

JANUAR 2017  
godina 10, broj 36

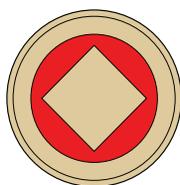


UDRUŽENJE BANAKA  
CRNE GORE  
ASSOCIATION OF  
MONTENEGRIN BANKS

# Bankar

ISSN 1800-7465  
9 771800 746009 11





UDRUŽENJE BANAKA  
CRNE GORE

ASSOCIATION OF  
MONTENEGRIN BANKS

Addiko Bank AD Podgorica  
Atlas Banka AD Podgorica  
Crnogorska komercijalna banka AD Podgorica  
Erste Bank AD Podgorica  
Hipotekarna Banka AD Podgorica  
Invest Banka Montenegro AD Podgorica  
Komercijalna Banka AD Budva  
Lovćen banka AD  
NLB Banka  
Nova banka AD Podgorica  
Societe Generale Montenegro  
Prva banka Crne Gore 1901.  
Universal Capital Bank  
Zapad Banka AD Podgorica  
Ziraat Bank

UDRUŽENI  
OKO ZAJEDNIČKOG  
CILJA

# BANKAR

Broj 36 / januar 2017.

## IZDAVAČ

Udruženje banaka Crne Gore  
Novaka Miloševa bb/3 Podgorica  
Tel: +382 20 232-028  
www.ubcg.info

TIRAŽ: 600 primjeraka  
Časopis izlazi kvartalno.

Rješenjem Ministarstva kulture, sporta i medija  
časopis Bankar je upisan u Evidenciju medija -  
štampani mediji 17. marta 2008,  
pod rednim brojem 641.

## REDAKCIJSKI ODBOR

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK  
mr Bratislav Pejaković

Prof. dr Aleksandar Živković,  
dr Nikola Fabris,  
dr Saša Popović,  
mr Nebojša Đoković

## UREDNIK

Peko Nikolić

## DIZAJN I PRELOM

Nikola Latković

## FINALNA PRIPREMA TEKSTOVA I KOREKTURA

Marko Nikolić

## FOTOGRAFIJE

www.dreamstime.com i fotodokumentacija UBCG

## PREVOD

Milena Ljumović, Maja Biljurić  
i Dragana Petronijević

## ŠTAMPA

Grafotisak, Grude, BIH

## Prilozi

- tekstovi se dostavljaju u elektronskom obliku  
na e-mail adrese: [udruzenjebanaka@t-com.me](mailto:udruzenjebanaka@t-com.me),  
[marko.nikolic@t-com.me](mailto:marko.nikolic@t-com.me), na disketi ili cd-u;  
maksimalna dužina teksta  
do 25.000 karaktera.

- reklame po normativima UBCG na e-mail:  
[latkovic@gmail.com](mailto:latkovic@gmail.com)



## BANKAR

Časopis Udruženja banaka Crne Gore  
Broj 36 / januar 2017.

# Sadržaj / Contents

- Esad Zaimović  
**2 I PORED VISOKOG NIVOVA JAVNOG DUGA – DUGOROČNA STABILNOST**  
*Regardless of High Level of Public Debt – Long-term Stability*
- Gojko Maksimović  
**10 OBVEZNICE I IZRAČUNAVANJE VRIJEDNOSTI OBVEZNICA**  
*Bonds and Calculation of Bonds Value*
- Bratislav Pejaković  
**20 KVALITET PLUS**  
*Quality Plus*
- Mina Durutović  
**30 ŠTA LJUDI RADE I KAKO TO RADE?**  
*What Do People Do and How They Do That?*
- Chris Aghabi  
**36 BUDUĆNOST JE STIGLA**  
*The Future is Here*
- Radmila Gačeša  
**44 INICIJALNA JAVNA PONUDA**  
*Initial Public Offering*
- Novica Radović  
**68 ZNAČAJNA ULOGA BANAKA**  
*The Significant Role of Banks*
- Ivan Ćirković  
**74 STRATEŠKI ALM PRE NEGO „REPORTING“ ALM**  
*Strategic ALM rather than Reporting ALM*
- Ana Rašović  
**80 UPRAVLJANJE I ALCO KOMITET**  
*The Management and ALCO*
- Miodrag Kirsanov  
**88 NOVČARSTVO ZETSKE DINASTIJE BALŠIĆ**  
*Monetary Industry of the Zeta in the Time of Balšić Dynasty*



# I PORED VISOKOG NIVOA JAVNOG DUGA – DUGOROČNA STABILNOST

Konkurencija u bankarskom sektoru je veoma izražena. Dodatni pritisak na banke za sniženjem kamata, moglo bi za posljedicu da ima gubitak interesovanja investitora za ulaganje u bankarski sektor. Treba stvoriti mogućnost za kvalitetnije rješavanje problema loših kredita. Kamatne stope na depozite u Crnoj Gori i dalje spadaju u red najviših stopa u okruženju. U Hipotekarnoj banci, očekivani profit za 2016. godinu će porasti otprilike 15 odsto u odnosu na 2015.

**B** Kako ocjenjujete situaciju u bankarskom sektoru Crne Gore na kraju 2016. godine i šta je moguće da bankarski sektor uradi u cilju rasta crnogorske ekonomije u narednom periodu?

Bankarski sektor u Crnoj Gori je već par godina stabilan i visoko likvidan. Nakon osnivanja nekoliko banaka u prethodnim godinama konkurencija u bankarskom sektoru je veoma izražena. Pored novih banaka postoji i jedan broj banaka koje dugo posluju na ovom tržištu i koje su se, nakon saniranja problema iz prethodnog perioda, posvetile tržišnoj utakmici pokušavajući da animiraju klijente raznovrsnom ponudom proizvoda. Sve to upućuje na zaključak da će u narednom periodu ponuda banaka prema klijentima biti sve kvalitetnija, što za rezultat može imati i rast crnogorske ekonomije.

**B** Proteklu godinu su obilježile polemike na temu visine kamatnih stopa u našim bankama od strane šire javnosti. Da li banke mogu ponuditi niže kamatne stope u kreditiranju i pojačati obim plasmana?

Svjedoci smo da je proteklih par godina došlo do sniženja kamatnih stopa, kako na kredite, tako i na depozite. Činjenica je, takođe, da je opšti nivo kamatnih stopa u Crnoj Gori i dalje visok, ali nisam siguran da postoji prostor za dodatno sniženje. Očekujem da može doći do određenog snižavanja kamata kod nekih proizvoda koji su interesantni bankama i kod kojih postoji izražena konkurencija u bankarskom sektoru. Tu prvenstveno mislim na kredite preduzećima koja su svrstana u kategoriju veoma bonitetnih klijenata (a takvih nema mnogo u Crnoj Gori), kao i kod proizvoda za građane koji ne predstavljaju veliki rizik za banke. S obzirom na sva ograničenja sa kojima se

# REGARDLESS OF HIGH LEVEL OF PUBLIC DEBT – LONG-TERM STABILITY

The competition in the banking sector is highly pronounced. An additional pressure on banks to reduce interest rates, might result in loss of interest of investors to invest in the banking sector. The possibilities will be created for more qualitative resolution of the issue of NPLs. Interest rates on deposits in Montenegro are still within the highest rates in the region. The expected profit of Hipotekarna banka for 2016 will increase by about 15% compared to 2015

**B** How do you see the situation in the banking sector of Montenegro at end-2016? What might banking sector do for the growth of Montenegrin economy in the following period?

Montenegrin banking sector has been stable for several

years and highly liquid. After founding several banks in the previous years, the competition in the banking sector is highly pronounced. In addition to new banks, there are also a number of banks that have been operating for long period in this market, and which have dedicated, after resolving problems from the previous period, to market game trying to attract clients with diversified offer of their products. It points to the conclusion that the offer of the banks will be more qualitative in the following period, which may result in also in the growth of Montenegrin economy.



**B** Last year was marked by the controversies regarding the level of interest rates in our banks by public. Can banks offer lower lending interest rates and increase the volume of payments?

We witnessed lowering of both lending and deposit interest rates in the last several years. The fact is also that general level of interest rates in Montenegro is still high, but I am not sure that there is a space for their additional decline. I expect that certain decline in interest rates may occur in some products that are interesting for the banks and where there is an expressed competition in the banking sector. This primarily refers to loans to companies classified in the category of clients with good financial standing. (There are very few of them in Montenegro), as well as with products for households not representing

suočavaju banke u svom poslovanju, kao i očekivanja novih troškova koji će se evidentirati u bilansima banaka kroz implementaciju nove regulative, nije realno očekivati da će se banke rado lišiti prihoda koje ostvaruju kroz kreditno poslovanje. Svaka druga situacija koja bi podrazumijevala dodatni pritisak na banke za sniženjem kamata, uz povećanje troškova poslovanja, mogla bi za posljedicu da ima gubitak interesovanja investitora za ulaganje u bankarski sektor i podstakla bi njihovu želju za izlaskom sa ovog tržišta.

**▣ Nivo nekvalitetnih kredita ima trend opadanja. Centralna banka CG predlaže korekcije u odlukama koje se tiču kolaterala, čime pokušava da pospješi tzv. Podgorički model i dobrovoljno restrukturiranje kredita koji nisu dali očekivane rezultate. Koje mogućnosti stoje bankama na raspolaganju u smjeru implementacije ove inicijative, a da nijesu iskorištene do sada?**

Smanjenje pokazatelja nekvalitetnih kredita u prethodnoj godini je prije svega rezultat bilateralnih aranžmana između banaka i njihovih dužnika, moguće je da je bilo i izmještanja ovih potraživanja iz bankarskih bilansa, kroz prodaje potraživanja i slično, dok nije bilo slučajeva korišćenja Zakona o dobrovoljnom restrukturiranju kredita, poznatijeg kao Podgorički model. Imajući u vidu tu činjenicu, Centralna banka Crne Gore je pokrenula inicijativu za određene izmjene Zakona koje bi dodatno unaprijedile postojeća rješenja i motivisale banke da se korišćenjem tog Zakona dodatno angažuju na snižavanju nivoa nekvalitetnih kredita.

Udruženje banaka Crne Gore je dalo svoj doprinos u diskusijama vezanim za predložene izmjene, pa očekujemo da će se nakon usvajanja ovog Zakona u Skupštini Crne Gore stvoriti mogućnost za kvalitetnije rješavanje problema loših kredita.

**▣ Struktura depozitne baze, nivo pasivnih kamatnih stopa i konkurencija na bankarskom tržištu, kao i problemi u realnom sektoru, utiču na profitabilnost banaka. Koje akcije u regulatorom okruženju, i šta same banke mogu uraditi u narednom periodu da rezultati budu još kvalitetniji?**

Kamatne stope na depozite u Crnoj Gori i dalje spadaju u red najviših stopa u okruženju. Kao rezultat toga

imamo i konstantan rast depozita, kako domaćih, tako i depozita iz inostranstva. U situaciji kada u Evropi već imamo dosta banaka koje primjenjuju negativne kamatne stope na depozite svojih klijenata, realno je očekivati da će doći do dodatnog snižavanja, kako bi banke i na taj način pokušale da snize svoje troškove.

Očekujem da ćemo na kraju 2016. godine imati dobre finansijske rezultate kod većih banaka, dok će manje banke imati problema sa profitabilnošću, obzirom na njihovu veličinu sa jedne strane i visoke troškove poslovanja sa druge strane. Očekujem da će se taj trend nastaviti i u narednim godinama, što zbog novih međunarodnih računovodstvenih standarda, koji predviđaju dodatne troškove rezervacija za banke, što zbog ograničenog potencijala tržišta u kontekstu relativno velikog broja banaka.

Značajan pozitivan uticaj na poslovanje banaka u narednim godinama će imati i očekivano učlanjenje u NATO, kao i brzina približavanja Evropskoj uniji. Cijenim da bi brže učlanjivanje u NATO stvorilo mogućnosti za veći priliv direktnih stranih investicija, dok bi eventualno odustajanje ili usporavanje na tom putu predstavljalo dodatni izazov za banke.

**▣ Kako ocjenjujete rad Hipotekarne banke u godini na izmaku i šta klijenti HB mogu novo očekivati u 2017. godini ?**

Kao i prethodnih deset godina, od momenta promjene vlasničke strukture Hipotekarne banke, i ove godine ostvarićemo planirani rezultat, koji je po pravilu u svakoj godini veći u odnosu na prethodnu za 10 do 15 odsto. Tako će biti i ove godine. Očekivani profit za 2016. godinu će porasti otprilike 15 odsto u odnosu na 2015. Italijanski akcionari, koji su većinski vlasnici banke, zadovoljni su ostvarenim rezultatima, koji su potvrdili njihova očekivanja da je isplativo investirati u Crnu Goru. Menadžment i zaposleni u banci su takođe zadovoljni ostvarenim rezultatima, kao i atmosferom i entuzijazmom koji vlada u kolektivu, koji je prije svega posvećen zadovoljenju potreba svojih klijenata.

Strategija Hipotekarne banke je usmjerena na kontinuirane inovacije i praćenje potreba klijenata kako bi zadržala poziciju u vrhu crnogorskog bankarskog sektora. I za ovu godinu smo pripremili dodatno unapređenje našeg kataloga proizvoda, kako u poslovanju

high risk for the banks. Considering all restrictions the banks are facing with in their operations, as well as expecting new expenses that will be reported in the balance sheets of banks through the implementation of new regulation, it is not realistic to expect that the banks will gladly deprive of income they make through lending activities. Any other situation that would imply additional pressure on banks to reduce interest rates, with the increase of operating costs might result in loss of interest of investors to invest in the banking sector and instigate their desire to exit this market.

**B** The level of non-performing loans has a declining trend. The Central Bank of Montenegro proposes adjustments in the decisions regarding collateral, which is trying to enhance Podgorica Approach and voluntary restructuring of loans which did not give expected results. What are the possibilities for banks regarding the implementation of this initiative which have not been used so far?

Decline of the NPL ratio in last year primarily was the result of bilateral arrangements between the banks and their debtors. It is possible that the removal of these receivables from the balance sheets of banks occurred through sales of receivables and the like, while there were no cases that the Law on Voluntary Restructuring of Loans, known as Podgorica Approach, was used. Bearing in mind the aforesaid, the Central Bank of Montenegro initiated certain amendments to the law, which would additionally improve the existing solutions and encourage the banks to engage in the reduction of the level of NPLs by using the law.

Association of Montenegrin Banks gave its contribution in the discussions held with regard to the proposed amendments, so we expect that after the adoption of this Law in the Parliament of Montenegro, the possibilities will be created for more qualitative resolution of the issue of NPLs.

**B** The structure of deposit base, the level of deposit interest rates and the competition in the banking market as well as problems in the real sector influence the profitability of banks. What are the activities in regulatory environment; what the banks can do in the following period so that the results are more qualitative?

Interest rates on deposits in Montenegro are still within the highest rates in the region. As a result, there is also a constant growth in both domestic and foreign deposits. In the situation when Europe has a lot of banks that apply regulatory interest rates on deposits of their customers, it is realistic to expect that additional reduction will occur so the banks would try to reduce their expenses.

I expect that we will have good financial results in leading banks at end-2016, while smaller banks will have problems with profitability due to their size on one hand and high operating expenses on other hand. I expect that this trend will continue also in the following years, both because of the international accounting standards that envisage additional provisions for banks and limited potential of the market with regard to relatively high number of banks.

Significant positive impact on banks' operations in the following years will also have expected membership to NATO and the velocity of joining the European Union. I believe that faster membership to NATO would create possibilities for higher inflow of foreign direct investments, while potential renouncing or decelerating would represent additional challenge for banks.

**B** How do you assess the operations of the Hipotekarna Banka in the last year? What new can customers of the Hipotekarna Banka may expect in 2017?

As in the previous ten years, since the moment of the change in ownership structure of Hipotekarna Banka, we will meet the planned result this year, which is, as a rule, higher each year by 10% to 15% compared to the previous year. The same will happen also this year. The expected profit for 2016 will increase by about 15% compared to 2015. Italian shareholders, which are majority owners of the bank, are satisfied with the results achieved. These results confirmed their expectation that is good to invest in Montenegro. Management and employees in the bank are also satisfied with the expected results as well as with the atmosphere and enthusiasm in the team which is primarily dedicated to satisfy the needs of their clients.

The strategy of Hipotekarna Bank is directed towards continuous innovations and monitoring of the needs of the customers in order to keep the position it has in the top of Montenegrin banking system. Thus, we have prepared for this year additional improvement

sa građanima, tako i sa pravnim licima. Cilj nam je da zadržimo postojeću bazu klijenata a da ponudom novih, tehnološki inovativnih proizvoda, animiramo nove klijente, prije svega mlađu populaciju. Koristim priliku da najavim da ćemo biti prva banka u Crnoj Gori koja će lansirati nove načine korišćenja bankarskih usluga, što će dodatno podići kvalitet bankarske ponude u Crnoj Gori. Time nastavljamo tradiciju lansiranja inovativnih proizvoda kao što su bili prva beskontaktna kartica i stiker, mobilno bankarstvo, filijale koje rade 24 sata i slično.

Planirali smo da ove godine dodatno razvijemo poslove investicionog bankarstva, kroz kreiranje proizvoda za građane i privredu koji žele da investiraju svoje viškove likvidnosti. Kao posljedicu sniženja kamatnih stopa na depozite možemo očekivati i smanjenje interesa građana i privrede za štednjom u bankama, što ih može podstaći na traženje alternativnih mogućnosti investiranja viškova likvidnosti. U tom kontekstu očekujem dodatno interesovanje klijenata za ovu vrstu aranžmana. Već se može konstatovati da su odrađeni neki aranžmani vezani za investiranje u državne obveznice Crne Gore, koje nose dobru kamatnu stopu od četiri odsto godišnje i za kojima postaje sve izraženija tražnja na finansijskim tržištima. Takođe postoji i interesovanje za blagajničke zapise države Crne Gore, a očekujem da će se tokom ove godine pojaviti u ponudi još jedna emisija obveznica Hipotekarne banke. Podsjetiću čitaocima da je prva emisija ovih obveznica u iznosu od 10 miliona EUR realizovana prije više od dvije godine, da je realizovana prije dvije godine i da i dalje predstavlja jednu od najtraženijih hartija na Montenegroberzi.

### **▣ Naredna godina će biti izazovna, Regulator priprema novi Zakon o bankama i podzakonsku regulativu. Kakva su očekivanja banakara u tom pravcu?**

Naredna godina će biti izazovna, to je tačno. Ja sam na poziciji direktora Hipotekarne banke već skoro 10 godina i moram priznati da je svaka od prethodnih godina u tom periodu bila izazovna, ali smo uspjeli da se prilagodimo datim okolnostima i pronađemo model održivog poslovanja. Očekujem da će tako biti i naredne godine. Svi smo svjesni nastupajućih promjena koje donosi usklađivanje naše regulative sa EU standardima. Većina banaka u Crnoj Gori

je u stranom vlasništvu, tako da smo svi uglavnom upoznati sa izmjenama koje donosi implementacija međunarodnih standarda. Kao i svaka promjena, tako i ova donosi dodatne obaveze za banke, ali se istovremeno otvara prostor i za povećanje obima poslovanja, saglasno brzini našeg pristupanja NATO i EU integracijama.

### **▣ Kakav poslovni ambijent u Crnoj Gori možemo očekivati u narednoj godini i kako ocjenjujete situaciju u realnom sektoru?**

Makroekonomska situacija u Crnoj Gori je relativno povoljna. Visoka stopa rasta GDP-a, kao i projekcije kretanja osnovnih makroekonomskih pokazatelja u narednom periodu nas ohrabruju i ulivaju povjerenje da će Crna Gora uspjeti da se, i pored visokog nivoa javnog duga, izbori za dugoročnu stabilnost. Potencijalnu opasnost može predstavljati prilično komplikovana globalna politička situacija, kao i neki trendovi iz skorije prošlosti vezano za održivost i stabilnost Evropske unije.

### **▣ Koje promjene i novine ste predvidjeli u radu UBCG?**

Kao što je poznato javnost nedavno smo izabrali novog generalnog sekretara Uruženja banaka, gospodina Bratislava Pejakovića, koji je predstavio plan rada za naredne četiri godine, koji se može ocijeniti kao ambiciozan. Moje lično očekivanje da će gospodin Pejaković, u saradnji sa Nebojšom Đokovićem, dugogodišnjim savjetnikom u Udruženju banaka, uz moguća dodatna kadrovska pojačanja, uspjeti da realizuje te planove i da od Udruženja banaka Crne Gore stvorimo jednu jaku, stručno priznatu instituciju, koja će biti uvaženi partner svim domaćim i međunarodnim institucijama i koja će na najbolji način artikulirati interes bankarskog sektora. Napomenuću da to ponekad i neće biti jednostavno, imajući u vidu strukturu bankarskog sektora u Crnoj Gori, gdje nisu uvijek identični interesi banaka različite veličine.

Za kvalitetniji način funkcionisanja Udruženja neophodna je podrška svih banaka, kako se njihovo učešće ne bi svodilo samo na prisustvo sjednicama Udruženja i ne bi zavisio samo od agilnosti generalnog sekretara i njegovih saradnika. Mislim da postoji potreba i da se inovira Statut Udruženja, kako bi se stvorili uslovi za efikasniji i kvalitetniji rad.

of our catalogue of products, both in the retail and corporate sectors. Our objective is to keep the existing customer base and by offering new technologically innovative products attract new customers, primarily the youth. I would like to take this opportunity to announce that we will be the first bank in Montenegro that will launch new methods of using banking services, which will additionally increase the quality of the banking offer in Montenegro. This will continue the tradition of launching innovative products like it was first contactless card and sticker, mobile banking, branches open 24/7 and the like.

Our plan for this year is to develop additionally investment banking through the creation of products for households and the economy that want to invest their surpluses of liquidity. As a consequence of the reduction in deposit interest rate, we may expect also the reduction of interest of households and corporate sector for savings in banks, which can be instigated for searching alternative possibilities of investing of surpluses of liquidity. To that end, I expect additional interest of clients for this type of arrangements. It can be noted that certain arrangements regarding investments in government bonds of Montenegro that bear good interest rate of four percent annually were done and for which there is more pronounced demand in financial markets. In addition, there is an interest expressed for T-Bills of Montenegro, and I expect that another issue of bonds of the Hipotekarna Bank will be offered this year. To remind the readers, the first issue of these bonds of 10 million euros was realized more than two years ago, and it still represents one of the most requested securities on the Montenegro Stock Exchange.

**B** The following year will be challenging. The regulator has been preparing new Banking Law and secondary legislation. What are the expectations of bankers in that area?

It is correct that the following year will be challenging. I have been CEO of Hipotekarna Banka for almost 10 years and I have to admit that each of the previous years in this period was challenging but we managed to adjust to given circumstances and find a model of sustainable operations. I expect that the following years will be the same. We are aware of the coming changes that bring adjustment of our regulation with the EU standards. Majority of banks in Montenegro

is foreign owned. Therefore, this one also brings additional obligations for banks but simultaneously opens the space also for the increase in the volume of operations pursuant to the velocity of our accession to NATO and EU integrations.

**B** What business environment in Montenegro can be expected in the following year? How do you assess the situation in real sector?

Macroeconomic situation in Montenegro is relatively favourable. High growth rate of GDP and projections of development of main macroeconomic indicators in the following period encourage us and reassure that Montenegro will manage, regardless of high level of public debt, to cope with long-term stability. Potential danger can be rather complexed global political situation and some trends from the recent past regarding sustainability and stability of the European Union.

**B** What changes and innovations have you anticipated in the work of the Association of Montenegrin Banks?

As the public has been aware, we have recently appointed new Secretary General of the Banking Association, Bratislav Pejaković, who presented the Action Plan for the following 4 years, which can be assessed as ambitious. My personal expectation is that Mr. Pejaković will realise, in cooperation with Nebojša Djoković, a long-year advisor in the Association of Montenegrin Banks, with potential additional staff improvement, these plans and develop the Association of Montenegrin Bank as one strong, professionally recognized institution which will be a reputable partner to all domestic and international institutions and which will pronounce in the best possible manner the interest of the banking sector. Just to mention that this will not be easy bearing in mind the structure of the banking sector in Montenegro, where interest of banks of different size are not always identical.

Support of all banks is needed for more qualitative manner of the functioning of the Association, so that their participation would not be only their presence at the meetings of the Association and would not depend only on the activity of the Secretary General and his team. I believe that there is a need to amend the Statute of the Association to create the conditions for more efficient and qualitative work.

TAKO MALI OGLAS,  
A TAKO VELIKI  
KREDITNI PAKET

20.000 €

**X**

ODOBRENJE  
ZA 24h  
BEZ  
ŽIRANATA

**KREDITNI  
PAKET**

*Vrijeme je za velike stvari*

**HIPOTEKARNA  
BANKA**

*Vama posvećena*



[www.hb.co.me](http://www.hb.co.me)  
Call Centar 19905

# LOVČEN BANKA<sup>AD</sup>

BANKA OVOGA VREMENA I OVOGA NARODA



Jednostavno ✓

Brzo ✓

Po Vašoj mjeri ✓

## VAŠI SNOVI - NAŠA RJEŠENJA!

Bulevar Džordža Vašingtona 56/1  
81000 Podgorica  
[www.lovcenbanka.me](http://www.lovcenbanka.me)

Tel: +382 (0)20 205 410  
Fax: +382 (0)20 205 411  
[office@lovcenbanka.me](mailto:office@lovcenbanka.me)



mr Gojko Maksimović, CFA  
Izvršni direktor Montenegroberze

# Obveznice i izračunavanje vrijednosti obveznica

Finansijski instrumenti se u osnovi mogu podijeliti na: vlasničke, dužničke, derivatne i izvedene hartije od vrijednosti. Dužničke hartije od vrijednosti predstavljaju hartije od vrijednosti koje vlasnicima isplaćuju na dan dospjeća iznos duga zajedno sa propisanom kamatom. Shodno roku na koji se emituju mogu se podijeliti na kratkoročne (trezorske i komercijalne zapise, čiji je rok dospjeća do godinu dana) i dugoročne - obveznice (čiji je rok dospjeća preko godinu dana)

Obveznice predstavljaju sigurniji vid investiranja, manje rizične hartije od vrijednosti u odnosu na vlasničke hartije od vrijednosti. Naime, u slučaju da kompanija upadne u problem sa dugovanjima, prvo se naplaćuju povjerioci, kao što su vlasnici obveznica a zatim u slučaju da je ostalo imovine dolazi do podjele na akcionare. Kao emitent dužničkih hartija od vrijednosti mogu se javiti: države - državne obveznice, lokalne samouprave - opštinske obveznice, kompanije - kada je riječ o korporativnih obveznicama. Ako bi posmatrali strukturu i način kreiranja obveznica možemo razlikovati:

- kuponske obveznice (mjesečna, kvartalna, polugodišnja ili godišnja isplate kamate - kupona, dok se glavnica isplaćuje jednokratno po roku dospjeća obveznice);
- amortizujuće obveznice (mjesečna, kvartalna, polugodišnja ili godišnja isplata kupona koji pored plaćanja kamate sadrži i dio glavnice);
- diskontne obveznice (prodaju se po diskontnoj vrijednosti a iznos

diskonta predstavlja kamatu koja se plaća za pozajmljena sredstva). Svaka obveznica sadrži sledeće elemente: emitenta, dospjeće, nominalnu vrijednost, iznos kupona i raspored isplate kupona. Na osnovu rasporeda isplate kupona, možemo reći da obveznica ima jasno definisani tok novca koji vlasnik može očekivati u budućem periodu. Važna karakteristika svake obveznice je i njen *duration*. Navedeni pokazatelj pokazuje koliko je godina potrebno da se trenutna cijena obveznice isplati kroz dobijanje budućih novčanih tokova.

Rizici sa kojima je suočen vlasnik obveznica su: kreditni rizik - da neće moći da isplati u predviđenom roku dugovanje; rizik kamatne stope - da će doći do izmjene kamatne stope nakon što je uložio sredstva; rizik

reinvestiranja - da novac dobijen od isplate kupona neće moći da investira po istoj kamatnoj stopi; rizik likvidnosti - nemogućnost brze prodaje na sekundarnom tržištu.

Prihod koji vlasnici obveznica ostvaruju sastoji se od prihoda po osnovu kamata i prihoda od rasta cijene obveznice. Na toj osnovi potrebno je prilikom sagledavanja isplativosti investicija u obveznice posmatrati obje navedene kategorije prihoda.

Kao investitori u državne obveznice mogu se javiti: banke, osiguravajuća društva, ostali privredni subjekti i stanovništvo. Kao kupci državnih obveznica mogu se javiti i centralne banke samih država, koji na taj način vrši operacije na otvorenom tržištu. Kroz kupovinu državnih obveznica centralne banke

# Bonds and Calculation of Bonds Value

Gojko Maksimović, M.Sc., CFA  
CEO of Montenegroberza

Bonds represent more secure type of investment, less risky securities compared to equity securities. In case that the company fails to pay debts, creditors, such as bond holders, will be paid first and if the assets remain, it will be divided between the shareholders. Issuers of securities can be: governments – government bonds, local self-governments – municipal bonds, companies – corporate bonds. With regard to the structure and the manner of their creation, the following bonds differ:

- Coupon bonds (monthly, quarterly, semi-annual or annual payment of interest – coupon, while the principal is paid one-off at maturity of bond);
  - Depreciating bonds (monthly, quarterly, semi-annual or annual payment of coupon which in addition to the interest payment contains also a portion of principal);
  - Discount bonds (they are sold at a discount amount and the amount of discount represent interest to be paid for the borrowed funds).
- Every bond contains the following

Financial instruments can be basically divided into equity, debt, and derivative securities. Debt securities represent securities which are paid to the owners at maturity together with the amount of interest. Pursuant to their maturity they can be divided into short-term (treasury and commercial T-bills with the maturity up to a year) and long-term – bonds (with the maturity over a year)

elements: issuer, maturity, nominal value, amount of coupon and repayment schedule of the coupon. Based on the repayment schedule of coupon, bond has clearly defined cash flow which the owner can expect in the future period. The important feature of each bond is its *duration*. The mentioned indicator shows the period needed that the current price of bond is paid through obtaining future cash flows.

Risks the bond holder is facing are the following: credit risk – the debt cannot be repaid in the prescribed period, interest rate risk – interest rate will change after it has invested funds, investment risk – money obtained from the coupon payment cannot be invested at the same interest rate, liquidity risk – inability of

fast sale on the secondary market.

Income which the bond holder makes consists of interest income and income from the growth in bond prices. This will be the basis for reviewing both income categories when reviewing cost-effectiveness of investments in bonds.

The following can be investors in government bonds: banks, insurance companies, other companies and citizens. As buyers of government bonds can be also central banks of the originating states which perform open market operations. Data that I have at my disposal show that the Central Bank of Montenegro did not perform open market operations.

Reasons for investing vary with different entities. Investing in bonds is attractive primarily to investors that

povećavaju iznos monetarne mase u zemlji. Podaci sa kojima raspoložem govore da Centralna banka Crne Gore nije vršila navedene operacije na otvorenom tržištu.

Kod ostalih subjekata različiti su razlozi za ulaganje. Investiranje u obveznice je atraktivno prevashodno investitorima koji su manje skloni riziku i kojima je privlačna stabilnost cijene obveznice i definisani novčani tokovi. Stanovništvo prevashodno u ovom vidu ulaganja vidi mogućnost za ostvarivanje više zarade u odnosu na štednju u komercijalnim bankama. Na navedenoj osnovi prihvata rizik za potencijalno ostvarivanje veće stope prinosa. Prednost za investiranje za sektor stanovništva predstavlja sekundarno tržište, gdje mogu ukoliko se jave potrebe za likvidnošću, navedene hartije da prodaju. Za razliku štednje u bankama prilikom razročenja prije roka dospijea, gdje gube dio zarađene kamate, prilikom prodaje obveznica na sekundarnom tržištu investitor dobija pripadajući - zarađenu kamatu. Ulaganje u obveznice privlačno je i investitorima koji imaju duže vremenske horizonte investiranja (poput osiguravajućim društvima). Kao glavni kupci državnih obveznica javljaju se i banke. Njihovi motivi za ulaganje može biti želja za ostvarivanjem izloženosti plasmana prema državi a takođe i „skladištenje“ obveznica za obavljanje funkcije dilera tokom roka dospijea obveznice. Emisije obveznica posebno mogu biti interesantne za „male“ banke, koje nemaju dovoljno jaku pregovaračku moć za mogućnost direktnog zaključenja kreditnih aranžmana sa državom. Kroz kupovine obveznica u manjim iznosima oni agregiraju ukupnu tražnju, ostvaruju izloženost i utiču na ukupno zaključenje emisije.

Obveznice se po pravilu trguju u procentnim vrijednostima u odnosu na nominalnu vrijednost. Prilikom primarne emisije obveznice se prodaju po vrijednostima koja je veća ili manja od nominalne vrijednosti, ukoliko je veća obveznice su se prodavale uz premiju, a ako je vrijednost manja, onda uz diskont. Za izračunavanje prinosa koji investitor ostvaruje prilikom ulaganja u obveznice mogu se koristiti sledeći pokazatelji: trenutni prinos i prinos do dospijea.

- **Trenutni prinos** je količnik kupona i trenutne cijene obveznice. Ukoliko se obveznica trguje uz premiju, trenutni prinos je manji od kamate stope kupona i obratno.
- **Prinos do dospijea**, yield to maturity, je interna stopa prinosa očekivanih novčanih tokova obveznice. Prinos do dospijea je diskontna stopa čijim se diskontovanjem budućih novčanih tokova dobija trenutna vrijednost obveznice. Navedena stopa predstavlja godišnji prinos koji će investitora ostvariti ukoliko kupi obveznicu po trenutnoj cijeni i drži je do dospijea.

Uzimajući u obzir karakteristike obveznice da predstavljaju finansijski instrument sa jasno definisanim novčanim tokovima, za izračunavanje vrijednosti koriste se metode određivanja neto sadašnjih vrijednosti (NPV) i interne stope prinosa (IRR).

**Primjer 1:** Emitent X je emitovao obveznicu koja ima rok dospijea od pet godina i godišnje isplaćuje kamatu u iznosu od 4%. Potrebno je da se izračuna sadašnja vrijednost obveznice, ukoliko imamo podatak da je diskontna stopa 6%.

Navedeni zadatak ćemo riješiti na način što je potrebno da sve buduće novčane tokove diskontujemo na sadašnju vrijednost i sumiramo. Navedena obveznica ima 5 novčanih tokova. Prvih četiri godine obveznica isplaćuje vrijednost od 4 na osnovu kamate a na kraju pete godine pored isplate kamate od 4 isplaćuje i vrijednost glavnice u iznosu od 100, pa je ukupna vrijednost za isplatu na kraju pete godine 104. Ove vrijednosti diskontujemo sa stopom od 6% odnosno izračunavamo sadašnju vrijednost obveznice na sledeći način:

$$\frac{4}{(1.06)^1} + \frac{4}{(1.06)^2} + \frac{4}{(1.06)^3} + \frac{4}{(1.06)^4} + \frac{104}{(1.06)^5}$$

Na osnovu navedene formule, trenutna vrijednost obveznice je: 91,575% te možemo reći da se navedena obveznica trguje po diskontnoj vrijednosti. Ukoliko bi diskontna stopa bila manja od kamatne, onda bi dobili vrijednost obveznice koja je veća od 100%, pa bi se obveznica prodavala uz premiju. Različite vrijednosti diskontne stope su posljedica promjene u makroekonomskom ambijenta tokom života - roka dospijea obveznice. Ukoliko dolazi do poboljšanja makroekonomskog ambijenta, doći će do pada kamatnih stopa a time i do pada diskontne stope, pa će vrijednost obveznice rasti a njen efektivni prinos opasti. Obrnuto, u periodu kada vlada makroekonomska nestabilnost dolazi do rasta kamatnih stopa pa će investitori odrediti veće diskontne stope, koje će dovesti do pada vrijednosti obveznica.

Prinos do dospijea izračunavamo na isti način kao kod određivanja interne stope prinosa - IRR. Kod izračunavanja navedenog prinosa potrebno je da su zadovoljene sledeće

are less prone to risk and to which stability of bond price is attractive and cash flows are defined. Citizens see in this type of investments primarily the possibility for making more money compared to savings in commercial banks. Based on this, risk is taken for potential accomplishment of higher rate of return. Secondary market represents the advantage to households sector for investing where these securities can be sold if liquidity needs arise. As opposed to savings in banks during cancellation of deposit agreement, where certain portion of interest is lost during the sale of bonds in the secondary market, the investor obtains added – earned interest. Investment in bonds is attractive also to investors which have long horizons of investment (like insurance companies). Banks also appear as the main buyers of government bonds. Their motives for investing can be desire for making exposure of placement towards the government and keeping bonds for performing the function of dealer during maturity of bond. Bonds issue can be particularly interesting for small bank which do not have sufficiently strong negotiating power for the possibility of direct conclusion of credit arrangement with the state. They aggregate total demand by purchasing bonds in smaller amounts and create exposure and influence the conclusion of the issue.

As a rule, bonds are traded in percent values compared to nominal value. During the primary issue, bonds were sold with the premium and if the value is smaller, they are sold at a discount. For calculating return which the investor makes during the investment in bonds, the following indicators can be used:

current yield and yield to maturity.

- Current yield is the ratio of coupon and current bond price. If the bond is traded with premium, current return is smaller than the interest rate of coupon and vice versa.
- Yield to maturity is interest rate of return of expected cash flows of the bond. Yield to maturity is discounted rate which results in current value of bond by discounting future cash flows. This rate represents annual yield which will be made by the investor if it purchase bond at current price and holds it till maturity.

Taking into account that the features of the bond represent financial instrument with clearly defined cash flows, methods of determining net present values (NPV) and internal rate of return (IRR) are used for calculating the value.

**Example 1:** Issuer X has issued a bond with 5-year maturity and it pays annual interest of 4%. Current value of bond should be calculated if the data exists that the discounted rate is 6%.

This task will be resolved by discounting all future cash flows to current value and sum them up. This bond has 5 cash flows. The bond pays value of 4 for the first four years based on interest and at the end of the fifth year, in addition to the interest payment of 4 it pays also the principal amount of 100. Thus, total value for the payment at the end of the fifth year is 104. These values are discounted with the rate of 6%, i.e. the present value of the bond is calculated as follows:

$$\frac{4}{(1.06)^1} + \frac{4}{(1.06)^2} + \frac{4}{(1.06)^3} + \frac{4}{(1.06)^4} + \frac{104}{(1.06)^5}$$

Based on the formula above, present value of the bond is 91.575%. Therefore, it can be said that this bond is traded at discounted value. If the discounted value were lower than the interest amount, the value of bond obtained would be higher than 100%. In this case the bond would be sold with the premium. Different values of discounted rate result from the change in macroeconomic environment during the life – maturity of the bond. If the macroeconomic environment improves, interest rate will decline and thus the discounted rate. The value of the bond in this case will grow and its effective yield will decline. Conversely, if macroeconomic instability occurs, interest rate will grow and the investors will determine higher discounted rates that will result in the decline in the value of bonds.

Yield to maturity is calculated the same as with determining interest rate of return. When the said return is calculated, the following assumptions should be met: the investor has the intention to hold the bond until maturity, the issuer will made all planned payments of coupon and principal; the investor will be able to reinvest the funds obtained under the same rate. When calculating yield to maturity, the following data are needed: current price of bond, amounts and schedule of coupon.

**Example 2:** Present value of bonds of the issuer X is 105% in the stock exchange. Maturity of the bond is 4 years and it bears a coupon at interest rate of 5%. Yield to maturity should be calculated.

pretpostavke: investitor ima namjeru da drži obveznicu do dospijea, emitent će izvršiti sve planirane isplate kupona i glavnice, investitor će moći da reinvestira dobijena sredstva pod istoj stopi. Kod izračunavanja prinosa do dospijea potrebni su nam sljedeći podaci: trenutna cijena obveznice, iznosi i raspored kupona.

**Primjer 2:** Trenutna cijena obveznica emitenta X na berzi je 105%. Dospijee navedene obveznice je četiri godine i ona nosi kupon po kamatnoj stopi od 5%. Potrebno je da se izračuna prinos do dospijea.

Prinos do dospijea izračunavamo po sledećoj formuli:

i iznosi 3,634%. Kako se obveznica

$$105 = \frac{5}{(1+r)^1} + \frac{5}{(1+r)^2} + \frac{5}{(1+r)^3} + \frac{105}{(1+r)^4}$$

trenutno prodaje uz premiju, prinos do dospijea je manji od iznosa kamate koju nosi kupon.

Važno je napomenuti da na osnovu izloženog možemo zaključiti da je vrijednost obveznice obrnuto srazmjerna prinosu koji se ostvaruje. Odnosno sa rastom cijene obveznice dolazi do pada prinosa do dospijea i obrnuto sa padom

cijene obveznice dolazi do rasta prinosa do dospijea.

Za izračunavanje vrijednosti obveznica i određivanje prinosa prilikom zaključivanja transakcija na sekundarnom tržištu od važnosti je definisanje pojmova pripadajuće kamate, čiste i pune (prljave) cijene. Naime, sa zaključivanjem transakcija na sekundarnom tržištu kupac obveznica plaća prodavcu i dio koji se odnosi na pripadajuću kamatu, odnosno kamatu zarađenu u periodu „držanja“ obveznice (od poslednje isplate kupona do dana saldiranja transakcije). Na taj način prodavcu je omogućeno da ukoliko ima potreba za likvidnošću može obveznice da proda a da dobije kamatu za period držanja. Takođe, kroz razvoj sekundarnog tržišta obveznica omogućeno je da investitor ostvaruje izloženost prema državi u kratkom roku. Na toj osnovi čista cijena predstavlja cijenu same transakcije, dok puna cijena je cijena transakcije uvećana za iznos pripadajuće kamate po obveznici.

Za izračunavanje vrijednosti obveznica i određivanje prinosa do dospijea kao koristan alat može poslužiti Microsoft Excel program. U tom slučaju se prilikom izračunavanja

prinosa do dospijea koristi XIRR formula. Navedena formula izračunava godišnju stopu prinosa očekivanih novčanih tokova obveznice za jasno definisane datume isplate kupona.

Primjer 3: Obveznica X se emitovala 15.11.2016. godine. Obveznica ima sljedeće elemente: rok dospijea 4 godine, odnosno 16.11.2020. godine. Obveznica je kuponska, nominalna vrijednost jedne obveznice je 10.000,00€, a iznos kupona je 4%. Dana 29.11.2016. došlo je do zaključenja transakcije u iznosu od 4 obveznice na sekundarnom tržištu po cijeni od 100,40%. Kupac navedenih obveznica pored plaćanja cijene plaća prodavcu i pripadajuću kamatu za period od 14 dana, odnosno iznos od 61,37 €. Ukupno odliv novčani tok se sastoji od iznosa cijene koji je kupac platio za četiri obveznice i iznosa pripadajuće kamate. Prilivi po osnovu novčanih tokova se sastoje od dobijanja kupona i na kraju četvrte godine kupona i glavnice. Važno je upisati datume novčanih tokova putem funkcije „date“, pa ih obilježiti sa iznosima novčanih tokova i putem funkcije XIRR dobićemo vrijednost prinosa do dospijea.

Količina	Nominala po obv	Vrijednost	Kamata	Iznos kamate po obv	Ukupno kamata	Dnevna kamata po obv	Uk. Dn. K.
4	10 000,00	40 000,00	4,00%	400,00	1 600,00	1,055990	4,38
Kuponna 29.11							
Saldiranje 01.12							
Broj dana od emisije 14							
Pripadajuća kamata po obveznici			15,3425				
Ukupno pripadajuća kamata			61,37				
Novčani tokovi							
				Iznos novčanog toka			
Datum kupovne			Datum kupovne	12.01.2016	-40.221,37		
Cijena	100,40		Datum kupona	11.15.2017	1.600,00		
Cijena obveznica	100,4000%			11.15.2018	1.600,00		
Vrijednost transakcije	40.160,00			11.15.2019	1.600,00		
				11.15.2020	41.600,00		
				XIRR	0,03889		
					3,6857%		



Yield to maturity is calculated using the following formula:

$$105 = \frac{5}{(1+r)^1} + \frac{5}{(1+r)^2} + \frac{5}{(1+r)^3} + \frac{105}{(1+r)^4}$$

and it amounts to 3.634%. Since the bond is currently sold with premium, yield to maturity is lower than the interest of the coupon.

The conclusion can be drawn from the aforesaid that the value of bond is inversely proportional to the yield it makes. Yield to maturity declines when the bond price increases and vice versa, when bond price declines yield to maturity increases.

The following terms should be defined in order to calculate bond value and determine return when concluding the transactions in the secondary market: interest added, pure and full (dirty) price. To wit, when the transaction is concluded in the secondary market, the buyer of the bond pays to the seller also for the portion referring to the accrued interest, i.e. interest earned in the period of holding a bond from the last payment of coupon until the day transaction is netted). In this way, the seller may sell bonds if it has liquidity problems and obtains

interest for the holding period. In addition, through the development of secondary market, the investor may be exposed to the government in short-term. Therefore, pure price represents the price of the transaction itself, while the full price is the price of transaction increased by the amount of accrued interest.

Microsoft Excel can be used to calculate the value of the bonds and determine yield to maturity. In such a case, XIRR formula is used to calculate yield to maturity. This formula calculates annual rate of return of expected cash flows of the bond for clearly defined payment dates of the coupon.

Example 3: Bond X was issued on 15 November 2016. Bond has the following elements: 4-year maturity, i.e. it matures on 16 November 2020. Bond is coupon, nominal value of one bond is 10.000.00€, and the amount of coupon is 4%. On 29 November 2016, the transaction was concluded in the amount of 4 bonds in the secondary market at a rate of 100.40%. In addition, to the payment of price, the buyer of these bonds pays to the seller interest accrued for period of 14 days, i.e. the

amount of 61.37€. Total cash outflow consists of the amount of price the buyer paid for 4 bonds and amount of interest accrued. Cash inflows consist of obtaining coupon and at the end of the fourth year coupon and principal. Dates of cash flows should be entered by pressing the function “date” and marked them with the amounts of cash flows and function XIRR the value of yield to maturity is obtained.

**BONDS ACCOUNTING**

An important item in the bonds investment by institutional investors and companies is accounting of bonds. Basically we may differ two ways of bonds booking:

- Bonds held to maturity;
- Bonds available for trading;

Bonds the investor has the intention to hold to maturity in its balance sheets from the moment of buying are booked as financial placements and accounted for in the balance sheet at the purchase price. This price may be higher or lower than the nominal value depending whether the bond was purchased with premium or a discount. Since the investor has the intention to hold

## KNJIŽENJE OBVEZNICA

Važna stavka prilikom investiranja obveznica od strane institucionalnih investitora i privrednih subjekata predstavlja računovodstveno knjiženje obveznica. U osnovi možemo razlikovati dva načina knjiženja obveznica:

- Obveznice koje se drže do dospijeca;
- Obveznice koje su raspoložive za trgovanje

Obveznice koje investitor ima namjeru da od momenta kupovine do dospijeca drži u svojim bilansima, u bilansu stanja se evidentiraju kao finansijski plasmani i unose se u bilansne knjige po kupovnoj cijeni. Navedena cijena može biti veća ili manja u odnosu na nominalnu vrijednost u zavisnosti da li se obveznica kupovala uz premiju ili diskont. Kako investitor ima namjeru da navedenu hartiju od vrijednosti drži do dospijeca, iznos premije ili diskonta se tokom roka važenja obveznice amortizuje. Ukoliko je obveznica kupljena po diskontu (plaćena je manja vrijednost od nominalne), obveznica nosi veći prinos od kamate te iznos diskonta uvećava prihod od kamate. Istovremeno dolazi do srazmjernog povećanja vrijednosti obveznice u aktivi, kako bi se na dan dospijeca ona izjednačila sa iznosom nominalne. U slučaju kada je obveznica kupljena uz premiju (plaćena je veća vrijednost od nominalne), obveznica nosi manji prinos od kamate te iznos premije smanjuje prihod od kamate. Istovremeno dolazi do srazmjernog umanjenja vrijednosti obveznice u aktivi, kako bi se na dan dospijeca ona izjednačila sa iznosom nominalne. U toku obračunskog perioda bilježi se potraživanje i prihod na kamatu shodno broju dana

držanja obveznice. Isplatom kupona navedeno potraživanje se zatvara. Promjene vrijednosti obveznice na tržištu nemaju efekte na bilansnim pozicijama.

Obveznice koje su raspoložive za trgovanje predstavljaju finansijske instrumente sa kojima preduzeće ima namjeru da obavlja transakcije u budućem periodu. One se u bilansima vode po „fer“ vrijednosti, vrijednosti sa tržišta. Tokom obračunskog perioda preduzeće mora da posmatra ostvarene vrijednosti na kraju periodu, napravi ispravku vrijednosti u bilansu stanja na trenutnu tržišnu vrijednost a svaka promjena cijene na tržištu istovremeno ostavlja efekte na finansijski rezultat preduzeća. Naime, ukoliko je u posmatranom periodu došlo do rasta cijene obveznica na tržištu, preduzeće će u aktivi povećati vrijednost obveznice na novu tržišnu vrijednost i istovremeno razliku u cijeni između krajnje i početne vrijednosti zabilježiti u okviru bilansa uspjeha.

## BEZ RAZVOJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA NEMA NI EKONOMSKOG RAZVOJA DRŽAVE

Jedna od najvećih zabluda koju možemo čuti je da se prilikom kreditiranja Države ili kupovine državnih obveznica, od strane komercijalnih banaka ograničava kreditni potencijal bankarskog sistema. Zagovornici navedenog mišljenja smatraju da sredstva - novac, koji su banke plasirale u kupovinu obveznica ograničava pristup kreditiranju privredi i stanovništvu, te na taj način stopira privredne tokove i razvoj u jednoj državi.

Treba krenuti od početka i same definicije novca. Novac predstavlja robu, te ako bi gore navedeno

mišljenje posmatrali u pogledu novca kao robe, došli bi do pogrešnog zaključka koji bi glasio: ograničite potrošnju robe za određenu kategoriju, kako bi ostale kategorije mogli da je koriste. Kad bi navedeno predstavili kroz prizmu ostalih roba to bi izgledalo ovako: Nemojte prodavati automobile državi (primjer Uprava policije kao možda najveći potrošač navedene robe), jer ako prodate automobile državni, privreda ili stanovništvo neće moći da ih kupi. Ili možda drugi primjer: Nemojte prodavati električnu energiju državi, jer ako država troši navedenu robu u velikom iznosu neće je biti dovoljno za privredu i stanovništvo. U današnjem svijetu, ukoliko na nekom tržištu postoji veća tražnja za određenom robom, ili će doći po povećanja proizvodnje (ukoliko se radi o domaćem proizvodu) ili će doći do povećanja uvoza robe (ukoliko se roba proizvodi u inostranstvu).

Isto je i sa novcem. Ukoliko na nekom tržištu (nacionalnoj ekonomiji), postoji veća tražnja za robom - novcem, ili će doći do proizvodnje (štampanja novca) ili do uvoza novca (povlačenja sredstava iz inostranstva). Kako Centralna Banka Crne Gore nema emisiju funkciju, naša Država ne može proizvoditi novac već smo upućeni na „uvoz“ novca, ukoliko dođe do povećanja tražnje.

U osnovi naš ekonomski sistem je formiran na liberalnim osnovama i principima slobodnog tržišta. Na taj način kroz „sprečavanje“ kreditiranja i ulaganja u državne dužničke hartije ni na jedan način ne možete povećati kreditne plasmane privredi i stanovništvu. Kreditne aktivnosti banaka su ugovoreni odnosi te ne možete jednu stranu (banku) primorati na zaključenje ugovorenog



**WITHOUT DEVELOPMENT OF THE FINANCIAL MARKET, THE ECONOMIC DEVELOPMENT IN THE COUNTRY IS IMPOSSIBLE**

One of the largest mistakes that we can hear is that when the Government borrows or commercial banks purchase T-Bills, the lending potential of the banking system is limited. Advocates of this opinion believe that the funds – money which the banks have placed in the purchase of the bonds limits access to lending the corporate and retail sectors, thus preventing economic flows and developments in a country.

One should start from the beginning and the definition of money. Money represents goods, and if the above opinion with regard to the money as goods is observed, the following incorrect conclusion would be drawn: limit the consumption of goods for a specific category so the remaining categories could use it. If this is presented through the prism of other goods it would look like this: Do not sell cars to the state (the example might be Police Administration as maybe the largest consumer of this goods), since as you sell cars to the state, corporate and retail sectors will not be able to buy them. Nowadays, if there is higher demand in some market for specific goods, the production will increase (if it is domestic period) or import of goods will increase (if the goods are produced abroad).

The same happens with the money. If higher demand for goods as money is in some market (national economy) the production will occur (printing of money) or money will be imported (withdrawing funds from abroad). Since the Central Bank of Montenegro does not have issuing function, our Government cannot

to maturity this bond, the amount of premium or discount is depreciated during the maturity of bond. If the bond is purchased at a discount (lower value is paid than the nominal value), the bond bears higher return from interest and the amount of discount increases the interest income. Simultaneously, the value of bond is proportionately increased on the asset side so that it is equalised with the amount of nominal value at the maturity date. If the bond is purchased with premium (higher value than nominal value is paid), bond bears lower return from income and the amount of premium decreases interest income. Simultaneously, the bond value proportionately is decreased on the asset side so that it is equalised at maturity with the amount of nominal value. During the accounting period, receivable and interest income is accounted pursuant to the number of days of bond holding. The receivable is

settled by payment of the coupon. Changes in the value of the bond in the market do not have the effects on the balance sheet positions. Bonds available for trading are financial instruments which the company has the intention to perform transactions in the future period. They are accounted for at fair value in the balance sheets, at the value from the market. During the accounting period, a company must observe values accomplished at the end of the period, make value adjustments in the balance sheet to the present market value. Every change in the price in the market leaves simultaneously effects on the financial result of the company. Namely, if the bond price has increased in the observed period, a company will increase in the assets side the value of the bond to the new market value and book the difference in price between the final and initial value within the income statement.

odnosa ukoliko ona ne vjeruje da će se on ispoštovati.

Empirijski podaci sa tržišta nam takođe govore u prilog navedenoj konstataciji. U slučajevima kada se Država opredijelila za emisiju eurobondova ona je kroz Prospekt stavljala ograničenja da se pri primarnoj emisiji subjekti iz Crne Gore ne mogu javiti na stani kupca. U tom pogledu težilo se sprečavanju plasiranja - ulaganja domaćih subjekata, a u cilju „očuvanja“ kreditnog potencijala za crnogorsko stanovništvo i privredu. Navedene odredbe Prospekta važe prilikom primarne prodaje dok na sekundarnom međunarodnom tržištu Država nema mehanizme ograničavanja kupovine. Na toj osnovi imali smo situaciju da su se komercijalne banke iz Crne Gore u navedenom periodu javljale kao kupci na sekundarnom tržištu eurobondova. Time su napravile svoju izloženost prema Državi te sami mehanizmi zaštite koji su postavljeni unutar Prospekta nisu imali efekta.

Nažalost, moram konstatovati da Država prilikom realizacije kupovnih naloga crnogorskih privrednih subjekata i stanovništva na sekundarnom tržištu eurobonda samo ima negativne tokove. Naime, kod sekundarne trgovine prodavac je postojeći vlasnik eurobonda pa prodajom on dobija sredstva koja je uložio u naše državne hartije od vrijednosti. Kupac bilo da je banka, privredni subjekt ili stanovništvo prilikom ulaganja u državne dužničke hartije od vrijednosti vjeruje u Državu i ocjenjuje da će ona biti „sposobna“ da u narednom periodu plaća kamatu definisanu Prospektom i vrati iznos duga - glavnice. Sa stanovišta kupca nakon donošenja investicione odluke ide

proces realizacije, te bitan segment predstavlja cijena, odnosno prinos koji želi da ostvari, te rok u kojem želi da Državi „pozajmi“ sredstva. Samo mjesto realizacije (tržište) i ko je prodavac nije relevantan podatak za kupca.

Ukoliko se transakcija realizuje na primarnom tržištu, prodavac je država, pa novac dobijen od prodaje ide direktno državi. Time dolazi do uspješnog prikupljanja nedostajućih sredstava neophodnih za nesmetano funkcionisanje budžeta.

Ukoliko se transakcija realizuje na sekundarnom tržištu, kao prodavač se javlja postojeći vlasnik, pa novac od prodaje ide njemu i država nema apsolutno nikakvog efekta od realizacije navedene transakcije. Kupac je zadovoljio svoju investicionu odluku a novčani tok je ostao bez efekta po državnu kasu. Nažalost nemamo zvaničnih podataka, ali može se procijeniti da su na realizacije transakcija na sekundarnom eurobond tržištu kupci iz Crne Gore u proteke tri do četiri godine potrošili skoro 200 miliona eura. Možemo zaključiti da bi navedeni iznos mogao predstavljati dobar osnov za finansiranje državnog budžeta.

Treba napomenuti da eurobond predstavlja vanberzanski instrument, te se ne trguje na organizovanom tržištu već putem razgranate mreže dilera i brokera. Njih možemo posmatrati kao dobavljače u klasičnim trgovinskim razmjenama. Naime njihov zadatak je da kupe robu - državnu crnogorsku obveznicu od vlasnika i da je uz određenu maržu prodaju kupcima bez preuzimanja bilo kakvog rizika. Uvijek su tu spremni da ponude cijenu / prinos za kupovinu ili prodaju navedenog instrumenta. Nakon što se transakcija

i elementi transakcije (količina, cijena - prinos) dogovore putem elektronske komunikacije, ista se „proknjižava“ nakon dva dana u Euroclear kompaniji. Ona je dužna da vodi podatke o vlasništvu i da na osnovu ugovorenih transakcija izvrši promjene na vlasništvu. Prilikom zaključenja transakcije na sekundarnom tržištu klijenti iz Crne Gore se obračaju lokalnoj kastodi banci koja mrežom svojih poslovnih partnera se dalje obraća globalnim bankama koje u svojstvu dilera nude cijenu. Kako je u navedenom lancu prisutno dva do tri posrednika, svi vodeći se logikom dobavljača maržiraju cijenu te ona krajnjem kupcu u Crnoj Gori bude veća za iznos navedenih marži. Na taj način imamo situaciju da lokalni subjekti koji žele da ulažu u državne obveznice moraju da se obračaju globalnim bankama koji na svaku transakciju ostvaruju određenu maržu a pri tome se svaka transakcija „proknjižava“ u Belgiji. Ako bi se vratili paraleli sa domaćom proizvodnjom, slična situacija bi bila da recimo kupci crnogorskog vina Vranac, ukoliko žele da ga konzumiraju mogu da ga kupe „on line“ na eBay platformi od strane dobavljača, velikog italijanskog lanca distributera vina iz Italije.

Pored navedenog važno je istaći i da je unutrašnji dug lakše kontrolisati u odnosu na spoljašnji dug. Emisije obveznica na lokalnom tržištu mogu ostaviti i mnoge druge multiplikativne efekte od kojih koristi imaju sve institucije prisutne na tržištu. Bez razvoja finansijskog tržišta nema ni ekonomskog razvoja države, a kreiranje finansijskih instrumenata i širenje ponude na tržištu dovodi do razvoja tržišta kapitala.

produce money, but it has to import it if demand increases.

Basically, our economic system was established on liberal basis and principles of free market. Therefore, through preventing of lending and investing in sovereign debt securities lending to corporate and retail sectors cannot be increased in any way. Lending activities of banks are agreed arrangements - one side (bank) cannot be forced to enter into agreement if it does not believe that it can honour it.

Empiric data from the market go along with the above mentioned statement. In cases when the government opted for the issue of Eurobonds, it put limits through the prospectus that entities from Montenegro cannot appear as buyers in the primary issue. Therefore, domestic entities were prevented to place – invest in order to keep lending potential for households and the economy. The provisions of hate prospectus are valid during the primary sale, while in the secondary international market, the government has no mechanisms to limit the trade. We had a situation that the commercial banks from Montenegro were buyers in the secondary market of Eurobonds. They made exposure to the Government, and the mechanisms of protection placed under the Prospectus did not have any effect.

Unfortunately I have to make a statement that when realising purchase orders from Montenegrin companies and households in the secondary market of Eurobonds the Government has only negative flows. To wit, in the secondary trade, the seller is current owner of Eurobond, and through the sale, it obtain funds invested on our government securities. A buyer, whether a bank, company or household, when investing in government Eurobonds, believes in the

Government and assesses that it is capable to pay interest in the following period defined in the Prospectus and return the amount of debt – principal. With regard to the buyer, after passing investment decision, the process of realisation begins and important part is the price, i.e. return to be made, deadline in which the Government wants to borrow funds. The place of realisation (market) and the seller are not relevant data for the buyer.

If the transaction is realised in the primary market, the seller is the state and the money obtained from the sale goes directly to the state. This results in a successful gathering of missing funds needed for undisturbed functioning of the budget.

If the transaction is realised in the secondary market, the existing owner appears as a seller and the money goes to him and the government has absolutely no effects from the realisation of the transaction. The buyer satisfied its investment decision and cash flow remained without effect for the state budget. Unfortunately, we do not have official data, but it can be estimated that buyers from Montenegro spent almost 200 million euros on the realisation of the transactions in the secondary Eurobond market. It can be concluded that this amount might represent a good basis for financing the state budget.

It is worth mentioning that Eurobond is over-the-counter instrument as it is not traded in an organised market but through a widespread network of dealers and brokers. They can be observed as suppliers in classical trade exchanges. Their task is to buy goods – government Montenegrin bonds from owners and sell it with certain margin to buyers without taking any risk. They are always ready to offer price / return for the

purchase or sale of this instrument. After the transaction and element of transactions (quantity, price – return) are agreed through electronic communication, the transaction is accounted for two days in Euroclear Company. It is obliged to keep data on ownership and based on the agreed transactions makes changes in the ownership. When entering into transaction in the secondary market, clients from Montenegro address the local custody bank, which further addresses global banks through the network of its business partners as a dealer offers a price. Since in this chain two or three intermediaries are present, all of them put margin on the price and it becomes higher for the final buyer in Montenegro by the amount of these margins. This creates a situation that local entities that want to invest in government bonds must address global banks which realise certain margin on each transaction and therefore each transaction is booked in Belgium. If we go back to the comparison with the domestic production, similar situation would be, for example, that buyers of Montenegrin wine “Vranac”, if they want to try it, they may purchase it online on eBay from supplier, a large Italian chain of wine distributors from Italy.

In addition, it is worth mentioning that internal debt is much easier to control compared to the external debt. Bond issued in the local market can leave many other multiplicative effects from which all institutions in the market will benefit. Without development of the financial market, the economic development in the country is impossible, and creating financial instruments and spreading offer in the market leads to the development of capital market.



mr Bratislav Pejaković  
Generalni sekretar  
Udruženja banaka Crne Gore

Faktoring usluga posebno je bitna u rješavanju pitanja likvidnosti firme koja može imati takve probleme iako ima kvalitetan proizvod, a time istovremeno ublažava nelikvidnosti na nivou privrednog sistema. Doprinosi se rastu proizvodnje, a time i kapaciteta, gdje imamo lakše poslovanje, omogućavanje veće konkurentnosti, a time i mogućnost izvoza. Faktoring kao usluga kvalitetna je za velike firme, ali posebno za mala i srednja preduzeća koja mogu imati otežan pristup bankarskim kreditima uslijed pokazatelja poslovanja koji su otežavajući u evaluaciji boniteta u totalu.

Faktoring predstavlja jednu od mogućnosti finansiranja preduzeća, a bazira se na otkupu (prepuštanju) nenaplaćenih potraživanja. Ova potraživanja se zasnivaju na isporučenoj robi koja je primljena od strane kupca u skladu sa ugovorom, kako po kvalitetu i kvantitetu tako i u skladu sa predviđenim rokom. Faktoring je za banke i druge finansijske organizacije interesantan sa dva aspekta: omogućava rad sa klijentima, sa kojima u principu ne bi radili, a zasniva se na bazi preuzimanja rizika određenog klijenta čiji bonitet nije

# KVALITET PLUS

Jedan od projekata koji banci daje kvalitet plus u ponudi usluga jeste razvoj faktoring usluge, kako izvozno orijentisanim preduzećima tako i onima koja posluju isključivo na crnogorskom tržištu. Banka, kao finansijska institucija sa karakteristikama poslovanja koje omogućava širok uvid u stanje boniteta klijenata, kroz uslugu faktoringa može da koristi ovu institucionalnu prednost. Smatram da je ovaj segment usluge nedovoljno iskorišten u Crnoj Gori, iako je prisutan kao ponuda, kako preko određenih banaka, tako i preko IRF-a. Ovdje se ne govori o faktoringu kao otkupu loših potraživanja, jer taj segment je izveden i daleko od osnovne funkcije razvoja faktoring usluge. Šansa je i u animiranju firmi koje ne rade preko konkretne banke i da uz ovakvu uslugu otpočnu saradnju sa njom uz benefite konkretne usluge

na odgovarajućem kvalitativnom nivou, odnosno gdje je glavna stavka bonitet kupca. Sa druge strane može se ostvariti saradnja sa klijentima (glavni dužnik po potraživanju) koji inače ne bi bili spremni raditi sa određenom (posebno malom) bankom; omogućava veću fleksibilnost na relaciji banka - klijent, uz akcentiranje situacije kada se dolazi do problema prekoračenja limita.

Treba stalno naglašavati da faktoring predstavlja kvalitetno rješenje za prevazilaženje problema likvidnosti preduzeća. Faktoring predstavlja finansiranje na bazi potraživanja za prodatu i isporučenu robu, tj. otkup potraživanja za prodatu i isporučenu robu na kreditnoj osnovi.

Dugovanja koja su predmet faktoringa mogu da se pokrivaju polisom kreditnog osiguranja od neplaćanja kupca, a banke mogu,

uz dobru evaluaciju boniteta kupca, da samostalno snose rizik.

Prednost ovog programa jeste da se njegovom primjenom ne podrazumjeva uzimanje imovine u cilju obezbjeđenja potraživanja. Bitan je kvalitet samog potraživanja po osnovu fakture, tako da je preduzeće u mogućnosti da obezbijedi obrtni kapital bez dodatnih napora oko obezbjeđenja kolaterala. Neke druge prednosti su: preduzeće može ponuditi konkurentnije uslove plaćanja kupcima; vrši pretvaranje potraživanja u gotovinu i time unaprjeđuje svoj gotovinski tok; proširuje tržište nudeći povoljnije uslove plaćanja.

Cijena za faktoring obuhvata proviziju i diskont. Provizija je administrativni trošak koji se obračunava u procentu od iznosa otkupljenih potraživanja, dok se diskont obračunava na iznos otkupljenog

Bratislav Pejaković, MSc  
Secretary General of  
Association of Montenegrin  
Banks

# QUALITY PLUS

Factoring is important for resolving liquidity problems of a particular company that has good product, and also for mitigating illiquidity of economic system. It contributes to the growth in production and capacities which results in facilitation in operations, enabling higher competitiveness and possibility of exports. Factoring is qualitative service for big companies and for small and medium companies in particular as they may have difficult access to banking loans due to operating indicators which are difficult in evaluating creditworthiness.

Factoring is one of the possibilities of financing a company and it is based on repurchase of outstanding receivables. These receivables are based on delivered goods that is received by the buyer in accordance with the contract with regard to the quality, quantity and deadline. Factoring is interesting for banks and other financial organisations from two aspects: it enables the work with clients, with which basically they did not work and it is based on risk assumption from certain client whose credit capacity does not correspond to the qualitative level which main item is credit capacity of the buyer. On the other hand, the cooperation with clients may

One of the projects which gives the bank advantage in the offer of services is the development of factoring services to both export-oriented companies and local companies operating exclusively in Montenegrin market. Bank, as the financial institution having operations that enable it a wide insight in the creditworthiness of customers, can use this through factoring service as institutional advantage. I believe that this service has not been sufficiently used in Montenegro, although as an offer was present in certain banks and in Investment and Development Fund. This paper does not discuss factoring as a service for repurchasing non-performing loans, since this part is derived and is far away from main function of development of factoring service. The chance lies also in encouraging companies that do not perform their activities with specific bank to start cooperation with the banks by using this service and make benefits of specific service

be accomplished (main debtor), who otherwise would not be ready to work with specific (particularly small) bank; it enables higher flexibility in the relationship bank – client, highlighting the situation when the limits are exceeded.

Factoring is qualitative solution for resolving liquidity problems in a company. It is financing based on receivables for sold and delivered goods, i.e. repurchase of receivables for sold and delivered goods on credit basis.

Debts subject to factoring may be covered by credit insurance policy from client, and banks may take risk if credit capacity of the client is well-assessed.

The advantage of this programme is that it does not imply taking over of property in order to secure the claim. The quality of the receivable is important based on invoice, so that the company is able to provide working capital without

additional efforts made to provide the collateral. Some other advantages are: a company may offer more specific conditions for payment to clients; debt is converted into cash, thus improving cash flow; market is expanded, offering more favourable repayment conditions.

The price for factoring covers fee and discount. Fee is an administrative expense calculated as a percentage of the amount of repurchased receivables, while discount is calculated for the amount of repurchased receivable applying interest rate usually in the amount of LIBOR + fixed portion from the moment of the use of funds until executed collection from the buyer. The interest is adjusted to the market developments, business policy of the bank and credit standing of the client.

The practice is that companies finance up to 80% of the invoice value at the time

potraživanja primjenjujući kamatnu stopu obično u visini LIBOR-a + fiksni dio, od momenta korišćenja sredstava do izvršene naplate od kupca. Kamata se prilagođava kretanju na tržištu, poslovnoj politici banke i bonitetu kupca.

Praksa je da se preduzeća finansiraju do 80% od vrijednosti fakture u trenutku podnošenja dokumenata o izvršenoj isporuci (kod izvoza JCI, izjava kupca da je roba u skladu sa ugovorenim, fakture i ugovor o signaciji), a ostalih 20% prilikom naplate potraživanja od kupca.

Potraživanje se prenosi na banku cesijom, tj. ugovorom kojim cedent (ovdje preduzeće) prenosi svoju tražbinu od dužnika (kupca) – cesusa na novog cesionara (na banku).

### ISTORIJA FAKTORINGA

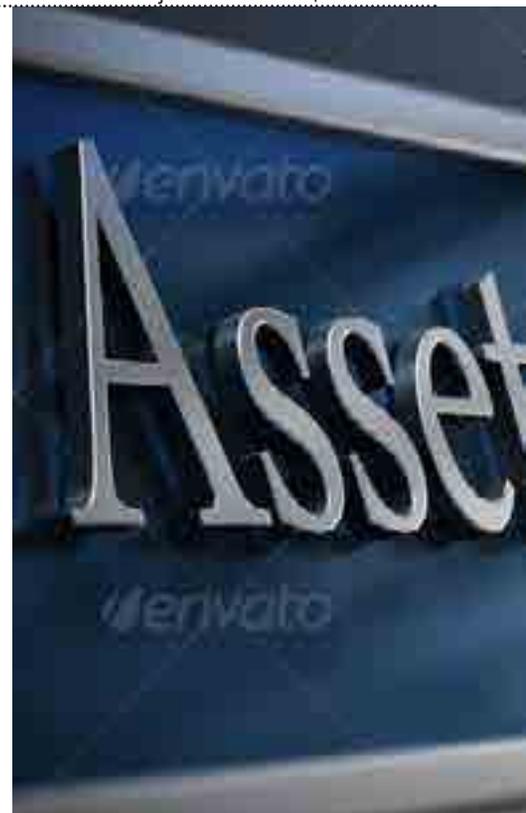
Factoring je jedan od najstarijih oblika finansiranja trgovine. Neki istraživači njegovo porijeklo dovode u vezu sa Rimskom imperijom, a ima mišljenja da se ova usluga javila još za vrijeme Hamurabija, četiri hiljade godina ranije. Izraz faktor potiče od latinskog glagola *facio*, koji znači – onaj koji čini. Imamo i druga tumačenja gdje korijen riječi factoring potiče od engleske riječi *factor* koja se može tumačiti kao: agent, komisionar, posrednik. Smatra se da je ugovor o faktoringu razvijen tokom 14. vijeka, gdje se razvio jačanjem industrije vune. Glavni posao faktora bio je da bude agent u prodaji ili komisioni trgovac za tekstilna vlakna. Nakon toga se raširio i na ostale grane djelatnosti i imao sve veću primjenu. Nastavak priče ide u 19. vijek i trgovinu između Engleske i Amerike. Engleski izvoznici su u tom periodu počeli da prodaju robu preko agenata na bazi komisionog posla. Vremenom su ovi agenti počeli da se bave ispitivanjem kreditne sposobnosti kupaca i obavljanjem niza

administrativnih poslova za račun svoga engleskog klijenta, između ostalog i naplatom potraživanja od kupaca u ime i za račun svog komitenta. Na ovaj način su ti agenti postali faktoringi, odnosno specijalizovane organizacije za faktoring poslove koje su kasnije prihvatile i banke. U evropskim zemljama factoring se počeo jače razvijati šezdesetih godina 20. vijeka, pri čemu je godišnji rast factoring poslova rastao u opsegu od 15-20%. Danas u razvijenim zemljama postoje veoma razvijene mreže factoring firmi koje se često povezuju u multinacionalne kompanije za faktoring uključujući u sebe banke, osiguravajuća društva i druge finansijske organizacije.

### PRAVNI ASPEKT FAKTORING USLUGE

Za ugovore o faktoringu je karakteristično odsustvo normi u nacionalnim pravima. Na ugovor kao tvorevinu autonomnog trgovinskog prava primjenjuju se opšti uslovi poslovanja, tipski i formularni ugovori factoring kompanije kao i dispozitivni propisi ugovornog prava, te sudska i arbitražna praksa. Potrebama i zahtjevu za jednim minimumom uniformnih pravila udovoljeno je donošenjem Konvencije Unidroit o međunarodnom faktoringu u Otavi 1998. god.

Factoring kao usluga je zaživjela na Balkanu, međutim, zakonska regulativa se oslanja generalno na zakone koji regulišu devizno poslovanje, Uredbu o bližim uslovima i načinu prenosa potraživanja nastalim po spoljnotrgovinskim poslovima rezidenata, Uredbe o bližim uslovima i načinu naplate, odnosno plaćanjima po tekućim i kapitalnim poslovima itd. Osim Rumunije gdje je zaživio factoring posao i Albanije koja je usvojila zakon o faktoring poslovanju, do prije pet godina nismo imali primjera da su usvojeni zakoni o faktoringu u svim zemljama gdje se ova



usluga i praktikuje.

Primjer iz regiona koji sa pravnog aspekta može biti osnov pravca razmišljanja jeste Srbija. U Srbiji su se tokom 2003. god. pojavile prve factoring firme. Firma koja je ove poslove obavljala kako u Srbiji tako i na teritoriji Crne Gore bila je SMECA (Serbia and Montenegro Export Credit Agency). Pored nesumnjivih prednosti i potrebi privrede, ovaj vid finansiranja trebao je vrijeme da bi se nametnuo kao alternativa postojećim finansijskim mehanizmima. Razlog leži u nepoznavanju prirode ovog instrumenta, kao i u zakonskoj regulativi koja nije stvorila ambijent za njegovu primjenu. Danas u Srbiji ima više factoring kuća, gdje se po kapitalu izdvaja AOFI (Agencija za osiguranje i finansiranje izvoza) sa kapitalom od oko 60 miliona eura, a kvalitet usluge unapređuje se kroz konkurenciju Marfin Faktora, osnivača iz Grčke i banaka kao što su Raiffeisen bank i Agrobanka, koje su pokrenule ovaj vid usluge kao dopunu bankarskoj usluzi, jer je prepoznat potencijal i tržišna niša. Pravni



is believed that the factoring contract was developed during 14th century together with the strengthening of the wool industry. The main activity of a factor was to be sales agent or commission trader for textile fabrics. It expanded to other industries after that and it had higher application. The story goes further in 19th century and trade between

legislation. General operating conditions, standard contracts, formulary contracts of factoring company are applied to the contract as the creation of commercial law, as well as dispositive rules of contract law, judicial and arbitration practices. The *Undiroit Convention on International Factoring*, which was passed in Ottawa in 1998 satisfied needs and requirements for a minimum of uniform rules.

Factoring as a service was launched in the Balkans. However, the legislation is based on the general laws governing the foreign exchange operations, the Decree on terms and conditions and the manner of transfer of receivables based on foreign trade activities of residents, the Decree on detailed conditions and manner of payment, or payments on current and capital transactions and so on. Except in Romania, where factoring came to life and in Albania which adopted factoring law, we did not have any examples five years ago of laws adopted in the countries where factoring is being practiced.

The example of Serbia can be an example from the region with regard to the legal aspect of this issue. The first factoring companies emerged in Serbia in 2003. The company, which performed activities both in Serbia and in Montenegro was SMECA (Serbia and Montenegro Export Credit Agency). In addition to undoubted advantages and needs of the economy, this type of financing needed time to be imposed as an alternative to the existing financial mechanisms. The reason lies in the ignorance of the nature of the instrument, as well as in the legislation that has not created an atmosphere for its implementation. Nowadays, there are many factoring companies in Serbia. According to amount of capital, the following factoring companies stand out: AOFI (Agency for Export Insurance and

of filing of documents on the completed delivery (for export JCI statement of the buyer that the goods in accordance with the contract, invoices and assignment agreement), and the remaining 20% in collection of receivables from a customer.

The receivables are transferred to the bank through cession (assignment of rights), i.e. a contract that assignor (company) transfers its claim on the debtor (customer) – cesus to the new assignee (the bank).

**HISTORY OF FACTORING**

Factoring is one of the oldest forms of trade financing. Some researchers connect its origin with Roman Empire, while others believe that this service originated in period of Hammurabi, four thousand years ago. The expression factor originates from a Latin verb *facio*, which means – the one who acts. There are also other interpretations believing that the root of the work factoring originates from the English word *factor* which may be interpreted as agent, commission, intermediary. It

England and Amerika. English exporters started selling their goods through agents based on agency deal. Over time, these agents started dealing with assessing credit capacity of buyers and performing a series of administrative operations for English clients collecting, inter alia, receivables from buyers for the account and on behalf of its client. The agents became factoring, i.e. specialised organisations for factoring which was later accepted by banks. As for the European countries, factoring was developed in 1960s, whereby annual growth of factoring ranged between 15-20%. Nowadays, there are developed networks of factoring companies in developed countries which are often connected into multinational companies for factoring including banks, insurance companies and other financial organisations.

**LEGAL ASPECTS OF FACTORING SERVICE**

Factoring agreements are characterised by absence of rules in national

okvir kojim se reguliše poslovanje faktoring firmi u Srbiji je sljedeći: Zakon o obligacionim odnosima; Zakon o deviznom poslovanju i dvije Uredbe - Uredba o bližim uslovima i načinu naplate, odnosno plaćanja i drugom nerezidentu po tekućem i kapitalnom poslu i Uredba o bližim uslovima i načinu prenosa potraživanja i dugovanja nastalih po spoljnotrgovinskim poslovima rezidenata; Nacrt Zakona o faktoringu je čekao skupštinsku proceduru, a onda i usvojen 2013. god.

Potpunija definicija označava faktoring kao ugovor kojim se preduzeće povjerilac (cedent) obavezuje da ustupi drugom preduzeću (faktor) sva potraživanja, postojeća i buduća iz svog poslovanja, a faktor prihvata potraživanja sa preuzimanjem rizika za insolventnost dužnika (*pro soluto*) ili samo za naplatu (*pro solvendo*). Ustupanje se vrši po nominalnoj vrijednosti potraživanja umanjeno za proviziju faktorom za aktivnosti (vođenje računa, naplatu itd.) i preuzeti rizik. Faktor preuzima rizik samo za poslove od kada je potpisan ugovor o faktoring usluzi i to za preduzeća gdje se utvrdio pozitivan bonitet kupaca.

Sa svojim osobinama ugovor se javlja kao neimenovan i mješovit (sa elementima ugovora o cesiji, o kreditu i o garanciji). Ugovor je formalan, dvostrano obavezan i teretan, trajan i pravnički rečeno *intuitu personae*. Klijent mora istinito da prikaže svoje poslovanje i informacije o konkretnom poslu, odnosno raspoložive informacije o klijentima. Ukoliko je namjerno zatajio te informacije, naravno da odgovara za takav svoj postupak. Ukoliko je izvoznik obavio svoje obaveze u skladu sa ugovorom, a potpisan je ugovor bez regresa,

onda rizik neplaćanja otkupljenog potraživanja pada na faktora, mada i ovdje dio neisplaćenog avansa može da bude rezerva opreznosti za faktoring firmu i korisnika usluge.

Usluge faktoring firmi naročito koriste mala i srednja preduzeća, ali servisiraju se i velika preduzeća. Ugovorom o faktoringu može se ugovoriti da faktoring firma: prihvata cesiju potraživanja svog komitenta na faktoring firmu, pri čemu faktoring firma isplaćuje cedirana potraživanja komitentu uz diskont; prihvata naplatu potraživanja komitenta u svoje ime i za njegov račun uz odobrenje kredita komitent; prihvata ispitivanje kreditnog boniteta kupaca komitenta; prihvata marketing istraživanja za račun komitenta i može da prihvati vođenje knjigovodstva komitenta.

Naravno, ugovorom se mogu ugovoriti i samo neki od pomenutih poslova. Ugovori su u principu dugoročni (do 10 godina), pri čemu faktoring organizacija, u principu, ne prihvata male ugovore (teritorijalno smo mali pa se ovaj iskaz mora fleksibilnije tumačiti) jer joj samo veliki ugovori omogućavaju da njene naknade za učinjene usluge budu relativno niske i time konkurentne (kurentne) u odnosu na druge faktoring firme.

Factoring, kao finansijski instrument, preporučuje se na područjima bivše Jugoslavije i uopšte regiona Balkana. Ova preporuka ima uporište u nivou tzv. country rizika, koji na međunarodnom nivou ima svoju klasifikaciju u skladu sa dogovorom tzv. Bernske unije, dok na lokalnom

nivou domaće banke, odnosno agencije za osiguranje rizika, bolje razumiju i procjenjuju nivo mogućih problema sa određenom firmom, što važi kada govorimo o izvoznom faktoringu.

## ODNOS FAKTORA I KLIJENTA

Učesnici u faktoring poslu su ugovorne strane: a) faktor; b) isporučilac-klijent; i c) dužnik. Faktor je banka, ili druga organizacija koja u vršenju djelatnosti kupuje ili preuzima potraživanje klijenta (isporučioca). Isporučilac ili klijent faktora (povjerilac-cedent) koji prenosi na faktora postojeća i buduća potraživanja nastala iz poslovanja (potraživanja iz prodaje robe i vršenja usluga trećem licu - dužniku). Dužnik koji je preuzeo robu, ili koristio usluge stipulisane ugovorom sa faktorovim klijentom, odnosno dužnik je klijentov kupac robe ili usluge, što i predstavlja pretpostavku za nastanak faktoring posla.

Odnosi između faktora i klijenta uređuju se detaljnim faktoring ugovorom<sup>1</sup>, posebno sa uslovima pod kojima faktor preuzima, tj. otkupljuje potraživanje klijenta (prema dužniku - onom koji isporučuje robu odnosno vrši usluge). Da bi obezbijedili recipročnu korist ugovora, prije zaključenja ugovora strane pregovaraju. Faktor naročito ocjenjuje prosječnu finansijsku sposobnost dužnika, uslove isporuka, opštu praksu plaćanja, verifikovane insolventnosti, sektorske rizike i sl. Na bazi ovih elemenata određuje se i provizija faktorom.

Strane ugovaraju transfer

<sup>1</sup> Faktoring kompanije imaju, po pravilu, svoje opšte uslove poslovanja kojima se uređuje, predmet ugovora - koje usluge pruža faktor, vrste i karakter potraživanja - domen primjene ugovora, ekskluzivnost faktoringa, prenos potraživanja, naplata (postupak, vođenje računa i računovodstva, doznačavanje) kreditiranje (uslovi i rokovi) naknada faktorom, trajanje i prestanak ugovora i sl. Potpisom opštih uslova od strane kupca, oni postaju sastavni dio ugovora o faktoringu. Međutim, s obzirom na poseban značaj ugovora i trajnost odnosa koji se zasniva, faktor i klijent u praksi odnose često uređuju drugačije od onog što je predviđeno opštim uslovima.

# Komplikovano?

# Jednostavno.



# Addiko Bank

Gdje je  $2+2=4$



Zapad Banka  
AKCIONARSKO DRUŠTVO - PODGORICA

Financing) with a capital of about 60 million euros, and the quality of service is improved through the competition of Marfin Factor, a founder from Greece and banks such as Raiffeisen Bank and Agrobanka, which launched this type of service as a complement to the banking services, since the potential and market niche was recognised. The legal framework governing the operations of factoring companies in Serbia is following: Law on Contracts and Torts; Law on Foreign Currency Operations and the two Regulations - Regulation on detailed conditions and manner of collection, or payment to some other non-resident under current or capital transaction and Regulation on detailed conditions and manner of transfer of receivables and payables originating from residents' foreign trade activities; Draft Law on Factoring waited parliamentary procedure, and then adopted in 2013.

A more complete definition of factoring means a contract which the company creditor (assignor) undertakes to grant to another company (factor) all receivables, present and future from its business, and factor accepts receivables with risk-taking for the insolvency of the debtor (*pro soluto*) or just collection (*pro solvendo*). Assignment is done at nominal value of receivable, net of commission to a factor for activity (account management, collection, etc.) and assumed risk. The factor assumes the risk for the activities of the contract from the moment of concluding the factoring agreement for the companies with a positive creditworthiness of customers.

With regard to its features, agreement appears as unnamed and mixed (with

elements of the cession agreement, the loan and warranty). The contract is a formal, binding and charging for both parties, permanent and *intuitu personae*. The client must truthfully display their business information on a specific job, and/or available information about clients. If he deliberately withheld this information, he has to answer for his actions. If the exporter has performed its obligations under the contract, and a contract was signed without recourse, the default risk of purchased receivables bears the factor, although the unpaid part of the prepayment may be a caution for factoring company and user of the service.

Services of factoring companies use particularly small and medium enterprises, but are serviced also by large enterprises. The factoring company may agree in the factoring agreement to do the following: accept the assignment of receivables of its customer to a factoring company, while the factoring company pays receivables ceded to the customer at a discount; accept the collection of receivables of the customer in its own name and for his account with the approval of loans to customer; accept the assessment of creditworthiness of the customers' buyers; accept marketing research for the account of the client and can accept the customer's bookkeeping.

Surely, the contract can arrange some of these activities. The contracts are generally long-term (up to 10 years), while factoring organisations, in principle, do not accept small contracts (although our territory is small, this statement must be interpreted more flexibly) as only big contracts allow relatively low fees for services rendered and thus

more competitive (current) than those of other factoring companies.

Factoring, as a financial instrument, is recommended in the territory of former Yugoslavia and the Balkans in general. This recommendation is supported by country risk, which at the international level has its own classification in accordance with the agreement of so called Berne Union, while local domestic banks and/or agencies for risk insurance better understand and assess the level of possible problems with a particular company, which is true when it comes to factoring amount.

### RELATIONSHIP BETWEEN FACTORS AND CLIENTS

The participants in the factoring are Contracting Parties: a) factor; b) the supplier-customer; and c) the debtor. Factor is a bank or other organisation that buys or assumes a claim from the client (the supplier). The supplier or client of the factor (creditor-cedant) transfers to factor the existing and future receivables resulting from operations (receivables from the sale of goods and provision of services to a third party - the debtor). The debtor who has taken over the goods or services used services stipulated in the contract with factor's client, i.e. the debtor is the client's buyer of goods or services, which represents the assumption for the occurrence of factoring business.

The relationship between the factors and the client are governed by detailed factoring agreement or contract<sup>1</sup>, in particular with the conditions under which the factor takes over, purchases the claim of the client (against the debtor - the one that delivers goods or performs services). In order to provide reciprocal benefit of the contract the parties negotiate before the conclusion of the contract. Factor assesses average financial capacity of the debtor, the conditions of delivery,

<sup>1</sup> Factoring companies have a rule, their general terms and conditions governing the subject of the contract-services that provides factor, type and character of receivables-domain implementation of the contract, the exclusivity of factoring, the transfer of receivables, collections (process, account management and accounting, remittance), lending (terms and conditions) compensation factor, duration and termination of contracts and the like. by signing the general conditions of the customer, they become an integral part of factoring agreements. However, given the special importance of the contract and the permanence of relationship based, factor and client relationships in practice often govern differently from what is provided in general terms.

potraživanja (uključujući buduća) putem tzv. globalne cesije, ali mogu predvidjeti da se ugovorom prenesu tačno specificirana potraživanja, odnosno ograničiti cesiju teritorijalno, sektorski itd. Saglasnost dužnika na cesiju se ne traži, međutim, cesija ima dejstvo prema dužniku samo ako je obaviješten. Ovaj prenos prema Konvenciji o međunarodnom faktoringu proizvodi dejstvo u odnosu na faktora bez obzira na bilo koji sporazum između isporučioca i dužnika kojim se zabranjuje prenos (čl.6.1)

Strane u praksi predviđaju klauzulu o ekskluzivnosti gdje se klijent obavezuje da ne zasniva faktoring odnos sa drugim faktorima.

U odnosu na buduća potraživanja, prenos na faktora se vrši prema Konvenciji o međunarodnom faktoringu kada potraživanja nastanu (poseban ugovor o cesiji za svako pojedinačno potraživanje se ne traži – s tim što se ugovorne strane mogu drugačije dogovoriti (čl.5 i 7)<sup>2</sup>. U Konvenciji prihvaćeno rješenje engleskog prava (*equitable assignment*) tako da sva potraživanja, koja nijesu posebno isključena u ugovoru o faktoringu se automatski prenose na faktora u momentu nastanka.

U praksi, transfer potraživanja i odnos faktora i klijenta odvija se opšte uzevši prema pravilima (formalnostima) određenim u ugovoru o faktoringu. Klijent po pravilu podnosi sukcesivno faktoru svu dokumentaciju za pojedinačne ugovore (ugovore zaključene sa dužnikom sa fakturama i ostalom

dokumentacijom npr. o isporukama, osiguranju, carinjenju i sl.) Od klijenta se zahtijeva (u ugovorima o faktoringu) da u fakturama unese klauzule o cesiji, kojim se dužnik poziva da plaćanje izvrši direktno faktoru, a između klijenta i faktora se uspostavlja kontokorentni odnos.

Faktor se pojavljuje kao cesionar postojećih i budućih potraživanja, preuzimajući rizik za neplaćanje u roku, odnosno insolventnosti dužnika. svih ili samo određenih potraživanja, što je esencijalna faza kod prenosa potraživanja. Potraživanja koja je faktor spreman da kupi, bez prava na regres (*on a non-recourse basis*) označavaju se kao odobrena potraživanja (*approved receivables*). To su potraživanja koja nastaju iz transakcija posebno odobrenih od faktora, ili spadaju u okvir limita koji je faktor odobrio za određenog dužnika. Neodobrena potraživanja (*unapproved receivables*) su takođe otkupljena od faktora, ali sa pravom na regres u slučaju nemogućnosti naplate od dužnika.

U opštim uslovima poslovanja predviđaju se slučajevi kada faktor može ograničiti odnosno isključiti svoju odgovornost u slučaju preuzetog rizika (npr. nepostojanje potraživanja, neizvršenje, ili neuredno izvršenje obaveza klijenta itd.)

Konvencija o međunarodnom faktoringu predviđa da prilikom zahtjeva faktora za plaćanje potraživanja iz ugovora o prodaji robe dužnika ima pravo da upotrijebi sva sredstva odbrane koja proizilaze iz tog ugovora (npr. da je zahtjev učinjen

od strane isporučioca). Isto tako, dužnik može istaći i prigovor prebijanja svojih potraživanja prema isporučioцу pod uslovom da su postojali u vrijeme kad mu je dato pismeno obavještenje o izvršenoj cesiji (čl.9) Neizvršenje, ili nepotpuno ili kasno izvršenje ugovora o prodaji robe neće samim tim dati pravo dužniku da od faktora zahtijeva povraćaj plaćenog iznosa, ako dužnik ima pravo da isti iznos traži od isporučioca. (čl.10 stav 1). Prema Konvenciji, dužnik, koji ima pravo da od isporučioca traži iznos plaćen faktoru u odnosu na prenijeto potraživanje, moći će taj iznos da traži od faktora pod uslovom: a) da se faktor nije oslobodio obaveze plaćanja isporučioцу po tom potraživanju, ili b) da je faktor izvršio plaćanje isporučioцу u vrijeme kad je znao da isporučilac nije izvršio ili je nepotpuno ili kasno izvršio isporuku roba koje se odnose na dužnikovo plaćanje (čl.10 stav 2)

Kao zaključak, možemo pojednostavljeno objasniti da firme imaju mogućnost korištenjem usluge faktoringa da preko avansne uplate od strane faktora, od ugovorenog iznosa sredstava sa kupcem, u vrlo kratkom roku, značajno poboljšaju likvidnost. Na taj način se omogućava da firma ranije izmiruje obaveze prema dobavljačima i tako dolazi u poziciju da iskoristi popuste koje dobavljači daju za pravovremena plaćanja. Kao druga pogodnost firme naglašava se da pretvaranjem kratkoročnih potraživanja u likvidna sredstva, faktoring kao način finansiranja ne opterećuje bilans firme. Sve ove prednosti daje faktoring usluga koju može da razvije svaka banka i time proširi lepezu usluga.

<sup>2</sup> U literaturi nalazimo po ovom pitanju dva shvatanja - po jednom postoji samo jedna cesija budućih potraživanja sa automatskim prenosom na faktora u momentu nastanka. Po drugom, prema kom do transfera dolazi ne automatski već sukcesivno u vremenu kako nastaju potraživanja- s obzirom da prema ugovorima o faktoringu faktor uvijek rezerviše pravo da odluči za koje će potraživanje preuzeti rizik, odnosno odredi plafon likvidnosti pojedinog dužnika.

the general practice of payment, verified insolvency, sectoral risks and the like. The factor's fee is determined on the basis of these elements.

The parties agree on the transfer of receivables (including the future receivables) through global cession, but they may prescribe in the contract the transfer of exactly specified receivable or limit the cession for specific territory, sector and the like. The consent of the debtor is not required. However, the assignment has the effect to the debtor only if he is informed. This transfer under the Convention on International Factoring gives effect in relation to the factors regardless of any agreement between the supplier and the debtor prohibiting transfer (Article 6.1).

In practice, contracting parties envisage a clause on exclusivity where the client obliges not to enter into factoring relationship with other factors.

With respect to future receivables, their transfer to the factors is carried out under the Convention on International Factoring when receivables incur (special agreement on assignment for each individual claim is not required - except that the contracting parties may respond differently (Articles 5 and 7)<sup>2</sup>. The Convention accepted the solution of British Law (the institute "equitable assignment") so that all receivables, which are not specifically excluded from the factoring contract are automatically transferred to the factor at the moment of its occurrence.

In practice, transfer of receivables and relationship between the factor and client takes place according to the rules (formalities) specified in the factoring contract. Client, as a rule, submits successively to the factor all the

documentation for individual contracts (the ones concluded with the debtor with invoices and other documentation, e.g. on deliveries, insurance, customs, etc.). The client is required (in factoring contracts) to enter in the invoices clauses on cession, which the borrower is invited to pay directly to the factor, and current account is opened between the client and the factor.

Factor appears as the assignee of receivables present and future, assuming the risk of default, or for the insolvency of the debtor of all or only some receivables, which is an essential phase for the transfer of receivables. Receivables that the factor is willing to buy on a non-recourse basis shall be marked as approved receivables. These are receivables arising from transactions that are specifically approved by the factors, or fall within the limit the factor approved for certain debtors. Unapproved receivables were also purchased from factors, but on recourse basis in case of inability to collect from debtors.

Cases when the factor may limit or exclude its liability in the event of risk taken are prescribed in general terms and conditions (e.g. the absence of receivables, non-execution or incorrect execution of obligations by the client, etc.)

The Convention on International Factoring provides that in a claim by the factor against the debtor for payment of a receivable arising under a contract of sale of goods the debtor may set up against the factor all defenses arising under that contract of which the debtor could have availed itself if such claim had been made by the supplier. Also,

the debtor may also assert against the factor any right of set-off in respect of receivables existing against the supplier in whose favour the receivable arose and available to the debtor at the time a notice in writing of assignment was given to the debtor (Article 9). Non-performance or defective or late performance of the contract of sale of goods shall not by itself entitle the debtor to recover a sum paid by the debtor to the factor if the debtor has a right to recover that sum from the supplier (Article 10, paragraph 1). According to the Convention, the debtor who has such a right to recover from the supplier a sum paid to the factor in respect of a receivable shall nevertheless be entitled to recover that sum from the factor to the extent that: a) the factor has not discharged an obligation to make payment to the supplier in respect of that receivable; or b) the factor made such payment at a time when it knew of the supplier's non-performance or defective or late performance as regards the goods to which the debtor's payment relates (Article 10, paragraph 2)

To conclude, we can simply explain that the companies have the opportunity to improve significantly in very short time their liquidity using factoring services offered through the prepayment by the factor of the agreed amount of funds from customers. This allows company to early settle accounts payable and also comes in a position to take advantage of discounts that suppliers provide for timely payments. Another benefit of the company stresses that by converting short-term receivables in liquid assets, factoring as a way of financing that does not burden the balance sheet of the company. All these advantages are given by factoring, which can be developed by each bank and thus extend the range of its services.

<sup>2</sup> In the literature there are two concepts: first, there is only one assignment of future receivables with an automatic transmission to factors at the time of the occurrence. Second, according to which the transfer does not come automatically but successively in time to occur receivables - since under factoring contracts factor always reserves the right to decide on which receivable to take the risk, and determine the ceiling liquidity individual debtor.



# Šta ljudi rade i kako to rade?

Mina Durutović  
Prva banka Crne Gore

Biheviorističke finansije ne pretpostavljaju racionalne agente ili tržišta bez sukoba. One sugerišu da je institucionalno okruženje od vitalnog značaja. Polazna tačka je ograničena racionalnost. Paul Slovic (1972) piše da će “potpuno razmišljanje ljudskih ograničenja za donosiocima odluka na kraju imati više koristi nego naivno vjerovanje u nepogrešivost njegovog intelekta.” Ekonomska i finansijska intuicija je krhka i možda se ne slaže sa našim željama, ali je svakako prihvatljivija od suprotnog stanovišta da investitori i savjetnici (kao i bankari i korporativni menadžeri) znaju savršeno dobro šta treba da rade. Biheviorističke finansije predstavljaju studiju o tome kakav uticaj psihologija ima na finansijske odluke domaćinstava, tržišta i organizacija. Glavno pitanje je: Šta ljudi rade i kako to rade? Istraživačke metode su uglavnom (ali ne i isključivo) induktivne. Istraživači biheviorizma prikupljaju “činjenice” o ponašanju pojedinaca (na osnovu eksperimenata, anketa, terenskih istraživanja, itd.) i organizuju ih u brojne generalne istine. Psihologija donošenja odluka može se istražiti na brojne načine

## PREDNOSTI I SLABOSTI BIHEJVORISTIČKIH FINANSIJA

Biheviorističko istraživanje ima četiri glavne prednosti. Prva, dokazalo se kao produktivno. Na primjer, dovelo je do niza novih empirijskih nalaza. Primjeri obuhvataju pretjerane i preslabe reakcije cijena akcija, misterije novih emisija i kupoprodaje akcija i ukрупnjavanja akcija. Druga, sa fokusom na preprekama optimalnom donošenju odluka, biheviorističke finansije donose pragmatičan pristup studiji finansijskih odluka. Na primjer, uvidi biheviorističkih finansija pomažu nam da shvatimo kako da izgradimo odnos između investitora firme i njenih menadžera. Treća, biheviorističke finansije potencijalno uvode novu vrstu discipline u istraživanje društvenih nauka. Disciplina u osnovi podrazumijeva sintezu podataka iz brojnih izvora. („Finansije u koje možete vjerovati“ zahtijevaju više od matematičkog dokaza). Posljednja prednost

biheviorističkih finansija je jednostavno to što su one stimulatívna oblast akademskog obrazovanja. Ljudi i novac: šta može biti fascinantnije od toga?

Možda je privlačnost biheviorističkih finansija u tome što je to društvena nauka, ali sa jakim naglaskom i na društveni i naučni aspekt.

Biheviorističke finansije takođe imaju slabosti. Prva slabost može se opisati analogijom. Isto kao što nam proučavanje ekonomske funkcije plaćanja i saldiranja ne može puno reći o praktičnoj organizaciji platnog prometa (gotovina nasuprot kreditnih kartica, itd.), isto tako isključivo fokusiranje na psihološke mehanizme (npr. impulsi i predispozicije ili psihofizika) ne omogućava adekvatno tumačenje ekonomskih i finansijskih događaja. Čovjek je mnogo više od biološkog organizma; on/ona je takođe osoba, socijalno-istorijska kreacija. Realnost je produkt društva. Filozofi često upoređuju postupke čovjeka sa postupcima pozorišnog glumca. Ljudi određuju uloge. Njihovi motivi, izgledi i predstava o sebi oblikovani su onim što društvo očekuje od njih.

Mina Durutović  
Prva banka Crne Gore

# What Do People Do and How They Do That?

Behavioural finance does not assume rational agents or markets without conflicts. It suggests that the institutional environment is of vital importance. The starting point is limited rationality. Paul Slovic (1972) writes that “full understanding of human limitations for decision makers will end up in more benefits rather than naive belief in infallibility of its intellect”. Economic and financial intuition is fragile and it may not correspond with our desires but certainly it is more acceptable than the opposite view that the investors and advisors (like bankers and corporate managers) know perfectly well what they need to do. Behavioural finance represents a study on what impact the psychology has on financial decisions of the households, markets and organisations. The main question is: what do people do and how they do that? Research methods are mostly (but not always) inductive. Researches of behaviourism gather “facts” on the behaviour of individuals (based on experiments, surveys, on-site researches, etc.) and organise them in numerous general truths. The psychology of decision making may be researched in numerous ways

## **ADVANTAGES AND WEAKNESSES OF BEHAVIOURAL FINANCE**

Behavioural research has four main advantages. The first, it has proven to be productive. For example, it resulted in a series of new empiric findings. The examples cover excessive and too weak reactions of stock prices, mysteries of new issues and purchase of shares and aggregation of shares. The second, behavioural finance brings pragmatic approach to a study of financial decisions focusing on obstacles to optimal decision making. For example, insights of behavioural finances help us understand how to build a relationship between the investors of the company and its managers. The third, behavioural finances potentially introduce new type of discipline in the research of social sciences. The discipline basically implies synthesis of data from numerous sources.

(“Finances in which you may believe” require more than mathematical evidence). The last advantage of behavioural finance is simplicity that they are simulative area of academic education. People and money: what can be more fascinated than that? The attractiveness of behavioural finance is maybe that it is a social science with the strong accent both on social and scientific aspect.

Behavioural finance also has its weaknesses. The first one can be described by analogy. As studying of economic function of payment and netting cannot say much on practical organisation of payment system (cash versus credit cards, etc.), exclusive focusing on psychological mechanisms (e.g. impulses and predispositions or psychophysics) does not enable adequate interpretation of economic and financial events. A human is more than biological organism;

Prema tome, istraživanja biheviorističkih finansija treba da ispitaju opipljivi sadržaj misaonog procesa ljudi. Očigledno da ovo pitanje ne može biti riješeno bez pozivanja na društvene, kulturološke i istorijske faktore. Moramo bolje istražiti sadržaj, strukturu i stil intuitivnih ekonomskih priča. Na primjer, šta Švajcarci (koji su većinom podstanari) misle o vlasništvu nad kućom, i isto tako, šta Amerikanci misle o tome? Generalno, koje vrste ekonomskih argumenata (tačnih ili pogrešnih) zvuče prihvatljivo za investitore, koje od njih ih mogu ubijediti i motivisati njihovo djelovanje? Investicioni bankari, menadžeri za odnose sa klijentima i finansijski marketing, između ostalih, bili bi zainteresovani za odgovore na ova pitanja. Ali, biheviorističke finansije za sada malo šta imaju da kažu.

Drugo, biheviorističke finansije se moraju pomjeriti dalje od uskog proučavanja tipičnih „grešaka“ na mikro nivou. Ukoliko to ne urade, dobar dio ponašanja ostaće nejasan. Podaci u SAD-u govore da izvršni direktori, preduzetnici i investitori imaju sklonost ka nerealnom optimizmu – greška sa opasnim posljedicama. Ali, moglo bi se postaviti pitanje šta je uzrok pretjeranog optimizma? Da li to zavisi od konteksta? Da li proizilazi iz ličnog uspjeha u prošlosti? Ili je nesporan dio američkog karaktera? Suštinska kritika će postaviti povezano pitanje: šta je greška? Ekonomisti će zauzeti čvrst stav. Greška je kontrast između akcija koje se preduzimaju i akcija koje bi racionalno trebale biti preduzete u skladu sa troškovima i koristima individualnih agenata. Glavna briga ekonomista je efikasnost. Međutim, koncept greške je elastičan. James March i Chip Heath (1994) postavili su korisnu razliku između ekonomske „logike posljedica“ i šire primijenjene „logike primjerenosti“. Uzmite u obzir, na primjer, nekoga ko je prekršio pravila lijepog ponašanja. Njegovo kršenje normi može biti sramotno, možda neoprostivo, ali ne bi ništa puno promijenilo. Ipak, kolektivna vjerovanja i norme često dosta toga mijenjaju. Na primjer, osim efikasnosti, postoje drugi kriterijumi ekonomske i finansijske organizacije poput održivog razvoja ili kapitala i pravедnosti kad je u pitanju novac.

Na kraju, postoji razdvajanje između naglaska biheviorističkih finansija na ljudske slabosti i realnosti da u mnogim djelovima svijeta ljudi žive prilično dobrim životom. Zašto smo kolektivno tako jaki, a ipak smo kao pojedinci tako slabi? Zašto društvena racionalnost prevazilazi racionalnost pojedinca? Konvencionalna





he/she is also a person, social and historical creation. The reality is a product of the society. Philosophers often compare actions of a man with actions of an actor. People determine roles. Their motives, appearances and perceptions are shaped with what the society expects from them. Thus, researches of behavioural finance should study visible content of thinking process of people. It is obvious that this issue cannot be solved without addressing social, cultural and historic factors. We must research better the content, structure and style of infinite economic stories. For example, what do Swiss (who are mostly tenants) think on the ownership of a house, and also what do Americans think about that? In general, what types of economic arguments (correct or wrong) sound acceptable for the investors, which of them can persuade and motivate them to act? Investment bankers, managers for relationships with clients and financial marketing, among others, would be interested to answer these questions. However, behavioural finance currently does not have a lot to say.

Secondly, behavioural finance must move further from the narrow studying of typical “errors” on micro level. If they do not do that, a good part of behaviour will remain vague. Data in the USA show that executive directors, entrepreneurs and investors have tendency for unrealistic optimism – error with dangerous consequences. However, a question may be posed what is the cause of excessive optimism? Does that depend on the context? Does that arise from personal success in past? Or is this undisputable part of American character? A basic critic will pose related question: what is an error? The economists will take firm position. Error is the contract between the actions taken in accordance with expenses and benefits of individual agents. The main concern of economists is efficiency. However, the concept of error is elastic. James March and Chip Heath (1994) set a useful difference between economic “logic of consequences” and wider applied “logic of adequacy“. Take, for example, a person who has broken rules of nice behaviour. Breaking of norms by a person may be disgraceful, may be unforgiven but nothing would change a lot. However, collective beliefs and norms often change a lot. For example, in addition to the efficiency, there are other criteria of economic and financial organisation like sustainable development or capital and justification when it comes to money.

Finally, there is a distinction between highlighting behavioural finance on human weaknesses and reality that in many parts of the world people live with rather good life. Why are we collectively so strong by yet so weak as individuals? Why does social rationality exceed the rationality of an individual?

ekonomska teorija najracionalnijim smatra ljude čiji pojedinačni interesi utiču na tržišne cijene. Ona za društvena zla krivi disfunkcionalne podsticaje i kaos, uglavnom u korporativnoj birokratiji i vladi. Istina bi mogla biti skoro pa suprotna. Racionalnost i dobrobit proizilaze iz organizacije, spontane ili namjerne. Zašto su institucije od tako ključnog značaja? Razlog je taj što svako u društvu zavisi od svih drugih. Prodajemo 99% onoga što proizvodimo, kupujemo 99% od onoga što koristimo, i zbog toga živimo boljim životom. Neprekidan tehnološki napredak, standardizacija proizvoda i usluga i ekonomska organizacija su ključne. Tajna je sumirana u motou Chicago World's Fair-a iz 1933. godine: „Nauka pronalazi, industrija primjenjuje, čovjek se prilagođava.“

To što se u modernom društvu ravnoteža između pojedinačnih i institucionalnih snaga poremetila često nas nervira. Žalimo se da se čovjek mora „prilagoditi“, da je lična sloboda izgubljena kada ili zakon ili velike korporacije regulišu ono što radimo - npr. zbog efekta mreže - kontrolišu naše opcije izbora. Ipak, čovjek je ograničen svojim intelektualnim potencijalima, navikama i shvatanjem svrhe. Organizacija stvara predvidljivost. Ovo je osnovno. Pravila i propisi koordiniraju društvo, istovremeno smanjujući potrebu pojedinca da razmišlja. Naravno, finansijska tehnologija je često orjentisana ka klijentima i ima briljantan učinak. Planovi za penzijsku štednju i instrumenti alokacije sredstava mogu se učiniti još efikasnijim. Hipotekarna kriza u SAD-u 2007-2008. je drama ogromnih razmjera iz koje će, možemo se samo nadati, ova industrija naučiti. Globalni talas finansijske deregulacije koji je omogućio neuporedivi rast u korišćenju složenih derivata može dovesti do čak spektakularnijih krahova jer kvantitativni modeli rizika zanemaruju sporadične događaje i pokušavaju da modeliraju ono što se dokazano ne može modelirati. U svakom slučaju, rješenje ovih problema započinje sa priznavanjem da je čovjek ljudsko biće. Ono što je potrebno je „finansijska ergonomija“, disciplina koja planira finansijske proizvode i usluge u skladu sa ljudskim potrebama i koja optimizira dobrobit i sveukupni rad sistema. Biheviorističke finansije imaju potencijal da stvore priličnu vrijednost za društvo, ali još uvijek smo daleko od njihove prave i potpune primjene.

## ZAŠTO SU NAM POTREBNE BIHEVIORISTIČKE FINANSIJE?

Iako je prerano sa sigurnošću reći, čini se da će rad stručnjaka za biheviorističke finansije na sličan način dovesti do revolucije u načinu na koji razmišljamo o kreiranju i upravljanju našim portfoliom. Od kako je Markowitz dobio Nobelovu nagradu 1990. godine, mi smo težili da kreiramo naš portfolio kao da smo potpuno racionalni investitori, savršena ekonomska bića koja uvijek donose „prave“ odluke u sopstvenom interesu. Rad Kanemana, Tverskog, i ostalih razbio je ovu iluziju. Istina, nekad se ponašamo kao savršena ekonomska bića, ali se u drugim slučajevima ponašamo kao ono što u biti jesmo - ljudi, i kao takvi smo nesavršeni. Donosimo odluke pristrasno iako to ne odražava stvarne činjenice. Dozvoljavamo da naši odgovori na odluke zavise od toga kako su pitanja formulisana. Bavimo se složenim mentalnim računovodstvom, ignorišući činjenicu da su naše različite korpe sredstava međusobno povezane. Dozvoljavamo sebi da nas vode nadanja i strahovi prije nego činjenice.

Milton Friedman je jednom dao sledeću opasku: „Jedina osoba koja vas zaista može ubijediti ste vi sami. Morate o datom problemu razmisliti polako, sa uživanjem, pustiti ga da lagano vri, i da nakon dužeg vremena pretvorite vaše sklonosti u ubjeđenja.“ Primjena biheviorističkih finansija može biti dio takvog procesa koji je opisao Friedman.

Zbog kompleksnosti ljudske prirode, akteri na finansijskom tržištu prave posebnu vrstu grešaka. Greške mogu skupo koštati! Obogaćeni znanjem iz oblasti biheviorističkih finansija akteri na finansijskom tržištu će umjeti da: prepoznaju sopstvene greške i greške drugih; razumiju razloge za greške; izbjegnju greške.

Spisak praktičnih zaključaka biheviorističkih finansija može se značajno proširiti. Ali cilj ovog rada je da se naglasi da je psihologija zaista važna u finansijskim odlukama, prije nego da se dá sumarni prikaz cjelokupnih biheviorističkih finansija. Iako ne postoji kompletna i integralna teorija biheviorističkih finansija, ona nam ipak može pomoći da postanemo bolji finansijski analitičari, ekonomisti, kolege, partneri i donosioci odluka.

Conventional economic theory considers the most realistic people whose individual interest influences the market prices. It blames dysfunctional incentives and chaos for social evils, mostly in corporate bureaucracy and government. The truth could be rather opposite. The rationality and welfare arise from the organisation, either spontaneous or intentional. Why are the institutions of key importance? The reason is that everyone in the society depends on all others. We sell 99% of what we produce, and we buy 99% of what we use and therefore we live better life. Discontinuous technological advantage, standardisation of products and services and economic organisation are of key importance. The secret is summed up in the motto of the Chicago World's Fair from 1933: «Science finds, industry applies and human adjusts».

The fact that the balance between individual and institutional forces has changed often annoys us. We always regret that a person has to adjust, that personal freedom is lost when either law or big corporations regulate what we do – e.g. due to network effects – they control our options of choice. Yet, a person is limited by its intellectual potential, habits and understanding of purpose. The organisation creates predictability. This is something that is basic. Rules and regulations coordinate the society, simultaneously reducing the need of an individual to think. Of course, financial technology is often directed towards the clients and has a brilliant effect. Occupational retirement schemes and asset allocation instrument can be more effective. Sub-prime mortgage crisis in the USA in 2007-2008 is a drama of vast proportions from which hopefully the industry will learn. Global wave of financial deregulation which enabled growth in using complex derivatives may lead even to spectacular failures as quantitative risk models neglect casual events and try to model what has proven to be impossible to model. In any case, the solution to these problems starts with recognising that a person is a human being. What is needed is “financial ergonomics”, a discipline which plans financial products and services in accordance with human needs and which optimises well-being and overall work of the system. Behavioural finance has a potential to create big value for the society, but we are still away from their real and full implementation.

### WHY DO WE NEED BEHAVIOURAL FINANCE?

Although it is too early to say with certainty, it seems that the work of professionals for behavioural finance will likely result in the revolution with regard to the way we are thinking on creating and managing our portfolio. Since the time when Markowitz won Nobel Prize in 1990, we have strived to create our portfolio as if we were fully rational investors, perfect economic beings that always made right decisions in their own interest. The works of Kahneman, Tversky and others broke this illusion. Surely, sometimes we behave as perfect economic beings, but in other cases we behave as what we are – humans, and as such – we are imperfect. We make decisions partially although it does not reflect actual facts. We allow that our answers on decisions depend on how questions are formulated. We deal with complex mental accounting, ignoring the fact that our different baskets of assets are interconnected. We allow ourselves that hopes and fears guide us rather than facts.

Milton Friedman gave once the following remark: “The only person who can truly persuade you is yourself. You must turn the issues over in your mind at leisure, consider the many arguments, let them simmer, and after a long time turn your preferences into convictions.” The application of behavioural finance may be a part of the process described by Friedman.

Due to complexity of human nature, financial market players make special type of errors. These errors can be costly! Enriched with knowledge from behavioural finance area, financial market players can do the following: recognise their own errors and errors of others; understand reasons for errors; avoid errors.

A list of practical conclusions of behavioural finance can be substantially expanded. However, the objective of this paper is to highlight that the psychology is really important in financial decisions, rather than giving summary overview of entire behavioural finance. Although there is no full and integral behavioural finance, it can still help us become better financial analysts, economists, colleagues, partners and decision makers.



Kris Agabi  
ProgressSoft, Jordan

# BUDUĆNOST JE STIGLA

Inkluzija svih građana u finansijski sistem je dugo vremena bila glavna ambicija vlada i institucija kao što su Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond (MMF). Ove institucije su to promovisale kroz različite metode uključujući podsticanje atraktivnih kamatnih stopa na štednju i kredite. Depozitarne institucije su obuhvatile bogatstvo masa u državi, ali još uvijek ima dosta toga da se uradi i tu stupa na scenu pametni telefon. Dolazak ovog poslednjeg platnog instrumenta predstavlja revolucionarni razvoj, koji koriste milioni građana država gdje su prisutna mobilna plaćanja

**F**inansijska inkluzija označava korišćenje različitih finansijskih usluga i naročito plaćanja, kako bi bili dostupni u različitim formatima svim građanima i rezidentima u okviru neke države, uključujući radničku klasu, iseljenike, i, što je najvažnije, građane koji nemaju račune otvorene u bankama.

Finansijska inkluzija je samo jedan cilj među mnogim mobilnim plaćanjima. Prava finansijska inkluzija se ne može postići kroz mobilne novčanike, zato što oni ne obazbeđuju interoperabilnost, jednostavnog su zadatka i ekskluzivni su svakoj Telekom kompaniji. Korisnik mobilnog novčanika ne može izvršiti plaćanje prema bilo kojem drugom korisniku mobilnog novčanika osim ako

njegova Telekom kompanija nema zajednički ugovor.

Prema Grupi Konsultanata za pomoć siromašnima (CGAP) „snažno okruženje interoperabilnosti u platnim sistemima pruža korist svim učesnicima u ekosistemu plaćanja. Krajnji korisnici, koji uključuju kli-

jente, trgovce, vlade i druge vrste kompanija, smatraju ga lakšim načinom plaćanja i primanja plaćanja. Lica koja pružaju usluge ovim krajnjim korisnicima, uključujući banke, mreže, procesore i druge pružaoce usluga, imaju prihode od plaćanja u interoperabilnim sistemima koji možda ne mogu postići sa zatvorenim zapetljanim (odnosno neinteroperabilnim) sistemima.”

Da bi se postigla interoperabilnost, svi pružaoци platnih usluga koji nude usluge mobilnog plaćanja moraju biti povezani tako da garantuju puni operativni ciklus kliringa i poravnanja između svih pružaoца platnih usluga. Na isti način, lice ne opterećuje sebe sa složenošću mjesta prodaje trgovca prilikom kupovine, učesnik u mobilnim

Chris Aghabi  
ProgressSoft, Jordan

# THE FUTURE IS HERE

The inclusion of all citizens within the financial system has long been a key ambition for governments and institutions such as the World Bank and the International Monetary Fund (IMF). They have driven this through many different methods including encouraging attractive interest rates on savings accounts and loans. Depository institutions have captured the fortune of the masses in a country, but there is still so much to do which is where the Smartphone comes into play. The arrival of this latest payment instrument has been a revolutionary development, utilized by millions of citizens of countries where mobile payments have a presence

*in payments systems benefits all participants in the payments ecosystem. End users, including consumers, merchants, governments, and other types of enterprises, find it easier to make*

**F**inancial Inclusion (FI) means availing of the different financial services and especially payments, to be accessible in their different formats to all citizens and residents within a country, including the working-class proletariat, expatriates and most importantly, unbanked citizens.

FI is only one objective amongst many of mobile payments. Genuine FI cannot be accomplished through mobile wallets as they do not provide interoperability, are singular tasking, and exclusive to each Telecom company. A user of a mobile wallet cannot pay to any other mobile wallet user unless their Telecom company has a mutual agreement.

As per the Consultative Group to Assist the Poor (CGAP) “a robust environment of interoperability

*and accept payments. Providers to these end users, including banks, networks, processors and other service providers, gain revenue from payments in interoperable systems that they may not be able to achieve with closed loop (or non-interoperable) systems.”*

To achieve interoperability, all Payment Service Providers (PSPs) that offer the mobile payments service must be connected in such a way that guarantees a fully operative clearing and settlement cycle between all PSPs. In the same way a person does not burden themselves with the complexities of a merchant’s point of sale in a purchase, a mobile payments participant should not be concerned about the recipient’s PSP, whether

plaćanjima ne treba da se brine oko pružaoca platnih usluga primaoca, bilo da je primalac lice, vlada ili šalterski radnik. Interoperabilnost osigurava da se mobilno plaćanje može dogoditi bez obzira kod kojeg pružaoca platnih usluga je pretplatnik.

Jedno od ključnih razmatranja tokom razvoja bilo kojeg mobilnog platnog sistema je izbjegavanje monopolizacije. Kod mobilnih plaćanja, regulatorno tijelo će zahtijevati sistem koji će mu dozvoliti da ga reguliše, dok istovremeno radi njegovo prenošenje i kliring - između računa - uloga banke. Model saradnje za mobilna plaćanja zahtijeva da banke, telekom kompanije, glavni trgovci trgovine na malo, inkasanti komunalija, i državne institucije eliminišu monopolizaciju. Prisustvo prenosa je neophodno da bi se postigla interoperabilnost između pružaoca platnih usluga. Ovaj prijenos treba da funkcioniše u kontrolisanom okruženju dozvoljavajući njegovim učesnicima da pružaju usluge mobilnog plaćanja preko platforme svojim krajnjim korisnicima.

Interoperabilnost mora funkcionisati i usmjeravati finansijske poruke između višestrukih pružaoca platnih usluga svakodnevno i na osnovu Direktno obrade bez ljudske intervencije, što je uvijek skloni grešci. Centralna banka treba da preuzme svoju regulatornu ulogu nadgledanja ekosistema mobilnog plaćanja, uz prijenos i kliring u realnom vremenu.

Praćenje mikro plaćanja se može uraditi putem centralnog prenosa dozvoljavajući prikupljanje statističkih podataka Sistema upravljanja informacijama (MIS). Nuđenjem opcije mobilnog plaćanja korisnicima koji nijesu banke, mikrofinansiranje može povećati prisustvo u značajnom segmentu stanovništva, dostižući finansijsku inkluziju grupa sa nižim primanjima koji konačno utiču pozitivno na ekonomiju.

Platforma mobilnih plaćanja dozvoljava klijentima da obavljaju platne transakcije koristeći mobilne telefone i pametne uređaje za korisnike koji imaju račune u bankama i one koji to nemaju. Ona služi kao osnovni softver za sve pružaoce platnih usluga. Takvom platformom mora rukovati pružalac platnih usluga kao što je banka, telekom kompanija ili čak pružalac platnih usluga iz privatnog

sektora kao što je Dinarak u Jordanu. Platforma obezbjeđuje širok spektar usluga mobilnog plaćanja putem centralnog sistema pružaoca usluga danonočno. Pored toga, subjekti kojima pružalac platnih usluga pruža usluge i koji su povezani sa njim uključuju trgovce koji koriste sistem kako bi olakšali kupovinu klijentu preko mobilnih telefona; kompanije za naplatu računa koje koriste usluge plaćanja računa preko mobilnih telefona; banke učesnice koje doprinose upravljanju računima; i mreže agenata pružaoca usluga koji pružaju usluge uplate i isplate svojim krajnjim korisnicima.

U Egiptu, prva i najveća platforma za elektronsko plaćanje i naplatu, *e-finance*, lansirala je u saradnji sa ProgressSoft Corporation brend novih platnih usluga putem mobilnih telefona "Khaless Mobile" i "Hokomty" tokom Kairo ICT, koji je sada vodeći tehnološki događaj u Africi i na Bliskom Istoku. On je održan u novembru u Međunarodnom centru za konvencije u Kairu. Khaless Mobile obuhvata klijente koji imaju račune u bankama i one koji to nemaju pružajući im mogućnost da izvrše različite vrste plaćanja. Tokom Kairo ICT 2016, Khaless Mobile se predstavio i prikazao posjetiocima izložbe na štandu za elektronske finansijske. Posjetiocima je pokazano kako da snime i da registruju aplikaciju na svojim mobilnim uređajima, pomažući im da se upoznaju sa svim njegovim karakteristikama i koristima. Uz uvođenje Khaless Mobile, 94 miliona ljudi koji žive u Egiptu su sada u mogućnosti da plate račune za električnu energiju, vodu i Internet kao i dobrotvorne donacije putem telefona. Pored toga, Khaless Mobile olakšava plaćanje školarine za univerzitete uključujući univerzitete Suez Canal, Aleksandrija, Kairo, Mansoura, Bani Suef, Ain Shams i South Valley. Mi nastojimo da proširimo ovaj spisak u budućnosti.

### U CRNOJ GORI...

Turisti koji stižu u Budvu, Kotor, Cetinje, Bar i druge gradove su sada u mogućnosti da plate svoje usluge tokom boravka mobilnim uređajima putem usluge mobilnih novčanika, koji se mogu otvoriti u banci učesnici kada stignu na aerodrom u Podgorici. Oni će biti u mogućnosti da vrše uplate i isplate sa bilo kojeg automata u Crnoj Gori, ili kod agenta najbližeg njihovoj lokaciji.

the recipient is a person, government, or biller. Interoperability ensures that a mobile payment can take place regardless of the PSP the subscriber is registered with.

One of the key considerations during the development of any mobile payment system is the avoidance of monopolization. In mobile payments, the regulatory entity will require a system which allows it to regulate, while simultaneously performing its switching and clearing- between bank accounts- roles. A collaborative model for mobile payments requires that banks, telecom companies, top-retail merchants, utility billers and governmental institutions be shareholders to eliminate monopolization. The presence of a switch is necessary to achieve interoperability between PSPs. This switch should operate in a controlled environment permitting its participants to provide cross platform mobile payment services to their end users.

Interoperability must operate and route financial messages between multiple PSPs on a 24/7 and Straight-Through-Processing (STP) basis with no human intervention, which is always prone to error. The central bank is required to assume its regulatory role whilst overseeing the mobile payment ecosystem, in addition to real-time switching and clearing.

Micro-payment monitoring can also take place through a central switch, allowing the collection of statistical Management Information Systems (MIS) data. By offering mobile payment options to unbanked users, micro-financing can increase its reach to a substantial segment of the population, attaining financial inclusion of low-income groups, which ultimately impacts positively on the economy.

A mobile payments platform allows customers to conduct payment transactions using their hand-held mobiles and smart devices for both banked and unbanked users. It serves as the core software for any PSP. Such a platform is to be operated by the PSP, which could be a bank, telecom company, or even a private sector PSP like Dinarak in Jordan. The platform provides a wide range of mobile payment services through a central service provider system on a 24/7 basis.

In addition, the entities serviced and connected to the PSP include merchants that utilize the system to facilitate customer purchases using mobiles; billing companies that make use of the mobile bill payment facilities; the participant banks contributing in account management; and service provider agent networks providing cash in and cash out services to their end users.

In Egypt, the first and largest electronic payment and collection gateway, e-finance, launched in partnership with ProgressSoft Corporation, and the all new mobile payment services brand in Egypt, "Khaless Mobile" and "Hokomty" during the Cairo ICT, which is now also the leading technology event in Africa and the Middle East. It took place in November at the Cairo International Convention Centre. Khaless Mobile covers both banked and unbanked customers providing them with the capability to carry out various types of payments. During Cairo ICT 2016, Khaless Mobile was unveiled and demonstrated to the visitors of the exhibition at the e-finance booth. The visitors were shown how to download and register for the application on their own mobile devices, helping them to familiarize themselves with its benefits and features. With the introduction of Khaless Mobile, the 94 million people residing in Egypt are now able to pay their electricity, water, and internet bills, as well as charitable donations, with their phones. Moreover, Khaless Mobile facilitates payment for university tuition fees for universities including Suez Canal University, University of Alexandria, University of Cairo, Mansoura University, Bani Suef University, Ain Shams University, and South Valley University. We strive to proliferate this list in the future.

#### **IN MONTENEGRO...**

Tourists arriving in Budva, Kotor, Cetinje, Bar, and other cities, are now able to pay for services during their stay with their mobile devices via the mobile wallets service, which can be opened at participating banks when they arrive at Podgorica Airport. They will be able to cash-in and cash-out from any ATM in Montenegro, or from the closest agent to their location. Thus, there is less need to carry physical money as a mobile can be used to

Prema tome, manje je potrebno da se nosi novac sa sobom, jer se mobilni uređaji mogu koristiti za obavljanje bilo koje kupovine ili transfera što zauzvrat eliminiše rizik od krađe ili gubitka, a povećava ugodnost krajnjim korisnicima. Što se tiče domaćeg stanovništva, na raspolaganju je puno opcija. Domaće stanovništvo je u mogućnosti da koristi mobilni novčanik koji se može ručno napuniti sa bankarskog računa. Ili, što se tiče klijenata banaka, oni se mogu jednostavno povezati sa svojim računima u bankama kako bi obavili transakciju. Ili, oni mogu povezati plaćanje sa višestrukim kreditnim karticama sami jer je instrument plaćanja i mobilni uređaj jednostavno facilitator; korisnik samo treba da odabere kreditnu karticu koju će upotrijebiti za određenu kupovinu. Ovo će povećati obim transakcija koje prolaze kroz Mastercard i VISA sisteme. Trgovci su u prednosti jer odmah primaju plaćanja što služi kao kratkoročno finansiranje, poboljšavajući likvidnosti i cikluse konverzije gotovine. Pored toga, ukoliko prime uplatu ranije, trgovac ili klijent mogu koristiti iznos da plate drugom subjektu i taj subjekat će biti u mogućnosti da plati nekom drugom i tako redom. Domino efekat dovodi do veće brzine kruženja u ekonomiji države. Jedni od najistaknutijih beneficijara su male firme, one u ulicama koje će primiti plaćanja koje drugačije ne bi primili jer klijent ili ne nosi novčanice i kovanice ili zato što trgovac ne prima kreditne kartice. Nadalje, putovanje trgovca na kraju radnog dana do banke i nazad da deponuje novac neće biti više potrebno. Turisti neće biti više u neprilici zbog nošenja strane valute i stoga će lakše kupovati robu bez potrebe da mijenjaju novac. Kako

su mobilna plaćanja kreirana za mikroplaćanja (plaćanja manje vrijednosti), manje kompanije će imati koristi.

S obzirom da će banke koje nude ove usluge imati nove tokove prihoda, preporučuje se set konzervativnih naknada na transakcije od 100 eura i ispod kako bi podstakle upotrebu ove usluge. Racionalni korisnik neće platiti 1 euro za kupovinu šolje od 3 eura, ali je voljan da plati 2 eura za kupovinu smokinga koji košta 600 eura. Prema tome, uspostavljanje parčića u šemi naknada korištenjem platforme za mobilna plaćanja od strane ovlašćenog poslovnog administratora u banci postiže se svrha. Regulator koji nadgleda banke koje obavljaju prenos mobilnih plaćanja zahtijeva set maksimalnih limita na dozvoljene provizije banaka tako da one nijesu previsoke i da ne poništavaju svrhu mobilnih plaćanja. Što se tiče mikro plaćanja, obično niže provizije donose veće obime transakcija, a optimalna šema provizija zahtijeva pažljivu pripremu i treba da se koriguje s vremena na vrijeme putem probe i greške jer će banka možda morati da izvuče maksimalni prihod opažanjem elastičnosti zahtijeva klijenata tokom određenog perioda.

Usvajanje plaćanja putem mobilnih uređaja stvara put za bezgotovinsko društvo u kojem se štampanje, rukovanje ili uništavanje fizičkog novca smanjuje. Koristi bezgotovinskog društva su ogromne i utiču na ekoomiju, smanjujući troškove upravljanja gotovinom.

Platforma za mobilna plaćanja i prijenos mobilnih plaćanja zajedno predstavljaju predloženo rješenje koje će ispuniti ciljeve i potrebe sveobuhvatnog rješenja države za plaćanja putem mobilnih uređaja bilo koje države.

## REVOLUCIONARNI PRISTUP PORAVNANJA

*Plaćanja malih vrijednosti (uključujući tehnologije plastičnih kartica, kreditne i debitne kartice, prepaid kartice POS terminale, bankomate, eCommerce plaćanja, bezkontaktne platne sisteme, mobilna plaćanja i digitalnu valutu) postaju dominantna u svijetu plaćanja. U stvari, ukupna vrijednost svih plaćanja malih vrijednosti trenutno premašuju ukupnu vrijednost svih plaćanja velikih vrijednosti, ACH, i RTGS plaćanja. Prema tome, hitnost poravnanja ovih transakcija je očigledna. Budućnost je stigla. To je novi revolucionarni sistem poravnanja, RT-RPS.*

# ZIRAAT BANK: ALL AROUND THE WORLD

GERMANY FRANKFURT HAMBURG COLOGNE HANNOVER BERLIN DUISBURG STUTTGART MUNICH NUREMBERG **UNITED STATES OF AMERICA** NEW YORK **UNITED KINGDOM** LONDON **TURKISH REPUBLIC OF NORTHERN CYPRUS** LEFKOŞA AKDOĞAN GİRNE KARAKUM KARAOĞLANOĞLU GÜZELYURT GÖNYELİ İSKELE GAZİMAĞUSA NEAR EAST UNIVERSITY **BOSNIA AND HERZEGOVINA** SARAJEVO TUZLA ZENICA ILIDZA MOSTAR BIHAC TRAVNIK GORAZDE BANJA LUKA BRCKO FERHADIJA BUTMIR MAGLAJ LUKAVAC VOGOSCA VISOKO KONJIC NOVI GRAD JELAH NOVO SARAJEVO GRACANICA KAKANJ HADZICI **SREBRENİK CAZIN DOBRINJA SREBRENICA KAZAKHSTAN** ALMATY ASTANA SHYMKENT **GREECE** ATHENS KOMOTINI RHODES XANTHI **AZERBAIJAN** BAKU GANJA NAKHCHIVAN **TURKMENISTAN** ASHGABAT DASHOGUZ TURKMENABAD MARY ATAMYRAT **RUSSIAN FEDERATION** MOSCOW **UZBEKISTAN** TASHKENT OPERU YUNUSABAD **BULGARIA** SOFIA PLOVDIV KARDZHALI VARNA **IRAQ** BAGHDAD ERBIL **GEORGIA** TBILISI BATUMI **SAUDI ARABIA** JEDDAH **IRAN** TEHRAN **KOSOVO** PRISHTINA **MONTENEGRO** PODGORICA **GERMANY** FRANKFURT HAMBURG COLOGNE HANNOVER BERLIN DUISBURG STUTTGART MUNICH NUREMBERG **UNITED STATES OF AMERICA** NEW YORK **UNITED KINGDOM** LONDON **TURKISH REPUBLIC OF NORTHERN CYPRUS** LEFKOŞA AKDOĞAN GİRNE KARAKUM KARAOĞLANOĞLU GÜZELYURT GÖNYELİ İSKELE GAZİMAĞUSA NEAR EAST UNIVERSITY **BOSNIA AND HERZEGOVINA** SARAJEVO TUZLA ZENICA ILIDZA MOSTAR BIHAC TRAVNIK GORAZDE BANJA LUKA BRCKO FERHADIJA BUTMIR MAGLAJ LUKAVAC VOGOSCA VISOKO KONJIC NOVI GRAD JELAH NOVO SARAJEVO GRACANICA KAKANJ HADZICI **SREBRENİK CAZIN DOBRINJA SREBRENICA KAZAKHSTAN** ALMATY ASTANA SHYMKENT **GREECE** ATHENS KOMOTINI RHODES XANTHI **AZERBAIJAN** BAKU GANJA NAKHCHIVAN **TURKMENISTAN** ASHGABAT DASHOGUZ TURKMENABAD MARY ATAMYRAT **RUSSIAN FEDERATION** MOSCOW **UZBEKISTAN** TASHKENT OPERU YUNUSABAD **BULGARIA** SOFIA PLOVDIV KARDZHALI VARNA **IRAQ** BAGHDAD ERBIL **GEORGIA** TBILISI BATUMI **SAUDI ARABIA** JEDDAH **IRAN** TEHRAN **KOSOVO** PRISHTINA **MONTENEGRO** PODGORICA **GERMANY** FRANKFURT HAMBURG COLOGNE HANNOVER BERLIN DUISBURG STUTTGART MUNICH NUREMBERG **UNITED STATES OF AMERICA** NEW YORK **UNITED KINGDOM** LONDON **TURKISH REPUBLIC OF NORTHERN CYPRUS** LEFKOŞA AKDOĞAN GİRNE KARAKUM KARAOĞLANOĞLU GÜZELYURT GÖNYELİ İSKELE GAZİMAĞUSA NEAR EAST UNIVERSITY **BOSNIA AND HERZEGOVINA** SARAJEVO TUZLA ZENICA ILIDZA MOSTAR BIHAC TRAVNIK GORAZDE BANJA LUKA BRCKO FERHADIJA BUTMIR MAGLAJ LUKAVAC VOGOSCA VISOKO KONJIC NOVI GRAD JELAH NOVO SARAJEVO GRACANICA KAKANJ HADZICI **SREBRENİK**

**MORE THAN A BANK**



Ziraat Bank

# MOJA BANKA NA DODIR



## SOG@MOBILE BANKING

MOGUĆNOST PREGLEDA RAČUNA, KREDITA I ŠTEDNJI NA JEDNOM MJESTU | OBAVLJANJE SVIH TRANSAKCIJA  
PREMA SVIM RAČUNIMA U DOMAĆEM PLATNOM PROMETU | JEDNOSTAVNOST UPOTREBE  
| 0% PROVIZIJA ZA PRENOS SREDSTAVA FIZIČKIM ILI PRAVNIM LICIMA NA RAČUNE U NAŠOJ BANCI |  
INFORMACIJE O DNEVNIM PROMJENAMA NA RAČUNU | KONVERZIJA VALUTA

ŠTA JE POTREBNO ZA KORIŠĆENJE MOBILNOG BANKARSTVA?  
IOS ILI ANDROID TELEFON SA INTERNET KONEKCIJOM | OTVOREN RAČUN U SOCIETE GENERALE BANCI MONTENEGRO |  
BROJ VAŠEG MOBILNOG TELEFONA U BAZI PODATAKA SOCIETE GENERALE BANKE MONTENEGRO

[WWW.SOCIETEGENERALE.ME](http://WWW.SOCIETEGENERALE.ME)

conduct any purchase or transfer, which in turn eliminates the risk of theft or loss, and increases convenience for the end users. As for domestic citizens, there are many options available. They are able to use a mobile wallet that they manually recharge from their bank account. Or, as banked customers, they can simply link their bank accounts to conduct a transaction. Alternatively, they can link the payment to multiple credit cards, whereby the credit card itself is the payment instrument and the mobile is simply a facilitator; all a user needs do is to choose which credit card to use for a given purchase. This will increase the volume of transactions passing through Mastercard and VISA. Merchants are advantaged as they receive payments instantaneously, serving as short term funding, improving liquidity and their cash conversion cycles. Furthermore, by receiving the payment sooner rather than later, a merchant or a customer may use the amount to pay another entity, and that entity will be able to pay another and so on. The domino effect results in higher velocity of circulation in the country's economy. One of the most prominent benefactors are the small businesses, the ones in the street that will receive payments that they would otherwise have not received because either the customer is not carrying banknotes and coins, or because that merchant does not accept credit cards. Plus, a merchant's end-of-day trip back and forth to the bank to deposit money will no longer be required. Furthermore, tourist will no longer be inconvenienced for not carrying a foreign currency and thus will more easily be able to purchase items without the need to change money. As mobile payments

are designed for micropayments (less than low value payments) smaller businesses will benefit.

While banks offering these services will have a new revenue stream, it is recommended that they set conservative charges on transaction amounts of 100 Euros and below to encourage the use of this service. A rational user will not pay 1 Euro to purchase a 3 Euro mug, but is willing to pay 2 Euros to purchase a tuxedo costing 600 Euros. Thus, establishing 'slices' in a charges schema using the mobile payments platform by the authorized business administrator at the bank achieves this purpose. The regulator overseeing the banks operating the mobile payments switch is required to set maximum limits on the permitted charges of the banks so that they are not excessive and defeat the purpose of mobile payments. As for micropayments, usually lower charges yield higher volumes of transactions, and the optimal charges schema requires careful thought and should be adjusted from time to time through trial and error as a bank may need to extract the maximum revenue by detecting the elasticity of demand of the customers over time.

The adoption of mobile payments paves the way for a cashless society in which the printing, handling and destruction of physical money is reduced. Benefits of a cashless society are vast and affect the entire economy, alleviating cash management costs.

Together, a mobile payments platform and mobile payments switch represent the proposed solution that will satisfy the objectives and needs of a comprehensive country-wide mobile payment solution of any country.

## A REVOLUTIONARY APPROACH TOWARDS SETTLEMENT

*Retail payments (including plastic card technologies, credit and debit cards, prepaid cards, ATM/POS terminals, eCommerce payments, contactless payment systems, mobile payments, and digital currency) are becoming dominant in the world of payments. In fact, the aggregate value of all retail payments currently exceeds the aggregate value of all wholesale payments, ACH, and RTGS payments. Hence, the immediacy of settling these transactions is apparent. The future has arrived. It is the revolutionary new settlement system, RT-RPS.*



Radmila Gaćeša  
Komerijalna banka  
Beograd

# Inicijalna javna ponuda

Zemlje Centralne i Jugoistočne Evrope su u protekle dve decenije izvršile značajne institucionalne promene koje su, pored ostalog, obuhvatile: restrukturiranje bankarskog sektora, promene u vlasničkoj strukturi i veliki priliv stranih investicija, što je rezultiralo stvaranjem uslova za ubrzani ekonomski razvoj na makro planu. Razvoj finansijskog sektora je pri tome baziran na regulatornim izmenama, usklađivanju sa standardima Evropske unije, te neophodnosti pristupa dopunskom kapitalu

**K**ao najznačajniji izvori kapitala na raspolaganju su:

- bankarski krediti, koji pored depozita, predstavljaju osnovnu funkciju banaka odn. kreditnih institucija shodno lokalnim zakonima skoro svih zemalja sveta, i koji obuhvataju dva segmenta i to: kredite odobrene od strane banaka operativnih u zemlji, a koji, u zavisnosti od lokalnih propisa, mogu biti odobreni u lokalnoj valuti i/ili u stranoj valuti; kredite odobrene od strane banaka ili drugih finansijskih institucija koje posluju u inostranstvu, otuda se takvi krediti zovu prekograničnim kreditima (eng. Cross border loans)
- prikupljanje kapitala putem inicijalnih javnih ponuda (eng. IPO - Initial Public Offering) preko berze, pri čemu transakcija može biti obavljena na lokalnoj berzi u zemlji sedišta kompanije-emitenta ili na nekoj od inostranih berzi.

Oba modela obezbeđenja dodatnog kapitala praćena su brojnim specifičnostima, kao i određenim troškovima. U specifičnosti spadaju pre svega: regulatorni aspekti,

određeni rizici koji ne postoje u slučaju obavljanja transakcija u zemlji, obaveza sprovođenja *due diligence* postupaka odn. misija, angažovanje eksternih savetnika, angažovanje eksternih pravnih agenata i drugo. Pri tome, troškovi u slučaju inicijalne javne ponude zavise pre svega od koncepta za koji se opredeli kompanija - emitent: direktna javna prodaja ili angažovanje mreže brokera za distribuciju akcija sa obavezom ili bez obaveze angažovanih brokera da otkupe neprodane akcije.

Po svojoj suštini inicijalna javna ponuda (eng. *Initial Public Offering* skraćeno *IPO*) predstavlja vrstu javne ponude u okviru koje se akcije jedne kompanije odnosno jednog privrednog subjekta prodaju institucionalnim investitorima po prvi put. Kroz takav proces kompanija koja je u vlasništvu privatnih lica transformiše se u javno preduzeće. Osnovni motivi donošenja odluke za inicijalnu javnu ponudu su povećanje kapitala, kao i promena statusa kompanije koja omogućava javno trgovanje akcijama na berzi.

Inicijalna javna ponuda je praćena brojnim prednostima, među kojima su najznačajnije: povećanje kapitala i diverzifikacija vlasnika; znatno povoljniji pristup izvorima finansiranja u zemlji, a često i u inostranstvu; unapređenje imidža kompanije u javnosti; mogućnost apliciranja ili povećanja ocene međunarodnog kreditnog rejtinga; mogućnost privlačenja ekskluzivnih menadžera i eksperata za delatnost u kojoj posluje kompanija.

Istovremeno, analize brojnih realizovanih inicijalnih ponuda potvrđuju da, pored prednosti, inicijalne javne ponude su gotovo bez izuzetka praćene određenim nedostacima, kao što su: obaveza javnog saopštavanja finansijskih i drugih značajnih informacija o kompaniji; permanentno angažovanje menadžmenta koje, u dužem vremenskom periodu a o čemu će naknadno biti dato više relevantnih pojedinosti, zahteva pripreme i značajnu pažnju tom segmentu; značajni troškovi u pogledu priavljanja dokumentacije kao što

# Initial Public Offering

Central and Southeast European countries have made a significant institutional changes for the last two decades, which, inter alia, covered the following: restructuring of the banking sector, changes in ownership structure and large inflow of foreign direct investments, which resulted in creating the conditions for accelerated economic development on macro level. The development of the financial sector is thereby based on regulatory changes, harmonisation with the European Union standards, and the need to access the additional capital

The following sources are available as the most important sources of capital:

- banking loans, which in addition to deposits represent core function of banks, i.e. credit institutions pursuant to local laws of almost all countries in the world, and which cover the following two parts: loans granted by banks operating in the country, which, depending on local regulations, may be granted in local currency and/or foreign currency; loans granted by banks or other financial institutions operating abroad, i.e. loans that are called cross border loans
- gathering capital through Initial Public Offering (IPO) using stock exchanges, whereby the transaction may be executed on local stock exchange in the country of the issuing company or on some of foreign stock exchanges.

Both models of providing additional capital are followed by numerous specificities and certain costs. The specificities primarily include regulatory aspects, certain risks

that do not exist in case of executing transactions in the country, the obligation of conducting due diligence, i.e. on site visits, involvement of external advisors, engagement of external legal agents, and the like. To that end, costs in case of initial public offering depend primarily on the concept of the issuing company: direct public sale or engagement of the network of brokers for the distribution of shares with or without obligation to engage broker to repurchase unsold shares.

By its substance, the Initial Public Offering represents type of a public offering within which the shares of a company or a legal person are sold to institutional investors for the first time. The company owned by private persons is transformed in public company through this process. The main motives for making decisions to use initial public offering are increase of capital and the change in status of the company which enables public trading with shares on the stock exchange.

The initial public offering has many advantages, among which the

Radmila Gaćeša  
Komerčijalna banka Belgrade

most important are the following: increase in capital and diversification of owner; substantially favourable access to sources of financing in the country, and often abroad; improvement of image of the company in the public; possibility of applying for or increasing the grade of international credit rating; -possibility of attracting exclusive managers and experts for the main activity of the company.

Simultaneously, the analysis of numerous realised initial public offerings confirm that in addition to their advantages, they are almost without no exception followed by certain weaknesses, such as: the obligation of disclosure of financial and other important information of a company; permanent engagement of the management, which in long period require preparation and paying special attention to this segment. This will be elaborated further below; significant expenses concerning gathering of documents such as legal opinions, financial and/or accounting reports prepared upon the request of consultants and other participants in the process of initial public offering; possibility that publicly disclosed information on the operations of the company are misused by the competition; risk that the intended capital inflow cannot be achieved, and some other risks.

su: pravna mišljenja, finansijski odn. računovodstveni izveštaji rađeni na zahtev konsultanata i drugih učesnika u procesu inicijalne javne ponude; mogućnost da javno saopštene informacije o poslovanju kompanije budu zloupotrebjene od strane konkurencije; rizik da nameravani priliv kapitala ne bude moguće ostvariti, kao i neki drugi.

### POSTUPAK INICIJALNE JAVNE PONUDE

U postupku inicijalne javne ponude učestvuje najmanje jedna investiciona banka ili finansijski savetnik ili broker. Moguće je da, u zavisnosti od strukture i veličine kompanije, te apetita aktuelnih akcionara za postizanjem efekata, u pripremu i realizaciju jedne inicijalne javne ponude bude uključeno nekoliko investicionih banaka odn. ostalih specijalizovanih savetnika ili brokera. Kompanija koja ulazi u postupak inicijalne javne ponude se naziva emitent po osnovu emitovanja odn. izdavanja hartija od vrednosti a to su ovde akcije. Ostali učesnici u transakciji, koji se zovu pokrovitelji (*eng. underwriters*), sklapaju ugovor sa emitentom kojim se definišu svi elementi procesa, uključujući obaveze svih učesnika u transakciji.

Da bi preduzeće uspešno realizovalo inicijalnu javnu ponudu, neophodno je da ima stabilnu tržišnu i finansijsku poziciju, realno procenjene mogućnosti razvoja, zadovoljavajući nivo profitabilnosti, odgovarajuću kadrovsku strukturu, profesionalne, partnerske i kooperativne odnose sa okruženjem, uspostavljen efikasan mehanizam poslovnog i finansijskog izveštavanja i interne kontrole.

Procesu otvaranja preduzeća putem inicijalne javne ponude akcija

prethode veoma sveobuhvatne pripreme u samom preduzeću. Od najvećeg značaja je utvrditi da li su poslovni rezultati i profitabilnost i perspektive razvoja preduzeća dovoljno atraktivni da mogu da privuku investitore. Zbog složenosti i dugotrajnosti postupka inicijalne javne ponude, kao i činjenice da ovaj proces uključuje veliki broj internih i eksternih učesnika, on može biti podeljen na više međusobno povezanih aktivnosti koje se mogu grupisati u tri faze:

1. U pripremljivoj fazi sprovodi se detaljna analiza poslovanja i u slučaju potrebe, može biti doneta odluka o sprovođenju restrukturiranja preduzeća, zatim se pripremaju prospekt, kao i ostala potrebna dokumentacija. Takođe se utvrđuje veličina emisije u smislu procenta učešća akcija koje se prodaju, izbor listinga i tipa investitora koji se ocenjuje kao optimalan za postojeće akcionare.
2. U drugoj fazi se formira pokroviteljska struktura, koja može značiti jednu ili više investicionih banaka odn. brokerskih kuća, savetnika i slično. Takođe se dizajnira preliminarni prospekt, preduzeće se predstavlja investitorima kroz Road Show i prikupljaju se nalozi za kupovinu akcija.
3. U finalnoj fazi se utvrđuje početna cena akcija, štampa se konačni prospekt sa početnom cenom i obavlja trgovina akcijama.

Svaka inicijalna javna prodaja obuhvata određene aktivnosti, bez kojih je ona nemoguća. U te aktivnosti spadaju pre svega: sastanak konsultanata, due dilligence regulatorni pregled, prethodni marketing, objavljivanje rezultata istraživanja, marketing, road show, finalno odobrenje od strane regulatornog

organa, prodaja akcija, te stabilizacija tržišta.

U preduzeću koje planira realizaciju inicijalne javne ponude akcija potrebno je, svakako pre samog početka pripremljivih radnji, početi sa organizovanjem poslovanja na način kao da to preduzeće već posluje kao otvorena, javna kompanija. Ovde se prvenstveno misli na prihvatanje upravljanja zasnovanog na egzaktnim bazama podataka, organizovanje redovnih sastanaka upravnog odbora, i kreiranje mehanizama za redovnu komunikaciju sa akcionarima.



**INITIAL PUBLIC OFFERING PROCEDURE**

At least one investment bank or financial advisor or broker participates in the initial public offering. It is possible that, depending on the structure and size of the company and appetite of current shareholders for achieving effects, several investment banks and/or other specialised advisors or brokers participate in the preparation and realisation on one initial public offering. A company entering the process of initial public offering is called issuer based on issuance of

securities, in this case issuance of shares. Other participants to the transactions are called underwriters. They enter into an agreement with the issuer defining all elements of the process, including obligations of all participants in the transaction.

A company should have stable market and financial position in order to execute initial public offering successfully, as well as realistically estimated possibilities of development, satisfactory level of staffing structure, professional, partner and cooperative relations with its surroundings, established efficient mechanism of business and financial reporting and internal controls.

Comprehensive preparations in the company precedes the process of opening a company through initial public offering. It is of utmost importance to establish if business results and profitability and development perspective of a company are substantially attractive to attract the investors. Due to the complexity and duration of the initial public offering process and the fact that this process includes large number of internal and external participants, it can be divided into many interrelated activities grouped in three phases:

1. Preparatory phase, in which due diligence is conducted and a decision on restructuring a company can be brought if needed. It is followed by the preparation of prospectus and other necessary documents. In addition, the size of the issue with regard to the percent of shares to be sold is determined, listing and type of investors, who are rated as optimum for the existing shareholders, are selected.

2. Second phase, in which the structure of underwriter is established, which may include one or several investment banks, i.e. brokerage companies, advisors, and the like. A preliminary prospectus is also designed, and company is presented to the investors through a Road Show, and orders for purchase of shares are gathered.

3. Final phase, in which the initial price of shares is determined, final prospectus is printed with the initial price and trading with shares is performed.

Every initial public offering includes certain activities, without which the initial public offering would be impossible. These activities include primarily: advisors' meeting, due diligence, regulatory review, pre-marketing, publishing of research results, marketing, road show, final approval by regulatory authority, sale of shares and market stabilisation.

If a company plans initial public offering of shares, operations of the company should be organised before preparatory activities in the manner that the company operates as an open, public company. This primarily refers to accepting of management based on exact databases, organising regular meetings of the managing board, and creating mechanisms for regular communication with shareholders.

Experiences of the countries with developed capital markets indicated that team that will participate in the IPO implementation should be determined before the realisation of initial public offering, as well as an advisors' team which will draw up IPO strategy and assess the value of the company – issuer. External – independent consultants, investment banks and broker-dealer companies



Iskustva iz zemalja sa razvijenim tržištima kapitala ukazuju na to da je od posebnog značaja pre početka realizacije inicijalne javne ponude odrediti tim koje će učestvovati u IPO implementaciji i tim konsultanta čiji je zadatak pre svega izrada IPO strategije, procena vrednosti preduzeća - emitenta. Najznačajniju ulogu u tom segmentu vrše eksterni - nezavisni konsultanti, investicione banke i brokersko-dilerska društva. Nakon izbora investicione banke i kompletiranja due diligence analize, priprema se dokumentacija potrebna za podnošenje zahteva regulatornom telu, a to je najčešće Komisija za hartije od vrednosti. Cilj te aktivnosti je pribavljanje odobrenja za registraciju nove emisije akcija. Uz zahtev za registraciju i prospekt emisije, preduzeće koje se otvara dostavlja i dodatnu dokumentaciju, kao što su: ugovor zaključen sa pokroviteljem ili pokroviteljima emisije, osnivački akt i druga dokumenta i ugovori koje regulatorno telo može zahtevati u procesu odlučivanja. Specifični elementi strukture inicijalne javne ponude akcija su: veličina javne ponude odn. nominalno procenjen ukupan iznos kapitala koji se očekuje prilikom prodaje akcija; broj autorizovanih običnih akcija; spisak postojećih akcionara; specijalni ugovori sa ključnim postojećim akcionarima i menadžerima, u smislu zabrane prodaje akcija iz portfelja navedenih fizičkih lica; način i ciljevi prodaje odn. distribucije akcija; izbor berze na kojoj će biti kotirane odn. listirane akcije po osnovu IPO transakcije; plan korišćenja finansijskih sredstava prikupljenih putem inicijalne javne ponude akcija.

Najvažniji dokument koji se prezentira potencijalnim investitorima

pri svakoj novoj emisiji akcija, a to je slučaj i kod prve, dakle inicijalne emisije, je prospekt emisije. Sadržina i forma prospekta regulisana je aktima regulatornog tela. Prospekt sadrži informacije o novoj emisiji (cena pojedinačne akcije, broj akcija, procedura upisa), o poslovanju preduzeća (primarna ili pretežna delatnost, menadžment), kao i finansijski izveštaji koji su bili predmet nezavisne revizije. Sadržaj prospekta svakako je uređen nacionalnim zakonodavstvom zemlje u kojoj emitent ima svoje sedište.

Nakon odobrenja prospekta od strane regulatornog organa, počinje tzv. road show, tj. proces privlačenja investitora organizovanjem niza sastanaka na koje se direktno pozivaju potencijalni investitori, na bazi prethodno veoma ozbiljno sprovedenih priprema, sa ciljem prezentacije preduzeća koje namešta da realizuje inicijalnu javnu ponudu. Tokom road show-a, koji obično traje 2-3 dana a ponekad i 1-2 nedelje, organizuju se pojedinačni i grupni sastanci sa institucionalnim investitorima, kao što su na primer: penzioni, investicioni fondovi i neki drugi fondovi, odnosno sa individualnim investitorima. To su istovremeno prilike da članice sindikata pokrovitelja emisije dobiju dodatne informacije o preduzeću emitentu, te elementima emisije. Cilj road show-a je procena zainteresovanosti investitora za učešće u inicijalnoj javnoj ponudi, pa je ovo i jedna od najznačajnijih aktivnosti u procesu utvrđivanja vrednosti nove emisije akcija i tražnje za IPO akcijama. Tokom poslednjeg dana zatvaranja inicijalne javne ponude, investiciona banka i preduzeće emitent donose odluku o ceni akcija, a na osnovu informacija dobijenih

tokom road show-a, strukture i obima podnetih naloga od strane investitora.

### NAČIN ODREĐIVANJA CENA

U pogledu načina određivanja cena, inicijalna javna ponuda se može realizovati putem tzv. book building metoda, metodom fiksne cene i aukcije. Book building proces usmeren je na razdvajanje velikih - institucionalnih i individualnih investitora i određivanje raspona cene, odnosno cene po kojoj će se izvršiti prodaja akcija nakon isteka definisanog roka za dostavljanje ponuda. Ovaj proces je moguće podeliti u tri faze. U prvoj fazi emitent imenuje za book runner-a odabranu investicionu banku zaduženu za pokroviteljstvo nove emisije. Zatim se obelodanjuje ukupan broj akcija iz inicijalne javne ponude, kao i granice IPO cene. Investiciona banka vrši izbor investitora - potencijalnih kupaca akcija iz nove emisije.

U drugoj fazi, investitori vrednuju novu emisiju, nakon čega investiciona banka dobija indikacije o karakteristikama buduće tražnje za akcijama iz inicijalne javne ponude. Investitori saopštavaju svoje preferencije u pogledu količine i cene po kojoj su spremni da kupe akcije preko brokera. Konačno, u poslednjoj fazi, utvrđuje se cena po pojedinačnoj akciji, a nova emisija se alocira na investitore koji su učestvovali u book building procesu. Takođe se utvrđuje minimalna cena po kojoj su svi investitori spremni da kupe IPO akcije.

Sasvim je izvesno da inicijalna javna prodaja predstavlja jedan veoma složen i zahtevan proces. Stoga se emitenti najčešće oslanjaju na usluge investicione banke koja obavlja celokupan posao, od ideje

play the most important part in this area. After selecting the investment bank and completing due diligence, a documentation needed for filing the application to regulatory authority, most frequently to the Securities and Exchange Commission, is prepared. This activity is aimed at obtaining approval for registering new issue of shares. The company to be opened submits additional documents together with the application for registration and prospectus of issue, such as: the contract signed with underwriter(s) of the issue, Articles of Association and other documents and contracts that regulatory authority may require in the decision making process. Specific elements of the structure of the initial public offering of shares are: size of the initial public offering, i.e. estimated total amount of capital in nominal terms to be expected during the sale of shares; number of authorised common shares; list of existing shareholders; special contracts with key existing shareholders and managers regarding the prohibition of sale of shares from the portfolio of specified natural persons; manner and objectives of sale i.e. distribution of shares; selection of stock exchange where shares will be listed based on the IPO transaction; plan of using financial resources gathered through initial public offering of shares.

The most important document to be presented to the potential investors at any new issue of shares, as it is also the case with the first initial share, is prospectus of the issue. The content and the format of the prospectus is regulated by the documents of the regulatory authority. The prospectus contains information on new issue (price of

individual share, number of shares, the procedure of subscription), operations of a company (primary or main activity, management), and audited financial reports. The content of the prospectus is surely regulated by the national legislation of the issuer.

Upon the approval of the prospectus by regulatory authority, the Road Show initiates, i.e. a process of attracting investors by organising a series of meetings where potential investors are directly invited based on very serious preparations aimed at presenting a company that will realise initial public offering. During the road show, which usually lasts two to three days and sometimes even one to two weeks, individual and group meetings are organised with institutional investors like pension, investment or other funds, and/or individual investors. These are also opportunities where members of the underwriter syndicate obtain additional information on the company issuer and elements of the issue. The objective of a road show is to assess the interest of investors to participate in the initial public offering. Thus, this is one of the most important activities in the process of determining the value of new issue of shares and demand for IPO shares. During the last day of closing the initial public offering, the investment bank and a company issuer pass a decision on the price of the share based on the information obtained during the road show, the structure and volume of the submitted orders by the investors.

#### **PRICING METHOD**

With regard to the pricing, the initial public offering may be realised through book building method,

fixed price method and auction. Book building process is aimed at dividing large – institutional and individual investors and determining price spread, i.e. price at which the sale of shares will be made after the expiry of deadline for submitting the offers. This process can be divided into three phases. In the first phase, the issuer appoints a selected investment bank for book runner which is responsible for underwriting new issue. This is followed by disclosing total number of shares from the initial public offering, and thresholds of the IPO price. The investment bank selects investors – potential buyers of shares from the new issue.

In the second phase, the investors value new issue, after which the investment bank obtains indications on the features for the prospective demand for shares from the initial public offering. The investors announce their preferences with regard the quantity and price at which they are ready to buy shares through brokers. Finally, in the last phase, the individual share is priced and new issue is allocated to the investors that participated in the book building process. Also, minimum price at which all investors are ready to buy IPO shares is determined.

It is quite certain that the initial public offering represents a very complex and demanding process. Therefore, issuers rely most frequently on the services of the investment bank that performs the entire operation, from the idea to the realisation of opening i.e. entering the issuer the stock exchange. Investment bank may act as underwriter of shares. In that case, the bank signs issue and is obliged to

do realizacije otvaranja odn. izlaska emitenta na berzu. Investiciona banka može da nastupa u ulozi pokrovitelja emisije. Tada banka potpisuje emisiju i obavezuje se na otkup akcija od izdavaoca po dogovorenoj ceni, ili se, pak, obavezuje da će otkupiti sve akcije koje nisu prodate investitorima na tržištu. Osnovni zadatak investicione banke kao pokrovitelja emisije u IPO postupku jeste da odredi vrstu akcija koje će biti emitovane, cenu po kojoj će se investicionoj javnosti ponuditi akcije i momenat izlaska na tržište. Alternativa je izbor agenta emisije koji će promovisati atraktivnost ulaganja u akcije preduzeća. Postoji i mogućnost formiranja tzv. sindikata pokrovitelja, i to u slučaju kada investiciona banka, kao pokrovitelj emisije, ne želi ili ne može da preuzme celokupan rizik emitovanja i prodaje akcija. Tada se rizik smanjuje formiranjem grupe investicionih bankara koji zajedno, u formi pula odn. sindikata, učestvuju u prodaji nove emisije akcija. Veličina sindikata zavisi od vrednosti i strukture javne ponude akcija, kao i od postojećih odnosa vodeće investicione banke sa ostalim bankama. Članovi sindikata između sebe odlučuju o vodećoj banci, koja se uobičajeno naziva lider pokrovitelja (*engl. lead underwriter*).

Investicione banke uvek određuju raspon cena u kome se kreće cena akcija iz inicijalne javne ponude (*engl. price spread*). Raspon cene objavljuje se u preliminarnom prospektu ili kratko nakon popunjavanja registracije nove emisije akcija kod komisije za hartije od vrednosti. Veličina resona i visina cene akcija su od velike važnosti za vlasnike preduzeća koja se otvara, jer su to činioци koji određuju visinu

finansijskih sredstava koju će emitent dobiti u postupku inicijalne javne ponude akcija. Investiciona banka kao pokrovitelj emisije odlučuje i koji će broj akcija rezervisati za veće odnosno manje institucionalne investitore, kao i za individualne investitore.

Pored navedenog, praksa je da se u dogovoru sa investicionom bankom definiše i pitanje tzv. „pretplate emisije“ (*engl. overallotment*), a koja označava ukupan maksimalan iznos preko unapred određenih iznosa emisije koji investiciona banka ima pravo da prihvati, uvažavajući specifičnosti okolnosti u kojima mora da odluči poštujući interese emitenta na najbolji mogući način. Po pravilu najvećim dozvoljenim obimom pretplate smatra se iznos uvećanja sredstava od 15% akcija iznad inicijalno izdatog broja akcija.

Za razliku od napred navedene opcije „pretplate emisije“, često se u praksi sreće problem potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude. Odgovor na pitanje zašto investicione banke utiču na potcenjenost akcija iz inicijalne javne ponude može biti višestruk. Naime, jedan od razloga može biti uloga investicionih banaka kao pokrovitelja emisije akcija, pri čemu pokrovitelj otkupljuje celokupnu emisiju i prodaje je javnosti po unapred utvrđenoj ceni snoseći celokupan rizik neuspeha prodaje. U slučaju previsoke cene za dati volumen akcija, investicione banke neće biti u mogućnosti da prodaju celokupnu emisiju akcija, pa su stoga motivisane da cena iz inicijalne javne ponude bude dovoljno niska kako bi garantovala zadovoljavajuću tražnju za akcijama.

Druga mogućnost je postojanje dugoročnih veza između

investicionih banaka i institucionalnih investitora, za razliku od veze koja se uspostavlja između banke i preduzeća-emitenta, a koja je po pravilu jednokratne prirode, budući da se odnosi na jednu IPO transakciju. Investicione banke predstavljaju ključni faktor u procesu određivanja cene u postupku IPO transakcije.

## **OSTALE AKTIVNOSTI INVESTICIONE BANKE**

Pored uloge u određivanju vrstu akcija koje će biti emitovane i cene po kojoj će se investicionoj javnosti ponuditi akcije, investiciona banka preuzima i niz drugih aktivnosti u vezi sa plasmanom inicijalne javne emisije akcija kao što su: dobijanje dozvole za emisiju; oglašavanje prodaje emisije; ostale marketing aktivnosti u vezi emisije; prijem pismenih izjava o upisu hartija od vrednosti; prijem uplata i izdavanje potvrda o primljenim uplatama; štampanje hartija od vrednosti; raspodela i uručivanje hartija od vrednosti akcionarima.

Kada jednom počne sa prodajom akcija iz inicijalne javne ponude, posao investicione banke (pokrovitelja) nije završen. Investiciona banka se tada okreće poslovima kreiranja i stabilizacije tržišta. Investicione banke obezbeđuju veoma vredne informacije za menadžere IPO kompanije, koji najčešće nemaju prethodno iskustvo sa ovim kompleksnim, obično dugotrajnim i rizičnim procesom. Izbor investicionih bankara vrši se na osnovu njihove reputacije, iskustva u grani kojoj pripada emitent, namere i očekivanja emitenta u vezi investitora koji će kupovati akcije iz inicijalne javne ponude i sl. Na izbor investicione banke koja će

repurchase shares from the issuer at agreed price, or it is obliged to repurchase all shares that are not sold to investors at the market. The main task of the investment bank as an underwriter of shares in IPO process is to determine type of shares to be issued, price at which shares will be offered to investment public and the moment of entering the market. The alternative is the selection of agent of the issue who will promote the attractiveness of investing in company's shares. There is the possibility of establishing underwriter syndicate when the investment bank, as an underwriter of an issue does not want or cannot assume entire risk of issuing and selling the shares. The risk is reduced by establishing a group of investment bankers, which together in the form of pool i.e. syndicate, participate in the sale of new issue of shares. The size of syndicate depends on the value and structure of public offer of shares and the existing relationship of the leading investment bank with other banks. Members of the syndicate decide among themselves on leading bank which is usually called lead underwriter.

Investment banks always determine price spread, i.e. range in which price of shares from initial public offering moves. Price spread is published in the preliminary prospectus or shortly after filling registration of new issue of shares with the Securities and Exchange Commission. The size of spread and the price of shares are very important for the owners of a company to be opened, as these are the factors that determine the amount of financial resources the issuer will obtain during the initial public offering of shares. Investment

bank, as an underwriter, decides the amount of shares to be booked for bigger or smaller institutional investors, as well as individual investors.

In addition, the practice is that overallotment is also agreed with the investment bank. This means total maximum amount above predetermined amount of issue which the investment bank has the right to accept, respecting the specific circumstances in which it has to make decision and the interests of issuers in the best possible manner. As a rule, the maximum allowed volume of overallotment includes the amount of increase of funds of 15% of shares above the initially issued number of shares.

As opposed to overallotment option, the practice often faces with the problem of underestimation of shares from the initial public offering. The answer to why the investment banks influence the underestimation of shares from the initial public offering may be multiple. Namely, one of the reasons may be the role of investment banks as underwriter of the issue of shares, whereby the underwriter purchases the entire issue and sells it to the public under predetermined price bearing entire risk from the failure of sale. In case of too high price for a given volume of shares, the investment banks will not be able to sell the entire issue of shares and they are therefore motivated to have prices from the initial public offering sufficiently low to guarantee satisfactory demand for shares.

The other possibility is the existence of long-term relationship between the investment banks and institutional investors, as opposed to the relationship established between the banks and issuing company,

and which, as a rule, are of single nature since they refer to one IPO transaction. The investment banks are a key factor in the process of pricing of IPO transaction.

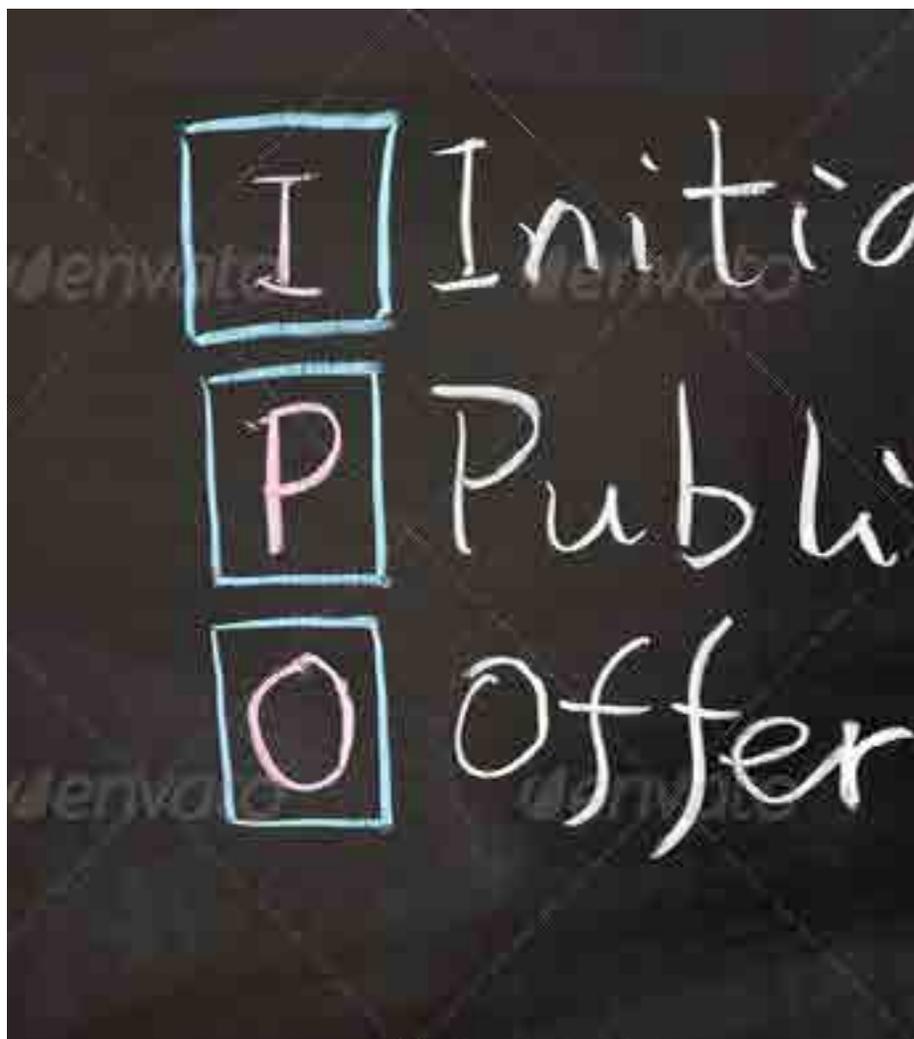
#### **OTHER ACTIVITIES OF INVESTMENT BANK**

In addition to the role in determining the type of shares to be issued and price at which shares will be offered to the investment public, the investment bank assumes also other activities regarding the placement of initial public issue of shares, such as: obtaining license for issue; announcing sale of share; other marketing activities regarding the issue; receiving written statements on the subscription of securities; receiving payments and issuing receipts on the received payments; printing of securities; distribution and delivering securities to shareholders.

Once the sale of shares from the initial public offering initiates, the job of the investment bank (underwriter) does not end. The investment bank turns to the activities of creating and stabilising the market. Investment banks provide very valuable information to managers of IPO company, which most frequently do not have previous experience with this complex, often long lasting and risk process. The selection of investment bankers is made based on their reputation, experience in the sector of the issuer, intent and expectation of the issuers regarding the investors that will purchase shares from the initial public offering, and the like. Many factors influence the selection of investment bank that will participate in the realisation of the initial public offering of shares, among which the most important are:

učestvovati u realizaciji inicijalne javne ponude akcija utiče više faktora, među kojima su najznačajniji:

- Zahtevi koje investiciona banka postavlja u vezi sa veličinom nove emisije akcija - većina banaka razmatra angažovanje u inicijalnim javnim ponudama akcija onih preduzeća koja su dostigla određenu veličinu, nivo profitabilnosti i posluju određeni vremenski period na jednom tržištu.
- Vrednost emisije - neke investicione banke definišu minimalnu vrednost inicijalne javne ponude akcija ispod koje ne razmatraju angažovanje u ovim transakcijama.
- Specijalizacija za određenu delatnost - određene investicione banke razvile su svoju reputaciju i ekspertizu u konkretnim delatnostima, čime su se specijalizirale što predstavlja prednost kako za njih same tako i za emitenta.
- Kapacitet za analizu i istraživanje - sposobnost pokrovitelja da izvrši IPO analizu u određenoj industrijskoj grani određuje uspešnost vrednovanja akcija iz inicijalne javne ponude i realizacije road show-a, kao i trgovanje akcijama u periodu po oknčanju IPO transakcije.
- Očekivani novo saradnje između preduzeća i investicione banke - oželjno je da preduzeće uspostavi kontakt sa investicionom bankom najmanje šest meseci pre realizacije inicijalne javne ponude akcija. Tokom IPO procesa, rukovodstvo preduzeća treba da ima poverenje u investicionu banku, njenu kompetentnost, angažovanje i kredibilitet.
- Opredeljenje za tip investitora - neke investicione banke orijentisane su u svom radu dominantno ka individualnim, a neke ka institucionalnim investitorima.
- Podrška preduzeću u periodu



posle okončanja IPO transakcije - investiciona banka pruža preduzeću niz usluga u post-transakcijskom periodu, kao što su usluge market mejkera, kupovina akcija za svoj račun, preporuke u vezi sa tržištima koja se otvaraju putem inicijalne javne ponude akcija i dr. Kako je preduzeću koje se otvara od velikog značaja postojanje dubokog i likvidnog tržišta akcija, uloga investicione banke kao market mejkera je u post-IPO periodu veoma značajna.

- Reference investicione banke o efektima investicione banke - potencijalnog kandidata za pokrovitelja inicijalne javne ponude akcija, može se ceniti uvidom u listu kompletiranih javnih ponuda akcija u kojima je banka učestvovala u bliskoj prošlosti,

kao i kontaktom sa investitorima sa kojima banka saraduje.

- Reputacija i kvalitet sindikata ili grupe pokrovitelja kojoj pripada investiciona banka - treba naglasiti da je u procesu inicijalne javne ponude akcija izbor učesnika obostran. I investiciona banka pažljivo bira svoje klijente kao nosioce potencijalnih IPO transakcija.

#### MARKETING AKTIVNOSTI

Svaka IPO transakcija je bez izuzetka praćena određenim marketing aktivnostima, što predstavlja kompleksan proces koji obuhvata tri faze:

- pre-marketing fazu u kojoj se investitori pripremaju za novu emisiju akcija;



- Requirements set up by the investment bank with regard to the size of the new issue of shares – most of the banks discuss the engagement in the initial public offering of shares of those companies that have reached certain size, level of profitability and operate a certain period of time in one market.
- Value of issue – some investment banks define minimum value of initial public offering of shares below which the engagement in these transactions is not discussed.
- Specialisation for certain activity – certain investment banks developed their reputation and expertise in specific industries, thereby specialising in such an industry and this represents an advantage for them and for the issuer.

- Capacity for analysis and research – the ability of underwriter to make IPO analysis in certain industry determines the successfulness of value of shares from the initial public offering and realisation of road show, as well as trading in shares in period upon the finalisation of IPO transaction.
- Expected level of cooperation between the company and investment bank – the company should establish a contact with the investment bank at least six months before the realisation of the initial public offering of shares. During the IPO process, the management of the company should trust the investment bank, its competency, engagement and credibility.
- Selecting the type of investor – some investment banks are oriented in their work towards individual investors, while others are oriented towards institutional investors.
- Support to the company in period after the finalisation of IPO transaction – the investment bank provides a series of services to the company in post-transaction period, such as market maker services, purchase of shares for its account, recommendations regarding markets that are opened through the initial public offering of shares, and the like. Since the existence of deep and liquid market of shares is of utmost importance for the company to be opened, the role of investment bank as market maker in post-IPO period is very important.
- References of the investment bank on the effects of the investment bank, a potential candidate for underwriter of initial public offering of shares, may be evaluated reviewing the list of completed public offering of shares in which the bank has

participated in the near past and contacting the investors the bank cooperates with.

- Reputation and quality of syndicate or group of underwriters to which the investment bank belongs – it should be highlighted that the selection of participants is mutual in the process of initial public offering of shares. Investment bank also chooses carefully its clients as bearers of potential IPO transactions.

### MARKETING ACTIVITIES

Each IPO transaction is followed, without any exception, by certain marketing activities, which is a complex process that covers three phases:

- pre-marketing phase in which the investors are prepared for new issue of shares;
- formal marketing phase that begins with the issue of prospectus; and
- pricing of shares phase, allocation and distribution of shares.

The initial phase is dedicated to the education of investors tžhat introduce themselves with the issuing company and its activity. The main document that contains this information is published by brokers and distributed to the potential investors usually within eight weeks before the date of the issue. In case of initial public offering of shares of large values, preliminary prospectus is published four to five weeks before the pricing of IPO shares. Preliminary prospectus contains almost all information on the issuing company and new issue of shares, such as the case also with the final prospectus. The exception compared to those two prospectus different by their function is the price of IPO shares which is determined at later stage. Upon presenting the

- fazu formalnog marketinga koja počinje emisijom prospekta;
- fazu utvrđivanja cene akcija, alokacije i distribucije akcija.

Inicijalna faza posvećena je edukaciji investitora koji se upoznaju sa preduzećem emitentom i delatnošću kojom se ono bavi. Osnovni dokument u kome su date ove informacije publikuje se od strane brokera i distribuira potencijalnim investitorima u uobičajeno osam nedelja pre samog datuma emisije. U slučaju inicijalnih javnih ponuda akcija izrazito velike vrednosti, preliminarni prospekt se objavljuje 4 do 5 nedelja pre samog utvrđivanja cene IPO akcija. Preliminarni prospekt sadrži skoro sve informacije o preduzeću emitentu i novoj emisiji akcija, kao što je to slučaj sa konačnim prospektom. Izuzetak u odnosu na ta dva po svojoj funkciji različita prospekta čini pre svega cena IPO akcija, a koja se određuje kasnije. Nakon predstavljanja preliminarnog prospekta, menadžment počinje sa prezentacijama institucionalnim investitorima i analitičarima, koje su poznate pod nazivom road show. U ovoj fazi se institucionalni investitori izjašnjavaju o svom preliminarnom interesovanju za kupovinu akcija iz inicijalne javne ponude.

Utvrdjivanje cene IPO akcija je posebno osetljivo područje upravljanja procesom priprema preduzeća emitenta za izlazak na berzu. Naime, u slučaju najvećeg broja inicijalnih javnih ponuda, cena akcija se određuje u očekivanju da će promet tokom prvog dana trgovanja akcijama otpočeti po ceni koja je u proseku na nivou od oko 10% viša od inicijalne cene IPO akcija. Inicijalne javne ponude

akcija viskorizičnih kompanija, a to je većina kompanija iz delatnosti Interneta, biotehnologija i slično, karakteriše i viši nivo potcenjenosti IPO akcija. Poslednja, treća faza marketinga nove emisije akcija obuhvata utvrđivanje cene IPO akcija i njihovu alokaciju shodno isporučenim nalogima investitora. Alokacija akcija je, pored utvrđivanja cene IPO akcija, veoma važna za uspeh inicijalne javne ponude akcija, ne samo za trgovinu na sekundarnom tržištu, već i za održavanje stabilne i jake baze vlasnika. Alokacija se najčešće realizuje između nekoliko klasa investitora. Ukoliko je inicijalna javna emisija akcija preplaćena (*engl. over-subscribed*), pokrovitelj emisije može na dva načina pristupiti alokaciji IPO akcija: izvršiti raspodelu akcija na proporcionalnoj osnovi na sve klase investitora; izvršiti raspodelu akcija slučajnim izborom investitora koristeći glasačku kutiju, pri čemu se u tom slučaju investitori čiji se listić ne izvuče iz kutije smatraju neuspešnim i njima se vrši povraćaj uloženog novca.

### STABILIZACIJA CENE AKCIJA

Još jedna značajna uloga pokrovitelja emisije odnosi se na stabilizaciju cena akcija nakon realizacije procesa otvaranja preduzeća, tj. neposredno nakon alokacije IPO akcija. Stabilizacija se sprovodi sa prvenstvenim ciljem da olakša distribuciju akcija tokom perioda ponude, i obično traje do 45 dana nakon alokacije akcija. Preduzeće emitent, u cilju obezbeđenja maksimalne fleksibilnosti u stabilizaciji tržišta, obično dodeljuje vodećem pokrovitelju ispred sindikata pokrovitelja tzv. greenshoe opciju a što znači povlašćeni status. Ovom opcijom

pokrovitelju emisije omogućava se kupovina dodatnih IPO akcija od emitenta i to u maksimalnom iznosu do 15% od ukupne IPO vrednosti po istoj ceni i uslovima koji su važili tokom inicijalne distribucije IPO akcija. Rok trajanja ove opcije je obično 30 dana. Ukoliko dođe do rasta cene akcija u periodu od 30 dana nakon nove emisije, odnosno ukoliko tražnja bude viša od očekivane), pokrovitelj će iskoristiti mogućnost iz greenshoe opcije i kupiti akcije da bi pokrio svoju tzv. kratku poziciju na tržištu. U slučaju pada cene IPO akcija, opcija neće biti realizovana. Može se desiti i da pokrovitelj proda više akcija iz IPO emisije od broja koji je bio inicijalno ponuđen javnosti, kreirajući na taj način kratku poziciju na tržištu. Ukoliko tokom perioda prodaje dođe do pada cene IPO akcija, zadatak pokrovitelja je da kreira tražnju odnosno da kupi akcije, čime se sprečava mogući pad cene akcija.

U fazi stabilizacije tržišta obično je na snazi sporazum o zabrani prodaje akcija, koji važi za određene klase akcionara kao što su većinski vlasnici i menadžeri, pri čemu takva zabrana traje od šest meseci do dve godine. To je ugovor između postojećih vlasnika preduzeća i pokrovitelja emisije kojim se menadžerima zabranjuje prodaja akcija bez saglasnosti potpisnika emisije u unapred određenom periodu nakon realizacije IPO-a. Ugovor o blokadi predstavlja određeni signal upućen tržištu jer se njegovim sprovođenjem smanjuje likvidnost ulaganja postojećih akcionara. Uz to, takav ugovor može služiti i kao mehanizam zadržavanja akcionara u preduzeću u određenom periodu nakon njegovog otvaranja.

# ERSTE znači prvi.

"Najbolja banka u Crnoj Gori." - The Banker, dio Financial Times Group



**ERSTE**   
Bank



Nagradu je dodijelio The Banker, međunarodni finansijski časopis izdavačke grupacije Financial Times Group, na svečanosti održanoj u Londonu 7. decembra 2016.



# Dobrih razloga!

## FIK5NE TARIFE

za platni promet pravnih lica

- Najviše 5 fiksnih tarifa!
- Posebni uslovi za platni promet sa inostranstvom!
- Jedinstvena tarifa za manja plaćanja!
- Tarife ne zavise od vremena iniciranja i realizacije naloga!
- Veći transfer tarifa niža!

Tarife za platni promet u zemlji u Komercijalnoj banci ad Budva su fiksne i znatno niže u odnosu na bankarski sistem u CG. Na ovaj način Vam omogućavamo lakše praćenje obračuna i naplate tarife. Usvajili smo novu tarifnu politiku koja po svojoj jednostavnosti, cjenovnoj probitačnosti i diferenciranosti u odnosu na tarife drugih banaka našim klijentima donosi značajne pogodnosti, posebno za plaćanja u značajnijem obimu i frekventnosti.



preliminary prospectus, management begins with the presentations to institutional investors and analysts, which are known as road show. At this stage, the institutional investors present their preliminary interest for the purchase of shares from the initial public offering.

Pricing of IPO shares is particularly sensitive area of managing the process of preparation of the issuing company for entering the stock exchange market. Namely, in case of the largest number of initial public offerings, the shares are priced expecting that the turnover during the first trading day will begin at a price that is on average 10% higher than the initial price of IPO shares. Initial public offerings of shares of high risky companies, which include majority of companies from Internet area, biotechnologies and the like, are characterised also by higher level of underestimation of IPO shares. The last, third marketing phase of the new issue of shares covers pricing of IPO shares and their allocation pursuant to the delivered orders of the investors. In addition to pricing of IPO shares, the allocation of shares is very important for the success of initial public offering of shares, not only for trading in the secondary market but also for maintaining stable and strong base of owners. The allocation is most frequently realised between several classes of investors. If initial public offering of shares is over-subscribed, the underwriter may access to allocation of IPO shares in two ways: distribute shares on proportional basis to all classes of investors; distribute shares randomly selecting the investor by using ballot box, in which case the investor which ballot is not extracted from the box

is considered unsuccessful and their invested money is returned.

### **STABILISATION OF PRICES OF SHARES**

Another important role of the underwriter of the issue refers to the stabilisation of prices of shares upon the realisation of the process of opening of company, i.e. immediately after allocation of IPO shares. The stabilisation is conducted with primary objective to facilitate the distribution of shares during the offer period, which usually lasts up to 45 days after allocation of shares. The issuing company, in order to provide maximum flexibility in market stabilisation, usually assigns lead underwriter before the underwriter syndicate with a greenshoe option, i.e. preferred status. This option enables the underwriter of the issue to purchase additional IPO shares from the issuer in maximum amount up to 15% of total IPO value at the same price and under the conditions that were valid during the initial distribution of IPO shares. The deadline of this option is usually 30 days. If price of shares increases in period of 30 days after the new issue, i.e. if demand is higher than the expected, the underwriter will use the possibility from greenshoe option and purchase shares to cover its short position in the market. In case of decline in prices of IPO shares, option will not be realised. It may be also the case that underwriter sells more shares from IPO issue than the number initially offered to the public, creating thereby short position in the market. If during the period of sale the price of IPO shares declines, underwriter must

create demand, i.e. he must buy shares which prevents the potential decline in price of shares.

During the phase of market stabilisation, agreement on prohibiting the sale of shares is in force, which is valid for certain classes of shareholders, such as majority owners and managers, and such prohibition lasts 6 months to 2 years. This is an agreement between the existing owners of company and underwriters of the issue, which prohibits the managers to sell shares without the consent of signatories of issue in predetermined period after the realisation of IPO. The agreement on blockade is a certain sign to the market, since the liquidity of investment of the existing shareholders is reduced through its implementation. Also, such an agreement may serve as a mechanism to keep shareholders in a company in certain period upon its opening.

Underestimation of shares, i.e. reduced value of shares compared to price in the issue is a phenomenon that follows the process of opening a company. In practice, it is often the case that the shares from the initial public offering are offered on sale at a price below the market price. The level of underestimation is often calculated as the percentage difference between the price at which shares are sold to investors and price at which they are traded in the secondary market. Several questions lie in the centre of the problem of underestimation of shares from IPO, such as: who owns information, what is the information, and at what moment someone owns this information? The dilemma regarding the estimation of the value of shares are numerous, and some of the most important are the following:

Potcenjenost akcija odn. smanjena vrednost akcija u odnosu na cenu prilikom emisije je fenomen koji prati proces otvaranja preduzeća. U praksi je česta situacija da se akcije iz inicijalne javne ponude nude na prodaju po ceni koja je ispod tržišne cene. Nivo potcenjenosti se obično računa kao procentualna razlika između cene po kojoj se akcije prodaju investitorima i cene po kojoj se nakon toga njima trguje na sekundarnom tržištu. U središtu problema potcenjenosti akcija iz IPO je nekoliko pitanja. ko poseduje informacije, koje su to informacije i u kom momentu neko poseduje upravo takve informacije? Sve u svemu dileme u vezi sa procenom vrednost akcija su brojne, a neke od najznačajnijih su: da li informisani investitori znaju više o vrednosti IPO akcija od potpisnika emisije Ili potpisnik poseduje superiornije informacije u odnosu na emitenta ili pak emitent i investiciona banka poseduju informacije o vrednosti akcija ali se dobrovoljno odlučuju za nižu cenu od realne u cilju signaliziranja ili smanjenja rizika pokretanja parnica i slično.

### IPO TRANSAKCIJE U BROJEVIMA

Pregled 10 globalno najvećih do sada realizovanih IPO transakcija obuhvata:

1. Alibaba Holdings Group, online kompanija za elektronsko trgovanje sa sedištem u Kini, realizovala je IPO dana 18. septembra 2014. godine sa neverovatnih 21,8 milijardi USD. Četiri dana kasnije, pokrovitelji transakcije su iskoristili opciju da prodaju više akcija, čime je postignut ukupan nominalni efekat IPO od 25 milijardi USD. Zanimljivo je da, iako su tehnološke kompanije tradicionalno kotirane / listirane na

njujorškoj berzi The Nasdaq Stock Market (NASDAQ), kompanija Alibaba je izabrala njujoršku berzu New York Stock Exchange (NYSE) za svoju prvu IPO transakciju.

2. ABC Bank - Agricultural Bank of China ( Poljoprivredna banka Kine) predstavlja jednu od pet najvećih banaka u Kini. ABC Bank je realizovala svoju prvu IPO transakciju 07.07.2010. godine te ostvarila 19,228 milijardi USD. U nastavku aktivnosti, a pod prokroviteljstvom kompanije Goldman Sachs Asia ostvareno je, zajedno sa početnim efektom transakcije, nešto preko 22 milijardi USD.

3. ICBC Bank odnosno Industrial and Commercial Bank of China (Industrijska i komercijalna banka Kine), je u momentu realizacije IPO transakcije predstavljala najveću banku u Narodnoj Republici Kini (eng. Mainland), ne računajući posebne teritorije Hong Kong i Makao. Ta banka je istovremeno listirana na dve berze i to: The Shanghai Stock Exchange i The Hong Kong Stock Exchange. Transakcija je izvršena 20.10.2006.godine sa ukupnim nominalnim efektom od 19,092 milijardi USD.

4. NTT DoCoMo, telekomunikaciona kompanija sa sedištem u Tokiju, Japan, je realizovala svoju IPO transakciju dana 22.10.1998, prikupivši iznos od 18,099 milijardi USD.

5. Visa Inc., kompanija koja procesuirala debitne platne kartice i kreditne platne kartice u izdaju banaka i drugih finansijskih institucija širom sveta, izvršila je prvu IPO transakciju 18.03.2008. godine i realizovala iznos od 17,864 milijardi USD.

6. AIA Group Limited, investiciona i osiguravajuća kompanija sa

sedištem u Hong Kongu, realizovala je svoju IPO transakciju dana 21.10.2010. godine prikupivši 17,816 milijardi USD. Predmetna kompanija je na taj način postala treća po redu kompanija iz Hong Konga na listi ukupno 10 globalno najvećih IPO transakcija na svetu.

7. Enel S.p.A., italijanska kompanija angažovana u eksploataciji i prodaji gasa i električne energije u Evropi i Americi, i listirana na Njujorškoj berzi NYSE, je dana 01.11.1999.godine realizovala IPO transakciju uz prikupljanje 16,452 milijardi USD. Predmetna kompanija je jedino komunalno preduzeće na listi 10 najvećih IPO transakcija.

8. Facebook je tehnološka kompanija u oblasti socijalnih medija koju prati najveći mogući medijski publicitet. Ta kompanija je realizovala prvu IPO transakciju 01.05.2012. godine u iznosu od 16,007 milijardi USD i ista i dalje predstavlja najveću IPO transakciju u SAD-u u oblasti tehnologije.

9. General Motors, svetski poznati proizvođač automobila u SAD-u, je dana 17.11.2010.godine, pošto je godinu dana ranije uspeo da izbegne bankrotstvo, realizovao IPO transakciju prikupivši iznos od 15,774 milijardi USD.

10. Nippon Tel, telekomunikacioni provajder sa sedištem u Tokiju, Japan je realizovao IPO transakciju 09.02.1987.godine prikupivši 15,301 milijardi USD.

Od svih navedenih transakcija upravo je transakcija kompanije Alibaba bila praćena najvećim medijskim publicitetom. Evidentno je da azijske kompanije dominiraju svojim učešćem, dok su Sjedinjene američke države zastupljene sa tri kompanije i to: Visa, Facebook i General Motors.

do informed investors know more about the value of IPO shares than the signatories of the issue? Does the signatory have superior information compared to issuer? Do issuer and investment bank have information on the value of shares but voluntarily opt for price lower than the real one in order to signal or reduce risk of lawsuits?

### IPO TRANSACTIONS IN NUMBERS

Overview of 10 largest realised IPO transactions in the world so far include the following:

1. Alibaba Holdings Group, online company for e-trading with registered office in China realised the IPO of incredible 21.8 billion USD on 18 September 2014. Four days later, underwriters used the option to sell more shares, which achieved total nominal effect of IPO of 25 billion USD. It is interesting that although technology companies are traditionally listed at New York Stock Exchange, The Nasdaq Stock Market (NASDAQ), company Alibaba selected the New York Stock Exchange (NYSE) for its first IPO transaction.

2. ABC Bank - Agricultural Bank of China is one of the five largest banks in China. The ABC Bank realised its first IPO transaction on 7 July 2010 and made 19.228 billion USD. Following its activities and under the underwriting of the company Goldman Sachs Asia, it realised somewhat over 22 billion USD together with the initial effect of the transaction.

3. ICBC Bank (Industrial and Commercial Bank of China) was the largest bank in the Mainland in the moment of realisation of IPO transaction, without taking into account territories of Hong Kong

and Macao. This bank was listed in two stock exchanges The Shanghai Stock Exchange and The Hong Kong Stock Exchange. The transaction was executed on 20 October 2006 with total nominal effect of 19.092 billion USD.

4. NTT DoCoMo, a telecommunication company with its registered office in Tokyo, Japan realised its IPO transaction on 22 October 1998 gathering the amount of 18.099 billion USD.

5. Visa Inc., a company that processes debit payment cards and credit payment cards issued by banks and other financial institutions worldwide executed its first IPO transaction on 18 March 2008 in the amount of 17.864 billion USD.

6. AIA Group Limited, an investment and insurance company with its registered office in Hong Kong, executed its IPO transaction on 21 October 2010 and gathered 17.816 billion USD. This company became third company from Hong Kong at the list of 10 largest IPO transactions in the world.

7. Enel S.p.A., an Italian company engaged in the exploitation and sale of gas and electricity in Europe and America is listed at the New York Stock Exchange, NYSE. On 1 November 1999, it executed IPO transaction gathering 16.452 billion USD. This company is the only utility company that is on the list of 10 largest IPO transactions.

8. Facebook is a technology company from social media that is followed by the largest possible media publicity. This company executed its first IPO transaction on 1 May 2012 in the amount of 16.007 billion USD and it still represents the largest IPO transaction in the USA in the area of technology.

9. General Motors, a global producer of cars in the USA, executed IPO transaction on 17 November 2010, and gathered the amount of 15.774 billion USD, after it had managed to avoid bankruptcy in 2009.

10. Nippon Tel, a telecommunication provider with its headquarters in Tokyo, Japan realised IPO transaction on 9 February 1987 gathering 15.301 billion USD.

The transaction of the company Alibaba was followed by the largest media publicity of all of the abovementioned transactions. It is obvious that Asian companies were dominant, while the United States of America were represented by three companies: Visa, Facebook and General Motors.

Total global effects of IPO transactions realised during 2016, which will be published soon, pose numerous conclusions. To wit, in present circumstances, among which the most important global events were presidential elections in the USA, decision made on the Referendum on exiting the Great Britain from the European Union and others, resulted in uncertainties regarding the decision pertaining transactions for long or very long period. Therefore, the following trends can be noted in the base of indicators for turnover made in the first three quarters 2016: total number of IPO transactions was 704, which represented a decline of 23% compared to the turnover realised in the same period 2015; total amount of executed payments was 79.4 billion USD, i.e. a y-o-y decline of 39%.

Based on the turnover reported in EUR, three largest stock exchanges were the following:

Ukupni globalni efekti IPO transakcija realizovanih u toku 2016. godine, koji će uskoro biti javno publikovani, nameću brojne zaključke. Naime, u okolnostima koje su poznate, a u kojima su globalno najznačajniji sledeći događaji: Predsednički izbori u SAD-u, Odluka doneta na referendumu o izlasku Velike Britanije iz Evropske unije, kao i neki drugi, imali su za posledicu neizvesnosti u vezi sa odlukama koje se odnose na transakcije da duži ili veoma dugi rok. Otuda se, već na bazi pokazatelja za promet ostvaren u prva tri kvartala 2016. godine mogu uočiti sledeći trendovi: ukupan broj IPO transakcija 704, što znači pad od 23% u odnosu na promet u istom periodu 2015. godine; ukupan iznos realizovanih uplata od USD 79,4 milijardi, odnosno pad od 39% u odnosu na isti period 2015. godine.

Tri najveće berze po ostvarenom prometu u EUR valuti su:

1. Nasdaq Nordic sa sedištem u Štokholmu sa sledećim pokazateljima:
  - a) ukupan broj IPO transakcija: 56
  - b) najveća pojedinačna transakcija: 2,3 milijarde EUR
2. London Stock Exchange sa sledećim pokazateljima:
  - a) ukupan broj IPO transakcija: 48
  - b) najveća pojedinačna transakcija: 453 miliona EUR
3. Euronext sa sledećim pokazateljima:
  - a) ukupan broj IPO transakcija: 48
  - b) najveća pojedinačna transakcija: 1,018 milijardi EUR

Kada je reč o geografskoj distribuciji odn. koncentraciji IPO transakcija, onda je prilika da se detaljnije predstave najaktivniji kontinenti ili regionu odnosno države.

Na samom početku će biti predstavljeni efekti IPO transakcija u

SAD-u ostvareni u prva tri kvartala 2016. I to kako sledi: a) ukupan broj transakcija: 79, što predstavlja smanjenje od 44% u odnosu na isti period 2015. godine i b) ukupno uplaćena sredstva po osnovu realizovanih transakcija iznose USD 13,4 milijardi, a što predstavlja smanjenje od 49% u odnosu na isti period 2015. godine

U strukturi IPO transakcija prema delatnostima odn. granama učestvuju: zdravstvo sa 31 transakcijom u vrednosti od USD 2,7 milijardi; tehnologije sa 15 transakcija u vrednosti od USD 2,8 milijardi; finansije sa 10 transakcija u vrednosti od 1,9 milijardi.

Uvid u prekogranične aktivnosti u smislu sedišta berze preko koje su obavljene transakcije pokazuje sledeće efekte: Kina sa ukupno četiri transakcije u vrednosti od USD 458 miliona; Evropa sa ukupno tri transakcije u vrednosti od USD 848 miliona; Japan sa jednom transakcijom u vrednosti od 1,322 milijardi.

Sledi prikaz realizovanih transakcija u periodu januar-septenbar 2016. godine u regionu Azija – Pacifik: a) ukupan broj transakcija: 407, što predstavlja smanjenje od 14% u odnosu na isti period 2015. godine i b) ukupno uplaćena sredstva po osnovu realizovanih transakcija USD 42,1 milijardi a što predstavlja smanjenje od 26% u odnosu na isti period 2015. godine.

U pogledu struktura IPO transakcija prema delatnostima odn. granama situacija je sledeća: industrija sa ukupno 85 transakcija u vrednosti od USD 6,0 milijardi; tehnologije sa 77 transakcija u vrednosti od USD 2,2 milijardi; roba široke potrošnje sa 41 transakcijom u vrednosti od USD 3,3 milijarde; materijali sa 39 transakcija u vrednosti od USD 1,7

milijardi; zdravstvo sa 28 transakcija u vrednosti od USD 1,0 milijardi; finansije sa 28 transakcija u vrednosti od 15,9 milijardi.

U pogledu prekograničnih aktivnosti u smislu sedišta berze preko kojih su obavljene transakcije karakteriše obavljanje malog broja transakcija, u poređenju sa ukupnim brojem transakcija, preko inostranih berzi. To važi kako za transakcije emitentata iz Kine, tako i za emitente iz Singapura i Australije.

Aktivnosti emitentata iz Narodne Republike Kine karakterišu određene specifičnosti. Pre svega treba napomenuti da se u ovom momentu oko 600 kompanija iz Narodne Republike Kine, dakle bez uključenja specijalnih teritorija Hong Konga i Makao, nalazi u fazi priprema za IPO pod jurisdikcijom Komisije za hartije od vrednosti Kine (*eng. China Securities Regulatory Commission*). Dakle, interesovanje privrednih subjekata za učešće u ovoj vrsti transakcija je evidentno. Dalje, aktivnosti prema podacima saopštenim od strane pojedinačnih berzi u prva tri tromesečja 2016. godine izgledaju kako sledi:

- Hong Kong Main Market: a) sa ukupnim brojem transakcija 42, što predstavlja smanjenje od 14% u odnosu na isti period 2015. godine i b) sa ukupno uplaćenim sredstvima u iznosu od USD 17,3 milijardi, što predstavlja pad od 13%
- Shanghai: a) sa ukupnim brojem transakcija 59, što predstavlja smanjenje od 25% u odnosu na isti period prethodne godine i b) sa ukupno uplaćenim sredstvima u iznosu od USD 7,5 milijardi, što predstavlja smanjenje od čak 55% u odnosu na isti period 2015. godine

1. Nasdaq Nordic with its registered office in Stockholm having following indicators:

- a) Total number of IPO transactions: 56
- b) The largest individual transaction: 2.3 billion EUR

2. London Stock Exchange with following indicators:

- a) Total number of IPO transactions: 48
- b) the largest individual transaction: 453 million EUR

3. Euronext, with following indicators:

- a) Total number of IPO transactions: 48
- b) The largest individual transaction: 1.018 billion EUR

When it comes to geographic distribution, i.e. concentration of IPO transactions, the most active continents or regions and/or states are presented below.

The effects of IPO transactions in the USA will be presented first, which reported in the first three quarters 2016 the following: a) total number of transactions: 79, which represented a decline of 44% compared to the same period 2015, and b) total paid-up funds based on executed transactions amounted to 13.4 billion USD, and it represented a y-o-y decline of 49%.

With regard to the structure of IPO transactions based on industries, the following indicators stand out: health, total of 31 transactions in the amount of 2.7 billion USD; technologies, 15 transactions in the amount of 2.8 billion USD; finances, 10 transactions in the amount of 1.9 billion USD.

Overview of cross border activities regarding the headquarter of the stock exchange through which the transactions were executed shows the following effects: China, total of four transactions in the amount of

458 million USD; Europe, total of three transactions in the amount of 848 million USD; Japan, one transaction in the amount of 1.322 billion USD.

The transactions executed in period January - September 2016 in the region Asia-Pacific are presented as follows: a) total number of transactions: 407, which is a y-o-y decline of 14%, and b) total paid-up funds based on executed transactions amounted to 42.1 billion USD or a y-o-y decline of 26%.

With regard to the structure of IPO transactions based on industries, the following indicators stand out: industry, total of 85 transactions in the amount of 6.0 billion USD; technologies, 77 transactions in the amount of 2.2 billion USD; wholesale goods, 41 transactions in the amount of 3.3 billion USD; materials, 39 transactions in the amount of 1.7 billion USD; health, 28 transactions in the amount of 1.0 billion USD; finances, 28 transactions in the amount of 15.9 billion USD.

With regard to cross border activities and stock exchanges through which the transactions were executed, they were small compared to total number of transactions through foreign stock exchanges. This was evident for transactions of issuers from China and issuers from Singapore and Australia.

The activities of the issuers from the National Republic of China had certain specificities. Primarily, currently 600 companies from the National Republic of China, without including special territories of Hong Kong and Macao, are in the phase of preparation for IPO under the jurisdiction of the China Securities Regulatory Commission. Therefore, interest of companies to participate

in this type of transactions is evident. Furthermore, the activities, according to the data announced by individual stock exchanges in the first three quarters 2016, were as follows:

- Hong Kong Main Market: a) total number of transactions: 42 or a y-o-y decline of 14%, and b) total paid-up funds in the amount of 17.3 billion USD which was a y-o-y decline of 13%;
- Shanghai: a) total number of transactions: 59, or a y-o-y decline of 25%, and b) total paid-up funds in the amount of 7.5 billion USD which was a y-o-y decline of even 55%;
- Shenzhen: a) total number of transactions: 73 or a y-o-y decline of 35%, and b) total paid-up funds in the amount of 4.2 billion USD which was a y-o-y decline of 41%.

With regard to industries, the situation was as follows: industry, 60 transactions in the amount of 4.5 billion USD; technologies - 33 transactions / 1.4 billion USD; materials - 21 transactions / 0.8 billion USD; finances - 15 transactions / 15.5 billion USD; wholesale goods - 14 transactions / 2.53 billion USD; main needs of citizens, 11 transactions / 0.8 billion USD.

The region of Europe, Middle East and Africa which is most frequently known under the mutual name EMEA, reported the following turnover from IPO transactions, which is divided into two parts in the beginning:

1. Main markets with total number of transactions: 94, which was a y-o-y decline of 39%. Simultaneously, this segment realised total payments of 21.4 billion USD, which was a y-o-y decline of 48%.
2. Junior markets with total number of transactions of 112, which

- Shenzhen: a) sa ukupnim brojem transakcija od 73, što predstavlja pad od 35% u odnosu na isti period prethodne godine i b) sa ukupnim uplaćenim sredstvima u iznosu od USD 4,2 milijarde, što predstavlja pad od 41% u odnosu na isti period 2015. godine.

Granska struktura izgleda kako sledi: industrija sa ukupno 60 transakcija u vrednosti od USD 4,5 milijardi; tehnologije - 33 transakcije / USD 1,4 milijardi; materijali - 21 transakcija / USD 0,8 milijardi; finansije - 15 transakcija / USD 15,5 milijardi; roba široke potrošnje - 14 transakcija / USD 2,53 milijardi; osnovne potrebe stanovništva - 11 transakcija / USD 0,8 milijardi.

Region Evrope, Bliskog Istoka i Afrike, koji se sve češće sreće pod zajedničkim nazivom EMEA (eng. *Europe, Midd East and Africa*) realizovao je sledeći promet u sferi IPO transakcija, koji se u startu deli na dva segmenta i to:

1. Glavna tržišta sa ukupnim brojem transakcija: 94, što predstavlja smanjenje od 39% u odnosu na isti period 2015. godine. Istovremeno ovaj segment je realizovao ukupne uplate u iznosu od USD 21,4 milijarde, što predstavlja smanjenje od 48% u odnosu na isti period 2015. godine
2. Nova tržišta (eng. *Junior markets*) sa ukupnim brojem transakcija od 112, što predstavlja smanjanje od 13% u odnosu na isti period prethodne godine. Istovremeno ovaj segment je ostvario uplate srdstava u iznosu od USD 1,9 milijardi, a što predstavlja tako retko viđeno povećanje u pokazateljima poslovanja u toku 2016. godine i to od 23% u odnosu na isti period prethodne godine.

Posmatrana zajedno oba segmenta su ostvarila sledeću strukturu IPO transakcija prema delatnostima odn. granama: zdravstvo sa ukupno 32 transakcije u vrednosti od USD 1,4 milijardi; industrija - 29 transakcija / USD 3,7 milijardi; tehnologije - 28 transakcija / 3,1 milijardi.

Globalno posmatrano najuspešnije i najznačajnije banke savetnici odn. konsultanti u segmentu IPO transakcija su i dalje: Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Bank Of America Meryll Lynch i Deutsche Bank, od kojih se neki pripremaju za IPOtransakcije u regionu Zapadnog Balkana, sa posebnim osvrtom na telekomunikacione kompanije. Takav razvoj događaja se očekuju sa izuzetnom pažnjom utoliko što bi to značilo iniciranje potpuno novog segmenta tržišta kapitala.

*Podsećanja radi, proces inicijalne javne ponude podrazumeva tri do šest meseci priprema pre same transakcije i iznošenja hartije na berzu i to domaću ili neku međunarodnu berzu, što zavisi od preporuka koje daju investiciona banka i drugi pokrovitelji IPO transakcije. Obično se IPO transakcija planira za period mart/april, dakle period posle objavljivanja godišnjih izveštaja o poslovanju kompanije ili za period septembar/oktobar, ukoliko transakcija bazira na polugodišnjim finansijskim izveštajima. Najveći broj IPO transakcija iz regiona Srednje i Istočne Evrope realizuje se na međunarodnom tržištu, dakle preko internacionalnih berzi.*

*Investitori u IPO najčešće traže atraktivne industrijske grane. Činjenica je da su i Inicijalna javna ponuda i Sekundarna javna ponuda, kada su ponuđene samo postojeće*



*akcije, atraktivan i transparentan model privatizacije preduzeća u državnoj odn. društvenoj imovini koja se bave delatnošću atraktivnom za potencijalne investitore. Država ostvaruje prihode od prodaje dela akcija uz mogućnost da zadrži većinski ili kontrolni paket akcija u svom vlasništvu. Uspešne privatizacije su istovremeno dobar stimulan za domaće tržište kapitala jer nude nove mogućnosti za privatne i institucionalne investitore, kakvi su na primer penzioni fondovi. Istovremeno i druge privatne kompanije se time stimulišu da ponude svoje akcije najpre na lokalnim, a kasnije i na međunarodnim berzama.*



was a y-o-y decline of 13%. Simultaneously, this segment realised total payments of funds in the amount of 1.9 billion USD, which was a y-o-y increase of 23% that was rarely seen in the performance indicators for 2016. Observed together, both segments reported the following structure of IPO transactions by industries:

- health, 32 transactions in the amount of 1.4 billion USD,
- industries, 29 transactions in the amount of 3.7 billion USD,
- technologies, 28 transactions in the amount of 3.1 billion USD.

Globally, the most successful and most important banks advisors for

IPO transactions were still the following: Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Bank of America Merrill Lynch and Deutsche Bank. Some of these banks are prepared for IPO transactions in the region of Western Balkans particularly paying attention to telecommunication companies. Such development of events is expected with special attention as this would mean initiating completely new segment of capital market.

*To remind, the process of initial public offering implies three to six months of preparations before the transaction and placing securities*

*to the domestic or international stock exchange, which depends on the recommendations given by investment bank and other underwriters of IPO transactions. IPO transaction is usually planned for period March/April, therefore for period after publication of annual financial statements or for period September/October, if the transaction is based on semi-annual financial statements. The largest number of IPO transactions from the region of Central and Eastern Europe is realised in international market, through international stock exchanges.*

*The investors in IPO are looking most often for attractive sectors. The fact is that both initial public offering and secondary public offering, when only existing shares are offered, are attractive and transparent model of privatisation of a state owned company dealing with activity attractive for potential investors. The state makes income from the sale of a portion of shares with the possibility to keep majority or control package of shares in its property. Successful privatisations are at the same time a good stimulus for domestic capital market as they offer new possibilities for private and institutional investors, like pension funds. Also, other private companies are encouraged to offer their shares primarily at local and later at international stock exchanges.*

*IPO transaction is defined as a process where a company owned by one owner or certain number of co-owners sells its shares to a wider circle of investors. It is a procedure when a company has been issuing shares through public offering for the first time. The main motive for issuing shares is gathering additional*

*IPO transakcija se definiše kao proces pri kome kompanija koja je u vlasništvu jednog vlasnika ili određenog broja suvlasnika, prodaje akcije širem ili širokom krugu investitora. To je u suštini postupak kada kompanija prvi put izdaje akcije javnom ponudom. Osnovni motiv za emitovanje akcija jeste prikupljanje dodatnog kapitala radi sprovođenja ideje rasta kompanije i snižavanja nivoa zaduženosti. Prodajom akcija kroz Inicijalnu javnu ponudu kompanija povećava osnovni kapital čime se postiže efekat dokapitalizacije.*

### **UKLJUČIVANJE ZEMALJA ZAPADNOG BALKANA**

Sasvim je izvesno da ovaj vid povećanja kapitala privrednih subjekata predstavlja jedan od najatraktivnijih i najčešće korišćenih modela širom sveta. Mnoge zemlje odn. mnoga tržišta i regioni su već etablirani u ovoj sferi delatnosti. To isto važi i za brojne finansijske konsultante, investicione banke odn. brokerske kuće, od kojih su neke već uveliko angažovane i prisutne u regionu Zapadnog Balkana. Pri tome stoji činjenica da je jedan od najznačajnijih faktora za uvođenje i promociju IPO transakcija na pojedinačnim tržištima regulatorni aspekt. Nadležne institucije su veoma angažovane na uvođenju odn. unapređenju uslova za učešće u IPO transakcijama, te su određeni rezultati već evidentni, dok će biti potrebna dodatne aktivnosti za postizanje nešto konkretnijih rezultata u ovoj sferi. Do tada će banke nastaviti da budu najdirektniji a veoma česti i ekskluzivna odnosno jedina podrška namerama za povećanjem finansijske stabilnosti na tržištu.

Na tržištima zemalja Zapadnog Balkana, IPO kandidati bili bi pre svega preduzeća koja su tržišni lideri i imaju vodeću poziciju ili potencijal da postanu vodeće kompanije na tržištu. To su preduzeća koja pripadaju atraktivnim sektorima, odnosno delatnostima sa značajnim potencijalom za rast, kao što su telekomunikacije, finansije, trgovina, prehrana ili farmaceutika. Kandidati za otvaranje su profitabilna preduzeća sa pozitivnim trendom poslovanja, sa efikasnim, iskusnim menadžment timom koji bi trebalo da bude posvećen realizaciji složenog procesa otvaranja. Takva preduzeća, premda realno postoje, najčešće nemaju potrebu za dodatnim eksternim kapitalom, ili su ograničenja i troškovi IPO procesa tako veliki da u odnosu na njih potrebe za kapitalom nisu u toj meri izražene. Iskustva u pogledu realizacije procesa otvaranja preduzeća putem inicijalnih javnih ponuda akcija na razvijenim tržištima kapitala značajna su za sprovođenje ovih procesa na tržištima u regionu.

Inicijalna javna ponuda akcija (IPO) pruža mogućnost pribavljanja dodatnog kapitala putem mehanizma primarnog tržišta kapitala i predstavlja važnu prekretnicu u životnom ciklusu do tada zatvorenih akcionarskih preduzeća. Broj i vrednost realizovanih IPO transakcija na globalnom nivou se kontinuirano povećava. U isto vreme, zbog postojanja problema potcenjenosti akcija iz inicijalne javne ponude, preduzeća koja se otvaraju ne uspevaju da prikupe željeni iznos kapitala za finansiranje budućeg razvoja. Utoliko je značajnija uloga finansijskih savetnika kao pokrovitelja da u pravom

momentu i na najbolji mogući način pripreme i edukuju zainteresovana preduzeća za procese koji pružaju novi kvalitet i unapređene uslove poslovanja.

Za razliku od ekonomija razvijenih zemalja Zapadne Evrope, SAD-a i Japana, u kojima je proces finansiranja putem inicijalnih javnih ponuda zastupljen već više decenija, ili ekonomija centralno i istočnoevropskih država u kojima se pojava inicijalnih javnih ponuda vezuje za dinamičan pristup tih zemalja Evropskoj uniji, finansiranje rasta i razvoja ovim putem u zemljama Zapadnog Balkana još uvek nije dovoljno razvijeno. Činjenica je, međutim, da na strani preduzeća, ali i na strani tržišta kapitala, postoje jasno izraženi interesi za procesima otvaranja. Uz to važno je imati u vidu činjenicu da regulatori potvrđuju da su stvoreni uslovi za realizaciju IPO transakcija, kao i spremnost za unapređenje uslova obavljanja takvih transakcija, čime se svaka pojedinačna zemlja i svaki pojedinačni emitent pojavljuju na karti aktivnih, što predstavlja dodatnu vrednost kako na mikro planu tako i na makro planu. Ostaje da se vidi kada će doći do novih promotivnih transakcija, čime će se zemlje Zapadnog Balkana uključiti u listu zemalja aktivnih u korišćenju modela ekskluzivnog finansiranja koji pruža prednosti kako za emitente tako i za investitore. Na tom putu veoma značajnu ulogu i podršku lokalnim regulatorima, kao i zainteresovanim preduzećima, mogu pružiti kako međunarodne finansijske institucije, koje su već prisutne na tržištima kroz direktne modele finansiranja najpropulzivnijih grana i pojedinačnih preduzeća, tako i vodeće međunarodne rejting agencije.



*Jedna kartica za sve Vaše potrebe*

# VAŠA VIZA ZA SVIJET PRIVILEGIJA

PLATINUM KARTICA ATLAS BANKE



Uživajte u dodatnim pogodnostima Atlas Platinum programa uz Priority Pass karticu i Karticu osiguranja korisnika Atlas Platinum kartice



**VISA** svugdje gdje  
želite da budete

**P** **PRIORITY PASS**

**GENERALI**



- **Investiciono bankarstvo**
- **Kastodi poslovi i VIP bankarstvo**
- **Upravljanje sredstvima**
- **Komercijalno Bankarstvo**
- **E-trading**
- **E-banking**

[www.invest-banka.com](http://www.invest-banka.com), [www.atlas.co.yu](http://www.atlas.co.yu)

Bulevar Sv Petra Cetinjskog 115, 81 000 Podgorica  
Tel: +382 (0)20 407 900

*capital to implement an idea of growth of a company and lowering the level of indebtedness. The company increases its core capital through the sale of shares via initial public offering and achieves the effect of recapitalisation.*

## **INCLUSION OF WESTERN BALKAN COUNTRIES**

It is quite certain that this type of increase in capital of companies is one of the most attractive and most frequently used model worldwide. Many countries, i.e. many markets and regions have been already active in this industry. It is also valid for numerous financial consultants, investment banks, broker companies, some of which are largely involved in the Western Balkans. One of the most important factors for introducing and promoting IPO transactions in individual markets is regulatory aspect. Competent institutions are very much involved in introducing or improving conditions for participating in IPO transactions, and certain results have been already obvious, while additional activities will be needed for achieving somewhat more specific results in this area. Until then, banks will continue to be the most direct and very frequent and exclusive and/or the only support in intentions to increase financial stability in the market.

IPO candidates at the markets of the Western Balkan countries would be primarily companies that are market leaders and have leading position or potential to become leading companies in the market. These are companies that belong to attractive sectors or industries with significant growth potential, such

as telecommunication, finance, trade, food or pharmaceutical companies. Candidates for opening are profitable companies that have positive operating trend, experience and efficient management team that should be dedicated to accomplishment of complex opening process. Such companies, although exist in reality, most frequently do not have the need for additional external capital or limitations and expenses of IPO process are so large that compared to them their capital requirements are not so expressed. The experiences with regard to the realisation of opening of a company through initial public offering of shares in the developed capital markets are significant for the implementation of these processes in the regional markets.

Initial public offering of shares (IPO) provides the possibility of obtaining additional capital through mechanisms of primary capital market and represents an important milestone in life cycle of closed shareholder companies. The number and value of executed IPO transactions at the global level have been continuously growing. Simultaneously, due to existence of the problem of underestimation of shares from the initial public offering, companies to be opened do not manage to gather required amount of capital for financing future development. Therefore, the role of financial advisors as underwriters is more important in the right moment and best possible way to prepare and educate interested companies for the processes providing new quality and improved operating conditions.

As opposed to the economies of developed countries of Western Europe, USA and Japan where the process of financing via initial public offering has been present for decades, or economies of Central and Eastern European countries where initial public offering processes are connected with dynamic access of these countries to European Union, financing of growth and development in this way in the Western Balkan countries has not been sufficiently developed yet. The fact is, however, that company and capital market express pronounced interests for processes of opening. It is important to take into account the fact that regulators confirm that the conditions are created for the implementation of IPO transactions and readiness for improvement of conditions to perform such transactions, which every country and every issuer appear on the chart of active companies representing added value on both micro and macro level. What is to be seen is when new promotional transactions will occur, which will include Western Balkan countries in the list of countries active in using the model of exclusive financing which provide advantages for both issuers and investors. Very important role and support to local regulators and interested companies may be provided by international financial institutions, which have been already present on the markets through direct models of financing of most propulsive industries and individual companies and leading international rating agencies.



Novica Radović  
Invest Banka Montenegro

Zbog globalne opasnosti od terorizma, u sklopu cjelovitog pristupa u stvaranju pretpostavki za efikasno suprotstavljanje, UN su u decembru 1999. godine usvojile Međunarodnu konvenciju o suzbijanju finansiranja terorizma, koja se nadgrađuje nizom konvencija, rezolucija i drugih akata relevantnih organa i organizacija. Za izgradnju efikasnog sistema je posebno bitna primjena međunarodnih standarda u borbi protiv pranja novca, finansiranja terorizma i širenja oružja za masovno uništenje, koji se definišu preporukama FATF-a (nezavisnog međuvladinog tijela koje razrađuje i promovise politiku zaštite globalnog finansijskog sistema od pranja novca, finansiranja terorizma i finansiranja širenja oružja za masovno uništenje). Sa najnovijih 40 preporuka, iz februara 2012. godine, FATF je zamijenio ranijih 49 (40+8+1) svojih preporuka, gdje se 9 dodatnih odnosilo na sprječavanje finansiranja terorizma. U novom paketu na finansiranje terorizma se odnose direktno sljedeće preporuke:

5. Krivično djelo finansiranja terorizma;
6. Ciljane finansijske kazne u vezi sa terorizmom i finansiranjem terorizma;
7. Ciljane finansijske kazne u vezi sa širenjem oružja za masovno uništenje;

## ZNAČAJNA ULOGA BANAKA

Borba protiv terorizma, kao oblika kriminala koji dobija zastrašujuće dimenzije, zahtijeva multidisciplinarni pristup. Kao i kod drugih kriminalnih djela, i kod terorizma je nezaobilazno finansiranje njegove pripreme, kao i samog izvršenja. Prema jednom izvještaju iz 2002. godine, pravljenom za potrebe SB UN, za potrebe finansiranja terorizma se u svijetu okretalo oko hiljadu i petsto milijardi dolara. Sada bi se procjena tog iznosa mogla samo povećati. Prekidanjem finansijskih tokova, koji predstavljaju „kiseonik za terorizam“ (Colin Powell), daje se bitan doprinos borbi protiv tog zla. Taj aspekt se obrađuje u ovom tekstu, sa posebnim osvrtom na ulogu banaka u procesu otkrivanja i sprječavanja finansiranja terorizma

### 8. Neprofitne organizacije.

Na ovo krivično djelo se, zajedno sa pranjem novca, obavezno odnose i primjenjuju i sljedeće preporuke:

10. Poznavanje i praćenje stranke;
16. Elektronski transfer;
19. Države višeg stepena rizika;
24. Transparentnost i stvarno vlasništvo nad pravnim licem.

Standardi propisani preporukama FAFT-a su uključeni u Direktivu EU 2015/849, od 20. maja 2015., o spječavanju korišćenja finansijskih sistema u svrhu pranja novca ili finansiranja terorizma. To je tzv. Četvrta direktiva, kojom se zamjenjuju prethodne tri. Ona predstavlja obavezujući osnov za nacionalnu regulativu članica EU, što je prihvatila i Crna Gora, kao kandidat za članstvo. Time su uspostavljene precizne obaveze svih obveznika po Zakonu o sprječavanju pranja novca i finansiranja terorizma, pri čemu su, podzakonskim aktima i smjernicama regulatornih organa, razrađene obaveze banaka, kao najznačajnijih obveznika u sistemu.

### VIDOVI FINANSIRANJA TERORIZMA

Finansiranje terorizma se najčešće definiše kao aktivnost prikupljanja i distribucije finansijskih sredstava, s namjerom da se iskoriste za vršenje terorističkih akata, kao i za finansiranje aktivnosti terorističkih organizacija ili individualnih terorista. Pogrešno je shvatanje da se radi o malim iznosima. Tačno je da su potrebna mala sredstva, čiji se izvor i tok teško otkriva, kad je u pitanju sam teroristički akt, ali je sasvim druga situacija kad je u pitanju priprema samog akta, a posebno prethodno uspostavljanje i funkcionisanje terorističke organizacije.

Pored novca stečenog kriminalnom aktivnošću, za finansiranje terorizma se koristi i novac iz legalnih izvora. Zato se finansiranje terorizma često naziva „obrnuto pranje novca“ ili „prljanje novca“. Savremene terorističke organizacije su i profitno orjentisane, što pojednostavljuje obezbjeđivanje sredstava za njihove aktivnosti, pa samim tim povećava profesionalnost i efikasnost u djelovanju.

Novica Radović  
Invest Banka Montenegro

# THE SIGNIFICANT ROLE OF BANKS

Combating terrorism, as a form of criminal activity that takes terrifying dimensions, requires a multi-disciplinary approach. As in other criminal acts, financing of terrorism preparation and its execution is inevitable. According to a report from 2002 that was prepared for the UN Security Council, one thousand and five hundred billion USD was spent for terrorist financing in the world. Nowadays, the estimation of this amount could only be increased. Interruption of financial flows that represent an “oxygen for terrorism” (Colin Powell), gives an important contribution against this evil. This aspect is further elaborated below, paying special attention to the role of banks in the process of detecting and preventing terrorist financing

Due to global danger of terrorism, and within the overall approach in creating assumptions for efficient combat, the UN adopted International Convention for the Suppression on the Financing of Terrorism in December 1999, which was updated by a series of conventions, resolutions and other acts of relevant bodies and organisations. With a view of developing an efficient system, the implementation of international standards in fight against money laundering, terrorist financing and proliferation of weapons of mass destruction is particularly important. These standards are defined in the FATF recommendations (independent intergovernmental body that develops and promotes policy of the protection of global financial system against money laundering, terrorist financing and proliferation of weapons of mass destructions). FATF replaced previous 49 (40+8+1) recommendations with the latest 40 recommendations from February 2012, whereby 9 additionally

referred to the suppression of terrorist financing. The following recommendations from the new package directly referred to terrorist financing:

5. Terrorist financing offence;
  6. Targeted financial sanctions related to terrorism and terrorist financing;
  7. Targeted financial sanctions related to proliferation;
  8. Non-profit organisations.
- The following recommendations refer and apply to this criminal activity, together with money laundering:
10. Customer due diligence;
  16. Wire transfer;
  19. Higher-risk countries;
  24. Transparency and beneficial ownership of legal persons.

Standards prescribed in the FATF recommendations are included in the Directive (EU) 2015/849 of the European Parliament and of the Council of 20th May 2015 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing. This is the Fourth Directive that

replaces the previous three. It represents a binding basis for the national regulation of the EU member states, which was accepted also by Montenegro as candidate member. This established precise obligations of all obligors based on the Law on the Prevention of Money Laundering and Terrorist Financing, whereby, the secondary legislation and guidelines of regulatory bodies developed in detail the obligation of banks as the most important obligors in the system.

## FORMS OF TERRORIST FINANCING

Terrorist financing is most frequently defined as the activity of gathering and distributing financial resources with the intention to be used for terrorist acts and financing the activities of terrorist organisations or individual terrorists. It is incorrect notion that these are small amounts. It is correct that small funds are needed, which source and flow is difficult to detect when terrorist act is involved. However, it is completely different situation when it comes to the preparation of the terrorist activity, and in particular, when it comes to the previous establishment and functioning of terrorist organisation.

In addition to money acquired through criminal activity, money from legitimate sources is also used for terrorist financing. Therefore, terrorist financing is often called reverse money laundering or money soiling. Modern terrorist organisations are profit-oriented, which simplifies providing funds for their activities and therefore increases professionalism and efficiency in these activities.

U zavisnosti od izvora iz kojih se obezbjeđuju sredstva, postoje dva osnovna vida finansiranja terorizma. To su: a) neposredni vid, gdje se sredstva obezbjeđuju iz prljavih izvora (droga, šverc robe, trgovina oružjem i ljudima...), pa se po principu „pare na ruke“ predaju teroristima i terorističkim organizacijama; b) posredni, gdje se sredstva obezbjeđuju iz zakonitih poslova, ili se, ako je izvor prljav, prethodno operu, a zatim preko legalnih finansijskih tokova transferišu do terorista ili terorističkih organizacija.

### FAZE U FINANSIRANJU TERORIZMA

Postoje tri osnovne faze u finansiranju terorizma, pa sistemi otkrivanja i sprječavanja ove djelatnosti čine skup elemenata koji se težišno primjenjuju za svaku od tih faza, jer kao i same faze, imaju svoje specifičnosti. Faze u finansiranju su:

1. Faza prikupljanja i akumulacije sredstava;
2. Prenos sredstava;
3. Faza upotrebe sredstava.

U prvoj fazi se prikupljaju sredstva iz različitih izvora, od kojih su najčešći:

a) prihodi iz zakonitog poslovanja kompanija koje su povezane, ili čak direktno u vlasništvu terorističkih organizacija. To su uglavnom kompanije koje se bave visokoprofitnim poslovima, ili poslovima sa razgranatom mrežom poslovnih partnera, koja omogućava zamagljivanje novčanih tokova;

b) donacije od strane pojedinaca, kompanija ili organizacija, kao i humanitarni fondovi, koji su vrlo čest vid prikupljanja sredstava za terorizam, što je uočeno od strane institucija koje se bave sprječavanjem ove aktivnosti i akcentirano u ugrađeno u standarde i regulacioni okvir;

c) sredstva iz kriminalne aktivnosti, koja se direktno ili indirektno dostavljaju teroristima i terorističkim organizacijama.

Posebnu ulogu u ovoj fazi imaju posrednici za akumuliranje i čuvanje sredstava, koji se popularno nazivaju izolatori. To mogu biti kompanije i pojedinci, a biraju se po kriterijumu što manjeg izazivanja pažnje i što lakšeg i diskretnijeg transfera, kad dođe vrijeme za to.

Druga faza, prenos sredstava, je posebno važna, kako iz ugla terorista, tako i iz ugla institucija koje se protiv njih bore. Naime, to je faza kad je novac najviše izložen mogućnosti otkrivanja, pa zato, i jedni i drugi, obraćaju posebnu pažnju na ovu fazu i tokove



u njoj. Postoje dvije osnovne skupine načina transferisanja novca. To su dominantno uobičajeni novčani tokovi, koji se obavljaju elektronskim transferima sa bankarskih računa ili brzim prenosom (Western union i sl). Međutim, postoje i alternativni načini transfera novca, kao što su: indijska „havaal“, pakistanski „hundi“, kineski „čit“ ili „čop“. Ovome treba dodati i prenošenje gotovine kurirskim putem. U ovom tekstu obrađujemo uobičajene transfere, koji se obavljaju preko banaka, dok alternativni transferi moraju biti predmet otkrivanja i praćenja od strane drugih organa.

U trećoj fazi se akumulirana sredstva, do tada čuvana kod „izolatora“ upotrebljavaju za pripremu i izvođenje terorističkog akta. U pripremi terorističkog akta novac se upotrebljava za funkcionisanje terorističke organizacije, za vrbovanje izvršilaca i njihovu obuku, za propagandni materijal, medijsku i eventualnu političku podršku i sl. U fazi

izvođenja terorističkog akta i neposredno prije njega novac se upotrebljava za iznajmljivanje stanova, nabavku vozila, oružja i eksploziva, kupovinu elektronske opreme, medicinsku njegu i sl.

Transakcije u ovoj fazi se takođe mogu otkriti, ali uz maksimalnu analizu i praćenje, s obzirom da se radi o sitnijim iznosima, koji mogu promaći finansijskim institucijama preko kojih se obavljaju.

Teškoće u otkrivanju sumnjivih transakcija vezanih za finansiranje terorizma izaziva i činjenica da teroristi imaju čvrste

veze sa organizovanim kriminalom, posebno kroz korišćenje njihovih metoda prikriivanja izvora, odredišta i korišćenja sredstava namijenjenih finansiranju svojih aktivnosti. To znači da permanentno usavršavaju svoje djelovanje i time otežavaju njegovo otkrivanje.

Posebno aktuelna teroristička aktivnost, kojoj treba posvetiti pažnju, je priprema i upućivanje dobrovoljaca na strana ratišta. Ovdje se radi o finansiranju vrbovanja lica, rada kampova za obuku, a vjerovatno i o obezbjeđivanju materijalne pomoći porodicama čiji je član na ratištu. Novac može da stiže sa očekivanih destinacija, direktno ili preko humanitarnih organizacija, mada se ne isključuje ni korišćenje lokalnih legalnih firmi, kao posrednika ili direktnih donatora.

### OBAVEZE BANAKA

Banke, kao ključni obveznici po Zakonu o sprječavanju pranja novca i finansiranja

Depending on the sources from which the funds are provided, there are two main forms of terrorist financing. These are the following: a) direct, where funds are provided from dirty sources (drugs, smuggling goods, arms trade, trafficking), which are handed over to terrorist and terrorist organisations under the principle “cash on hand”; b) indirect, where funds are provided from legitimate sources, or if a source is dirty funds are previously laundered and transferred through legitimate financial flows to terrorists or terrorist organisations.



**PHASES IN TERRORIST FINANCING**

There are three main phases in terrorist financing, and the systems of detecting and preventing these activities comprise a group of elements which are applied to each of these phases, since they have, as the stages themselves, their specificities. The phases in terrorist financing are the following:

1. Collection and accumulation of funds;
2. Transfer of funds;
3. Use of funds.

In the first phase, funds are collected from different sources, the most frequent of which are the following:

a) revenues from legitimate operations of the company to which they are related, or even directly owned by terrorist organisations. These are mostly companies dealing with the activities bearing high profit or businesses with widespread network of business partners that enable fogging of cash flows;

b) donations from individuals, companies or organisations, as well as humanitarian funds as frequent form of collecting money for terrorism, which is noted by institutions dealing with the prevention of this activity and it is pronounced and embedded in the standards and regulatory framework;

c) funds from criminal activity, which are directly or indirectly delivered to terrorist and terrorist organisations.

Intermediaries for accumulation and keeping of funds, which are called insulators, have special role in this phase. These may be companies and individuals and they are selected using the criteria of lower level of causing attention and easier and more direct transfer of funds when the time comes for that.

The second phase, transfer of funds, is particularly important, both from the aspect of terrorists and institutions countering terrorism. Namely, in this phase money is mostly exposed to the possibility of detection and therefore, both the terrorist and regulators pay special attention to this phase and its flows. There are two main groups of transferring the money. These are regular cash flows, that are executed through wire transfers from banking accounts or fast transfer (Western Union, and the like). However, there are alternative ways to transfer money such as: Indian Hawala, Pakistan Hundi, Chinese Chip chop. In addition, money may be transferred using couriers. This paper deals with usual transfers, which are executed through banks, while alternative transfers must be subject to detecting and monitoring by other bodies.

In the third phase, funds kept with insulators are accumulated and used for preparing and performing terrorist activity. During the preparation of terrorist activity, money is used for the functioning of terrorist organisation,

recruiting perpetrators and their training, advertising material, media and potential political support, and the like. In the phase of executing terrorist activity and immediately before that, money is used for renting apartments, purchase of vehicles, arms and explosives, purchase of electronic equipment, medical care, and the like.

Transactions in this phase may also be detected with maximum analysis and monitoring as these are smaller amounts that may be overlooked by the financial institutions that are used for their execution.

Difficulties in detecting suspicious transactions related to terrorist financing are reflected also in the fact that terrorists have strong connections with organised crime, particularly using their methods of concealing sources, destinations and using funds intended for financing their activities. This means that they permanently upgrade their activity and thereby hinder their detection.

Preparing and sending volunteers to foreign battlefields is particularly evident terrorist activity that should be paid special attention to. It is about financing recruitment of persons, work of training camps and providing material support to families whose member is in the battlefield. Money may arrive from expected destinations, directly or through humanitarian organisations. Although the use of local legitimate companies is not excluded as intermediaries or direct donors.

**BANKING OBLIGATIONS**

Banks, as key obligors pursuant to the Law on the Prevention of Money Laundering and Terrorist Financing, have an important role in detecting and preventing financial flows aimed at providing funds for financing terrorist organisations and executing terrorist activities. Primary obligation of banks

terorizma, imaju bitnu ulogu u otkrivanju i sprječavanju finansijskih tokova, koji imaju za cilj obezbjeđivanje sredstava za finansiranje terorističkih organizacija i samog izvršenja terorističkih akata. Primarna obaveza je usvajanja internih akata, koji su usklađeni sa nacionalnom regulativom, a samim tim i sa međunarodnim standardima iz ove oblasti. Zatim slijedi kvalitetna obuka zaposlenih, koja se mora vršiti češće zbog konstantnog usložnjavanja ovog procesa, što zajedno predstavlja osnov za adekvatnu primjenu programa i procedura. Posebno je bitno napraviti i stalno dograđivati listu indikatora sumnjivih transakcija, koja treba da sadrži generalne indikatore, zatim indikatore specifične za ovaj prostor, kao i indikatore karakteristične za konkretnu banku. Ova treća skupina zavisi od strukture, karaktera i specifičnosti poslovnih aktivnosti same banke (Western Union, struktura klijenata, vrste računa...).

Za pomenute različite faze u finansiranju terorizma karakteristične su različite težišne aktivnosti banaka. Kod prve faze, faze prikupljanja i akumulacije sredstava, je najteže otkriti i prekinuti tok ove kriminalne aktivnosti. U ovoj fazi akcenat treba staviti na klijenta, što znači da se mora izvršiti njegova kvalitetna i potpuna identifikacija. Pored uobičajene obrade podataka iz priložene dokumentacije, treba posebno koristiti eksterne izvore. Tu su svakako najznačajnije zvanične liste terorista i terorističkih organizacija, zatim informacije od nadležnih državnih organa, kao i iz otvorenih izvora (sredstava informisanja). Prilikom klasifikacije klijenata sa stanovišta rizika od finansiranja terorizma, humanitarne i slične organizacije treba uvijek svrstati u najveći stepen rizika. U taj stepen moraju ići i klijenti sa rizičnih destinacija (off shore zone, rizična geografska područja, i sl.), kao i klijenti koji se bave specifičnom poslovnom aktivnošću (trgovina

oružjem, organizovanje kockanja i sl.).

Kod druge faze, tj. prenosa sredstava, akcenat se stavlja na same transakcije, a kao što je rečeno ovdje se mogu postići najbolji rezultati u otkrivanju i sprječavanju finansiranja terorizma. Zato se, sa posebnom pažnjom, moraju definisati i primjenjivati indikatori koji se odnose na same transakcije, odnosno na elektronske transfere ili transfere preko Western union-a. Alternativni načini prenosa sredstava se ne mogu pratiti u bankama.

Kod treće faze, tj. faze upotrebe sredstava za neposrednu pripremu i izvršenje samog terorističkog akta, najteže je otkriti sumnjivu transakciju, pošto se radi o najmanjim pojedinačnim iznosima. Uspjeh i rezultati u ovoj fazi direktno zavise od kvaliteta rada banaka u prvoj i drugoj fazi. Naime, ovdje se akcenat stavlja na aktivnosti prethodno filtriranog klijenta, tj. klijenta klasifikovanog u kategoriju visokog rizika, kako prilikom identifikacije, tako i prilikom obavljanja transakcija iz druge faze. Znači, prate se i transakcije u manjim iznosima, ako ih obavlja lice koje je akcentirano u prvoj fazi, ili se mogu vezati za transakcije iz druge faze koje su upućivale na sumnju u finansiranje terorizma.

Sa posebnom pažnjom treba pratiti aktivnosti koje ukazuju na pripremu i odlazak lica sa ovih prostora na strana ratišta. Za banke su ovdje najbitnije ulazne informacije dobijene od nadležnih državnih organa, na osnovu kojih se identifikuju i akcentiraju lica koja odlaze na strana ratišta, kao i članovi njihovih porodica. U fazi vrbovanja i pripreme za očekivati je priliv sredstava putem Western union-a, ili preko humanitarnih organizacija, licima koja se pripremaju za odlazak na ratišta. Otkrivanju ove aktivnosti može doprinijeti i praćenje doznaka, takođe preko Western union-a ili humanitarnih organizacija, porodicama lica koja su na ratištu, upućenim

od samih tih lica ili terorističkih organizacija kojima pripadaju. Pored direktnih novčanih doznaka, pomoć porodicama ratnika, koja se uočava kod banke, može biti pružana i putem davanja garancija za kredite, zatim otplata samih kredita, plaćanja računa i sl.

Veoma je bitno da banke sve informacije o ovim transakcijama, bez obzira na iznos, urgentno dostavljaju nadležnim organima, od kojih bi vjerovatno dobijale naloge za kontinuirano praćenje lica i njihovih transakcija.

### ISTA INFRASTRUKTURA – ISTI ZAHTJEVI

Za sprječavanje finansiranja terorizma se koristi ista infrastruktura kao za i sprječavanje pranja novca, s obzirom da je prethodna kvalitetno uspostavljena i razrađena u dužem vremenskom periodu. Ovo se posebno odnosi na bankarski sektor, pa je samim tim obaveza banaka u tom sistemu nezaobilazna i veoma velika. Prioritetan zadatak je donošenje odgovarajućih internih akata i uspostavljanje adekvatnih procedura. U pripremi i realizaciji ovog zadatka je neophodna permanentna i maksimalna koordinacija sa nadležnim državnim organima i regulatorima. Dinamika uvođenja novih metoda u izvršenju terorističkih akata zahtijeva stalno inoviranje sistema otkrivanja i sprječavanja finansiranja zločinačkih organizacija i samih zločina.

Osnovni motiv za adekvatno angažovanje banaka na ovom planu je čuvanje reputacije finansijske institucije, kao i zaštita od mogućih sankcija koje bi im mogli izreći nadležni organi.

Ne manje značajan motiv je društvena odgovornost za borbu protiv opšte opasnosti, u kojoj banke moraju uzeti učešća u skladu sa svojim značajem. Generalno, nekorišćenje svojih potencijala za sprječavanje kriminalne aktivnosti, može se skoro tretirati kao podrška njenim izvršiocima. Banke ni u kom slučaju ne smiju sebe dovesti u takvu situaciju.

is to adopt internal documents that are harmonised with the national regulation and also international standards covering this area. This is followed by qualitative training of employees that must be on frequent basis due to constant complexity of this process, which also represents basis for adequate implementation of programmes and procedures. It is particularly important to prepare and permanently upgrade list of indicators of suspicious transactions specific for this area and bank-specific indicators. This third group depends on the structure, character and specificity of business activities of a bank (Western Union, structure of clients, type account, etc.).

With regard to the above mentioned different phases in terrorist financing, different core activities of banks are important. In the first phase, the phase of collecting and accumulating resources, it is very difficult to detect and interrupt the flow of this criminal activity. In this phase, special attention should be paid on client, which means that full due diligence must be performed. In addition to regular processing of data from the provided documentation, external sources should be used. In this phase, official lists of terrorists and terrorist organisations are very important, as well as the information from the competent state authorities and open sources (media). When classifying clients based on risk from terrorist financing, humanitarian and similar organisation should be placed in the group bearing highest risk. This level of risk must also cover clients from risk destinations (off shore zones, risky geographic areas) and clients dealing with specific business activity (trade in arms, gambling and the like).

In the second phase, i.e. transfer of funds, transactions are highlighted and the best results may be achieved in this

phase in detecting and preventing terrorist financing. Therefore, indicators concerning the transactions and/or wire transfers or transfers through Western Union must be carefully defined and applied. Alternative ways of transfer of funds cannot be monitored in banks.

In the third phase, i.e. in the phase of use of funds for direct preparation and execution of terrorist activity, it is very difficult to detect suspicious transactions since these are the lowest individual amounts. Success and results in this phase directly depend on the quality of banks' activities in the first and second phase. To wit, activities of previously filtered client are highlighted, i.e. client classified in the high risk category during the identification and during executing transactions from the second phase. This means that transactions in small amounts are monitored if they are performed by a person indicated in the first phase, or they can be connected for the transaction from the second phase which indicated to the suspicion in terrorist financing.

The activities that indicate preparation and departure of persons from this area to foreign battlefields should be particularly monitored. Input information obtained from competent state authorities are the most important for banks in this phase based on which persons departing to foreign battlefields are identified and accentuated as well as members of their families. In the phase of recruitment and preparation, inflow through Western Union or through humanitarian organisations is expected to persons preparing for departing to battlefields. Monitoring of remittances through Western Union or humanitarian organisations to families of persons departed to war zones sent by them or their terrorist organisations can also contribute to the detection of this activity. In addition to direct

remittances, assistance to families of soldiers that is seen in banks, may be provided by giving guarantees for loans, repayment of loans, payment of bills, and the like.

It is very important that banks deliver urgently all information on these transactions regardless the amount to competent authorities that would probably order continuous monitoring of persons and their transactions.

### **SAME INFRASTRUCTURE - SAME REQUIREMENTS**

The same infrastructure is used for the prevention of terrorist financing as for the prevention of money laundering, since the latter was previously established and developed in long period. This particularly refers to the banking sector, and the obligation of banks in the system is inevitable and high. The priority objective is to adopt corresponding internal documents and establish adequate procedures. Permanent and maximum coordination with the competent state authorities and regulators is needed in the preparation and realisation of this task. The dynamics of introducing new methods in executing terrorist activities requires permanent innovation of the system of detecting and countering financing criminal organisations and offences.

The main motive for involving banks in this area is preserving the reputation of financial institution and protection from potential sanctions that may be imposed by competent authorities.

Social responsibility for combating general danger is no less important, where the banks may participate in accordance with their importance. In general, if the banks do not use their potential for the suppression of criminal activity, it may be treated as support to their perpetrators. Banks cannot bring themselves in such situation in no case.



Ivan Ćirković, menadžer  
KPMG d.o.o. Beograd

# Strateški ALM pre nego „reporting“ ALM

Mišljenja smo da će uloga i značaj CFO i CRO funkcije u bankama, tj. članova Izvršnih odbora zaduženih za upravljanje finansijama i rizicima značajno rasti u narednim godinama. Finansijski i Risk menadžeri će morati da ulože dodatne napore u nastupajućem periodu kako bi bili percipirani kao pouzdan biznis partner komercijalnim organizacionim delovima banke. CFO i CRO treba zaista duboko da razumeju izazove sa kojima se suočava „front-office“ i CEO banke. Sa druge strane, sami CFO i CRO se suočavaju sa svojim izazovima kao što su: okruženje niskih kamatnih stopa, topljenje operativnog rezultata, volatilnost risk faktora, regulatorni pritisci i slično. Oni se bore u potrazi za novim izvorima prihoda, upravljanjem operativnim troškovima i donošenju odluka u pogledu optimizacije rizika i koristi

Upravljanje aktivom i pasivom (engl. Asset Liability Management – ALM) je disciplina razvijena pre svega od strane banaka u cilju zadovoljenja potreba Finansijskog i Risk menadžmenta, kao i strateškog odlučivanja. Suština ALM-a je u analizi strukture bilansa banke i rizika koji proizilaze iz te strukture (tzv. strukturni rizici), kao i očekivane evolucije te strukture i rizika tokom predefinisano vremenskog horizonta usled promene varijabli (makroekonomskih faktora rizika) čije se kretanje u budućnosti može razumno i ekonomski racionalno projektovati: kamatne stope, troškovi likvidnosti i izvora finansiranja, devizni kursevi itd.

Strateški ALM ima za cilj optimizaciju profitabilnosti banke uz održavanje prihvatljivog nivoa izloženosti likvidnosnom riziku, deviznom riziku i riziku kamatne stope u bankarskoj knjizi, tj. u

skladu sa apetitom za rizik banke. Drugim rečima, ciljna funkcija ALM-a je da sačuva odnosno održi rezultat banke u dugom roku uprkos nepovoljnim kretanjima makroekonomskih risk faktora.

ALM je proces, pa kao i svaki proces ima svoje faze (aktivnosti) kao što su: identifikacija rizika, merenje, izveštavanje, monitoring i ublažavanje rizika, tzv. hedžing. Ipak, većina banaka je zaglavljena u prve tri faze, pogotovo u fazama merenja i reportinga, gubeći iz vida ključnu aktivnost, a to je hedžing. Naime, praksa je da ALM eksperti troše mnogo svojih resursa na merenje rizika, kalkulaciju raznih metrika i indikatora, pripremu kompleksnih i robusnih izveštaja, ispunjavanje regulatornih zahteva i slično, propuštajući time suštinu – traganje

# Strategic ALM rather than Reporting ALM

Our opinion is that the role and importance of the CFO and CRO functions in banks, i.e. members of the Executive Boards responsible for managing finances and risks grew substantially in the coming years. The financial managers and risk managers will have to make additional efforts in the following period to be perceived as a reliable business partner to commercial organisational parts of a bank. CFO and CRO should really deeply understand challenges front office and CEO of the bank are facing. On the other hand, CFO and CRO are facing with challenges such as: low interest rates, melting of operating results, risk factors volatility, regulatory pressures and the like. They are fighting in search for new sources of income, operational costs management and making decision with regard to the risk and return optimisation

Ivan Ćirković, Manager  
KPMG d.o.o. Belgrade

**A**sset Liability Management (ALM) is a discipline that have been primarily developed by banks in order to meet the requirements of Financial and Risk Management and strategic decision making. The basics of the ALM lies in the analysis of the structure of the balance sheet of the bank and risks arising from the structure (structural risks) as well as expected evolution, and the structure and risk during predefined time horizon due changes in variables (macroeconomic risk factors) whose future trend can be rationally and economically projected: interest rates, liquidity expenses and sources of finances, foreign exchange rates, etc.

Strategic ALM is aimed at optimising bank's profitability by maintaining acceptable level of exposure to

liquidity risk, foreign currency risk and interest rate risk arising from the banking book, i.e. in accordance with the bank's risk appetite. In other words, the main function of the ALM is to keep i.e. maintain the result of the bank in long run despite unfavourable development of macroeconomic risk factors.

ALM is a process; thus as any other process it has its phases (activities) such as: risk identification, measurement, reporting, monitoring and risk mitigation, i.e. hedging. However, majority of banks is stuck in the first three phases, particularly in the measurement and reporting phases, neglecting the key activity – hedging. To wit, the practice is that ALM experts spend many of their resources on

za hedžing rešenjima i donošenje strateških odluka koje treba da doprinesu optimizaciji bilansa stanja i vanbilansnih stavki banke. Sve ove aktivnosti koje prethode hedžingu i optimizaciji su neophodne, ali nisu same sebi cilj. One treba da rezultiraju u jasnoj poruci za top menadžment kako bi on bio u mogućnosti da formuliše i implementira efektivne instrumente hedžinga i optimizacije.

Svedoci smo da se banke u regionu i dalje prvenstveno oslanjaju na tzv. prirodni hedžing (usklađivanje stavki aktive i pasive na način da se minimizira neusklađenost, odnosno „otvorena pozicija“ koja može biti izvor rizika), dok je sa druge strane upotreba finansijskih derivata vrlo skromna. Nećemo ulaziti u konkretne razloge toga, ali svakako da postoji veliki prostor za unapređenje. Tačno je da upotreba derivata povlači sa sobom izazove u pogledu fer vrednovanja ovih instrumenata, „hedge accounting“ i slično, ali to nikako ne treba da bude prepreka za njihov razvoj, tim pre što govorimo o relativno jednostavnim („plain vanilla“) derivatima tipa valutni swap, kamatni swap ili „cross-currency swap“.

#### AKTUELNI IZAZOVI ALM FUNKCIJE U BANKAMA

Jedna od osnovnih funkcija ALM-a u bankama jeste upravljanje FTP sistemom, odnosno formulisanje i unapređenje FTP politike i metodologije, kao i kalkulacija samih FTP stopa koje dalje služe za „pivotiranje“ po raznim osnovama neto prihoda od kamate koje je u rukama, uglavnom, finansijskog kontrolinga.

Implementacijom FTP sistema, banka simulira direktne troškove finansiranja neophodne za produkciju kredita i drugih plasmana. Naime, FTP „Cost of Funds“ predstavlja direktnu cenu izvora potrebnih za finansiranje datog plasmana, pri čemu ti izvori predstavljaju perfektan „micro-hedžing“ tog plasmana u pogledu kamatnog, deviznog i rizika likvidnosti. Pitanje zidanja FTP stopa, odnosno njenih neizostavnih elemenata, je uvek vrlo aktuelno pitanje. Osvrnućemo se na rastući značaj vrednovanja opcionalnosti u okviru FTP sistema banke.

Opcije integrisane u proizvode/ugovore sa klijentima će verovatno dovesti do modifikacije novčanog

toka tog proizvoda (kredita ili depozita), trajanje ili tip kamatne stope i stoga treba da budu uzete u obzir od strane ALM centra prilikom obračuna FTP stopa. Tretman opcija ugrađenih u bankarske proizvode se razlikuje u zavisnosti od toga da li je reč o eksplicitnim ili implicitnim (bihejviorističkim) opcijama. U nekom od narednih tekstova ćemo se detaljnije baviti ovom problematikom. Za sada ćemo samo napomenuti koji su to, po nama, osnovni faktori koji doprinose značaju „prepayment“ opcije kod kredita. Podsetimo se da je prepayment opcija (mogućnost prepravne otplate kredita) tip implicitne opcije koja zavisi od volje vlasnika te opcije, a ne od tržišnih kretanja kao što je to slučaj kod eksplicitnih opcija tipa „cap/floor“, koje će se realizovati automatski na bazi kretanja određenih tržišnih varijabli. Prepayment u rukama vlasnika kredita je ništa drugo do tzv. kupovna (engl. call) opcija koja vlasniku daje pravo da otkupi svoj dug po unapred definisanoj ceni. Kao i svaka kupovna opcija, njena vrednost raste kada cena instrumenta (u našem slučaju kredita) u osnovi opcije raste - a to je upravo situacija u današnje vreme kada usled pada opšteg nivoa kamatnih stopa fer vrednost kredita raste. Izvršenje opcije prepravne otplate kredita se, jednostavno rečeno, klijentima isplati. Ova logika stoji u osnovi sve masovnije prepravne otplate i refinansiranja kredita po nižim kamatnim stopama. Drugi faktor je mogućnost da se uz refinansiranje kredita i realizacije opcije dođe do



risk measurement, calculation of various matrices and indicators, preparation of complex and robust reports, meeting of regulatory requirements and the like, failing the substance – searching for hedging solutions and passing strategic decisions that should contribute to the optimisation of balance sheet and off balance sheet items of the bank. All of the activities preceding hedging and optimisation are necessary but are not the objective. They should result in clear message for top management so that it is able to articulate and implement effective hedging instrument and optimisation.

We are witnesses that the banks in the region and beyond rely primarily on natural hedging (adjustment of assets and liabilities items to minimise mismatch, i.e. open position that may be the source of risk), while on the other hand, the use of financial derivatives is very modest. We will not discuss specific reasons for this, but surely there is a large space for improvement. It is correct that the use of derivatives implies challenges regarding fair value of these instruments, hedge accounting and the like. However, this should not represent an obstacle for their development since we are discussing plain vanilla derivatives such as currency swap, interest rate swap or cross-currency swap.

#### **CURRENT CHALLENGES OF ALM FUNCTION IN BANKS**

One of the main functions of the ALM in banks is FTP management, i.e. development and improvement

of FTP policy and methodology and the calculation of FTP rates that further serve for pivoting under various basis of net interest income which is mostly under the Financial controlling.

Implementing FTP system, the bank simulates direct financing costs needed for the production of loans and other placements. Namely, FTP Cost of Funds represents a direct price of sources needed for financing of a given placement, whereby these sources represent a perfect micro-hedging of such a placement with regard to interest rate, foreign exchange and liquidity risks. The issue of building FTP rates, i.e. inevitable elements of the rate is always the current one. We will discuss an increasing importance of valuing options within the FTP system of the bank.

Options embedded in products/contracts with customers will likely result in modifying cash flow of such product (loan or deposit), duration or type of interest rate and thus, they should be taken into consideration by ALM centre when calculating FTP rates. Treatment of options embedded in banking products differs depending on whether they are explicit or implicit (behavioural) options. Some of the following papers will deal in more detail with this issue. Currently we will only mention that in our opinion these are the main factors contributing to the importance of prepayment option with loans. To remind, prepayment option (the possibility of early repayment of loan) is a type of implicit option that depends on the will of the owner of that option and not on market developments as it is the case with explicit options like caps/floors, which will be realised automatically based on the development of certain market variables. Prepayment in the hands of loan beneficiary is call option which gives the right to the holder to repurchase its debt under predefined price. As any other purchase option, its value grows – this is the situation nowadays when due to a decline in general level of interest rates fair value of loans increases. Exercising an option of early loan repayment is beneficial to customers, simply put. This logic underlies increasingly mass prepayment and loan refinancing under lower interest rates. The second factor is the possibility to come



dodatnog keša. Konačno, uvek će postojati klijenti koji žele da iskoriste opciju prepaymenta kako bi zatvorili kreditnu partiju iz sopstvenih izvora, bez obzira da li je opcija „u novcu“ ili ne. Neadekvatan obuhvat opcionalnosti u FTP sistemu banke može iskriviti sliku i poruku koja se šalje komercijalnim organizacionim delovima u pogledu njihove profitabilnosti i uspešnosti prodaje sa jedne strane, odnosno staviti ALM centar u nezavidan položaj. To je ona neprijatna situacija kada prema FTP metodologiji svi komercijalni organizacioni delovi rastu u pogledu profitabilnosti pojedinačno posmatrano, dok u zbiru na nivou banke u celini rezultat opada.

Takođe, posmatranje samo neto prihoda od kamata putem FTP metode, ili bruto operativnog rezultata koji pored neto kamata obuhvata i neto prihode od naknada/provizija, finansijskih transakcija i ostalog, nije dovoljno da bi se doneo konačan zaključak o rentabilnosti kako postojećih tako i novih proizvoda. Naime, neophodno je proniknuti dublje tj. obuhvatiti i operativne troškove (OPEX), pored finansijskih koje simuliramo kroz FTP stope. OPEX mogu ugroziti ukupnu profitabilnost konkretnog proizvoda/klijenta spuštajući inače pozitivan „NBI“ tog proizvoda/klijenta na nivo negativnog neto rezultata. Ipak, i pored ovako velikog značaja OPEX, mnoge banke upravljaju svojim operativnim rashodima na nivou C/I racija i na način kao da su ti troškovi fiksni i indirektni (opšti) troškovi - a nisu. Naime, operativne troškove treba alocirati na konačne nosioce troškove - proizvode, i upravljati njima kao da su direktni i varijabilni troškovi.

Konačno, kamatni rizik u bankarskoj knjizi (IRRBB) je još jedna u nizu tema koja okupira ALM eksperte. Iako banke upravljaju kamatnim rizikom u bankarskoj knjizi na način da se fokusiraju na „re-pricing“ rizik i minimiziranje gepova (otvorenih pozicija) u pogledu ponovnog određivanja cena, ipak, to više nije dovoljno. Narastajući bazni rizik i rizik opcionalnosti u bankarskoj knjizi zahtevaju unapređene metodologije, alate za scenario analize, modeliranje i slično. U budućnosti možda možemo očekivati i da Bazelski Komitet prebaci IRRBB iz stuba II u stub I u pogledu minimalnih kapitalnih zahteva. Sve ovo uzdiže IRRBB kao rizik na koji će se morati obratiti veća pažnja u nastupajućem periodu.

up to additional cash by refinancing the loan and exercising the option. Finally, there has always been customers that want to use prepayment option to close loan from their sources regardless the option is in the money or not. Inadequate scope of options in FTP system of the bank may distort the picture and message sent to organisational parts regarding their profitability and successfulness of sale on one side i.e. placing ALM into unenviable position. This is unpleasant situation when, according to FTP methodology, all commercial organisational parts grow regarding the profitability on solo basis, while aggregately the result declines.

In addition, if only net interest income is observed using FTP method, or gross operating result, which in addition to net interest includes also net interest and fee income, financial transactions and other, it is not sufficient to draw final conclusion on profitability of both current and new products. It is necessary to go deeper and include also operating expenses (OPEX), in addition to financial ones simulated through FTP rates. OPEX may jeopardise overall profitability of specific product/customer reducing otherwise positive NBI of such product/customer to negative net results. However, apart such great importance of OPEX, many banks manage their operating expenses at the level of C/I ratios and in the manner as if these expenses are fixed and indirect (general) and they are not. Operating expenses should be allocated to final bearers of expenses-products and manage them as if they were direct and variable costs.

Finally, interest rate risk in the banking book (IRRBB) is one other the issuer interested from ALM experts. Although banks manage interest rate risk in banking book by focusing on repricing risk and minimising gaps (open positions) regarding determining prices, it is not sufficient. Growing basis risk and option risk in the banking book require improvement of methodologies, tools for scenario analysis, modelling and similar. In the future, it can be expected that Basel Committee would likely to transfer IRRBB from Pillar II into Pillar I regarding minimal capital requirements. This may increase IRRBB as a risk to which higher attention must be paid in the coming period.



# Universal Capital Bank

## Kreditni za obrtna sredstva

Universal Capital Bank



Kamatna stopa  
od 6.00% do 7.00%

EKS stopa  
od 6.40% do 8.01%

Ročnost  
do 12 mjeseci

Jednokratna naknada  
od 0.20% do 0.50%

### OPCIJA

Kamatna stopa

EKS stopa

Ročnost

Način otplate

Sredstva obezbjeđenja

Jednokratna naknada

Commitment fee

Naknada za prijevremeno djelimično  
umanjenje duga ili potpuno zatvaranje

Napomena

### VIP

od 6.00% do 7.00%

od 6.40% do 8.01%

do 12 mjeseci

anuitetska

hipoteka/mjenice/jemstva/zaloga/ostalo

od 0.20% do 0.50%

1.25%

Bez naknade

Moguće opcije:

Moguće je višekratno korišćenje  
kreditnih sredstava. Isplata sredstava  
iz kredita se vrši na račun zajmotražioca.



Ana Rašović  
Nova Banka

# Upravljanje i ALCO komitet

Priča o funkcionisanju banke, jednoj organizacionoj jedinici unutar nje ili pak nekom od proizvoda koje ona nudi, mogla bi početi prilično jednostavno. Živimo u svijetu rijetkosti. Svakodnevno smo suočeni sa ograničenošću resursa i upućeni na neprekidno razmišljanje kako da ih iskoristimo na najbolji način. Kao finansijski posrednici čije je postojanje na tržištu uslovljeno ponudom i tražnjom, banke imaju zadatak povezati one sa viškom i one sa manjkom sredstava. Činjenica je da je danas nezamislivo voditi biznis, privredu, jednom riječju živjeti bez njih.

Upravljanje aktivom i pasivom je priča o ulozi istoimene organizacione jedinice unutar banke. Priča koja, premda dosta nepoznata ljudima izvan finansijskog svijeta, mnogo govori o samom funkcionisanju cijele institucije. Tokom 40-ih i 50-ih godina prošlog vijeka, bankarstvo se zasnivalo na upravljanju aktivom, usljed izobilja sredstava koja su se čuvala u obliku depozita. Međutim, kako se dostupnost kratkoročnih jeftinih sredstava smanjivala, fokus bankarskog menadžmenta se pomjera na upravljanje pasivom. Tokom 80-ih godina, nestabilnost kamatnih stopa u SAD-u i Evropi pomjerila je granice upravljanja aktivom i pasivom. Naime, banke su postale sve više fokusirane na praćenje kamatnih stopa koje su uslovljavale stanje kako jedne, tako i druge strane bilansa

## UPRAVLJANJE AKTIVOM I PASIVOM

Upravljanje aktivom i pasivom (engl. Assets Liabilities Management - ALM) je praksa upravljanja

rizicima koji proizilaze iz neusklađenosti aktive i pasive. Predstavlja strateški alat za upravljanje kamatnom stopom i rizikom likvidnosti sa kojima se banka susrijeće. Aktivu banke čine krediti, plasmani u hartije od vrijednosti, likvidna aktiva, gotovina i ostala aktiva. Pasivu banke čine oročeni depoziti, depoziti po viđenju, obaveze na tržištu novca, ostale obaveze i kapital. Pravilno upravljanje podrazumijeva dnevno vođenje računa o izvorima finansiranja banke i plasmanima, kao

i ročnoj i valutnoj strukturi, odnosno strukturi prikupljenih depozita i odobrenih kredita. Ročna struktura obje strane bilansa banke daje uvid u usklađenost dospjelih potraživanja i dospjelih obaveza. Nerijetko se dešava da je neadekvatna ročna struktura upravo ona koja donosi profit banci, što otvara vrata dubljim analizama i procjenama upravljanja rizicima.

Održavanje kratkoročne i dugoročne bilansne ravnoteže predstavlja veliku važnost ali i veliki

Ana Rašović  
Nova Banka

# The Management and ALCO

A story of the functioning of a bank, an organisational unit within the bank, or some of the products it offers can start very simply. We live in the world of rarities. We are facing with limited resources on daily basis and referred to constant thinking on how to use them in the best possible way. As financial intermediaries whose existence in the market depends on demand and supply, banks are aimed at connecting those who have a surplus of funds and those who lack funds. The fact is that nowadays it is impossible to manage business, economy or live without them.

Assets and liability management is a story on the role of this organisational unit within a bank. A story, although rather unknown to people outside the financial world, speaks a lot on the functioning of the entire institution.

During 1940s and 1950s, banking was based on the asset management, due to the vast amount of funds kept as deposits. However, as the availability of short-term cheap funds declined, the focus of the management moved to the liabilities management. During 1980s, instability in interest rates in the USA and Europe moved the limits of assets and liabilities management. To wit, banks have become increasingly focused on monitoring these rates that affected the situation in both sides of the balance sheets

## ASSETS AND LIABILITIES MANAGEMENT

Assets and Liabilities Management (ALM) is a practice of risk management arising from assets and liabilities mismatch. It represents a strategic tool for interest rate risk management and liquidity risk the bank is facing. Assets consists of loans, placements in securities, liquid assets, cash and other assets. Bank's liabilities are made up of term deposits, demand deposits, money market liabilities, other liabilities and capital. Correct management implies taking care of sources of financing of a bank and placements and maturity and currency structure, i.e. structure of gathered deposits and loans granted. Maturity match of both sides of the balance sheet of the bank gives insight in the balance between matured receivables and matured obligations. It often happens that inadequate maturity structure is the one that brings a profit to

a bank, which opens the door for deep analysis and assessments of risk management.

Balancing of short-term and long-term balance sheet is very important and also poses a great challenge to the bank. Short-term balance is the ratio of cash and short-term placements in assets that should be higher than or equal to short-term sources on the liabilities side. Long-term balance is the ratio of long-term placements on the assets side that should be lower than or equal to long-term sources on the liabilities side. The balance is possible in the conditions when short-term placements with cash are higher than short-term sources provided that the long-term placements are not higher than long-term sources.

Short-term balance sheet imbalance results in illiquidity when short-term placements and cash are lower than short-term sources of funds. This means that a portion of





Upravljanje aktivom i pasivom se najviše fokusira na rizik likvidnosti i tržišni rizik. Rizik likvidnosti je moguće definisati kao rizik nezadovoljavanja očekivanih i neočekivanih trenutnih i budućih tokova novca i kolaterala. Od banke se očekuje da na efikasan način ispuni sve svoje obaveze, bez uticaja na svoje poslovne aktivnosti. Tržišni rizik podrazumijeva devizni rizik i rizik kamatne stope.

U svakoj banci postoji tijelo koje definiše obim poslova službe upravljanja aktivom i pasivom, kao i vrste rizika koje su službom obuhvaćne. Zove se ALCO Komitet.

### KLJUČNE FUNKCIJE UPRAVLJANJA AKTIVOM I PASIVOM

Najznačajnije funkcije upravljanja aktivom i pasivom banke se sastoje u upravljanju gepovima i ročnom usklađenošću sa jedne, i upravljanju rizikom kamatne stope sa druge strane. U nastavku su neke od ključnih odgovornosti ove organizacione jedinice banke.

#### ▪ *Upravljanje strukturalnim gepovima*

U finansijskim institucijama sa zastarjelim principima upravljanja aktivom i pasivom, ovo je možda i najkritičniji i najposmatraniji aspekt istoimene jedinice. Upravljanje likvidnošću se uglavnom fokusira na kratkoročne ciljeve, dok se upravljanje gepovima fokusira uglavnom na ciljeve duže od godinu dana. Sve ovo utiče na neophodnost konstantnog praćenja pozicija aktive i pasive i usklađivanja kratkoročnih i dugoročnih planova.

#### ▪ *Praćenje odnosa dugoročne aktive / dugoročne pasive*

Ljudi koji se bave upravljanjem aktive i pasive uglavnom preferiraju fokusirati se na odnos aktive i pasive koja prelazi godinu dana postavljajući prihvatljive limite upravo na ovaj period.

#### ▪ *Upravljanje likvidnošću*

Ovo je jedan od najvažnijih zadataka banke. Upravljanje likvidnošću na kratak rok se postiže upravljanjem aktive, a na srednji i upravljanjem strukturom pasive.

#### ▪ *ALCO izvještavanje*

### ALCO KOMITET

Svaka banka mora imati tijelo odgovorno za implementaciju upravljanja aktivom i pasivom. Komitet koji upravlja aktivom i pasivom banke se naziva ALCO Komitet (eng. Assets Liabilities Committee). Sam koncept upravljanja proizilazi iz komiteta, koji definiše funkcije, vrste rizika koje utiču na njih, kao i prihvatljive nivoe rizičnih radnji. Komitet je najčešće u sljedećem sastavu: Izvršni direktor(i); Rukovodilac Upravljanja aktivom i pasivom; Rukovodilac Finansija; Rukovodilac Korporativnog bankarstva; Rukovodilac Poslovanja sa stanovništvom; Rukovodilac Upravljanja rizicima.

Glavni cilj komiteta je da planira i kontroliše finansijske tokove, uspostavi strukturu bilansa banke i kretanje ukupne vrijednosti bilansa na način da omogući postizanje ciljane profinane stope institucije. Pomenuto se postiže adekvatnim upravljanjem likvidnošću, kapitalom banke i rizicima. ALCO će, u skladu sa utvrđenim procedurama, ustanoviti nivo kamatnih stopa i sve ostale uslove koji se odnose na stavke aktive i pasive, kao i odlučivati o rokovima dospijeca i cijenama pojedinih stavki.

Komitet razmatra kamatne stope i prinose, obim zajmova i investicionog portfolija, rokove dospijeca zajmova, oročenih depozita i plasmana, devizne kurseve, stope inflacije, kao i druge makroekonomske indikatore. ALCO treba stremiti ostvarivanju prihvatljivog nivoa izloženosti banke finansijskom riziku, a da istovremeno ostvaruje finansijske ciljeve banke.

Komitet zasijeda najmanje jednom mjesečno u cilju osvrtnanja na trenutno stanje, kao i kreiranja strategija u cilju upravljanja aktivom i pasivom. Odgovoran je za usvajanje akata koja se odnose na rad upravljanja aktivom i pasivom. Svako ALCO zasijedanje je praćeno zapisnikom sa sjednice, kao i osvrtnanjem na prethodnu.

Upravljanje aktivom i pasivom predstavlja srž poslovanja banke, njene održivosti i profitabilnosti. Adekvatnim upravljanjem pozicijama aktive i pasive, ne utiče se samo na povećanje bilansne sume banke, već i na njen kvalitet. Samim tim se ostvaruje sigurnost plasmana, likvidnost, profitabilnije poslovanje, a sve u cilju pružanja što kvalitetnijih usluga klijentima.



DO 15  
GODINA

DO 30% U  
GOTOVINI

**NLB Turistički kredit za pripremu sezone**

# Spremi se, turisti **stižu!**

Stvorite najbolje uslove u vašim turističkim ili ugostiteljskim kapacitetima! Izgradite, opremite ili renovirajte vaš apartman, kuću za odmor, kamp ili ugostiteljski objekat uz pomoć našeg kredita za razvoj turizma! Iskoristite iznos do 100.000 EUR i rok za otplatu do 15 godina i obezbijedite kredit uz najpovoljniju kamatnu stopu i uslove odobravanja! Iskoristite mogućnost isplate do 30% kredita u gotovini i uz sezonski način otplate koji odgovara visini vaših prihoda u određenom periodu tokom godine.



**NLB Banka**

*Zato što i Vaš  
biznis zaslužuje  
veliko priznanje...*



## **CKB krediti za preduzeća**

- NKS od 8,99% na godišnjem nivou
- sve vrste kredita malim i srednjim preduzećima
- fiksna kamatna stopa

**CKB kreditima za mala i srednja preduzeća** povećajte efikasnost Vašeg biznisa, riješite probleme trenutne nelikvidnosti, unaprijedite konkurentnost, na pravi način realizujte razvojne potrebe i nova ulaganja Vašeg preduzeća...



\*Informacija o ovom proizvodu nije potpuna. Nominalne kamatne stope (NKS) na godišnjem nivou iznose od 8,99%. Odobravanje CKB kredita za mala i srednja preduzeća zavisi od bodovanja prema internim kriterijumima Banke i Opštih uslova poslovanja CKB-a. Za više informacija o CKB kreditima za mala i srednja preduzeća, uslovima i načinu apliciranja posjetite najbližu filijalu Crnogorske komercijalne banke, naš website [www.ckb.me](http://www.ckb.me) ili pozovite CKB Call Centar 19894.

in the most efficient manner. Efficient methods tend to manage volume, different combinations, maturity, interest rate sensitivity, asset quality and liquidity in order to make pre-defined relationships of risks and returns. Banks tend to stabilise short-term and long-term profits through assets and liabilities management and anything the bank plans in long run.

Asset and liabilities management is mainly focused on liquidity risk and market risk. Liquidity risk can be defined as the risk of unsatisfying expected and unexpected current and future cash flows and collateral. The bank is expected to meet all its obligations in efficient manner without influencing its business activities. Market risk implies currency risk and interest rate risk.

Each bank has a body that defines the volume of activities of the unit for asset and liabilities management and the type of risks the unit covers. It is called ALCO.

### KEY FUNCTIONS OF ASSETS AND LIABILITIES MANAGEMENT

The most important functions of assets and liabilities management consist in managing gaps and maturity mismatch on one side and interest rate risk management on the other side. Some of the key responsibilities of this organisational unit of the bank are given below.

- *Structural gap management*

This is the most critical and most observed aspect of the unit in financial institutions having outdated principles of assets and liabilities management. Liquidity management is mostly focused on short-term objectives, while gap management is focused on objectives longer than one year. This influences the necessity of constant monitoring of the assets and liabilities positions and adjustment of short-term and long-term placements.

- *Monitoring long-term assets / long-term liabilities ratio*

Persons dealing with assets and liabilities management mostly prefer to focus on the assets and liabilities ratio exceeding one year setting limits acceptable for that period.

- *Liquidity management*

This is one of the most important tasks of the bank. Liquidity management in short period is achieved through asset management, and it covers also management of the liabilities structure in medium term.

- *ALCO reporting*

### ALCO

Each bank must have a body responsible for the implementation of assets and liabilities management. The Committee managing assets and liabilities of the bank is called ALCO (Asset Liability Committee). The concept of management arises from the Committee, which defines functions, types of risks influencing them and acceptable levels of risky activities. Most frequently the Committee consists of the following: Executive Director(s); Assets Liabilities Management Unit Manager; Finances Unit Manager; Corporate Banking Unit Manager; Retail Unit Manager; Risk Management Unit Manager.

The main objective of the Committee is to plan and control financial flows; establish structure of the bank balance sheet and trend of total value of the balance sheet so that it enables the accomplishment of targeted profit rate of the institution. This is achieved through adequate liquidity management, bank's capital and risks. ALCO will, in accordance with established procedures, determine the level of interest rates and all other conditions pertaining assets and liabilities items and decide upon maturity deadlines and prices of individual items.

The Committee discussed interest rates and returns, the volume of loans and investment portfolio, maturity of loans, term deposits and placements, foreign exchange rates, inflation rates and other macroeconomic indicators. ALCO should strive to accomplish the acceptable level of bank's exposure to financial risk and at the same time to achieve financial objectives of the bank.

The Committee meets at least once a month in order to review the current situation and create strategies for assets and liabilities management. It is responsible for the adoption of tools referring to the work of assets and liabilities management unit. Every ALCO meeting is followed by minutes from the meeting and the review of the previous meeting.

Assets and liabilities management is a core of bank activities, its sustainability and profitability. Adequate management of assets and liabilities positions do not influence only the increase in bank's total assets and liabilities, but also its quality. This creates the security of placements, liquidity, more profitable activities in order to provide more qualitative services to clients.



Miodrag Kirsanov  
Centralna banka  
Crne Gore

# NOVČARSTVO ZETSKE DINASTIJE BALŠIĆ

Najreprezentativniji komadi novca Balšića nijesu u crnogorskim privatnim ili muzejskim kolekcijama već u Narodnom muzeju Srbije, Srpskoj akademiji nauka i umjetnosti i brojnim privatnim kolekcijama od Beograda, Zagreba, Rima itd. Zadnjih godina nekoliko mlađih kolekcionara sakupilo je zavidne zbirke srednjovjekovnog i drugog novca ali nijesu zainteresovani za prodaju. Možda se jednog dana neki od njih sjete da barem svoje duplikate, doniraju ili prodaju Muzeju novca

Na teritoriji današnje Crne Gore vjekovima su se smje-njivale kulture, države i njihovi vladari koji su nam u nasljedstvo ostavili baštinu, čiju vrijednost i značaj kao društvo još nijesmo na pravi način spoznali i valorizovali.

Činjenica da je da na teritoriji Crne Gore dokumento-vano i pronađeno mnogo prednovčanih sredstava plaća-nja, antičkog novca (keltskog, ilirskog, grčkog, rimskog i vizantijskog), zatim srednjovjekovnog novca balkanskih, mediteranskih, azijskih i afričkih država, govori da se tu odvijala veoma razvijena robna razmjena i trgovina robom iz cijelog, tada poznatog, svijeta.

Vađenje rude, prerada i proizvodnja plemenitih metala govori o visokom stepenu poznavanja tehnologije još od ilirske kovnice u Risnu, preko Brskova, Skadra do Kotora u kojem se novac posljednji put kovao za vrijeme francuske okupacije 1814. godine.

Prvi vladari u hiljadugodišnjoj istoriji Crne Gore koji su kovali svoj novac bili su iz porodice Balšića koja je Zetom vladala od 1360. do 1421. Smatra se da su u Duklju, koja je tada bila pod vlašću raških gospodara Nemanjića, doselili iz francuske Provanse krajem XIII vijeka i da je njihovo prezime bilo *de Bo*. Takođe se smatra da su pripadali aristokratskom staležu. Srbijanska historiografija smatra da njihovo prezime potiče od riječi *BAL* što na staroslovenskom znači vidar i da je to bilo zanimanja njihovog pretka. Lično mi je najprihvatljivije mišljenju koje je u knjizi Kraljevstvo Slovena 1601. iznio Mavro Orbin. Po njemu, Balšići potiču „od sitnog vlastelina Balše, sloveniziranog Vlaha (Iliroromana, odnosno starovjekovno romaniziranih Ilira) koji je vojničkim zaslugama, od cara Dušana ili njegovog nasljednika cara Uroša, stekao vlastelinsko zvanje“.

Prvi Balšić koji se pominje u istorijskim izvorima je izvjesni Mate, koji je 1304. nosio pismo kraljice Jelene Anžuske dubrovačkom knezu. Moguće je da su se, kao

pripadnici aristokratskog staleža, zbližili ili čak orodili sa Nemanjićima i tako izdigli iznad druge zetske vlastele.

Primat i vlast u Zeti 1360. preuzeo je Balša I koji je imao tri sina. Stracimira (+1372.), Đurđa I koji je vladao od 1362. do smrti 1378., i Balšu II Balšića koji je vladao do svoje pogibije prilikom odbrane Berata od Turaka 1385. Stracimirov sin Đurađ II Stracimirović Balšić vladao je Zetom od 1385. do 1403. Njega nasljeđuje sin Balša III Balšić koji je imao samo 17 godina, a kako nije imao nikakvog političkog iskustva Zetom je vladala njegova majka Jelena.

U skladu sa praksom drugih vladarskih porodica, bračnim vezama sa vladarima susjednih zemalja, uspijevali su da ojačaju vojne saveze, prošire teritoriju Zete i na visokom nivou održe njenu ekonomiju,

Sve do 1369. Balšići su bili pravoslavni, ali su tada konvertirali i vratili se u katoličanstvo. Tom prigodom Papa Urban V poslao im je pismo u kojem je Stracimira, Đurđa i Balšu nazvao županima Zete.

Oko 1370. Zeta se prostirala od Budve do Prizrena i od Lješa do Plava.

Ekonomija Zete Balšića bila je na visokom nivou. Kovali su svoju valutu – *dinar*, a veliki broj vrsta srebrnog novca svjedoči o razvijenoj unutrašnjoj i spoljnoj trgovini. Zabilježeno je da su njihove kovnice radile u Prizrenu (1372-1378) Skadru (od 1392), a kasnije u Ulcinju i Baru.

Bakarni novac gradova korišćen je samo u unutrašnjem prometu.

Zbog velikog broja vrsta novca u ovom broju prikazaćemo novac Balšića kao vladara, a novac gradova pod njihovom vlašću u sljedećem.

Pregled vrsta novca Balšića dajemo prema katalogu *Srpski srednjovjekovni novac*, Miroslava M. Jovanovića iz kojeg su preuzete ilustracije. Namjerno su prikazani i komentari o broju poznatih primjeraka kao bi čitaoci imali uvid u rijetkost ovog novca. Opisi aversa (lica) i reversa (naličja)

# MONETARY INDUSTRY OF THE ZETA IN THE TIME OF BALŠIĆ DYNASTY

The most presented pieces of coins of the Balšić family were not in Montenegrin private or museum collections but in the National Museum of Serbia, Serbian Academy of Science and Art and numerous collectors from Belgrade, Zagreb, Rome, etc. Several younger collectors have gathered impressive collections of medieval and other money in the last years but they are not interested in selling them. Perhaps some of them will remember someday at least to donate or sell their duplicates to the Money Museum

Miodrag Kirsanov  
Central bank of  
Montenegro

Different cultures, states and their rulers have been present at the territory of the current State of Montenegro, who bequeathed an inheritance, which value and importance has not been known and values by our society yet.

The fact that many pre-monetary means of payment have been found and documented at the territory of Montenegro, as well as antique coins (Celtic, Illyrian, Greek, Roman and Byzantine) and also medieval coins of Balkan, Mediterranean, Asian and African countries speaks that well-developed commodities exchange and trade in goods took place there from all over the, then known world.

Mining, processing and production of precious metals showed high level of technology from the Illyrian mint in Risan, from Brskovo, Shkodër to Kotor where coins been minted for the last time during French occupation in 1814.

The first rulers in thousand year's long history of Montenegro who minted their coins were from the Balšić family who ruled Zeta in period 1360 – 1421. It is believed that they moved to Duklja, which was then ruled by the Nemanjić family from Raška, from French Provence in 13th century and their last name was de Bo. In addition, it is believed that they were aristocrats. Serbian historiography believes that their last name originates from the word BAL which in Old Church Slavonic language means healer and it is believed that it was the occupation of their ancestor. In my personal opinion, the most acceptable opinion is given by Mavro Orbin in his book Kingdom of Slovene in 1601. According to him, the Balšići originated "from nobleman Balša, who was believed to be Vlach origin (Roman origin), and who gained seignior title from the Emperor Dušan or his successor, the Emperor Uroš, due to his military merits".

The first Balšić who is mentioned in history sources was certain Mate who brought letter of the Queen Helen of Anjou in 1304 to Dubrovnik's Prince. It is possible that they became closer as members of aristocratic class or even

became related to the Nemanjić family, thus becoming greater than other the Zeta nobility.

The primacy and ruling in Zeta in 1360 was taken over by Balša I who had three sons: Stracimir (+1372.), Đurađ I, who ruled in period 1362 until his death in 1378, and Balša II Balšić who ruled until he was killed during the defence of Berat from Turks in 1385. Stracimir's son, Đurađ II Stracimirović Balšić, ruled Zeta in period 1385 -1403. His was succeeded by his son, Balša III Balšić, who was only 17 and did not have any political experience, and his mother Jelena ruled Zeta.

In accordance with the practice of other ruling families, marriages with the rulers of neighbouring countries, they managed to strengthen military alliances, expand the territory of Zeta and maintain their economy at the high level.

Until 1369, the Balšić family was orthodox but they converted into Catholic religion. The Pope Urban V sent them letter in which he called Stracimir, Đurađ and Balša Princes of Zeta.

In 1370, Zeta ranged from Budva to Prizren and from Lješ to Plav.

The economy of Zeta during the period of the Balšić ruling was at the high level. They minted their own currency – dinar, and high number of types of silver money witnessed on developed internal and external trade. It was recorded that their mints worked in Prizren (1372—1378), Shkodër (from 1392), and later in Ulcinj and Bar.

Copper money of the cities was used only in internal turnover.

Due to large number of coins, coins of the Balšić family as rulers will be shown in this edition, while coins of the cities under their authority will be presented in next edition.

The overview of coins of the Balšić family is given according to the catalogue of the book Serbian Medieval Coins (Srpski srednjovekovni novac), by Miroslav M. Jovanović from which the illustrations have been taken. Comments on the number of known copies are given so that the readers can see how rate these coins are. The descriptions of the obverse (front) and

slijede ilustracije, mada se kod drugih autora mogu naći i suprotni opisi.

### DINARI ĐURĐA I BALŠIĆA (1372-1378)

1. Na aversu je ćirilični natpis u četiri reda, kao na slici 1. Na reversu je prikazan Hrist na prijestolu. Desno od njega je monogram G.

2. Na aversu je ćirilični natpis u 5 redova, kao na slici 2. Na reversu je prikazan Hrist na prijestolu.

3. Na aversu je horizontalni ćirilični natpis, kao na slici 3. Na reversu je šlem sa velom, daščicom i čelenkom u obliku rozete okrenut lijevo. Lijevo i desno od šlema je horizontalni natpis ćirilicom kao na slici 3.

4. Na aversu je ćirilični natpis u četiri reda kao na slici 4. Na reversu je vučja glava sa isplaženim jezikom okrenuta udesno. Ispod nje je šlem sa prorezima za oči i uši, takođe okrenut udesno. Ispred njega desno je monogram G.

5. Na aversu je ćirilični natpis u pet redova, kao na slici 4. Na reversu je vučja glava sa isplaženim jezikom okrenuta udesno. Ispod nje je šlem sa prorezima za oči i uši, takođe okrenut udesno.

6. Na aversu je ćirilični natpis u pet redova kao na slici 6. Na reversu je prikazan Hrist na prijestolu.

7. Na aversu je ćirilični natpis u pet redova kao na slici 7. Na reversu je vučja glava sa isplaženim jezikom okrenuta udesno. Ispod nje je šlem sa prorezima za oči i uši, okrenut ulijevo. Desno od njega je natpis kao na slici 7.



1  
ВЪХЪС ГАДАГО ВЪРНИГ ГИРЪСЪ  
/ВЪ ХРИСТА СЪГА СЛАВОВЕРНИ ГИРОВАНИ ГИРЪСЪ/  
Г Г



2  
ВЪХЪС ГАДАГО ВЪРНИГ ГИРЪСЪ  
/ВЪ ХРИСТА СЪГА СЛАВОВЕРНИ ГИРОВАНИ ГИРЪСЪ/  
Г Г



3  
ВЪХЪ СЛАДАГО ВЪРНИГ ГИРЪСЪ  
/ВЪ ХРИСТА СЪГА СЛАВОВЕРНИ ГИРЪСЪ/  
Г Г Р Г



4  
ВЪХЪС ГАДАГО ВЪРНИГ ГИРЪСЪ  
/ВЪ ХРИСТА СЪГА СЛАВОВЕРНИ ГИРЪСЪ/  
Г Г



5  
ВЪХЪ СЛА ГИ Р Г  
/ВЪ ХРИСТА СЪГА СЛАВОВЕРНИ ГИРОВАНИ ГИРЪСЪ/  
Г Г



6  
ГИРЪСЪ СЛАДАГО ВЪРНИГ ГИРЪСЪ  
/ВЪ ХРИСТА СЪГА СЛАВОВЕРНИ ГИРОВАНИ ГИРЪСЪ/  
Г Г

reverse (back) are followed by the illustrations, although opposite descriptions can be found in other authors.

### DINARS OF ĐURĐA I BALŠIĆ (1372-1378)

1. The obverse contains Cyrillic inscription in four lines as presented on the picture 1. The reverse shows Christ on the throne. On the right is monogram G.

2. The obverse contains Cyrillic inscription in five lines as shown on the picture 2. The reverse shows Christ on the throne.

3. The obverse contains horizontal Cyrillic inscription as shown on the picture 3. The reverse shows helmet with the veil, float and a crest in the form of rosettes facing the left. Left and right from the helmet is horizontal inscription in Cyrillic as shown on the picture 3.

4. The obverse contains Cyrillic inscription in four lines as presented on the picture 4. The reverse shows wolf's head with the tongue sticking out facing right. Beneath it is a helmet with slits for the eyes and ears, also turned to the right. In front of it is monogram G on the right.

5. The obverse contains Cyrillic inscription in five lines as presented on the picture 4. The reverse shows wolf's head with the tongue sticking out facing right. Beneath it is a helmet with slits for the eyes and ears, also turned to the right.

6. The obverse contains Cyrillic inscription in five lines as presented on the picture 6. The reverse shows Christ on the throne.

7. The obverse contains Cyrillic inscription in five lines as presented on the picture 7. The reverse shows wolf's head with the tongue sticking out facing right. Beneath it is a helmet with slits for the eyes and ears, also turned to the right. The inscription is on the right as presented on the picture 7.

Jedna od karakteristika novca Balšića je prikaz heraldičkih objekata koji se javljaju na licu i naličju novca, a koji su dio grba i stvarni šlem. Štit sa vučjom glavom okrenutom lijevo, karakterističan je za Balšu II Balšića, Đurđa II Stracimirovića i Balšu III.



БОГО МЛАДИ ИВЪКЪКЪ ИГНЪСЪ РЪГЪ  
/БОГОМЛАДИ ИВЪКЪКЪ ИГНЪСЪ РЪГЪ/  
Н З

One of characteristics of the money of the Balšić family is the presentation of Heraldic objects that appear on the obverse and reverse of coins, and which are part of the coat of arms and actual helmet. Shield with wolf's head turned left is characteristic for Balša II Balšić, Đurađ II Stracimirović and Balša III.

8. Na aversu je ćirilčni natpis u pet redova kao na slici 8. Na reversu je vučja glava sa isplaženim jezikom okrenuta ulijevo. Ispod nje je šlem sa prorezom za oči, okrenut udesno. Desno od njega je natpis kao na slici 8.

8. The obverse contains Cyrillic inscription in five lines as presented on the picture 8. The reverse shows wolf's head with the tongue sticking out facing right. Beneath it is a helmet with slits for the eyes and ears, also turned to the right. The inscription is on the right as presented on the picture 8.

9. Na aversu je ćirilčni natpis u pet redova kao na slici 9. Na reversu je vučja glava sa isplaženim jezikom okrenuta ulijevo. Ispod nje je šlem sa prorezom za oči, okrenut udesno. Desno od njega je natpis kao na slici 9. Jovanović smatra da je ovo nevjest falsifikat iz vremena Balšića.



БОГО МЛАДИ ИВЪКЪКЪ ИГНЪСЪ РЪГЪ  
/БОГОМЛАДИ ИВЪКЪКЪ ИГНЪСЪ РЪГЪ/  
ГЮ РЪГЪ

9. The obverse contains Cyrillic inscription in five lines as presented on the picture 9. The reverse shows wolf's head with the tongue sticking out facing left. Beneath it is a helmet with slits for the eyes and ears, also turned to the right. The inscription is on the right as presented on the picture 9. Jovanović believes that this was unskilled forgery document from the Balšić period.

**DINARI BALŠE II BALŠIĆA  
1378-1385**

10. Na aversu je prikazan Sv. Stefan, a oko njega je natpis latinicom, kao na slika 9a. Na reversu je novo heraldičko obilježje Balšića: šlem sa krunom, vučjom glavom isplaženog jezika okrenuta ulijevo. Ispod njega je štit sa vučjom glavom isplaženog jezika okrenutom ulijevo. Okolo je natpis latinicom kao na slici 9a. Zanimljivo je da se kod ove vrste novca u natpis prezime završava na *ić*.



•БОГА ИГЪ ИВЪКЪКЪ ИГНЪСЪ  
ГЮ РЪГЪ

**DINARS OF BALŠA II BALŠIĆ 1378-1385**

10. The obverse shows Saint Stefan and the Latin inscription is written around it as seen on the picture 9a. The reverse shows new Heraldic sign of the Balšić family: helmet with crown, wolf's head with the tongue sticking out facing left. Beneath it is shield with wolf's head with the tongue sticking out facing left. Latin inscription is written around as shown in the picture 9a. It is interesting that the last name ends on *ić* in this type of coins.



•STEFANVS QVINTARIVS  
•MDD•BALVS A•BALŠIĆ

**DINARI ĐURAĐA II STRACIMIROVIĆA 1385-1403**

11. Na aversu je novo heraldičko obilježje Balšića: šlem sa krunom, vučjom glavom isplaženog jezika okrenuta ulijevo. Ispod njega je štit sa vučjom glavom isplaženog jezika okrenutom ulijevo. Okolo je natpis latinicom kao na slici 10. Na aversu je prikazan Sv. Lovrencije, a oko njega je natpis latinicom, kao na slika 10. Zanimljivo je da se u natpisu na ovoj vrsti novca javlja drugi oblik njihovog prezimena - Stracimirović.

**DINARS OF ĐURAĐ II STRACIMIROVIĆ 1385-1403**

11. The obverse contains new Heraldic sign of the Balšić family: helmet with crown, wolf's head with the tongue sticking out facing left. Beneath it is shield with wolf's head with the tongue sticking out facing left. Latin inscription is written around as shown in the picture 10. The obverse show Saint Lawrence and the Latin sign is written around it as seen in the picture 10. The inscription in this type of coins shows another form of their last name – Stracimirović.



•MDD•GURGA STRACIMIR  
•SLAVRE• •STRACIMIR

12. Na aversu je novo heraldičko obilježje Balšića: šlem sa krunom, vučjom glavom isplaženog jezika okrenuta ulijevo. Ispod njega je štit sa vučjom glavom isplaženog jezika okrenutom ulijevo. Okolo je natpis latinicom kao na slici 10 a. Na aversu je prikazan Sv. Stefan, a oko njega je natpis latinicom, kao na slici 10 a. Zanimljivo je da se u natpisu i na ovoj vrsti novca javlja drugi oblik njihovog prezimena - Stracimirović.



12

·S·S·T·E·F·A·N·I· ·S·C·R·I·P·T·A·R·I·  
·M·D·G·E·O·R·G·I· ·S·T·R·A·C·I·M·I·R·O·V·I·C·

12. The obverse contains new Heraldic sign of the Balšić family: helmet with crown, wolf's head with the tongue sticking out facing left. Beneath it is shield with wolf's head with the tongue sticking out facing left. Latin inscription is written around as shown in the picture 10a. The obverse show Saint Stefan and the Latin sign is written around it as seen in the picture 10a. The inscription in this type of coins shows another form of their last name - Stracimirović.

### DINARI KONSTANTINA BALŠIĆA 1392-1395

13. Na aversu je Sv. Stefan ko kojeg je natpis kao na slici 10a, Na reversu je predstava vladara sa krunom na prijestolu bez naslona oko kojeg je natpis kao na slici 10a. U natpisu na ovoj vrsti novca pojavljuje se titula REX. Kovao ga je kao turski namjesnik (1392-1395) sjeverne Albanije i Skadra.



13

·S·S·T·E·F·A·N·I· ·S·C·R·I·P·T·A·R·I·  
·D·I·R·E·X·G·E·S·T· A·D·V·I·V·I·S·

### DINARS OF KONSTANTIN BALŠIĆ 1392-1395

13. The obverse shows Saint Stefan as seen on the picture 10a. The reverse shows ruler with the crown on the throne without bez stools with the inscription around it as seen on the picture 10a. Title REX appears in this type of coins. It was minted as Turkish regent (1392-1395) of northern Albania and Shkodër.

14. Na aversu je šlem sa krunom, vučjom glavom isplaženog jezika okrenute ulijevo. Ispod njega je štit sa vučjom glavom isplaženog jezika okrenutom ulijevo. Okolo je natpis, latinicom kao na slici 11. Na aversu je prikazan Sv. Lovrencije, a oko njega je natpis latinicom, kao na slici 11.



14

·M·B·A·L·S·I·G·E·O·R·G·I·S·S·T·R·A·C·I·M·I·R·I·  
·M·B·A·L·S·I·G·E·O·R·G·I·S·S·T·R·A·C·I·M·I·R·I·  
·S·L·A·V·E· ·R·E·X·

14. The obverse shows helmet with the crown, wolf's head with the tongue sticking out facing left. Beneath it is shield with wolf's head with the tongue sticking out facing left. Latin inscription is written around as shown in the picture 11. The obverse show Saint Lawrence and the Latin sign is written around it as seen in the picture 11.

15. Na aversu je šlem sa krunom, vučjom glavom isplaženog jezika okrenuta ulijevo. Ispod njega je štit sa vučjom glavom isplaženog jezika okrenutom ulijevo. Okolo je natpis, gotikom kao na slici 12. Na aversu je prikazan Sv. Lovrencije, a oko njega je natpis latinicom, kao na slici 12.



15

·M·B·A·L·S·I·G·E·O·R·G·I·  
·M·B·A·L·S·I·G·E·O·R·G·I·S·  
·S·L·A·V·E· ·R·E·X·

15. The obverse shows helmet with the crown, wolf's head with the tongue sticking out facing left. Beneath it is shield with wolf's head with the tongue sticking out facing left. Latin inscription is written around as shown in the picture 12. The obverse show Saint Lawrence and the Latin sign is written around it as seen in the picture 12.

Muzej Novca Centralne banke Crne Gore posjeduje jedan primjerak novca Đurđa I Balšića Na aversu je ćirilčni natpis u pet redova kao na slici vrste 6. Na reversu je prikazan Hrist na prijestolu, kao na slici 6.



Money Museum of the Central Bank of Montenegro has a copy of coins of Đurđa I. Balšić The obverse contains Cyrillic inscription in five lines as shown on the picture 6. The reverse shows Christ on the throne as shown on the picture 6.

A young child with light brown hair, wearing a white sailor's cap and a blue and white striped long-sleeved shirt, is lying on their back on a light-colored wooden floor. The child is smiling and looking directly at the camera. In the background, there are nautical-themed toys: a white lifebuoy with blue stripes, a small blue and white striped toy boat, and a white steering wheel with blue accents.

Zajedno imamo  
velike planove



**PRVA BANKA CG**

OSNOVANA 1901.

ISKUSTVO ZA NOVO VRIJEME

Call Center 19691 [www.prvabankacg.com](http://www.prvabankacg.com)



# STABILNOST, SIGURNOST I POVJERENJE

Centralna banka Crne Gore je institucija odgovorna za monetarnu i finansijsku stabilnost i funkcionisanje bankarskog sistema. Vođena fundamentalnim principima sigurnosti, stabilnosti i povjerenja, CBCG posluje na bazi potpune finansijske i institucionalne nezavisnosti.

[www.cb-cg.org](http://www.cb-cg.org)

**CBCG**

Centralna banka Crne Gore