1998
46. Staff Team led by Charles Adams, Donald J. Mathieson, Garry Schinasi, and Bankim Chadha, *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, IMF, Washington, September 1998
47. Stanković Tijana: "Komparativna analiza penzijskih reformi u regionu", okrugli sto "Dobrovoljni penzijski fondovi u Crnoj Gori", Podgorica, 2004
48. Šljivančanin, Prof. Dr. Mladen, *Banka finansijsko preduzeće*, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet, Podgorica, 1999.
49. *The 2002 Financial Services Fact Book*, Insurance Information Institute NY, New York, 2003
50. Vlada RCG: „Agenda ekonomskih reformi u Crnoj Gori 2002-2007”
51. Vlahović, Ana "Privatizacija u oblasti penzijskog osiguranja", zbornik radova Konferencije Postdiplomskih studija "Preduzetnička ekonomija", Volume 1, decembar 2002, Podgorica
52. Vukajlović-Grba, mr Danijela, *Investicioni fondovi – strana iskustva i domaće mogućnosti*, izdavač CBCG, Podgorica 2006.
53. Vukajović-Grba, Danijela, *Savremeni trendovi na finansijskim tržištima*, Časopis Monet br. 14, Podgorica, septembar 2003
54. Zelenović, Vera, *Globalizacija finansijskih institucija*, Svet finansija, Januar – Mart, 2003., Vojvodjanska banka