

14- 5/2008/1

Univerzitet Crne Gore

**UNIVERZITET CRNE GORE
EKONOMSKI FAKULTET – PODGORICA**

Mr Kenan Hrapović

**UTICAJ INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA FUNKCIONISANJE
I RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA U CRNOJ GORI**

- Doktorska disertacija –

Podgorica, 2008. godine



IV 1348

инв. бр. 28461.

PODACI I INFORMACIJE O DOKTORANTU

Ime i Prezime: Mr Kenan Hrapović

Datum i mjesto rođenja: 31.08.1963. godine u Pljevljima

Naziv završenog postdiplomskog studijskog programa: Postdiplomske studije "Preduzetnička ekonomija"

INFORMACIJE O DOKTORSKOJ DISERTACIJI

Naziv doktorskih studija:

Naslov teze: Uticaj informacione tehnologije na funkcionisanje i razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori

Fakultet na kojem je disertacija odbranjena:

UDK, OCJENA I ODBRANA DOKTORSKE DISERTACIJE

Datum prijave doktorske teze: jul 2004. godine

Datum sjednice Senata Univerziteta na kojoj je prihvaćena teza: 04.07.2008. godine

Komisija za ocjenu podobnosti teze i kandidata:

- Prof. dr Vujica Lazović
- Prof. dr Stojan Dabić
- Prof. dr Mladen Šljivančanin

Mentor:

- Prof. dr Vujica Lazović

Komisija za ocjenu doktorske disertacije:

- Prof. dr Vujica Lazović
- Prof. dr Stojan Dabić
- Prof. dr Mladen Šljivančanin

Komisija za odbranu doktorske disertacije:

Lektor: Ratko Radunović

Datum odbrane: 2008.

Datum promocije:

PREDGOVOR

Savremeno poslovanje doživljava intenzivne transformacije uslovljene, u prvom redu sve većom primjenom sredstava informacione tehnologije. U tom kontekstu, veoma je značajno da se poslovni procesi uz primjenu informacione tehnologije ne odvijaju samo mnogo brže i efikasnije, već dolazi i do potpunog reinžinjeriranja poslovnih funkcija. Ovaj proces poprima opšte - globalne razmjere krajem 20. i početkom 21. vijeka, tako da moderna ekonomija, kroz razne oblike digitalnog-elektronskog poslovanja, poprima dominantno informatički karakter. Ove promjene su veoma prisutne u finansijskom sektoru, tako da se od ekonomske nauke koja proučava ovaj dio društvene djelatnosti s pravom očekuje da kroz novu i posebnu dimenziju prati i elektronsko poslovanje sa hartijama od vrijednosti. Kako ovaj pristup još uvijek nije doživio potpuni obuhvat u domaćoj literaturi, analiza ove teme predstavlja značajan istraživački izazov.

Nakon procesa masovne vaučerske privatizacije crnogorsko tržište kapitala nalazi se u fazi zaokruživanja i dizajniranja na novim osnovama. Neophodan dio cjelokupnog poslovanja finansijskog sistema je regulativa tržišta, koja se sastoji od utvrđivanja jasnih granica u okviru kojih učesnici na tržištu mogu poslovati. Osnovni cilj regulative je maksimalno moguće eliminisanje sistemskog rizika, kao i vjerovatnoće neuspjeha sistema tržišta kapitala i učesnika na njemu. Regulatorne aktivnosti treba da se zasnivaju na realnim i ostvarivim ciljevima i prioritetima. U isto vrijeme ne može se previdjeti činjenica da nije moguće potpuno eliminisanje rizika poslovanja i investiranja na tržištu kapitala, kao ni neuspjeha svakog pojedinačnog učesnika na tržištu. Takva zaštita ne može biti cilj ni razlog regulisanja poslovanja. Funkcija regulative tržišta kapitala je da pomogne dalji razvoj tržišta kapitala i učini ga atraktivnim investitorima iz zemlje i inostranstva.

Prioritetan zadatak kada je u pitanju finansijski sistem u Crnoj Gori, jeste primjena principa ekonomske nauke i prakse koja funkcioniše u zemljama razvijenih ekonomskih sistema. Uredni finansijski sistem, na kome počiva tržište novca i tržište kapitala, predstavlja sistem koji se uspostavlja u Crnoj Gori. Koncept ekonomskih reformi i razvoja društva se bazira na trajnom uspostavljanju stabilnih finansijskih sistema, bez koga je teško zamisliti opstanak crnogorske privrede, pa shodno tome i tržišta kapitala. Sadašnji institucionalni, normativni i bezbjednosni sistem tržišta kapitala u Crnoj Gori predstavlja dobru osnovu za njegovu nadgradnju.

Poseban kvalitet savremenog poslovanja na tržištu hartija od vrijednosti jeste realizovanje kupoprodajnih transakcija - kliringa i saldiranja - elektronskim putem. Dosadašnja svjetska iskustva i trendovi u informacionoj tehnologiji na polju elektronskog obavljanja transakcija na tržištu kapitala i mogućnost njihovog implementiranja na tržištu kapitala Crne Gore predstavljaju dovoljan prostor za istraživačko dokazivanje. Istraživanje i analiza ove teme, predstavlja poseban izazov naročito ako se zna da se na polju informacione tehnologije svakodnevno dešavaju krupne promjene koje imaju svoje refleksije u svim oblastima ljudske djelatnosti a naročito u dijelu finansijskog tržišta - tržišta kapitala. U tom smislu, empirijski prikaz i kritička analiza dostignutog nivoa primjene informacione tehnologije i raznih modula elektronskog prenosa podataka mogu predstavljati značajan doprinos u razvoju tržišta kapitala Crne Gore.

Cilj istraživanja sastojao bi se u tome da se uz naučno verifikovan metodološki instrumentarij, poštujući sistemski pristup, informaciona tehnologija tržišta hartija od

vrijednosti kao cjelovitog sistema višedimenzionalno obradi, sa namjerom da se posebno potencira kako specifičnost, tako i raznovrsnost pojedinih tehničko-tehnoloških procesa, a sve kroz prizmu neosporne potrebe informatičke-elektronske podrške realizaciji istih. U tu svrhu poseban zadatak ovog rada bi se sastojao u analizi dosadašnjeg razvoja raznih tehnika, rješenja i modula u dijelu tržišta hartija od vrijednosti razvijenih zemalja (Sjedinjene američke države, Japan, Njemačka, V.Britanija, Francuska), kao i kod zemalja iz okruženja koje su prošle ili prolaze kroz procese transformacije (Slovenija, Srbija, Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Makedonija, i druge zemlje).

IZVOD TEZE

Pored aktuelnosti ove problematike, na izbor teme odlučujući uticaj je imao značaj tržišta kapitala za privredni razvoj Crne Gore, kao i činjenica da se nakon procesa Masovne vaučerske privatizacije kompletno tržište kapitala nalazi u fazi zaokruživanja i dizajniranja na novim osnovama. Neophodan dio cjelokupnog poslovanja finansijskog sistema je regulativa tržišta, koja se sastoji od utvrđivanja jasnih granica u okviru kojih učesnici na tržištu mogu poslovati.

Empirijsko istraživanje, na osnovu kojeg će se steći utisak o dosadašnjem razvoju, trenutnom nivou informatičke razvijenosti učesnika na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore, propustima, potrebi usvajanja standarda, i potrebnim pravcima daljeg razvoja, predstavlja glavni zadatak ovog rada.

Hipotetički okvir u sprovođenju ovog istraživanja polazi od generalnih teorijskih i praktičnih dostignuća u dijelu razvoja i upravljanja informacionim sistemima berzi, sa posebnim naglaskom na elektronsko poslovanje i konkretnu implementacionu refleksiju istih, na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore.

Hipoteze koje su kroz rad testirane su sljedeće:

- primjenom informacione tehnologije, učesnici na tržištu kapitala u razvijenim zemljama ostvaruju značajne uštede u poslovanju, jer se transakcioni poslovi obavljaju značajno brže i efikasnije;
- i pored raznih specifičnosti uslovljenih karakteristikama nacionalnih sistema – tržišta, na globalnom (svjetskom) nivou mogu se uspostaviti standardni moduli elektronskog poslovanja;
- primjenom informacione tehnologije danas je jedino moguće implementirati regulative na tržištu kapitala kako u globalnom smislu tako i u pogledu lokalnih tržišta. Subjekti tržišta kapitala u Crnoj Gori su primjenom informacione tehnologije značajno standardizovali i učinili efikasnijim svoje poslovanje;
- primjenom informacione tehnologije na tržištu kapitala umnogome se doprinosi podizanju informatičke kulture u cjelokupnom društvu.

Rad je strukturiran u šest cjelina (poglavlja).

U *uvodnom dijelu* su preciznije identifikovani zadaci i cilj istraživanja, definisane i obrazložene hipoteze kao i metodologija rada.

U *prvom poglavlju* je prezentiran istorijat tržišta kapitala, teorijske osnove i početak funkcionisanja i načina organizovanja finansijskog tržišta i tržišta kapitala. Ovo poglavlje se odnosi na definisanje funkcija tržišta kapitala i osnovnih tipova poslova na tržištu hartija od vrijednosti, kao i na identifikovanje uzroka pojave organizovanog načina rada trgovanja na tom tržištu. U okviru ove analize istraženi su načini i metode realizovanja kupoprodajnih transakcija sa hartijama od vrijednosti, sa posebnim osvrtom na početke trgovanja i nužnost opredjeljenja za sistematičan, ureden i na jasno definisanim pravilima regulisan način rada ovog tržišta.

Drugo poglavlje obuhvata empirijsko istraživanje, na kom nivou se primjenjuju informacione tehnologije kod učesnika na tržištima hartija od vrijednosti i osnovni principi i uloga regulative u zemljama sa razvijenim tržištima kapitala.

U **trećem poglavlju** je prikazan razvoj tržišta kapitala i stepen primjene Informacione tehnologije na tržištima kapitala zemalja u regionu, koje koriste iste ili slične softverske module za trgovanje.

Nastanak tržišta kapitala i dostignuti nivo razvoja i primjene informacione tehnologije na tržištu kapitala u Crnoj Gori su predmet analize **četvrtog poglavlja**. To podrazumijeva međusobnu uslovljenost tržišta kapitala i primjene Informacione tehnologije, pri čemu se pravi distinkcija između proste automatske obrade podataka i potpuno elektronskog načina obavljanja kupoprodajnih transakcija sa hartijama od vrijednosti, odnosno, integrisanih sistema. Na osnovu ovog segmenta istraživanja pokušali su se izdvojiti glavni dosadašnji i tekući problemi (kako internog tako i sistemskog karaktera) koji utiču na ne tako dinamičan razvoj elektronskog trgovanja hartijama od vrijednosti kod nas. ...

Peto poglavlje analizira uticaj informacione tehnologije na regulativu i na razvoj tržišta i poboljšanje performansi tržišta. Takođe, u ovom dijelu su definisani dalji pravci i prenošenje iskustava iz razvijenih zemalja kroz elemente širenja tržišta, uklanjanje institucionalnih barijera, smanjenje transakcionih troškova, eliminisanje posrednika i sl., sve kroz prizmu koncepta modernih informacionih tehnologija.

Šesti dio rada predstavlja zaključak, odnosno rekapitulaciju dokazanih hipoteza i kratak sažetak strukture rada.

ABSTRACT

Modern business activities experience intensive transformations conditioned upon, in the first line, by the more extensive use of information technology. In this context, it is very important to emphasize not solely faster and more efficient performing of business activities with the use of information technology, but also total reengineering of business functions. This process achieved wide – global dimensions at the end of XX and beginning of XI century, so, the modern economy, through various forms of digital-electronic activities achieves dominantly informational character. These changes are very present in financial sector and thus science of economy that is studying this part of social activities is rightly expected to, through new and specific dimension, monitor electronic activities with securities. Since this approach has not experienced overwhelming scope in domestic literature, analysis of this topic is a important scientific challenge.

Following Mass Voucher Privatization Montenegrin capital market is the phase of encircling and designing on a new basis. Necessary part of the overall financial system functioning is a market regulation consisted of determining clear boundaries within which market participants may operate. The basic goal of regulation is maximal elimination of systemic risk as well as probability of capital market system failures and its participants. Regulatory activities should be based at the real and achievable goals and priorities. At the same time the fact that complete elimination of business and investing risk, or risk of failure of each capital market participant, is impossible may not be disregarded. Such protection may not be a goal or reason of business regulation. Function of capital market regulation is to support further capital market development and made it more attractive to investors from the country and abroad.

Task of a greatest priority, in the case of financial system of Montenegro is to implement principles of the science of economy and practice that is functioning in the countries with developed economic systems. Organized financial system, on which money market and capital market is bases, represents a system being established in Montenegro. The concept of economic reforms and development of the society as a whole is based on permanent establishment of stable financial system, without which further existence of Montenegrin economy, and capital market, is hard to imagine. Current institutional, normative and safety system of the capital market in Montenegro represents a good base for further development.

The specific quality of modern business activities at the capital market is realization of buying and selling transactions – clearing and settlement – by electronic means. Former worldwide experiences and information technology trends in the realm of electronic performance of transactions at the capital market and possibility of their implementation at the capital market of Montenegro are a good base for researchers' assertions. Research and analysis of this topic represent a special challenge especially bearing in mind that information technology is experiencing major changes on a daily basis that are reflected in all areas of human activities and especially at the part of the financial system – capital market. In that sense, empirical presentation and critical analysis of achieved level of implementation of information technology and various modules of electronic data transfer may represent important contribution in the development of capital market of Montenegro.

The goal of this research is consisted in achieving, through scientifically proved methodological instruments, following systemic approach, multidimensional review of information technology of capital market as a complex system with the aim to emphasize particularity and variety of certain technical-technological processes through the prism of undisputable need for informational – electronic support in their realization. With this purpose the specific task of this work is consisted in analysis of development of various techniques, solutions and modules in the capital markets of developed countries (USA, Japan, Germany, United Kingdom, France) as well as some countries from the region that experienced transformation processes (Slovenia, Serbia, Croatia, Bosnia and Herzegovina, Macedonia and some other countries).

Sadržaj

Uvodne napomene.....	10
I Tržište kapitala - osnovni pojmovi.....	11
1. Tržište kapitala kao dio opšteg finansijskog sistema.....	11
1.1. Pojam i definicija tržišta kapitala.....	14
1.2. Funkcije tržišta kapitala.....	19
1.3. Vrste i organizacioni oblici tržišta hartija od vrijednosti.....	23
1.4. Mjesto i uloga učesnika na tržištu hartija od vrijednosti.....	26
1.4.1. Berze kao organizovani nosioci tržišta kapitala.....	26
1.4.2. Ovlašćeni učesnici.....	31
1.4.3. Centralna depozitarna agencija.....	34
1.4.4. Institucionalni investitori.....	36
1.4.5. Akcionarska društva – emitenti.....	44
1.4.6. Komisija za hartije od vrijednosti.....	46
2. Elektronska (virtuelna) trgovina -tehnološka platforma za razvoj elektronskog trgovanja hartijama od vrijednosti.....	47
2.1. Internet poslovanje.....	48
2.2. Elektronska trgovina kao model elektronskog poslovanja.....	52
2.3. Prednosti elektronskog načina trgovanja.....	54
3. Osnovni poslovi na tržištu hartija od vrijednosti.....	57
4. Specifičnosti organizovanog poslovanja sa hartijama od vrijednosti.....	60
4.1. Načini realizovanja kupoprodajnih transakcija.....	63
4.2. Metode i pravila regulisanja kupoprodajnih transakcija.....	65
II informacione tehnologije učesnika na tržištu hartija od vrijednosti.....	71
1. Uzroci pojave elektronskog realizovanja transakcija na tržištu hartija od vrijednosti.....	71
2. Osnovni principi i uloga regulative na tržištu u zemljama sa razvijenim tržištima kapitala.....	73
3. Dostignuti nivo primjene informacione tehnologije na tržištima hartija od vrijednosti razvijenih zemalja.....	78
4. Broker - zanimanje prošlost.....	86
III Nivo primjene informacione tehnologije na tržištima kapitala zemalja u regionu.....	89
1. Međuzavisnost i uslovljenost automatske obrade podataka i elektronskog načina obavljanja trgovanja sa hartijama od vrijednosti.....	89
2. Problemi sistemskog karaktera za primjenu informacione tehnologije na tržištu hartija od vrijednosti zemalja regiona.....	91
3. Kompatibilnost softverskih modula za trgovanje zemalja u regionu.....	94
3.1. Softver za trgovanje ljubljanske berze.....	94
3.2. Poslovanje zagrebačke berze.....	97
3.3. Informatička podrška u funkcionisanju sarajevske i banjalučke berze za trgovanje.....	99
3.4. Softver za trgovanje beogradske berze.....	102
3.5. Berzanski softver skopske berze.....	104

IV Dostignuti nivo primjene informacione tehnologije na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore.....	106
1. Razvoj tržišta hartija od vrijednosti crne gore.....	109
2. Primjena sredstava informacione tehnologije na tržištu hartija od vrijednosti crne gore.....	114
3. Pregled i analiza učesnika tržišta hartija od vrijednosti u crnoj gori koji koriste elektronsko trgovanje sa hartijama.....	115
3.1. Montenegroberza a.d.....	116
3.2. Nova berza hartija od vrijednosti – nex montenegroberza.....	123
3.3. Ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti - brokeri i dileri.....	126
3.4. Centralna depozitarna agencija.....	130
V Međusobna uslovljenost i uticaj informacione tehnologije na regulativu i razvoj tržišta hartija od vrijednosti.....	137
1. Uticaj informacione tehnologije na regulativu tržišta hartija od vrijednosti.....	138
1.1. Pojam regulative.....	138
1.2. Cilj regulative.....	142
1.3. Principi regulative.....	143
2. Uslovi za dalje unapređenje performansi tržišta u crnoj gori.....	148
2.1. Razvoj informatičke infrastrukture.....	148
2.2. Uključivanje u međunarodne sisteme elektronskog trgovanja sa hartijama od vrijednosti.....	170
3. Definisanje koncepta regulative tržišta kapitala u crnoj gori, zasnovane na konceptima modernih informacionih tehnologija.....	173
4. Ekonomska opravdanost i informaciona efikasnost uvođenja sistema elektronskog realizovanja trgovanja hartijama od vrijednosti.....	175
VI Zaključak.....	178
Literatura.....	184

UVODNE NAPOMENE

Na svjetskim finansijskim tržištima u poslednjih nekoliko godina došlo je do značajnih promjena. One su uslovljene dešavanjima na globalnom nivou a odnose se na izmjenjene uslove poslovanja na finansijskim tržištima. Taj proces se intenzivno dešava i na našem kao i na regionalno bliskim finansijskim tržištima. Ekonomski procesi uklanjaju poslovne barijere, a tržišne zakonitosti kao i učesnici na njima zahtijevaju više transparentnosti – javnosti podataka, diverzifikacije poslovnih odluka i aktivnosti, lakšeg i bržeg poslovanja kroz ujedinjavanje berzi ili usaglašavanja pravila poslovanja. Uvodi se sve veći broj novih finansijskih instrumenata kojima se trguje na tržištima. Navedene promjene svakako zahtijevaju i uvođenje većeg stepena kontrole poslovanja sa hartijama od vrijednosti, usklađivanjem pravnih normi i zakonodavstava među zemljama. Velike svjetske berze privlače investitore iz različitih zemalja, i one su glavni nosioci pozitivnih promjena i dešavanja, i kao takve predstavljaju nosioce procesa globalizacije privrednih kretanja a samim tim i kretanja kapitala.

Takve promjene na globalnom nivou nužno su dovele do pozitivnih promjena i u Crnoj Gori i zemljama iz okruženja. U privredi Crne Gore, takođe se zadnjih nekoliko godina odvijaju bitne promjene. Te promjene su rezultirale političkim (proces pripreme i realizacije suverenosti države, proces donošenja novog Ustava), kao i privrednim reformama koje se realizuju kroz proces privatizacije preduzeća u državnom vlasništvu, kao i procedure usklađivanja domaćih propisa sa propisima Evropske unije i pripreme pridruživanja Evropskoj Uniji. Crnogorska ekonomija se nalazi u tranziciji, što pred izvršnu vlast i zakonodavne organe donosi ozbiljna pitanja povezana sa obezbjeđenjem nesmetanog, otvorenog i podsticajnog funkcionisanja tržišta, gledano kroz dobru ukupnu investicionu i političku klimu. Promjene zakonskih propisa obuhvataju oblasti:

- efikasne zaštite različitih vlasničkih prava, podrazumijevajući dominaciju privatne svojine;
- slobode ekonomskih aktivnosti, preduzetništva, i pružanja šanse za uključenja u željene djelatnosti poslovanja, odnosno, osnivanja preduzeća, izbora zanimanja i slično;
- stranih ulaganja i slobode ugovaranja;
- slobodne konkurencije, zasnovane na ekonomskim slobodama i jednakosti pred zakonom i nediskriminaciju.

Međutim, propisi koji se donose, u praksi se sporo primjenjuju. Veliki broj zaposlenih u državnoj administraciji dovodi do neefikasnosti i neprofesionalizma u radu. Informatička nepovezanost državnih institucija koje su nadležne za sprovođenje zakona i podzakonskih akata usporava međusobnu razmjenu i protok informacija. Sa druge strane veliki otpor promjenama prisutan je i kod subjekata koji treba da poštuju usvojena pravila i standarde poslovanja. Sve skupa čini da tranzicioni procesi u Crnoj Gori ne idu predviđenom dinamikom.

I TRŽIŠTE KAPITALA - Osnovni pojmovi

1. TRŽIŠTE KAPITALA KAO DIO OPŠTEG FINANSIJSKOG SISTEMA

Finansijski sistem predstavlja sastavni dio privrednog sistema svake zemlje. Razvijenu tržišnu privredu nemoguće je zamisliti bez razvijenog finansijskog sistema, koji podrazumijeva postojanje međusobne usklađenosti i razvijenosti tri osnovna elementa - finansijskih tržišta, finansijskih institucija i finansijskih instrumenata.

Privredni ambijent zemalja u razvoju karakterišu tranzicioni procesi zasnovani na definisanju jasnog titulara vlasništva, odnosno pretvaranja privređivanja u tržišno orijentisan sistem sa privatnom svojinom. Razvojem finansijskog tržišta raste i potreba za finansijskim proizvodima i uslugama što predstavlja osnovu za jačanje tržišne konkurencije u sferi finansijskih usluga. Finansijski sektor ima osnovnu ulogu u ostvarivanju korporacijskog upravljanja (*corporate governance*), što se može omogućiti jedino dobrim performansama kompanija. Takođe, kroz realizaciju finansijskih usluga omogućava se brzi stepen restrukturiranja kompanija kroz efektne vlasničke, programske i kadrovske promjene.

Jedan autor smatra¹ da finansijski sistem predstavlja kompleksan izraz i refleksiju jednog šireg institucionalnog poretka – ekonomskog sistema. Finansijski sistem komponuju finansijska tržišta i, finansijske institucije, finansijski tokovi i finansijski instrumenti. U tako strukturiranom a decentralizovnom finansijskom sistemu, navedene komponente finansijskog sistema omogućavaju da se slobodna novčana sredstva od onih subjekata koji ih imaju, alociraju ka subjektima kojima su ta sredstva neophodna. Povezivanje je motivisano isključivo ekonomskim interesima i jednih i drugih.

„Među finansijskim institucijama koje učestvuju na finansijskim tržištima i komponuju razduženiji i dublji finansijski sistem, a koje u svojim portfeljima drže najrazličitije finansijske instrumente posmatrane prema likvidnosti, rokovima dospijeca, prinosu, razlikujemo sljedeće:

- depozitne finansijske institucije (*deposit institutions*), koje obuhvataju komercijalne banke i ostale depozitne institucije, štedno-kreditne zadruge, štedionice i kreditne zadruge;
- ugovorno-štedne finansijske institucije (*contractual savings institutions*), kao što su osiguravajuća društva i privatni i državni penzioni fondovi;
- investicione (finansijske) institucije (*investment institutions*), obuhvataju finansijske kompanije (*finance companies*), zajedničke fondove (*mutual funds*) i zajedničke fondove tržišta novca (*money market mutual funds*);
- ostale finansijske institucije (*other financial institutions*).“²

¹ Vidi: David S. Kedwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell, David A. Whidbee, *Financial Institutions, Markets and Money*, John Wiley and Sons, New York, 2003.

² Vidi: Mishkin S. Frederic, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley, New York, page 7–30, 2004.

Finansijsko tržište predstavlja mehanizam putem kojeg se spajaju potražnja i ponuda za finansijskim sredstvima. U zavisnosti od ponude i potražnje, formira se i cijena tih sredstava neophodnih investitorima. Finansijsko tržište predstavlja cjelinu koju čine novčana tržišta (*Money Markets*) i tržišta kapitala (*Capital Markets*).

Međutim, zahvaljujući specifičnostima navedenih finansijskih instrumenata, teško da se može ovakva podjela smatrati konačnom. Jer novac može i ne mora biti kapital, a i kapital može i ne mora biti novac. Ipak mi smatramo da se može reći, gledano sa strogo finansijskog aspekta, da su tržišta novca ona međubankarska tržišta na kojima se trguje novčanim sredstvima i hartijama od vrijednosti sa kratkim rokom dospeljeća (do 12 mjeseci). Instrumenti tog tržišta su mnogobrojni kao što su: depozitni i žiralni novac, kratkoročne hartije od vrijednosti (depozitni certifikati, komercijalni zapisi, blagajnički zapisi poslovnih banaka, korporativne obveznice, kao i devize. Kada se ukaže potreba, Centralna banka interveniše na tom tržištu, ona ga kontroliše i ako zatreba direktno utiče na tržište različitim mjerama kao što su, na primjer, stopa obaveznih rezervi, određivanje visine kamatne stope ili operacijama na otvorenom tržištu.

U literaturi se može naći i podatak da se kao treći element finansijskih tržišta ubrajaju i devizna tržišta. Obično se ovo tržište vezuje za tržište novca pošto se kao predmet trgovine javljaju sredstva plaćanja u stranoj valuti, odnosno devize na računima stranih banaka, a koje su plative u inostranim finansijskim centrima. U zavisnosti od kretanja ponude i potražnje za ovim instrumentima formira se devizni kurs. Transakcije devizama na ovim tržištima obavljaju se po najnižim troškovima i na najdjelotvorniji način, što omogućava prikupljanje neophodnih sredstava na stranim tržištima i lakši prenos rizika trgovine među učesnicima. Trgovina ovim sredstvima se uglavnom obavlja u glavnim centrima za trgovanje devizama kao što su: London (najveće devizno tržište), Njujork, Tokio i Frankfurt, na kojima se pretežno trguje konvertibilnim (čvrstim) valutama.

Sa druge strane, na tržištima kapitala se obavljaju transakcije dugoročnijeg karaktera, posebno na rokove duže od dvanaest mjeseci. Osnovne vrste hartija od vrijednosti na ovim tržištima su akcije i dugoročne obveznice. Pojedini autori, posmatrano sa aspekta ročnosti, akcije ubrajaju u kratkoročne hartije od vrijednosti, dakle definišu ih kao instrumente tržišta novca. Međutim, tržišta akcija su uvijek tržišta kapitala, bez obzira na rokove transakcija sa njima. Kupoprodaja akcija na kratak rok, na primjer, kupiti danas a prodati sutra, jeste kratkoročna transakcija, ali karakteristike akcija definišu ih kao instrumente tržišta kapitala.

“I pored toga što se na tržište novca uključuju tokovi novčane emisije, a na tržištu kapitala tokovi ostvarene akumulacije (finansijsko posredovanje između imalaca finansijske štednje i onih korisnika društvenih sredstava kod kojih se pojavljuje manjak finansijske štednje), granica između ova dva tržišta nije tako oštro izražena, jer se, kao ponuđači sredstava na oba tržišta, mogu pojaviti isti sektori koji imaju višak finansijskih sredstava ostvarene akumulacije. Pored ostatka akumulacije u vidu finansijske štednje, na tržištu kapitala mogu se, kao ponuđači sredstava, javiti i finansijske organizacije sa dugoročnim sredstvima na bazi “transformisanih” kratkoročnih depozita.

Podela finansijskog tržišta na tržište novca i tržište kapitala zbog navedenih kao i drugih brojnih faktora (nehomogenost, izmešanost institucija koje se pojavljuju, itd.), teško je održiva u današnjim uslovima.”³

Generalno posmatrano, tržište kapitala predstavlja mjesto na kojem institucije vrše alokaciju (preraspodjelu) slobodnih dugoročnih finansijskih sredstava ka onim subjektima kojima su ta sredstva neophodna. Ti subjekti pozajmljuju kapital i ulažu ga sa ciljem oplodnje, kako bi bili u mogućnosti da ga povrate uvećanog za kamatu.

“Uvođenjem u promet pismenih isprava, kojima su potvrđivana prava u novcu umesto gotovog novca, i davanje mogućnosti licu koje je na njoj naznačeno, licu koje ono ovlasti, ili donosiocu, da u određenom roku mogu to svoje pravo naplatiti, postavljeni su temelji modernim hartijama od vrednosti.

U društvu sa robno-novčanom privredom svaka roba, pa i prava sadržana u hartijama od vrednosti, imaju svoje tržište izraženo odnosom njihove ponude i tražnje.

Uporedo sa povećanjem broja i vrsta hartija od vrednosti, usavršava se i mehanizam njihovog prometa. U uslovima razvijene robno-novčane privrede, promet hartija od vrednosti vrši se posredstvom institucije organizovanog tržišta hartija od vrednosti.

Tržište hartija od vrednosti predstavlja dio ukupnog finansijskog tržišta i obuhvata odnose ponude i tražnje hartija od vrednosti.”⁴

Globalizacija finansijskih tržišta danas dovodi do toga da privredna kretanja kako zemalja u procesu tranzicije, tako i razvijenih zemalja, u mnogome zavise od međunarodnih ekonomskih kretanja. Sa druge strane ekonomske politike pojedinih zemalja imaju još uvijek značajan stepen uticaja na finansijske instrumente i kretanja cijena svih vrsta hartija od vrijednosti u tim privredama. Zato je neophodno sagledati u kakvom se ekonomskom okruženju dato finansijsko tržište nalazi. Ukoliko je država u ekonomskim problemima i finansijsko tržište je nerazvijeno. Nasuprot tome, u ekonomski razvijenim privredama, razvijeni su i svi organizacioni dijelovi finansijskog tržišta. U takvim ekonomskim sistemima veliki je broj finansijskih instrumenata i njihova dobra povezanost.

Osnovne karakteristike svjetskih tržišta kapitala sredine prošloga vijeka su da su bila visoko zaštićena, kontrolisana i jednostrana. Razlike između finansijskih institucija kao učesnika bile su ogromne. Konkurencija je bila na niskom nivou, što danas nije slučaj. Promjene koje su se dogodile u drugoj polovini, a posebno krajem prošlog vijeka, rezultat su brojnih faktora, koji su doveli do razvoja tržišta utemeljenih na izvedenim instrumentima kao što su *forward* ugovori (terminska tržišta) i *fjučers* ugovori (ročna tržišta), opcije (*call*–opcija opoziva, i put opcija) i *swap* poslovi (poslovni sporazum između dvije strane o razmjeni određenih periodičnih novčanih tokova u budućnosti na osnovu nekog osnovnog instrumenta ili cijene). Terminska i fjučers tržišta prisutna su već godinama, posebno za međunarodne finansijske proizvode, dok su tradicionalne opcije kod individualnih akcija već dugo poznata pojava tržišta trajnog kapitala. Takođe, na tržištu obveznica postoje obveznice sa varijabilnom stopom, obveznice bez kupona, obveznice sa opcijom ponude, obveznice sa odvojenim kuponom, obveznice vezane na

³ Vidi: Dabić, Stojan *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga, Beograd, str.46, 1990.

⁴ Vidi: Dabić, Stojan *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga, Beograd, str.46, 1990.

index, hipotekarne obveznice. Novi instrumenti su imali veću disperziju rizika i, samim tim, i veliki broj novih korisnika.

Dolazi do pojave „finansijskog inženjeringa“, usluge koja se nudi kompanijama u cilju stvaranja posebnih rješenja u savladavanju pojedinačnih vrsta rizika koji su prisutni u konkretnoj kompaniji za koju treba naći adekvatno rješenje.

Države koje su primjenjivale rigorozne propise na tržištima kapitala postepeno su ih liberalizovali. Takođe, pojedine države su vidjele korist u usaglašavanju međusobnih propisa kojima se regulišu pojedina tržišta kapitala, a ogledaju se u pravnim normama, obrascima obavještanja i emisija, jedinstvenom obračunavanju troškova i procedura za naplatu. Berze su u skladu sa tim pojednostavile propise za primanje kompanija na trgovanje, posebno one koji važe za uvrštavanje kompanija na kotaciju. Na taj način je kompanijama postalo neuporedivo lakše i jeftinije da se uključe na tržišta kapitala. Samim tim, mnogo više se otvorio prostor za učešće kompanija iz pojedinih zemalja na internacionalnim tržištima kapitala, što je dovelo do rasta ponude međunarodnog trajnog kapitala.

Konačno, brzi razvoj informacione tehnologije doveo je do jeftinijih a sigurnijih načina (softverskih rješenja) realizacije finansijskih transakcija, modela prenosa sredstava i čuvanja podataka. Povezivanjem komunikacionih tehnoloških sredstava omogućilo je kompanijama dobijanje on-line informacija i dvadesetčetvoročasovno trgovanje sa hartijama od vrijednosti na velikom broju tržišta.

1.1. POJAM I DEFINICIJA TRŽIŠTA KAPITALA

Tržište se može definisati kao organizovano mjesto na kome se trguje nekom vrstom robe. Ono predstavlja organizovani prostor na kome se nude i traže neka dobra, odnosno, gdje se susreću ponuda i tražnja za određenim proizvodom.

Tržište kapitala (*capital market*) predstavlja tržište na kome se traži i nudi kapital koji se koristi za investicije. U užem smislu ono predstavlja tržište na kome se nude i traže hartije od vrijednosti. U širem smislu, to je tržište za svaku vrstu novčanog kapitala i robnog kapitala. Ono, po pravilu, predstavlja organizovano tržište i uglavnom se odvija preko berzi, a može i preko određenih drugih finansijskih institucija. U nekim zemljama postoji kao neorganizovano tržište koje funkcioniše mimo navedenih finansijskih institucija. Tržište kapitala je sa stanovišta učesnika na njemu, veoma važno jer se preko njega nabavljaju sredstva za investicije, odnosno na njemu se zadovoljava najveći dio potreba za kapitalom, koji učesnici koriste za poslovanje i proširenje poslovnih aktivnosti. Na taj način tržište kapitala omogućava i olakšava finansiranje preduzeća i ostalih ekonomskih subjekata emitovanjem vlasničkih (akcije) i dužničkih (obveznice) hartija od vrijednosti.

Berze predstavljaju organizovano tržište kapitala. Kao institucionalni oblici na organizovanom tržištu kapitala javljaju se poslovne banke, hipotekarne institucije, investicioni fondovi, penzioni fondovi, osiguravajuća društva, i druge posredničke i investicione institucije kao što su specijalizovani posrednici za kupoprodaju hartija od vrijednosti—brokerske i dilerske kuće, berzanski mešetari, investicioni bankari i banke koje oni predstavljaju.

Tržište kapitala se dijeli na primarna i sekundarna tržišta. Na primarnim tržištima investitori (imaoci slobodnih novčanih sredstava) zamjenjuju ta sredstva za hartije, i taj novac ide upravo onima kojima nedostaje. Odnosno, primarna tržišta (*Primary Markets*) su ona tržišta hartija od vrijednosti na kojima se hartije (akcije, obveznice) po prvi put emituju, odnosno izdaju i prometuju. U tom slučaju, kada prodaja hartija od vrijednosti predstavlja prvo izdanje neke privatne kompanije koja na taj način postaje javna (odnosno kada kompanija dozvoli da dio njenog vlasništva bude po prvi put javno prodat na tržištu), takva emisija se naziva Inicijalna javna ponuda (*Initial Public Offering-IPO*). Nudeći te hartije, njihovi izdavači kroz postupak Inicijalne javne ponude na primarnom tržištu dolaze do sredstava, prodajući ih zainteresovanim investitorima. Pravilima o javnoj ponudi emisija hartija od vrijednosti definišu se uslovi koje izdavaoci hartija-emitenti-moraju ispuniti. Procedura se zasniva i započinje podnošenjem zahtjeva regulatornom organu za odobrenje prospekta za javnu ponudu emisije hartija od vrijednosti, nadležnom državnom organu – Komisiji za hartije od vrijednosti. Emitent je dužan pripremiti prospekt hartija od vrijednosti, koji mora sadržati informacije o pravnom statusu i kapitalu emitenta, hartijama od vrijednosti koje se emituju, poslovnoj aktivnosti emitenta, finansijskoj poziciji emitenta, odgovornim licima emitenta, razvoju i perspektivama emitentovog poslovanja, u skladu sa zakonodavnom regulativom.

Poslije prve prodaje hartija od vrijednosti, na primarnom tržištu, one mogu postati predmet sekundarnih trgovina, odnosno, kupovine ili prodaje na sekundarnom tržištu (*Secondary Market*). Ne postoji razlika između ova dva tržišta jer su ona međusobno povezana, odnosno, čine jedno tržište. Kada neki investitor proda svoju hartiju od vrijednosti kao „primarnu“ hartiju, onda su na sekundarnom tržištu investitori motivisani da je kupe (da bi postali akcionari), prodaju (da bi zaradili na razlici u cijeni – uspješno profitirali), i ponovo kupe neku drugu hartiju od vrijednosti, ili jednostavno prodajom došli do gotovog novca. Sekundarno tržište je neuporedivo aktivnije, dinamičnije i transparentnije od primarnog, i ono učesnicima donosi uštedu u vremenu i novcu oko traženja kupaca ili prodavaca.

- Pojam i podjela hartija od vrijednosti -

U literaturi postoji više definicija hartija od vrijednosti. One sadrže uglavnom iste elemente koji definišu hartiju od vrijednosti. Tako da, hartije od vrijednosti predstavljaju pisane isprave čiji imalac (zakoniti) može ostvariti neko pravo označeno na hartiji. To pravo može biti pravo na hartiji (pravo svojine ili pravo zaloge koje za svoj objekt ima hartiju kao pokretnu stvar) i, pravo iz hartije (stvarno, obligaciono pravo). Hartije od vrijednosti mogu biti stvarno-pravne (sadrže neko stvarno pravo na pokretne ili nepokretne stvari), obligaciono-pravne (sadrže neko obligaciono pravo, koje obično glasi na određeni iznos novca), i hartije s pravom učešća (sadrže određena članska prava imaoaca i pravo učešća u dobiti društva). Obligaciono-pravne hartije od vrijednosti su: obveznica, mjenica, ček, kreditno pismo, a akcija predstavlja hartiju sa pravom učešća.

“Hartija od vrednosti je pismena isprava kojim se njen izdavalac obavezuje da ispuni obavezu upisanu na toj ispravi njenom zakonitom imaoču.”⁵ Po drugom autoru

⁵ Vidi: Dabić, Stojan *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga, Beograd, str.9, 1990.

“Hartija od vrednosti je isprava o nekom građanskom imovinskom pravu koje je usko vezano za tu hartiju i čije je iskorišćavanje uslovljeno držanjem te isprave.”⁶

“Iz gornje opšte definicije proizilazi da su hartije od vrednosti isprave koje moraju da ispunjavaju određene uslove i to:

- da su to pismene isprave;
- da je u tim ispravama označeno izvesno građansko (imovinsko ili lično) pravo; i
- da je postojanje (i mogućnost ostvarenja) tog prava veoma jasno povezano sa postojanjem same isprave (hartije od vrednosti).

Drugim rečima, da bi se stekla svojstva hartije od vrednosti, u pismenoj ispravi mora da se inkorporira pravo po osnovu dužničko-poverilačkih odnosa. To pravo se ne može ostvariti ni preneti na drugog bez same isprave. Pored inkorporacije prava, ova pismena isprava treba da poseduje sposobnost za promet (negocijabilnost).

Tek po ispunjenju ova dva osnovna uslova (inkorporacije prava i negocijabilnosti) pismena isprava stiče svojstva hartije od vrednosti.”⁷

Kako navodi jedan autor⁸, hartije od vrijednosti su pismene isprave u kojima je inkorporisano određeno imovinsko pravo. Da bi se neka hartija smatrala vrijednosnom hartijom, mora sadržati elemente pravnog posla. Ti elementi mogu biti obavezni i dopunski, i oni se propisuju zakonima. Nadalje, ona mora u sebi inkorporisati pravo iz hartije sa sadržinom prava na koje se poziva hartija od vrijednosti. I kao treći element, hartija od vrijednosti mora sadržati jedinstvo inkorporisanog imovinskog prava i same hartije, odnosno mora postojati njihova neodvojivost.

U pravnoj regulativi koja se primjenjuje u Crnoj Gori hartije od vrijednosti se definišu kao isprave koje vlasnicima daju prava u odnosu na emitente u skladu sa zakonskim rješenjima i pod uslovima emisije. Prema pravima koje daju, dijele se na:

- Vlasničke hartije od vrijednosti, a to su akcije koje glase na dio kapitala akcionarskog društva i jedinice kolektivnih investicionih šema izdate u skladu sa posebnim zakonom, kao i hartije od vrijednosti koje daju pravo sticanja ovih hartija od vrijednosti (zamjenljive obveznice, opcije, fjučersi i sl.),
- Dužničke hartije od vrijednosti, koje imaocu daju pravo na isplatu vrijednosti na koju glase, sa ili bez kamate, kao i druga prava u skladu sa propisima i odlukom o emisiji. U dužničke hartije se ubrajaju obveznice, sertifikati o depozitu, zapisi koje emituje država, kao i drugi finansijski instrumenti osim čeka, mjenice, i komercijalnih hartija od vrijednosti (uputnice, kreditna pisma, konosmani, tovarni list, skladišnice).

Osnovni instrumenti tržišta kapitala su akcije, obveznice (korporativne, državne, lokalne-opštinske), hipotekarne hartije od vrijednosti, i izvedene hartije (derivatne hartije od vrijednosti, kao što je npr. Opcioni ugovor). Njihova emisija predstavlja veoma značajan izvor dugoročnih finansijskih sredstava ili novčanog kapitala.

⁶ Vidi: Sultanović, Aziz, *Hartije od vrijednosti*, skripta, Ekonomski fakultet, Skoplje, 1962., citirano prema Dabić, Stojan *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga Beograd, str.9, 1990.

⁷ Vidi: Legradić, Rudolf, *Iz teorije vrednosnih papira*, Anali Pravnog fakulteta, Beograd br. 1-2/ 1960., citirano prema Dabić, Stojan *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga Beograd, str.9, 1990.

⁸ Vidi: Milojević, M. Miroslav, Tomić, Momčilo, Kelečević, Leposava, Dukanac, Snežana, Andžić, Milenko *Poslovanje novčanim hartijama od vrednosti*, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, str.12, 1996.

U međunarodnoj literaturi i praksi se na različit način definišu pojedine hartije od vrijednosti. Tako, pojedine zemlje svojim zakonskim rješenjima propisuju definicije i vrste hartija od vrijednosti. Generalno posmatrano, sublimirajući definicije za hartije od vrijednosti pojedinih zakonskih rješenja u većini zemalja, za akciju se može reći da ona predstavlja udio koji akcionar ima u akcionarskom društvu, na osnovu čega ima pravo upravljanja i učešća u raspodjeli dobiti tog akcionarskog društva. U suštini, akcija predstavlja dio koji svaki akcionar ima u imovini akcionarskog društva (njegov osnovni dio), i pomoću koje njen imalac stiče pravo učešća u raspodjeli dobiti akcionarskog društva (dividende). S obzirom na sadržinu prava koje imaju vlasnici, dvije su osnovne kategorije akcija - obične akcije i preferencijalne (prioritetne, povlaštene) akcije. Obične akcije njihovim imaocima omogućavaju prava koja su predviđena za sve učesnike akcionarskog društva, dok preferencijalne imaocima ovih akcija omogućavaju određene privilegije u odnosu na ostale akcionare. Uglavnom su to: pravo na veću dividendu, pravo da prvenstveno oni budu birani u organe upravljanja akcionarskog društva, pravo na povraćaj kapitala u slučaju likvidacije i slično. Izdaju se najčešće prilikom povećavanja osnovnog kapitala društva. I jedna i druga vrsta navedenih akcija nude imaocima dvostruku stopu povrata. Prva je kapitalna dobit ako se tokom vremena cijena akcije poveća (ako cijena tokom perioda padne tada je akcija podložna kapitalnom gubitku). Drugi povrat uložених sredstava za imaoca ovih akcija jeste isplata dividende. Dividende prioritetnih akcija obično su unaprijed definisane po fiksnoj stopi, a dividende običnih akcija variraju tokom vremena i zato za akcionare predstavljaju nesigurniji oblik prinosa. Vlasnici običnih akcija nemaju zakonsku zaštitu ukoliko ne prime dividendu, čak i ako je kompanija visokoprofitabilna. Menadžment kompanije može na prijedlog skupštine akcionara donijeti odluku da profit iskoristi za ulaganje u nove projekte i razvoj kompanije.

Jedan autor smatra⁹ da su obične (redovne) akcije one hartije od vrijednosti koje predstavljaju potvrdu o vlasništvu, odnosno suvlasništvu određenog preduzeća. Dok su preferencijalne akcije isto kao i obične (potvrda o vlasništvu ili suvlasništvu u nekom preduzeću), s tim što vlasnici preferencijalnih akcija imaju pravo na isplatu dividende prije vlasnika običnih akcija. Takođe, ukoliko dođe do stečaja ili zatvaranja preduzeća, vlasnici preferencijalnih akcija imaju pravo da svoja potraživanja iz stečajne mase namire prije nego vlasnici običnih akcija.

Akcije mogu da glase na ime ili na donosioca. Moguće je i izdavanje akcija po naredbi. Pravilo je da se akcije mogu prenositi bez obzira kako je vlasnik određen. Akcije na ime se izdaju na ime njihovog vlasnika (imaoca) i u njima je navedeno ime ili firma, mjesto stanovanja i zanimanje vlasnika. Ti podaci se unose u knjigu akcionara akcionarskog društva. Akcije na ime mogu glasiti samo na jedno lice, pravno ili fizičko, kada pravo koje je u toj akciji zagantovano može ostvariti samo lice koje je u njoj naznačeno, odnosno upisano u knjigu akcionara, ili njegov pravni nasljednik. Mogu se prenositi indosamentom – pismenom izjavom na samoj ispravi, kao i predajom akcije. Akcije na donosioca predstavljaju akcije čiji vlasnik (imalac) nije naveden imenom i prezimenom. Na takvoj akciji je naznačeno da njen donosilac ima sva prava predviđena odlukom o izdavanju akcija i statutom akcionarskog društva. Prenose se bez ograničenja – prostom predajom iz ruke u ruku, za šta je potreban samo običan dogovor, te su zbog

⁹ Vidi: Cvjetičanin, Marijan, *Burzovno trgovanje*, MASMEDIA, Zagreb, str.79, 2004.

toga veoma pogodno za trgovinu. Pretpostavlja se da su imaooci ovih akcija njihovi zakonski vlasnici, dok se ne dokaže suprotno. Razlikuju se prema serijskom i kontrolnom broju. Ako akcionarsko društvo izdaje više serija akcija na donosioca, onda se one mogu razlikovati i prema broju serije, ali i po nominalnom iznosu na koji glase.

Obveznice predstavljaju dugoročne dužničke hartije od vrijednosti. Kako navodi jedan autor¹⁰, obveznica (*bond*) je vrsta hartije od vrijednosti kojom se izdavalac (*issuer*) prilikom njenog izdavanja obavezuje da vrati dobijeni iznos novčanih sredstava na koji ona glasi (nominalna vrijednost) u definisanom roku dospijeca (*maturity*), a u međuvremenu će vlasniku obveznice (*bondholder*) godišnje isplaćivati utvrđenu kamatu koja je navedena na obveznici (*stated interest rate, coupon rate*).

Kupac obveznice uplaćuje iznos na koji obveznica glasi njenom izdavaocu. Za razliku od klasičnog kredita, obveznica kao dužnička hartija od vrijednosti – finansijski instrument, trguje se na tržištu kapitala, odnosno, može biti kupljena ili prodana na sekundarnom tržištu. Danas se u praksi kao izdavaoci obveznica mogu javiti: država, odnosno ministarstvo finansija koje izdaje srednjoročne i dugoročne državne obveznice, zatim lokalne vlasti-opštine koje izdaju municipalne obveznice i kompanije, odnosno korporacije koje izdaju korporativne obveznice. Izdavaoci obveznica prikupljaju sredstva za dugoročno finansiranje dugova od imalaca slobodnih sredstava bilo da su to pojedinci, kompanije ili drugi vlasnici slobodnog kapitala. U literaturi se mogu sresti definicije obveznica podijeljenih po različitim kriterijumima. Tako su najpoznatije:

- *obveznice na donosioca*, kod kojih su kuponi vezani za obveznicu i vlasnik obveznice u vrijeme dospijeca kupona dobija isplatu kamate nakon što kupon prezentuje izdavaocu obveznice;
- *obveznice na ime*, kod kojih se identifikacioni podaci o vlasniku obveznice čuvaju u vidu elektronskog zapisa u bazi podataka izdavaoca, a isplate po osnovu kupona se šalju putem pošte ili se prebacuju na bankovne račune vlasnika obveznice;
- *obveznice sa rokom dospijeca*, što znači da cijelo izdanje jedne serije obveznica dospijeva na isti datum;
- *serijske obveznice*, kod kojih svaka emitovana serija sadrži određeni broj datuma dospijeca na koje se vrši isplata vlasniku;
- *konvertibilne obveznice*, koje predstavljaju vrstu obveznica zamjenjivih za druge hartije od vrijednosti kompanije koja ih je izdala, ukoliko vlasnik obveznice želi zamjenu (na primjer, za obične akcije kompanije);
- *opozive obveznice*, koje omogućavaju izdavaocu da od vlasnika obveznice može zatražiti da mu ponovo proda obveznicu po određenoj (opozivoj) cijeni, koja je obično definisana na nivou iznad nominalne vrijednosti obveznice.

Godine 1963. dolazi do izdavanja *Euroobveznica*. One predstavljaju dugoročne hartije od vrijednosti i izdaju se i prodaju izvan zemlje u čijoj su valuti izdate. Tako se euroobveznice izdaju u zemljama van Evrope i u drugim valutama koje nisu Euro. Pojavile su se kao način za izbjegavanje propisa i poreza. Kompanije u SAD su bile ograničene domaćim propisima o iznosu sredstava koje mogu pozajmiti u svojoj zemlji za finansiranje prekomorskih investicija, tako da su bile prinuđene da stvore Euroobveznicu, kojom su obveznice denominirane u različitim valutama i ne potpadaju

¹⁰ Vidi: Cvjetičanin, Marijan, *Burzovno trgovanje*, MASMEDIA, Zagreb, str.97, 2004.

direktno pod propise SAD-a. Euroobveznice obično glase na donosioca i njima se trguje na OTC tržištima uglavnom u Londonu i Luksemburgu. Uvođenje Eura 2002. godine izmijenilo je strukturu tržišta euroobveznica, tako da danas ne postoje Euroobveznice denominirane u valutama pojedinih zemalja, već se one denominiraju u Euro kao valutu.

Kao jedan od najstarijih segmenata tržišta kapitala u razvijenim zemljama funkcionise i hipotekarno tržište. Normativno definisano hipotekarno tržište predstavlja mehanizam razmjene dugoročnih novčanih sredstava, kapitala i dugoročnih hartija od vrijednosti. Hipoteka se definiše kao raspolaganje izvjesnim udjelom (interesom) u zemlji, ili u drugoj nepokretnoj i pokretnoj imovini koja služi kao obezbjeđenje plaćanja. Odnosno, hipoteka predstavlja garant za isplatu duga. Ta garancija se sastoji u postojanju ličnog i vlasničkog prava. Lično pravo se bazira na kreditnom ugovoru sa zajmoprimcem, dok vlasničko pravo proizvodi pravno dejstvo prema trećoj strani. Ovim vlasničkim pravom se ostvaruje udio u hipotekarnom vlasništvu, ako zajam ne bude vraćen. Zato se hipotekarno pozajmljivanje i tretira kao relativno siguran način pozajmljivanja novca na kreditnom tržištu.

Hipotekarno tržište predstavlja specijalizovano tržište na kome se trguje kapitalom u formi dugoročnih hipotekarnih kredita i hartijama od vrijednosti koje su emitovane na podlozi hipoteke. Obveznice koje su izdate na osnovu hipoteke razlikuju se od klasičnih obveznica po načinu otplate i po stepenu rizika koji nose. Otplata hipotekarnih hartija od vrijednosti podrazumijeva tačno raspoređenu glavnicu i kamatu, uključujući i učešće. Raspored otplate je drugačiji u odnosu na klasične obveznice, jer se kod hipotekarnih obveznica, one vrše mjesečno. Na bazi založene nekretnine ili zemlje dobija se kredit za obavljanje posla. Na toj osnovi se izdaje dugoročna hartija od vrijednosti (hipotekarna obveznica) kojom se trguje kao i svakom drugom hartijom.

1.2. FUNKCIJE TRŽIŠTA KAPITALA

Osnovni zahtjevi koje treba da ispuni stabilno i organizovano tržište kapitala¹¹ u jednoj privredi su da kompanije postanu i ostanu likvidne, da se u uslovima ponude i tražnje stvore uslovi za formiranje objektivne tržišne cijene za pojedinačne akcije kompanija, zatim da tržište kapitala obezbijedi objektivno i tačno informisanje za sve učesnike. Takođe, tržište kapitala mora da ispuni i svoju osnovnu ulogu, a koja se ogleda u zaštiti investitora u hartije od vrijednosti. Ostvarivanjem navedenih zahtjeva stvara se efikasan sistem trgovanja koji omogućava stabilizaciju tržišta, koje tada odražava stanje cjelokupnog sistema jedne privrede. Stabilno tržište pruža garancije određenog stepena

¹¹ U svjetskoj literaturi i praksi ne postoji razlika između termina "tržište kapitala" i termina "tržište hartija od vrijednosti". Zakoni pojedinih zemalja prave razlike jedino u vrsti hartija od vrijednosti koje se prometuju u pojedinim zemljama. Tako, Odbor za federalne rezerve SAD kao glavne instrumente tržišta kapitala u SAD navodi: korporativne akcije, hartije od vrijednosti sekuritizovanih stambenih kredita, hartije od vrijednosti sekuritizovanih komercijalnih i farmerskih kredita, korporativne obveznice, trezorske hartije od vrijednosti, obveznice države i lokalnih vlada, obveznice agencija u vlasništvu vlade SAD-a, obveznice agencija pod pokroviteljstvom vlade SAD, bankovni i potrošački krediti; Vidi: A.Saunders, M.M. Cornett, *Finansijska tržišta i institucije*, str.9, Nacionalna i sveučilišna knjižnica, Zagreb, 2006.

standarda i transparentnosti koji se tiču kompetentnosti učesnika na tržištu, kao i njihovog integriteta.

Tako se putem berze, kao organizovanog tržišta obezbjeđuje vrijednovanje instrumenata kojima se trguje i efekata po osnovu trgovanja i to po objektivnim tržišnim kriterijumima koji vladaju, zatim se stvara kontinuirano likvidno tržište i javna promocija (listiranje) uspješnosti poslovanja kompanija. Kako smatra jedan autor¹² osnovna funkcija tržišta kapitala sastoji se u tome da kupcu (korisniku) kapitala omogući kupovinu, odnosno posjedovanje određenog iznosa njemu nedostajućeg i potrebnog kapitala, pod za njega najpovoljnijim tržišnim uslovima. Sa druge strane, prodavcu (vlasniku) kapitala, omogućava se prodaja određenog iznosa njemu u tom momentu nepotrebnog kapitala pod najpovoljnijim tržišnim uslovima. U ostvarivanju ove funkcije na optimalnom nivou leži tajna i ukupna filozofija tržišnih odnosa učesnika na tržištu kapitala. Pri tom se pod optimalnim nivoom podrazumijeva najveći mogući iznos podmirene tražnje i realizovane ponude.

U Crnoj Gori je nakon početka i nakon realizacije početnog stepena privatizacije tržište kapitala odigralo, i još uvijek ima veliku ulogu u daljem toku privatizacije i privlačenja investitora u oblasti u kojima oni vide svoj interes. Takođe, ono je postalo jedan od izvora zaduživanja države (emisijom državnih obveznica) radi premošćavanja budžetskog deficita. Ono što je važno istaći jeste činjenica da će tržište kapitala biti okosnica predstojeće reforme crnogorskog penzionog sistema.

Učesnici na tržištu kapitala, kako preduzeća, pojedinci, tako i država, imaju potrebu za kapitalom zbog različitih definisanih poslovnih ciljeva. Oni to ostvaruju kako na primarnom, tako i na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti emitovanjem ili prodajom akcija ili obveznica. Upravo kroz prenos – realokaciju sredstava od učesnika koji imaju višak ka onima kojima ta sredstva nedostaju, tržište kapitala ima svoju osnovnu funkciju. Ova bitna karakteristika tržišta kapitala (brzina pretvaranja novca u hartije i hartija u novac), čini ga značajnijim u odnosu na bankarsko tržište. Znači, tržište hartija od vrijednosti omogućava učesnicima da mogu svoja uložena sredstva u neku od hartija – akcija, u svakom momentu na berzi pretvoriti u novac, jer, dok jedni žele prodati svoje hartije od vrijednosti, sa druge strane postoje kupci-investitori za te hartije, odnosno oni koji imaju "višak" sredstava. Investitori prije svega žele oploditi svoja raspoloživa novčana sredstva, koja za njih predstavljaju slobodna sredstva, kupovinom hartija od vrijednosti na tržištu, i njihovom kasnijom prodajom. U zavisnosti od toga da li se radi o planovima investitora da li novčana sredstva žele uvećati kupovinom hartije po nižoj cijeni na tržištu, i njenom prodajom po višoj cijeni na kratak rok, ili je njihov interes da ulažu svoja novčana sredstva na duži rok, može se govoriti o "špekulantima" i dugoročnim investitorima. Ovdje se pojam "špekulanta" posmatra u pozitivnom kontekstu. Pod tim se ne podrazumijeva da se radi o prevarantskom poslu, već poslu kojim investitor želi ostvariti dobit u cilju uvećanja ukupnog profita. Kako navodi jedan autor¹³, poslovi sa hartijama od vrijednosti u bankarskom žargonu važe kao špekulativni poslovi. Špekulacije sa hartijama od vrijednosti, koje banke obavljaju za svoj račun su po

¹² Vidi: Ristić, Života, *Tržište kapitala*, Čigoja, Beograd, str.85-86, 1990.

¹³ Vidi: Šljivančanin, Mladen, *Banka-finansijsko preduzeće*, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet, Podgorica, str.298, 1999.

obimu dosta veliki, razgranati i značajna stavka u neto dobitku banke, a nerijetko i visoko rizičan posao koji može prouzrokovati značajne gubitke.

Dugoročna orijentacija može donijeti investitoru ne samo zaradu na razlici u cijeni (ukoliko cijena hartije u koju investira odnosno koju kupi poraste), već i koristi koje ima kao akcionar određenog preduzeća, u vidu dividende. Naravno, ukoliko je procenat vlasništva koje investitor ima u određenom preduzeću shodno broju akcija i procentu u vlasništvu na osnovu toga veći, onda on kao akcionar može imati i odgovarajuću ulogu u učestvovanju na skupštinama akcionara i donošenju odgovarajućih odluka. Svakako, ova vrsta investiranja, kao uostalom i investiranje na kratak rok, može imati određene rizike, prije svega u padu cijene određene akcije u koju je neko investirao svoja raspoloživa novčana sredstva. Dakle, interes investitora je prije svega da uveća svoj kapital. Posmatrano u odnosu na bankarski sektor i mogućnost opredjeljenja da investitor uloži svoja slobodna novčana sredstva na bankarski račun i oroči ih na određeni period koji daje zaradu u vidu fiksne kamatne stope, i mogućnošću da plasira sredstva kupovinom hartija od vrijednosti na tržištu, može se reći da tržište hartija pruža mnogo veće mogućnosti za ostvarivanje zarade za isti vremenski period u poređenju sa ulaganjem sredstava u neku komercijalnu banku. Ali, takva vrsta odluke nosi sa sobom i određeni rizik u vidu pada cijena hartija od vrijednosti, tako da investitor može da ima značajne gubitke. U svakom slučaju, investitor donosi odluku samostalno gdje će uložiti svoja sredstva (banku ili berzu), koje iznose sredstava će plasirati, i na koji vremenski rok.

Kada su u pitanju kompanije, njima je neophodan kapital za različite namjene. Ukoliko menadžment preduzeća od svoje djelatnosti ne može obezbijediti potreban iznos kapitala za finansiranje razvoja i proširenja djelatnosti, zatim razvoja novih procesa (proizvodnih ili nekih drugih) i proizvoda, onda se menadžment odlučuje za nabavku potrebnih sredstava ili kroz bankarski sektor (kreditnim zaduženjem), ili na tržištu kapitala (putem emisija hartija od vrijednosti). Ukoliko se odluči za tržište hartija od vrijednosti, onda preduzeće može da vrši nove emisije kapitala putem javne ponude (na primarnom, odnosno emisionom tržištu), ili da vrši emisije hartija postojećim akcionarima. Bez obzira za koji oblik se emitent odluči, on dobija novčana sredstva u zamjenu za finansijsko potraživanje. Za emitenta finansijsko potraživanje može biti u obliku trajnog kapitala (akcije) ili zaduženja (obveznice). Svakako emisija akcija jeste jedan od modela kojim emitenti mogu prikupljati kapital i na taj način finansirati svoje poslovne aktivnosti.

Gledano kroz prizmu pozitivnih i manje pozitivnih efekata koje kompanije imaju ukoliko se opredijele za emisiju efekata kao jedan od modela prikupljanja kapitala, može se reći da su prednosti brojne. Kompanija ima šansu za brži rast jer je mogućnost pribavljanja nedostajućeg kapitala znatno lakša, uspješnija i brža kada se akcijama kompanije trguje na berzi. Kada se ispune kriterijumi za kotiranje na nekoj berzi onda je to signal i bankama (da daju kredite pod povoljnijim uslovima), partnerima (da ostvaruju poslovnu saradnju), a i široj poslovnoj klijenteli da se radi o uspješnijoj kompaniji od ostalih kompanija sličnih profiliteta a koje se ne kotiraju na berzi. Kombinujući modele pribavljanja kapitala kroz emitovanje hartija i kreditnog zaduživanja kod banaka, kompanija ima veću fleksibilnost za strukturiranje investicionog portfelja. Kombinovanjem ova dva modela kompanija ima šansu da se finansira pod optimalnim tržišnim uslovima. Osim toga emisije se mogu organizovati ne samo za konvencionalne

hartije već i za kombinovane kao što su obveznice sa opcijom konvertovanja u akcije, kasnije u budućnosti. Transformacija imovine u novac prodajom hartija od vrijednosti na berzi, i isto tako novca u imovinu – vlasništvo neke kompanije, jeste efikasna i kvalitetna i, što je jako značajno sa stanovišta vremena, brza. Tržište dozvoljava vlasnicima akcija ili obveznica da ih prodaju brzo i tako osigurava određeni stepen likvidnosti. Na taj način vlasnik akcija – akcionar, kao i sama kompanija vrši diverzifikaciju svoje imovine, dijelom u novcu a dijelom u hartijama, sve u zavisnosti od sopstvenih potreba.

Sa druge strane, kompanija koja se odluči da objavi informacije o svom poslovanju (bilanse poslovanja, strukturu kapitala, dugovanja, potraživanja, i slično), na taj način javno pokazuje i politiku menadžmenta kompanije, iskazanu kroz prezentovane pokazatelje objavljene u prospektu. Na neki način postoji "opasnost" od prezentiranih pozitivnih pokazatelja o poslovanju kompanije jer su to znaci koji mogu pobuditi zainteresovanost drugih kompanija i dovesti do neželjenog preuzimanja kompanije (sve u zavisnosti od procentualnog iznosa emisije i strukture vlasništva). Konačno, ako se tako nešto i desi, to može biti i mnogo pozitivnije za konkretnu kompaniju i njene akcionare, ako se radi o kvalitetnijem vlasniku koji ima i kvalitetniji menadžment koji će bolje i uspješnije da radi.

S obzirom da država može doći u situaciju da ne može putem sopstvenih izvora da obezbijedi odgovarajući neophodan kapital za svoje potrebe, ona to radi putem tržišta hartija od vrijednosti. Državne vlasti obično emituju državne obveznice. S tim, da država mora voditi računa o svojoj ekonomskoj politici. Sprovođenjem ekonomskih mjera koje dovode do priliva stranih investicija i ekonomske ekspanzije, država utiče na smanjenje deficita državnog budžeta, promjena u poreskoj politici, a posebno na inflaciju i uspješno sprovođenje drugih ekonomskih mjera. To svakako ima značajan uticaj na pozitivno kretanje cijena svih hartija od vrijednosti, a posebno na cijene izdatih državnih obveznica. Međutim, situacija u Crnoj Gori, krajem 2007. i, u prvoj polovini 2008. godine je takva da se pokazuju neočekivani (negativni) efekti na cijene hartija na tržištu. I pored kontinuiranog sprovođenja usvojenih ekonomskih mjera od strane Vlade koje utiču na kreiranje privrednog ambijenta, cijene akcija kompanija i fondova imaju tendenciju pada.¹⁴ Razloge za to treba tražiti dijelom u kretanjima globalnih ekonomskih tokova (recesioni ciklus u SAD, povećanje cijena nafte i naftnih derivata, suše koje su uticale na smanjenje proizvodnje hrane u prošloj godini,...), a dijelom i u malim iznosima prometa na crnogorskim berzama, i smanjenim ulaganjima prije svega stranih investitora, kao i seljenjem dijela slobodnih sredstava u sektor nekretnina.

Uspostavljanjem pravno zaokruženog, transparentnog i javnog sistema za trgovanje, kao i omogućavanjem pribavljanja kapitala, tržište hartija od vrijednosti u Crnoj Gori ostvarilo je te dvije osnovne funkcije. Smatramo da su u narednom periodu prioritetni zadaci za dalji razvoj tržišta kapitala, između ostalih i dalja liberalizacija tržišta, jačanje konkurencije i smanjenje troškova poslovanja. Smanjenje troškova poslovanja, a posebno troškova za obavljanje kupoprodajnih transakcija je jako važno, posebno sa aspekta međunarodnih učesnika. Takođe je jako važno da se smanje i troškovi platnog prometa. Usko povezano sa ovim jeste i regionalna povezanost, odnosno uspostavljanje

¹⁴ Od septembra mjeseca prošle godine (kada je počeo intenzivniji pad) do 31.12.2007., cijene akcija kompanija i fondova na crnogorskim berzama su pale za 18,7%, a u periodu 21.12.2007., do polovine juna mjeseca 2008. godine, cijene navedenih hartija su pale za 36,91%. Značajniji pad cijena hartija desio se početkom oktobra 2007. godine.

saradnje sa regionalnim regulatornim tijelima i mogućnost obezbjeđenja i omogućavanja trgovanja na berzama regiona. To bi značilo i povećanje tržišnog materijala kojim se trguje a samim tim i povećanje potencijalnog broja investitora.

Regulativom je neophodno urediti uvođenje i promet novim kratkoročnim hartijama od vrijednosti. Takođe će reforma penzionog sistema omogućiti uvođenje i rad privatnih i državnih penzionih fondova na tržištu hartija od vrijednosti.

1.3. VRSTE I ORGANIZACIONI OBLICI TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Od kada se počelo trgovati hartijama od vrijednosti odluka o prodaji i kupovini akcija, obveznica i drugih finansijskih instrumenata predstavljala je dilemu za vlasnike i buduće vlasnike akcija, odnosno učesnike u procesu: koje tržište izabrati i koristiti, kao i, koje metode prodaje ili kupovine upotrijebiti? Na svjetskim tržištima kapitala permanentno je dolazilo do restrukturiranja, u zavisnosti od mnogih činilaca. Neki od faktora koji opredjeljuju kako kreatore zakonodavne vlasti, tako i učesnike na tržištima su: uslovi za kotiranje hartija od vrijednosti, kriterijumi izvještavanja koji se postavljaju pred preduzeća, transparentnost, objektivnost i tačnost podataka i drugi faktori. Svakako, sve zakonodavne norme pojedinih nacionalnih tržišta kao samostalne, moraju uzeti u obzir međunarodnu dimenziju harmonizacije i usklađenosti sa globalnim tržištima hartija od vrijednosti. U zavisnosti od toga da li se hartije od vrijednosti emituju ili se ponovo trguje sa njima, tržišta se dijele na primarna i sekundarna.

Primarno (emisiono) tržište, predstavlja tržište na kome emitent hartija od vrijednosti dolazi do odgovarajućeg iznosa kapitala neophodnog za definisanu poslovnu aktivnost. Emisiju hartija od vrijednosti (*Initial Public Offering-IPO*), emitenti mogu obavljati preko organizacione jedinice neke poslovne banke zadužene za poslove investicionog bankarstva, na način da ona otkupi cjelokupno izdanje emitovanih hartija i zatim ga preproda, ili, kao posrednik koji pronalazi direktnog kupca za date hartije od vrijednosti. Izdavanjem – emitovanjem hartija od vrijednosti na primarnom tržištu uz pomoć profesionalnog posrednika (investiciona banka, specijalizovane institucije i slično), emitent smanjuje rizik i troškove vezane za taj postupak. Hartije od vrijednosti primarnog tržišta kapitala obuhvataju i emisiju dodatnih akcija ili instrumenata zaduživanja kompanije čijim se akcijama već trguje na berzi. Rizik nekupovine tih akcija obično preuzimaju investicione banke koje su već dijelom kupile, odnosno preuzele dio hartija u prvoj emisiji. Takođe, kao što je slučaj na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore, emitenti mogu sami da, koristeći odgovarajuću metodologiju, realizuju postupak emisije svojih hartija od vrijednosti. Odobrenje za realizaciju postupka za evidentiranje emisije, kao i sve ostale dokumente neophodne za realizaciju cjelokupnog postupka daje Komisija za hartije od vrijednosti.

Sekundarno tržište je tržište na kome se, za razliku od primarnog (na kome emitent dolazi do ogovarajućih novčanih sredstava), mijenja vlasnik hartija od vrijednosti. Upravo zbog te činjenice, da se hartije od vrijednosti mogu preprodavati, sekundarno tržište je veoma važno. Sekundarno tržište kapitala omogućuje likvidnost i veću mobilnost kapitala. U svakom momentu investitor koji želi da dođe do svježeg kapitala može hartije od vrijednosti prodati na tržištu i doći do novčanih sredstava.

Mobilnost kapitala jedna je od prednosti koje pruža tržište kapitala u odnosu na tržište novca. Povećana likvidnost čini prodaju hartija od vrijednosti na primarnom tržištu poželjnom i lakšom za emitenta. Isto tako, instrumenti sa kojima se trguje na sekundarnom berzanskom tržištu imaju veću fluktuaciju cijena nego instrumenti na tržištu novca. Osim akcija i obveznica na sekundarnim tržištima se trguje i finansijskim instrumentima osiguranim hipotekarnim kreditima, fjučersima, i opcijama (derivatima finansijskih instrumenata). Sa aspekta emitenta sekundarno tržište je jako korisno jer daje informacije o trenutnoj tržišnoj vrijednosti akcija (ili nekog dugog finansijskog instrumenta) njegove kompanije. Time dobija i informaciju o trenutnoj vrijednosti njegove kompanije, ocjenu vrijednovanja od strane investitora – akcionara kroz pojedinačnu cijenu akcije koju su oni spremni da plate. Te informacije omogućavaju emitentima da vrše procjenu uspješnosti korištenja sredstava dobijenih od izdatih i prodatih instrumenata, kao i mogućnost procjene o potencijalnim uspjesima budućih emisija za prikupljanje svježeg kapitala.

U zavisnosti od odnosa između emitenta (izdavača) i vlasnika hartija od vrijednosti, tržišta hartija od vrijednosti se, kako navode neki autori¹⁵, dijele na tržišta vlasničkih hartija od vrijednosti i tržišta dužničkih hartija od vrijednosti. Na *Tržištu vlasničkih hartija od vrijednosti* trguje se hartijama od vrijednosti koje njihovim vlasnicima omogućavaju udio u vlasništvu određene kompanije, i, na osnovu toga imaju određena, zakonom definisana vlasnička prava. Akcije predstavljaju vlasničke hartije od vrijednosti. Na *Tržištu dužničkih hartija od vrijednosti* trguje se hartijama od vrijednosti koje kao dužnički papir služe za finansijsko kreditiranje emitenta. Obveznice predstavljaju dužničke hartije od vrijednosti.

Gledano sa aspekta teritorijalnog principa, tržišta se mogu podijeliti na nacionalna (domaća) i međunarodna tržišta. Što se tiče tržišta hartija od vrijednosti Crne Gore, ono je definisano kao nacionalno tržište u smislu domaće zakonske regulative koja se primjenjuje i koja ga definiše kao slobodno tržište, tako da predstavlja i dio međunarodnog tržišta ne samo iz eurozone, već i prekoatlanskog tržišta. Kao učesnici na njemu javljaju se pravna i fizička lica kako iz eurozone tako i van nje, i trguju hartijama od vrijednosti domaćih kompanija i države. Zakonom o hartijama od vrijednosti Crne Gore definisano je da se trgovanje hartijama od vrijednosti može obavljati isključivo preko posrednika – ovlašćenih učesnika. Ovlašćeni učesnik može osnovati filijalu u inostranstvu radi obavljanja poslova sa hartijama od vrijednosti za koje je dobio dozvolu od Komisije, saglasno propisima zemlje u kojoj namjerava obavljati tu djelatnost. Isto tako, strana pravna lica, koja su od nadležnih stranih organa ovlašćena za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti, mogu u Crnoj Gori, u skladu sa propisima, osnovati filijalu za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti i kastodi poslova, na osnovu dozvole koju izdaje Komisija.

Međunarodna tržišta hartija od vrijednosti predstavljaju sva ostala tržišta koja funkcionišu izvan granica nacionalnog tržišta. Međunarodno tržište obuhvata trgovinu hartijama od vrijednosti koja nije ograničena isključivo na jedno područje. Kao jedno od međunarodnih tržišta jeste i eurotržište koje obuhvata trgovanja londonske, pariške,

¹⁵ Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon, *Finansijska tržišta i institucije*, MASMEDIA, Zagreb, str.8, 2006.

frankfurtske i luksemburške berze. Na tom tržištu nema granica između domaćeg i ostalih tržišta, domaćeg i inostranog kapitala.

U Velikoj Britaniji su osamdesetih godina prošlog vijeka postojale četiri različite vrste tržišta. Tri tržišta su bila u nadležnosti Međunarodne berze hartija od vrijednosti, a četvrto tržište – tržište preko šaltera, sastojalo se od grupe posrednika hartija od vrijednosti sa dozvolom britanskog Ministarstva trgovine i industrije. Podjela na ove tipove tržišta bila je bazirana prema uslovima za kotaciju i kriterijumima izvještavanja koji se postavljaju pred preduzeće, kao i stepenu posmatranja i reagovanja javnosti kome su preduzeća bila izložena. 1986. godine, nakon promjena u načinu rada Londonska berza hartija od vrijednosti je formalno promijenila ime u „Međunarodna berza hartija od vrijednosti-ISE“. Tada je dogovoreno spajanje sa Međunarodnom organizacijom za regulativu hartija od vrijednosti - ISRO u pokušaju da se usmjeri trgovina međunarodnih hartija od vrijednosti, kao i da se spriječi fragmentacija tržišta u Londonu. Kako navodi jedan autor¹⁶, Londonska berza je ovlaštena investiciona berza definisana prema uslovima Zakona o finansijskim uslugama iz 1986. godine i, predstavlja najveće tržište za prikupljanje kapitala u eurozoni. U evropskoj vremenskoj zoni nalaze se i mnoge druge berze a kao najaktivnije su berze u Parizu, gdje funkcionišu dvije: „Službena berza“ - Marche Officiel, i „Sekundarna berza“ - Second Marche, kao i u Frankfurtu, „Službena berza“ - Amtlicher Handel, i „Regulisano tržište“ - Geregelter Markt.

U zavisnosti od načina organizacije, tržišta hartija od vrijednosti se mogu podijeliti na organizovana i neorganizovana - OTC tržišta (tržišta preko šaltera). Prema jednom autoru¹⁷, organizovani oblik funkcionisanja tržišta predstavljaju institucije koje imaju svoju lokaciju i koje su registrovane kod nadležnog regulativnog tijela. Organizovana tržišta su tržišta koja su definisana na precizno utvrđenim zakonskim pravilima ponašanja, i institucijama, kao tijelima zaduženim za regulatorni okvir i nadzor nad radom učesnika na tržištu. Svakako, i sami učesnici na tržištu su svoja pravila poslovanja usaglasili sa državnim regulativom iz ove oblasti. Takva su berzanska i dijelom OTC tržišta (tržišta preko šaltera). Skoncentrisani na jednom mjestu, ponuda i tražnja imaju obilježje relativno brzog i zadovoljavajućeg dogovora o količini i cijeni, odnosno o zadovoljavajućim uslovima za oba učesnika. Kao organizovano tržište, uređeno je i tržište hartija od vrijednosti Crne Gore. Preko neorganizovanih tržišta (vanberzanskih) realizuju se sva trgovanja hartijama od vrijednosti van organizovanog tržišta. Ona se često nazivaju i neregularnim tržištima. Predmet trgovanja na ovim tržištima mogu biti hartije od vrijednosti koje su regulativom definisane da se mogu trgovati i na organizovanim tržištima (a ipak se realizuju na neorganizovanim tržištima), kao i hartije koje nisu definisane za trgovanje na organizovanim tržištima. Ono što je bitno jeste da su kupovine i prodaje hartija od vrijednosti unaprijed dogovorene, tako da se tačno zna i cilj učesnika u takvim transakcijama. Ono što ih posebno karakteriše jeste to, da su to tržišta koja nemaju sigurnost u smislu obaviještenosti učesnika na njima i samim tim mogućih plasiranja i davanja netačnih informacija kojima učesnici mogu povjerovati. Posrednici – organizacije i pojedinci koji imaju ovlaštenja za bavljenje investicionim poslovima od strane državnih organa, i ukoliko je pravna regulativa tih

¹⁶ Foley, J. Bernard, *Tržišta kapitala*, "MATE", Zagreb, str.203, 1998.

¹⁷ Milojević, M. Miroslav, Tomić, Momčilo, Kelečević, Leposava, Dukanac, Snežana, Andžić, Milenko *Poslovanje novčanim hartijama od vrednosti*, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, str.9, 1996.

posrednika uskladen sa važećom regulativom jedne zemlje u toj djelatnosti, mogu se baviti trgovanjem akcijama kompanija na ovaj način. Posrednici posjeduju registar potencijalnih kupaca i prodavaca i pokušavaju ih spojiti zbog realizacije transakcije. Trgovina se obavlja vanberzanskim putem, a posrednici za obavljene poslove naplaćuju proviziju učesnicima. Akcije kojima se trguje na ovim tržištima se ne kotiraju na berzama i nazivaju se „nekotirajuće“ ili OTC akcije. OTC (*Over-the-Counter Markets*) tržište je neaktivno, dosta sporo, kupoprodaja traje relativno dug period, a cijene akcija je dosta teško odrediti. Imajući to u vidu tržišta preko šaltera su mnogo rizičnija od berzanske trgovine jer vlasnik takvih akcija ima imovinu koja je vrlo nelikvidna i riskantna. Preduzeća čijim se akcijama trguje su uglavnom novoformirana i mala, tako da je i mali broj izdatih i prometovanih akcija.

1.4. MJESTO I ULOGA UČESNIKA NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Efikasno tržište hartija od vrijednosti treba da obezbijedi transparentnost, jednakost i pravičnost za sve učesnike koji posluju na njemu. Javno prezentovani podaci mogu omogućiti investitorima da procijene potencijalne rizike i na bazi takvih procjena donositi odluke. U tako definisanim uslovima učesnici – posrednici koriste svoje umijeće da privuku investitore da sa njima ostvaruju poslovnu saradnju. Za pružanje usluga posrednici naplaćuju za to definisane provizije a, sa druge strane, investitori zahtijevaju brzu i kvalitetnu uslugu. Isto tako investitori kroz mjere nadzora od regulatornih organa očekuju zaštitu od nelojalne konkurencije, zatim od manipulacija (prije svega cjenovnih), prevara, kao i insajder informacija. I posrednici i regulatori zajedno uspostavljajući standarde i pravila ponašanja sprovodeći i poštujući regulativu i dobru poslovnu praksu, dovode do smanjenja sistemskog rizika tržišta hartija od vrijednosti.

1.4.1. BERZE KAO ORGANIZOVANI NOSIOCI TRŽIŠTA KAPITALA

Tržišta hartija od vrijednosti po svojoj definiciji predstavljaju i podrazumijevaju širok pojam za više regionalnih tržišta na kojima mnogi učesnici obavljaju transakcije sa hartijama od vrijednosti. Za razliku od šireg pojma tržišta hartija od vrijednosti, berza se može definisati kao institucionalno mjesto na kome se na organizovan način trguje hartijama od vrijednosti. Razvijenost jedne berze i trgovanje raznim finansijskim instrumentima daje joj međunarodnu dimenziju. Od svog nastanka berza predstavlja organizovani prostor na kome se susreću trgovci, odnosno posrednici, koji kupuju i prodaju hartije od vrijednosti po tačno utvrđenim pravilima poslovanja, i u definisanom vremenu. Trgovci na berzama mogu trgovati u svoje ime i tuđi račun (brokeri), ili u svoje ime i za svoj račun (dileri). Učesnici na berzi su razvijenim sistemima komunikacija uvezani na infrastrukturu berze i trguju standardizovanim tržišnim materijalom.

Sistemska uloga berze i jeste da predstavlja prostor za razmjenu hartija od vrijednosti. U procesu razmjene, odnosno kupoprodaje hartija od vrijednosti definiše se i njihova cijena po kojoj jedni žele da prodaju a drugi da kupe određenu hartiju. Ta cijena predstavlja trenutnu vrijednost određene hartije koja je predmet trgovine. Tržišna cijena

je u stvari iznos za koji investitor želi u datom trenutku da plati određenu hartiju, sa jedne strane, i iznos za koji prodavac želi da proda tu hartiju. Kada se usklade iznosi cijena i količina neke hartije dolazi do realizacije transakcije. U svakoj kupoprodajnoj transakciji i prodavac i kupac imaju svoj interes. Prodavac da prodajom dobije maksimum gotovog novca, a kupac kao investitor da postane akcionar. Osim vlasništva nad akcijom, investitor ima interesa i za pripadajuću dividendu, kao i određena prava kao akcionar u određenom subjektu čiju je akciju kupio. Takođe, interes kupca (postoji nada i želja) je i mogućnost da istu akciju poslije nekome proda po većoj cijeni. Kao posrednici u realizaciji transakcija za klijente javljaju se brokerske kuće i banke koje obavljaju kastodi poslove.

Prve berze na tlu Evrope nastale su u petnaestom vijeku. Od tada one imaju isti zadatak, da spoje ponudu i tražnju za nekom hartijom od vrijednosti na jednom mjestu. U početku su to bile (a i danas postoje) berze na parketu, gdje brokeri izvikuju cijene i količine hartija koje kupuju ili prodaju, a danas su to uglavnom organizovane ustanove u smislu elektronskog trgovanja putem uvezanih računara. Tako da danas postoje organizovane berze – računarskim tehnologijama povezane sa učesnicima, i neorganizovane berze – tržišta preko šaltera (*Over-the-Counter Markets-OTC*).

Na berzi efekata se trguje samo onim hartijama koje su uvrštene na berzansko trgovanje. U zavisnosti od uslova koje pojedine berze propisuju za pojedine segmente trgovanja, to mogu biti listirane hartije, ili hartije koje nisu na listingu. Najčešći kriterijumi koje berze pojedinačno propisuju su prikazivanje podataka o pozitivnosti računovodstveno-finansijskih pokazatelja o poslovanju kompanije, o profitabilnosti, tržišnoj kapitalizaciji, dugovanjima, potraživanjima i sl. Na taj način se svim akcionarima i potencijalnim investitorima obezbjeđuje stalni uvid u poslovanje kompanije, što će im omogućiti donošenje realnije i kvalitetnije odluke. Jedan od razloga najpoznatijeg berzanskog sloma u istoriji koji se dogodio 1929. godine na njujorškoj berzi jeste netransparentnost podataka o poslovanju kompanija koje su se kotirale. Tada je većina investitora uglavnom trgovala bez kvalitetne slike o preduzećima čije su akcije kupovali, i nisu imali pravu informaciju o poslovanju tih kompanija. Kada su investitori saznali prave informacije o pojedinim kompanijama tada je već bilo kasno da se bilo šta preduzima u smislu prodaje akcija kompanija koje su propale. Od tog perioda u Sjedinjenim Američkim Državama, a i ostalim zemljama koje su imale berze, zakonodavne vlasti su podigle metode informisanja na znatno viši nivo, i pooštrile kriterijume za primanje kompanija na kotacijske liste. Tako je došlo i do formiranja OTC tržišta – trgovanja preko šaltera, - unošenjem naloga za trgovanje putem računarske tehnologije i faks uređaja. Na njima se trguje akcijama kompanija koje ne ispunjavaju uslove za listiranje na berzama, kao i akcijama kompanija čiji vlasnici nisu imali interesa da se njihove firme nađu na listingu.

Berze su formirale svoje indekse kao statističke pokazatelje na osnovu kojih se može posmatrati kako se tržište u toku jednog dana kreće, odnosno berzanski indeksi pokazuju odnos ponude i potražnje za akcijama kojima se trgovalo u toku dana. Indeksi se izračunavaju stavljanjem u odnos prosjeka cijena određenog broja akcija kompanija u datom trenutku sa prosjekom cijena akcija istih tih kompanija iz nekog prethodno utvrđenog vremena. Kao uslov uvrštenja akcija neke kompanije u berzanski indeks služe pokazatelji likvidnosti i tržišne kapitalizacije date kompanije. Privrede pojedinih zemalja i njihova razvijenost mogu se na veoma kvalitetan način upoređivati na osnovu poređenja

berzanskih indeksa. Kao djelimično ograničavajući faktor jedino mogu biti razlike u stepenu normativne uredenosti koje važe za pojedina tržišta hartija od vrijednosti, koji se ogleda u broju berzi, postojanosti Investicionih i Penzionih fondova, vrsta finansijskih materijala sa kojima se trguje i slično.

Neki od najpoznatijih svjetskih berzanskih indeksa su Dau Džonsov (Dow-Jones Industrial Average) za Njujoršku berzu, Amex Index za Američku berzu, Nasdaq kompozitni indeks (vanberzansko tržište akcijama), Nikkei za Tokijsku berzu, FTSE za Londonsku, DAX za Frankfurtsku berzu, Hang Seng za berzu u Hong Kongu, CAC General index Pariske berze i slično.

U cilju pružanja kvalitetnih informacija o kretanjima na pojedinim segmentima tržišta obje berze na crnogorskom tržištu kapitala izračunavaju i objavljuju svoje indekse. Tako NEX Montenegro berza – Nova berza hartija od vrijednosti, izračunava i objavljuje dva indeksa: NEX 20, i NEX PIF. U sljedećoj tabeli dat je prikaz informacija o oba indeksa koje objavljuje NEX Montenegro berza:

<i>Oznaka indeksa</i>	<i>Puno ime indeksa</i>	<i>Namjena</i>	<i>Tip indeksa</i>	<i>Sastav indeksa</i>	<i>Početna vrijednost</i>	<i>Prvi dan izračunavanja indeksa</i>
NEX 20	Indeks berze NEX	Pokazuje kretanje kursa akcija na NEX-u	Cjenovni indeks (% učešće emitenata određeno na osnovu tržišne kapitalizacije, prometa i broja sklopljenih poslova)	Obične akcije 20 emitenata, maksimalno učešće u indeksu 20 %	1.000 poena	01.03.2003.g
NEX PIF	Indeks PIF-ova	Pokazuje kretanje kursa akcija PIF-ova	Cjenovni indeks (% učešće PIF-ova određeno na osnovu tržišne kapitalizacije, broja akcija i broja sklopljenih poslova)	Obične akcije 6 PIF-ova u Crnoj Gori	1.000 poena	01.03.2003.g

Druga berza koja posluje u Crnoj Gori, Montenegroberza, takode je uvela indeksni tržišni pokazatelj pod nazivom MOSTE Intuitivo, koji se računa od februara 2007. godine. Radi se o indeksu koji se bazira na intuiciji učesnika na tržištu hartija od vrijednosti. Na bazi procjena učesnika javnost se upoznaje sa trenutnim dešavanjima na tržištu i očekivanjima aktivnih učesnika. Ovaj indeks se izračunava kao ponderisana vrijednost svih glasova koji su učestvovali u glasanju. U glasanje je uključeno pet odabranih brokerskih kuća, tri odabrane institucije, i tri korisnika Berzinog Web monitoringa. Procedura se sastoji od glasanja odabranih subjekata, a da bi glasanje uspjelo i njegovi rezultati bili mjerodavni, potrebno je ispuniti uslov od najmanje šest glasova od čega tri glasa moraju biti od strane brokerskih kuća, a preostala tri glasa od ostalih glasača. Baza vrijednost MOSTE Intuitivo je 100 poena i kreće se u intervalu između 0 i 200 poena, a tržišna očekivanja se klasifikuju vrijednostima iznad i ispod 100. Ako je očekivana vrijednost iznad 100 poena, ona pokazuje očekivanje pozitivnih trendova na tržištu, odnosno rastućih tržišnih aktivnosti. Ukoliko je očekivana vrijednost ispod 100 poena, radi se o očekivanju recesivnih tržišnih aktivnosti. Indeks MOSTE Intuitivo se objavljuje zadnje sedmice tekućeg mjeseca i važi za naredni mjesec.

Na crnogorskim berzama se na kotaciju primaju kompanije na osnovu definisanih pravila o kotaciji koje donose berze, a na koje saglasnost daje Komisija za hartije od vrijednosti. Kako navodi jedan autor¹⁸ neke akcije se nalaze na berzanskim kotacijskim listama (listingu), zato što su zadovoljile neke određene kriterijume, uglavnom računovodstveno-finansijske prirode. Ti kriterijumi se uglavnom razlikuju od berze do berze, pa to mogu biti određeni iznosi ukupne godišnje prodaje, profitabilnosti kompanije, tržišna kapitalizacija i slično. U tom smislu svaka berza donosi sopstvene kriterijume za listiranje kompanija.

Tržište na NEX berzi sastoji se od berzanske kotacije, listi „A“ i „B“, i slobodnog berzanskog tržišta. Na Montenegroberzi su kompanije za kotaciju rangirane u berzanske liste „A“, „B“ i „C“. Takode se i na Montenegroberzi može trgovati na slobodnom berzanskom tržištu. Kotacija na nekoj od berzi za firmu koja je na kotacijskoj listi predstavlja prestižni segment tržišta. Da bi se emitenti mogli kotirati na „A“, „B“ ili „C“ listi berzanskog tržišta, pored opštih uslova, moraju ispuniti i određene kriterijume u pogledu veličine kapitala, broja akcionara, finansijskog stanja i izvještavanja, obaveza obavještavanja (Berze i javnosti) o poslovanju, i dr. Dnevno pomjeranje cijena hartija na berzanskoj kotaciji crnogorskih berzi ograničeno je na $\pm 10\%$. Kada su u pitanju hartije od vrijednosti čiji je emitent Vlada Crne Gore, ili je za njih izdala garanciju određenu zakonom, uvrštavaju se u berzansku kotaciju na listu „A“ ili „B“ po njihovom zahtjevu bez obzira na ispunjavanje definisanih kriterijuma.

Za prijem hartija na organizovano tržište, potrebno je da emitent ispunjava opšte uslove tj. da je registrovan kod Komisije za hartije od vrijednosti i da su hartije:

- izdate u nematerijalizovanom obliku;
- da su registrovane u Centralnoj Depozitarnoj Agenciji (CDA);
- da se njima može organizovano trgovati;
- da su u cjelini uplaćene;
- da su slobodno prenosive.

¹⁸ Vidi: Cvjetičanin, Marijan, *Burzovno trgovanje*, MASMEDIA, Zagreb, str.48, 2004.

Na slobodnom berzanskom tržištu, kao dijelu organizovanog tržišta, trguje se svim ostalim hartijama, odnosno onim koje nisu na berzanskoj kotaciji. To su sve hartije emitenata koje su registrovane kod Komisije za hartije od vrijednosti i Centralne Depozitarne Agencije. Za razliku od hartija koje se kotiraju na „A“, „B“ ili „C“ listi, kod hartija kojima se trguje na slobodnom berzanskom tržištu ne postoji nikakvo dnevno ograničenje pomjeranja cijene. Isto tako, emitenti čije se hartije trguju na slobodnom berzanskom tržištu nisu obavezani aktima berzi da objelodanjuju poslovne i finansijske izvještaje, kao što je to slučaj sa emitentima na kotaciji. Postupci trgovanja na berzama, kliringa i saldiranja u sistemu Centralne depozitarne agencije, odvijaju na potpuno isti način, bilo da se radi o hartijama sa kotacijskih listi, ili o hartijama sa slobodnog berzanskog tržišta.

1.4.2. OVLAŠĆENI UČESNICI

Ovlašćeni učesnici odnosno, brokeri i dileri predstavljaju osnovnu kariku između investitora i mjesta na kome se realizuju transakcije, a to su berze. Transakcije na berzi ne mogu se realizovati bez posrednika tako da, kupovinu i prodaju tržišnih materijala mogu obavljati samo članovi berze. U zakonu o hartijama od vrijednosti se navodi da poslove sa hartijama od vrijednosti obavljaju ovlašćeni učesnici kojima je jedina djelatnost obavljanje tih poslova.¹⁹ Berza predstavlja instituciju preko koje se samo odraduju već unešeni nalozi u njen sistem za trgovanje. Infrastrukturna uvezanost brokera i dilera sa berzanskim informacionim sistemom, odnosno platformom za trgovanje berze je preduslov za spajanje (uparivanje) naloga. Brokerske i dilerske kuće su pravna lica koje za poslovanje na berzi moraju imati dozvolu Komisije za hartije od vrijednosti. Nakon dobijanja dozvole od strane Komisije, ovlašćeni učesnici uz saglasnost berze postaju njeni članovi. Jedino berzanski član može sklapati berzanske poslove za svoje klijente.

Neki autori²⁰ navode da kao učesnike na tržištu hartija od vrijednosti smatraju ovlašćena lica – brokere i dilere. Brokeri obavljaju poslove u svoje ime i za tuđi račun, tako da sistem berze prepoznaje samo člana berze a ne i investitora. Svakako, broker samo realizuje dati nalog a investitor je taj koji snosi rizik svoje odluke. Investitori mogu od brokera koristiti i usluge investicionog savjetovanja, upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti, kao i usluge pri emitovanju novih hartija od vrijednosti. Brokeri za odradjeni posao naplaćuju proviziju, koja se obično računa kao procenat od vrijednosti odradenog posla. Dileri takođe predstavljaju berzanske posrednike koji obavljaju poslove u svoje ime i za svoj račun, tj. nastupaju kao principal i sami snose rizik svojih poslovnih odluka. Dileri prodaju hartije od vrijednosti iz svog portfelja i oni na izvjestan način predstavljaju stabilizatore tržišta. Ukoliko dođe do kolebanja cijena akcija nekih kompanija i dogode se određene korekcije cijena, oni prodajući hartije iz svojeg portfelja ili kupujući sopstvenim sredstvima mogu na neki način da regulišu kretanja na berzi.

¹⁹ Vidi: član 63, Zakona o hartijama od vrijednosti Crne Gore, *Sl. list RCG*, br. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06

²⁰ Vidi: Dugalić, Veroljub, Štimac, Milko, *Osnove berzanskog poslovanja*, Stubovi kulture, Beograd, str.18, 2006.

Dileri u principu ne bi smjeli da prodaju akcije iz svog portfelja ukoliko posljednja cijena trgovanja za jedan dan na berzi nije bila rastuća. Isto tako ne bi trebalo da kupuju neku hartiju ako je posljednja cijena kojom se trgovala ta hartija bila opadajuća. Većina dilera obavlja i brokerske poslove za svoje klijente pa se zato registruju kao brokersko-dilerska društva.

U nastavku rada, dat je prikaz tehnologije rada i realizacije trgovine jedne transakcije na Njujorškoj berzi (NYSE). Berza se otvara u 9.00 časova i radi do 16.00 časova poslije podne. Jedan autor²¹ objašnjava tržišnu proceduru na sljedeći način: nakon što klijent potpiše ugovor o zastupanju i potpiše nalog za trgovanje brokeru, odnosno:

Prvi korak je: kupac i prodavac hartija daju instrukcije svojim brokerima;

Drugi korak: koristeći BBSS ili Super Dot brokerska kuća šalje nalog na berzanski parket;

Treći korak: brokeri na parketu odlaze do šaltera na kome se trguje tom hartijom od vrijednosti;

Četvrti korak: nadmetanje brokera sa ostalim brokerima ispred šaltera (oko cijene i količine);

Peti korak: broker prodavca i broker kupca se usaglašavaju;

Šesti korak: radna stanica specijaliste šalje informaciju brokerskim kućama.

Što se tiče trgovanja na vanberzanskom – Nasdaq tržištu, procedura je nešto drugačija i izgleda na sljedeći način:

Prvi korak: broker dobija kupovni ili prodajni nalog od klijenta;

Drugi korak: broker preko informacionog sistema pribavlja kotacije date od Market Mejkera (*market maker*);

Treći korak: bira se najpovoljnija ponuda i stupa u kontakt sa ponuđačem zbog zaključivanja transakcije.

Procedura realizovanja transakcija na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore je drugačija od navedenog postupka. Ugovorom o posredovanju, odnosno ugovorom o kupovini ili prodaji hartija od vrijednosti, uređuju se međusobna prava i obaveze ovlašćenog učesnika i investitora (klijenta) u hartije od vrijednosti. Ugovorom je precizirano da investitor izražava saglasnost da ovlašćeni učesnik u svoje ime, a za račun klijenta, obavi poslove kupovine odnosno prodaje hartija od vrijednosti prema elementima datim u ugovoru (vrsta hartije, količina hartije, cijena, rok-vrijeme trajanja naloga). Takode je neophodno da klijent potpiše nalog za prenos hartija od vrijednosti koje želi prodati, ukoliko prodaje hartije. Ovim nalogom se prenose hartije sa vlasničkog računa centralnog registra Centralne depozitarne agencije na račun klijenta i, tada ovlašćeni učesnik može unijeti definisani prodajni nalog u berzanski sistem trgovanja. Kliring i saldiranje se obavlja u naredna tri radna dana od dana realizovanja transakcije na berzi, što znači da će prodavac hartija dobiti novac na svoj žiro-račun koji je naveo u ugovoru o zastupanju. U istom tom periodu kupac hartija će dobiti kupljene hartije. Dakle, u isto vrijeme se vrši prebačaj novčanih sredstava sa računa kupca na račun prodavca i prebačaj hartija od vrijednosti sa računa prodavca na račun kupca. Klijent može dati nalog ovlašćenom učesniku da kupljene hartije prebaci na njegov vlasnički račun u sistemu Centralne depozitarne agencije.

²¹ Vidi: Foley, J. Bernard, *Tržišta kapitala*, "MATE", Zagreb, str.53, 1998.

Ukoliko investitor – klijent potpiše nalog ovlašćenom učesniku da kupi hartije od vrijednosti, takođe definišući elemente u ugovoru (vrsta hartije, količina hartije, cijena, rok), potrebno je da na račun ovlašćenog učesnika uplati iznos novčanih sredstava za koji želi kupiti definisani broj hartija. Ovlašćeni učesnik obračunava proviziju za izvršeni posao i naplaćuje je od klijenta.

Postoje razlike kada se uporede postupci trgovanja na crnogorskim berzama, od primjera realizovanja transakcija na Njujorškoj berzi.

- Na Njujorškoj berzi se trguje na parketu gdje se na jednom mjestu nalazi veliki broj brokera, dilera i market mejkera, i veći broj šaltera na kojima se trguje određenim hartijama od vrijednosti. Na tržištu hartija od vrijednosti u Crnoj Gori, brokeri i dileri trguju iz poslovnih prostorija sa računarskih radnih stanica, i sve hartije od vrijednosti se nalaze zajedno i vide u sistemu za trgovanje berzi sa kojima su brokeri povezani;
- Jedna od razlika ogleda se u činjenici da se na našem tržištu brokeri ne sastaju, odnosno ne dolazi do direktne konverzacije i pregovaranja oko količine i cijene za neku hartiju. U slučaju trgovanja na domaćem tržištu broker unosi dati nalog u sistem za trgovanje berze putem računarske tehnologije, pa kada se upari dati nalog po cijeni i količini sa nalogom koji je takođe unešen kompjuterski, tada se transakcija realizuje, tako da se ne zna koji je broker bio na strani prodavca a koji na strani kupca;
- Prednost Njujorške berze u odnosu na crnogorske jeste da na njoj posluju Market Mejkeri, trgovci hartijama koji u određenim trenucima, kada cijena neke hartije bitnije pada ili raste, reaguju kupujući ili prodajući tu hartiju, i na taj način na neki način drže ravnotežu u kretanju cijena.

U Crnoj Gori poslove brokera, dilera i investicionog menadžera mogu obavljati samo lica koja za obavljanje tih poslova imaju stečeno odgovarajuće zvanje, u skladu sa bližim uslovima koje utvrdi Komisija za hartije od vrijednosti. Komisija može izdati dozvolu za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti i banci koja ima odobrenje Centralne banke Crne Gore i ukoliko ima poseban organizacioni dio koji se bavi isključivo poslovima sa hartijama od vrijednosti.

Ovlašćeni učesnik u skladu sa svojom poslovnom politikom pruža neophodne informacije investitoru, kako bi on na osnovu njih donio najbolju moguću investicionu odluku. To su podaci o prometu i cijenama svih hartija od vrijednosti kojima se trguje na berzama u Crnoj Gori, zatim podaci o ponudi i tražnji, kao i druge informacije i savjeti na zahtjev klijenta. Sve te podatke ovlašćeni učesnik, odnosno brokeri, saopštavaju i prezentiraju u skladu sa etičkim principima. Sve raspoložive informacije sadrže i određene rizike povezane s mogućim realizacijama transakcija. Konačno, odluku o kupovini odnosno prodaji hartija od vrijednosti donosi sam investitor i on jedini snosi rizik takve odluke.

1.4.3. CENTRALNA DEPOZITARNA AGENCIJA

Centralna Depozitarna Agencija (CDA) osnovana je 2000. godine, a 28. maja 2001. godine, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore je dala dozvolu za rad CDA za obavljanje poslova Centralnog registra. Naredne godine, tačnije 26. februara 2002., Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore dala je saglasnost za obavljanje poslova kliringa i saldiranja. Kao osnivači bili su: Ministarstvo finansija Vlade Crne Gore, Centralna banka Crne Gore, sedam poslovnih banaka i finansijska preduzeća. Današnja vlasnička struktura je takva da je CDA u većinskom privatnom vlasništvu i posluje kao profitno akcionarsko društvo. Organizovana je kroz poslovanje dva odjela:

- *Centralnog Registra*, koji pruža usluge emitentima hartija od vrijednosti i vlasnicima hartija od vrijednosti, i predstavlja jedinstvenu evidenciju o vlasnicima svih hartija od vrijednosti koje su emitovane na području Crne Gore. Takva evidencija je jedini dokaz o pravu svojine nad akcijama neke kompanije registrovane kao akcionarsko društvo. Račun hartija od vrijednosti je elektronski zapis koji vodi CDA, i koji pokazuje trenutne vlasničke pozicije hartija koje drži vlasnik računa u Centralnom Depozitariju za kliring i saldiranje ili registrovani vlasnik u Centralnom Registru. Centralni Registar vodi sljedeće vrste računa hartija od vrijednosti: Individualne, Zajedničke, Nominalne račune hartija od vrijednosti. Zbirne i račune hartija od vrijednosti Emitenta;
- *Depozitarija za kliring i saldiranje* koji pruža usluge ovlašćenim učesnicima na tržištu (brokerima), berzama i bankama koje imaju odjeljenja za obavljanje kaštodi poslova. To su usluge kliringa i saldiranja obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu proisteklih iz procesa trgovanja sa hartijama od vrijednosti. To znači da se putem CDA nakon zaključene transakcije na berzi, i ispunjenja obaveza od strane kupca i prodavca vrši saldiranje, odnosno prenos vlasništva nad hartijama od vrijednosti istovremeno kada se vrši plaćanje. Centralni Depozitarij za kliring i saldiranje vodi sledeće vrste računa hartija od vrijednosti: Zbirne, Privatne, Klijentove i Obračunske račune hartija od vrijednosti.

Trenutno, u CDA se vode registri za preko 370 kompanija i vlasničkih računa za više od 400.000 akcionara. Takođe, u CDA se vode registri za privatizacione investicione fondove (PIF-ove).

„To street“ i „from street“ transferi

Ovlašćeni učesnik ima potpunu odgovornost u vršenju kupovine i prodaje hartija od vrijednosti, u ime, po nalogima i za račun klijenata. Ovlašćeni učesnik samostalno obavlja sve operativno-tehničke poslove s tim u vezi, uključujući povlačenje („to street“ transfer), odnosno vraćanje („from street“ transferi), hartija od vrijednosti iz Centralnog Registra, odnosno Depozitarija za kliring i saldiranje Agencije, uz prethodnu verifikaciju klijenta u slučaju „to street“ transfera.

Centralna depozitarna agencija vlasniku hartija od vrijednosti, dodjeljuje zaštićeni kod (PIN kod), čije preuzimanje obavlja klijent lično ili lice koje ima pismeno ovlašćenje (ovjereno od nadležnog organa). PIN kod se sastoji od osam cifara i u kombinaciji sa registarskim brojem vlasnika, čini neophodan uslov za pristup govornom automatu, a

verifikaciju pojedinačnog „to street“ transfera iniciranog od strane ovlašćenog učesnika, po nalogu klijenta, izvršiće klijent.²²

Kliring i Saldiranje

Nakon realizovanih transakcija na berzama, podatke o trgovanjima Centralnoj depozitarnoj agenciji dostavljaju berze istog dana kada su transakcije sklopljene (to je vrijeme T+0). To su podaci o tržištu na kojem je sklopljena transakcija (naziv berze), o datumu transakcije, datumu saldiranja, o članovima - kupcu i prodavcu, o vrsti i količini trgovanih hartija, jediničnoj cijeni i ukupnoj vrijednosti transakcije. Nakon što CDA primi podatke od strane berzi smatra se da su trgovanja na tržištu konačna i članovi ne mogu sprovesti nikakvu izmjenu u vezi tih trgovanja ili ih otkazati. Isključivo CDA može sprovesti izmjene u pogledu trgovanja na berzama ili ih potpuno otkazati i to:

- na zahtjev berze na kojoj je transakcija sklopljena;
- na osnovu naloga Komisije, odluke pravosudnog organa ili organa državne uprave;
- iz drugih opravdanih razloga.

Centralna depozitarna agencija obavlja dvije vrste kliringa i saldiranja:

- Pojedinačno saldiranje – važeće odmah;
- Ugovorno saldiranje – postaje važeće posebnom odlukom CDA o početku saldiranja po ugovornom režimu.

Centralna depozitarna agencija garantuje prenos hartija od vrijednosti na račune kupaca i plaćanje neto novčanih potraživanja članovima potražiocima za sve transakcije iz režima Ugovornog Saldiranja, sredstvima Garantnog fonda.²³ Za tu namjenu u Garantnom fondu mora imati dovoljno sredstava, koja uplaćuju svi ovlašćeni učesnici kroz vidove osnovne i dodatne uplate. Osnovna uplata se vrši prilikom prijema u članstvo CDA, i u periodu trajanja članstva. Ona se izračunava na bazi prosječnih dnevnih vrijednosti neto novčanih obaveza, koje proističu iz poslova sklopljenih na berzi, svih članova, u prethodnoj godini, u visini, po postupku i na način koji je uređen posebnim uputstvom CDA²⁴. Visina osnovne uplate određuje se jednom godišnje, najkasnije u roku

²² Nakon što se u periodu od sredine do kraja decembra 2005. godine, desilo više slučajeva prodaje akcija građana suprotno zakonskim propisima (falsifikovanjem ličnih isprava), Komisija za hartije od vrijednosti je donijela Uputstvo o ovjeravanju punomoćja za obavljanje određenih poslova sa hartijama od vrijednosti (*Službeni list RCG* br. 80/05), koje je stupilo na snagu 9. januara 2006. godine. Ovim uputstvom Komisija isključuje advokate kao lica ovlašćena za ovjeravanje punomoćja i utvrđuje da ubuduće ovjeravanje potpisa, rukopisa ili prepisa punomoćja za davanje naloga za prodaju i kupovinu hartija od vrijednosti mogu vršiti isključivo: 1) nadležni sudovi, 2) opštinski organi uprave nadležni za poslove ovjeravanja i 3) notari.

Takođe, na inicijativu Komisije, CDA je pristupila realizaciji projekta uvođenja PIN kodova u sistem prilikom prenosa i potvrde transfera hartija sa vlasničkog računa iz CDA na podračun klijenta kod CDA. Na taj način bezbjednost dijela softvera CDA je podignuta na znatno veći nivo.

²³ U praksi se dešavaju slučajevi da kada broker kupi hartije od vrijednosti nekom klijentu, klijent nema novčanih sredstava da plati obavezu kupovine istih. U tom slučaju da bi se zaštitio prodavac hartija (jer se može desiti da čekajući vrijeme saldiranja T+3 cijena te hartije poraste ili padne ispod cijene po kojoj je prodana), CDA iz sredstava garantnog fonda na tržištu kupuje hartiju po cijeni i količini koja je bila predmet nesaldirane trgovine. Ako ne postoje hartije od vrijednosti za saldiranje za koje je broker unio prodajni nalog (kada su naprimjer povučene sa brokerskog podračuna u registar CDA), onda se ovlašćeni učesnik suspenduje sve dok ne kupi hartije i ne izvrši svoju preuzetu obavezu.

²⁴ Uputstvo o Garantnom fondu CDA je u obavezi da donese po proceduri do 1.septembra 2008. godine, nakon što skupština akcionara CDA usvoji izmjene i dopune Pravila CDA.

30 dana, po isteku kalendarske godine. Iznos osnovne uplate je jednak za sve Članove. Dodatna uplata u Garantni fond je iznos koji je pojedini član obavezan uplatiti prilagodavanja i amortizacije rizika nastalog povećanjem obima trgovanja toga člana na berzi.

Kod Zbirnih računa hartija od vrijednosti koji se vode u CDA, pravi identitet vlasnika računa je poznat samo Kastodi učesniku. Vlasničke pozicije vlasnika računa su registrovane na ime Kastodi učesnika i sadrže agregatne vlasničke pozicije. Određivanje pravih vlasnika vlasničkih pozicija koje se vode na Zbirnom računu hartija od vrijednosti u nadležnosti je Kastodi učesnika koji je otvorio taj račun.

Centralna Depozitarna Agencija koristi kompjuterske sisteme za postupke registra, kliringa i saldiranja. Hardver CDA čine računari marke „Dell“ i „Compaq“. Kapacitet softvera i hardvera koje koristi CDA je takav da može da održava preko 1,5 miliona računa vlasnika hartija od vrijednosti i da obradi na hiljade trgovina dnevno. Back-up informacija se pravi svakih dvadeset i četiri časa, a svaka transakcija se čuva u registru transakcija. Sistem čuvanja podataka je takav da u slučaju „pada sistema“ podaci o svim transakcijama će biti sačuvani. Softver centralnog registra omogućava integraciju svih institucija tržišta kapitala iz Crne Gore i svih banaka sa područja Crne Gore, kao i moguću integraciju sa tržištima kapitala susjednih zemalja.²⁵

1.4.4. INSTITUCIONALNI INVESTITORI

Procesi deregulacije i liberalizacije ekonomija u razvijenim zemljama dovode do pojave sve većeg broja investicionih institucija koje obavljaju poslove na domaćim i inostranim tržištima, nudeći različite vrste finansijskih usluga. Smanjuju se razlike između tradicionalnih sektora djelatnosti usljed izmjena regulativa pojedinih zemalja, razvoja tehnologija i finansijskih inovacija. Konkurencija između tržišta i institucija koje na njima učestvuju briše nacionalne granice. Tako se kao aktivni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti javljaju kolektivne investicione šeme (investicioni fondovi, dobrovoljni penzioni fondovi) i osiguravajuća društva. „Termin kolektivne investicione šeme obuhvata ovlašćene “otvorene fondove” koji će otkupljivati svoje jedinice ili akcije, bilo stalno ili periodično. On takođe obuhvata “zatvorene fondove” čijim se akcijama ili jedinicama trguje na tržištu hartija od vrijednosti. Dalje, on obuhvata “unit investment”

²⁵ Kako su u dosadašnjem poslovanju Centralne depozitarne agencije uočeni određeni propusti, a tiču se prije svega bezbjednosnih aspekata i zaštite imovine investitora, Komisija je smatrala da je cjelishodno da se pristupi stručnoj ocjeni softverskih rješenja (aplikativnih i sistemskih) i hardverskih komponenti CDA. Zbog toga, za potrebe Komisije za hartije od vrijednosti, kao nadzornog i regulatornog organa, kompanija Microsoft (na čijoj je platformi i izraden postojeći softver) u maju tekuće godine počela je da radi na realizaciji datih zadataka. Kao rezultat ove analize očekuju se prijedlozi mogućih rješenja koja se tiču nadogradnje postojećeg aplikativnog softvera ili nabavke novog, kao i prijedlozi rješenja hardverske i mrežne infrastrukture u cilju poboljšanja njene efikasnosti i bezbjednosti. U vezi sa aplikativnim rješenjem očekuje se da nakon analize potreba ekspertski tim uradi skeniranje i procjenu nekoliko rješenja koja se koriste u našem okruženju, kao i sugestiju koje bi od tih rješenja bilo najprihvatljivije za naše tržište kapitala, ukoliko se uvidom u postojeće rješenje zaključi da nije u skladu sa našim potrebama i IT standardima koje institucija kao CDA mora da primjenjuje.

trustove, ugovorne modele i evropski UCITS model (Model za kolektivno investiranje u prenosive hartije od vrijednosti).²⁶

Navedene investicione institucije predstavljaju oblike kolektivnog investiranja i upravljanja sredstvima, kako institucija tako i fizičkih lica. Tako da oni imaju znatno veću ulogu od one koja im pripada kao aktivnim učesnicima na tržištu. To znači da pozitivno utiču na tržište hartija od vrijednosti kroz instrumente prikupljanja i investiranja viškova kapitala. Na taj način fondovska industrija kapitala predstavlja alternativu bankarskom sektoru koji takođe prikuplja slobodna sredstva kroz institut štednje. Međutim, za razliku od bankarskog sektora, kapital koji se prikuplja kroz ulaganja u fondove, mnogo je pokretljiviji – brži i samim tim efikasniji jer je brže dostupan onima kojima je neophodan. Ali, investicioni fondovi ne obezbjeđuju siguran prihod kao što su to standardne kamatne stope banaka, i ne garantuju za vrijednost investicije. Zbog toga društva za upravljanje koja osnivaju fondove investiraju u različite vrste imovine – u hartije od vrijednosti sa fiksnom kamatom, u instrumente na tržištu novca, u nekretnine, pa čak i u vrijedne umjetničke stvari. Jeftinija i brža transformacija kapitala u novac alokacijom hartija od vrijednosti jeste izvor koji je uz bankarske kredite i druge alternativne oblike uvijek potreban za privredni razvoj jedne zemlje.

Investitori koji samostalno učestvuju na tržištu kapitala kupujući i prodajući hartije od vrijednosti moraju mnogo više poznavati tržište i kompanije sa čijim akcijama se trguje, nego što su to investitori koji svoja slobodna novčana sredstva ulažu u fondove kupujući njihove akcije. Portfolio menadžeri, odnosno društva za upravljanje fondovima su ta koja u ime klijenata donose odluke kako da tako dobijena sredstva plasiraju i oplode. Onima koji investiraju u fondove ne treba neko posebno znanje iz te oblasti, ali svakako kao akcionari fondova treba da se angažuju i da prate poslovnu politiku menadžera koji vode fondove. Svaka investiciona odluka, bilo investitora u fondove, ili kadrova koji vode društva, zahtijeva analizu investicionih mogućnosti kako u hartije od vrijednosti, tako i u neke druge investicije. Jedino ulaganja u isplative investicije donose profit i profesionalno osposobljenim menadžerima, i nedovoljno edukovanim ulagačima. Nije samo potrebno znanje iz ove oblasti, već je za ostvarivanje profita neophodno i da postoje kvalitetne kompanije čijim se akcijama može trgovati, kao i druga kapitalno atraktivna tržišta koja mogu donijeti profit. Investicioni fondovi mogu takođe ulagati i u druge fondove, kako u domaće, tako i u inostrane. Na taj način investitori u akcije fondova dobijaju još veći stepen diverzifikacije svog portfelja, a posebno ako investitori ulažu u akcije i drugih fondova u više zemalja.

Osnovni razlog zbog koga se investitori odlučuju da ulažu svoja sredstva u investicione fondove je nedostatak znanja iz te oblasti (koje hartije i kada, kupiti ili prodati). Međutim, i pored nedovoljno stručno osposobljenih investitora u fondove, kao ulagači se javljaju i veoma dobri poznavaoци prilika na tržištu kapitala, kao što su poslovne banke, osiguravajuća društva i slično. Osim toga, kada investitor kupi akcije investicionog fonda, dobija profesionalno upravljanje imovinom, diverzifikuje portfelj, a samim tim i rizik, i povećava likvidnost svojeg ulaganja. Kada investitor kupuje akcije nekog fonda, on ne investira ni u jednu posebno hartiju od vrijednosti iz portfelja fonda, već u sve njih zajedno. Na taj način on kupuje ulog u fondu i stiče indirektno pravo

²⁶ Vidi: IOSCO Javni dokument Br. 108, *Sukobi interesa CIS Operatera*, IOSCO Tehnički komitet, Maj 2000.

vlasništva nad fondom i njegovim portfeljom. Od uspješnog poslovanja investicionim fondom investitor očekuje i prihod u obliku dividende. Da bi to ostvarili za investitore, društva za upravljanje rade investicione analize, i na osnovu njih donose investicione odluke. Takve analize i dobijene podatke, kao i planove menadžmeta treba učiniti javnim i dostupnim postojećim i potencijalnim investitorima. „Objelodanjivanje podataka u vezi sa kolektivnom investicionom šemom treba da pomogne investitorima da razumiju prirodu investicionog sredstva i odnosa između rizika i prinosa tako da investitori koji procjenjuju rezultate rada šeme ne budu skoncentrisani samo na prinos već i na rizik koji se pretpostavlja da proizvodi prinos.“²⁷ Konačno, investitor sam donosi poslovnu odluku i ponaša se u skladu sa njom, a time i preuzima rizik takve odluke.

Kakva je uloga regulatornih organa, kada je u pitanju zaštita investitora koji ulažu svoja sredstva u kolektivne investicione šeme? Ona se ogleda u kreiranju efikasnog tržišta na kojem posluju investicioni fondovi kao jedni od učesnika na tržištu. Regulativom se propisuju usluge koje fondovska industrija pruža investitorima. Osim standardnih propisa kojih se moraju pridržavati svi učesnici na tržištu hartija od vrijednosti, a tiču se postupaka trgovanja, regulativom se regulišu postupci nakon saldiranja, na način da se hartije od vrijednosti klijenata za vrijeme saldiranja ne pomiješaju sa onim hartijama koje pripadaju investicionom fondu. Takođe, pravilima o izračunavanju neto vrijednosti imovine, data je mogućnost da se vrijednost sredstava fonda odredi na tačan način, što investitorima pruža precizne informacije o vrijednosti i daje jasna slika o rezultatima rada društva za upravljanje fondom, tokom određenog vremenskog perioda.

Ono što je bitno istaći, a tiče se posebno tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori, regulativom bi bilo neophodno na precizan način definisati uslove koji ustanovljavaju i omogućavaju primjenu koncepta adekvatnosti kapitala. Na taj način će se konstantno pratiti solventnost kolektivnih investicionih šema, i štititi sredstva klijenata.

Investicione fondove osnivaju društva za upravljanje fondovima. Jedan od razloga društava za upravljanje za osnivanje fondova jeste proširenje palete usluga na tržištu za postojeće i buduće investitore. U zavisnosti od pravne regulative, organizacije poslovanja, naknada menadžment društvima, prava članova fonda, motiva ulaganja, metoda kupovine i prodaje udjela u fondovima, i drugih elemenata investicioni fondovi mogu biti zatvoreni i otvoreni.

Zatvoreni investicioni fond predstavlja akcionarsko društvo koje prilikom osnivanja emituje određeni broj akcija. Nakon toga fond više ne vrši emisiju akcija već se njegovim akcijama trguje na sekundarnom tržištu, isto kao i akcijama drugih subjekata-učesnika. Samim tim akcionar fonda ima pravo vlasništva u fondu, a fond može imati obavezu isplate dividende, isto kao u bilo kom drugom akcionarskom društvu. Cijene akcija fondova zavise od ponude i tražnje na berzi. Ono što je bitno jeste da fond nema obavezu otkupa sopstvenih akcija ako neki akcionar to zahtijeva od menadžmenta. Akcionar fonda može svoje akcije prodati isključivo na berzi i to putem ovlašćenih učesnika.

²⁷ Vidi: IOSCO Javni dokument Br. 57, *Zaštita sredstava klijenata*, IOSCO Tehnički komitet, Avgust 1996.

Vrijednost zatvorenog investicionog fonda prema nekim autorima²⁸ izračunava se dnevno na osnovu neto vrijednosti imovine fonda (*Net Asset Value-NAV*). Ona se dobija množenjem broja hartija od vrijednosti i prosječne tržišne cijene za taj dan, uvećane za vrijednost ostale aktive (novac na računima, depoziti, odobreni krediti) i umanjene za obveze fonda. Cijene fondovskih akcija nisu determinisane isključivo od zavisnosti samo od neto vrijednosti fonda. Razlog za to jesu kretanja cijena akcija na berzi samog fonda kao i cijena hartija ostalih učesnika (posebno onih u kojima fondovi participiraju kao akcionari). Zbog neto vrijednosti fondova i njihovih cijena akcija, mogu se desiti dvije pojavne stvari: prvo, opšti pad ili rast cijena na berzi može više uticati na cijene akcija fondova od kretanja vrijednosti njihovog sopstvenog portfelja i drugo, da cijena akcija zatvorenih preduzeća može biti veća ili manja od neto vrijednosti toga fonda. Kada je cijena veća, berzanski izvještaji će pokazati da se akcije takvih fondova prodaju po premijskim cijenama (*at premium*), a kad je niža od neto vrijednosti fonda onda se njihove akcije prodaju uz diskont (*at discount*). Uobičajeno je da su tržišne cijene zatvorenih fondova od 5 do 20% niže od neto vrijednosti fonda, što je jedna veoma interesantna pojava za analizu portfelj menadžera.

Crnogorskim Zakonom o investicionim fondovima propisano je da je „Društvo za upravljanje investicionim fondom akcionarsko društvo ili društvo sa ograničenom odgovornošću koje se osniva radi osnivanja i upravljanja investicionim fondom i da ono ne može obavljati drugu djelatnost.“²⁹ Društvo za upravljanje upravlja imovinom investicionog fonda sa pažnjom dobrog privrednika, na načelima likvidnosti, sigurnosti i raspodjele rizika, i dužno je da posluje u interesu investitora u hartije od vrijednosti investicionog fonda i da daje prednost njihovim interesima nad svojim interesima. Sagledavajući učinak društava za upravljanje koja posluju u Crnoj Gori, u kompanijama u kojima fondovi imaju većinsko vlasništvo, može se zaključiti da je taj učinak do sada nedovoljan. To se ogleda kroz slabo i nedovoljno organizovane procese korporativnog upravljanja u kompanijama, kroz izdvajanje skromnih sredstava za ulaganja u tehnologije, kadrove i inovacije u kompanijama, i slično. Sa jedne strane skupštine akcionara i nadzorni odbori, kao organi investicionog fonda, čini se, ne obavljaju svoju dužnost nadzora nad upravljanjem fondom u dovoljnoj mjeri, i ne u interesu akcionara. Sa druge strane takvoj situaciji znatno doprinose neaktivnosti i nezainteresovanost akcionara u fondovima, kao i akcionara u kompanijama u kojima fondovi imaju većinsko vlasništvo.³⁰ U narednoj tabeli dali smo pregled koliko su društva za upravljanje naplatili nadoknade za svoje aktivnosti na godišnjem nivou u periodu 2003. – 2007. godina.

²⁸ Vidi: Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon, *Finansijska tržišta i institucije*, MASMEDIA, Zagreb, str.496, 2006.

²⁹ Vidi: član 3. Zakona o investicionim fondovima, *Sl. list RCG*, br. 49/04.

³⁰ Nadoknade koju obračunavaju društva za upravljanje su procenat (5% za 2003. i 2004. godinu, i 3% za 2005. 2006. i 2007. godinu) od godišnje vrijednosti imovine fondova. Godišnja vrijednost je prosječna vrijednost imovine fondova za tu godinu (dobija se kada se saberu sve dnevne vrijednosti za tu godinu i tako dobijena suma se podijeli sa brojem radnih dana u toj godini).

NADOKNADE ZA DZU

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
<i>Fond</i>	Nadoknada društvu za upravljanje (5% od godišnje vrijednosti aktive fondova)	Nadoknada društvu za upravljanje (5%)	Nadoknada društvu za upravljanje (3%)	Nadoknada društvu za upravljanje (3%)	Nadoknada društvu za upravljanje (3%)
ATLAS MONT	614.719,68 €	428.849,52 €	434.432,33 €	1.076.765,98 €	2.824.592,60 €
EURO FOND	1.370.806,01 €	1.100.618,84 €	617.601,73 €	1.501.000,49 €	7.571.508,18 €
HLT	747.149,53 €	503.581,89 €	449.630,19 €	1.057.597,77 €	2.851.931,26 €
MIG	557.087,51 €	402.287,77 €	270.212,99 €	626.957,40 €	1.409.584,78 €
MONET A	628.519,00 €	608.899,85 €	331.573,15 €	732.070,22 €	1.447.919,43 €
TREND	1.030.962,00 €	788.612,00 €	497.729,00 €	1.253.116,89 €	3.307.632,47 €
AKTIVA INTEGR A					44.841,87 €
WBIF					211.615,13 €

U Crnoj Gori Investicioni fond prikupljena sredstva može investirati:

1) u hartije od vrijednosti (domaće i strane hartije od vrijednosti koje se kotiraju na organizovano uređenim tržištima zemalja OECD, kao i na drugim tržištima koja ispunjavaju standarde transparentnosti u poslovanju sa hartijama od vrijednosti i koje odredi nadzorni odbor tog fonda);

2) u novčane depozite;

3) u nekretnine.

Otvoreni investicioni fond je u praksi mnogo zastupljenija vrsta fonda. Karakteriše ga kupovina udjela u fondu od strane akcionara, odnosno, kupovina portfelja investicija fonda. Za razliku od zatvorenog fonda menadžment društvo otvorenog fonda na zahtjev investitora otkupljuje udio koji taj akcionar nudi na prodaju po tržišnoj cijeni. Tako investitori unovčavaju dio ili cijeli iznos svoje imovine u fondu. Time se smanjuje broj udjela koji akcionari imaju u fondu, a samim tim smanjuje se i iznos kapitala koji menadžment ima na raspolaganju za investiranje. Da bi menadžment isplatio investitora obično mora prodati dio akcija iz portfelja fonda. Sa druge strane kada se povećava udio investitora u fondu (ulaganjem novčanih sredstava i otkupljivanjem udjela fonda), tada se povećavaju i investicione mogućnosti fonda. Kvalitetni portfolio menadžeri dobrom poslovnom politikom kupovine i prodaje akcija iz portfelja fonda dovode ga u ravnotežu. Ovi fondovi su dobili naziv Otvoreni upravo iz razloga da investitori mogu u svakom trenutku ulagati novčana sredstva u emitovane akcije fonda, i na sličan način prodavati akcije, odnosno svoj udio u fondu. Ne postoji neko posebno ograničenje (osim poslovne politike menadžmenta) o broju emitovanih akcija. Tako, i veličina fonda varira tokom vremena prema vrijednosti osnovnog portfelja i broja akcija koje su emitovane. Za menadžment otvorenog fonda može se desiti veoma ozbiljan problem kada veliki broj investitora istovremeno želi prodati svoj udio u fondu. Tada se definišu uslovi isplate novčanih sredstava u određenim periodima, odnosno ratama. Trgovina se obavlja preko posrednika i to samo između akcionara – ulagača u fond, i samog menadžmenta fonda. Cijene se određuju u zavisnosti od ukupne aktuelne cijene svih hartija od vrijednosti u portfelju fonda. Ta cijena uglavnom zavisi od uspjeha vođenja poslovne politike od strane menadžmenta fonda i od razvijenosti samog tržišta, a samim tim i kvaliteta kompanija čije akcije ima fond u svom portfelju. Cijena predstavlja dnevnu neto vrijednost imovine fonda (NAV), koja se prema nekim autorima³¹ dobija na način što se sabere ukupne tržišne vrijednosti (cijene) svih hartija od vrijednosti u portfelju. Nakon toga se oduzmu sva dugovanja koje fond ima, i tako dobijeni iznos podijeli sa ukupnim brojem akcija fonda koje su izdate i nalaze se u vlasništvu investitora (tzv. *outstanding shares*). Cijena može biti uvećana ili umanjena u odnosu na onu po kojoj je investitor kupio emitovane akcije fonda, odnosno njegovog udjela. Otvoreni investicioni fondovi svakodnevno, putem medija objavljuju cijene po kojima kupuju, odnosno prodaju svoje akcije. Takođe, za razliku od regulative koja definiše poslovanje zatvorenih fondova, kod otvorenih fondova investitor nema upravljačkih prava. Pravo koje ima jeste pravo na dobit iz plasmana fonda u skladu sa iznosom svoga udjela u fondu.

U svjetskoj praksi posluju i neki drugi specijalizovani investicioni fondovi. Kako navodi jedan autor³², na američkom tržištu kapitala poznati su: Fondovi za pokrivanje i Fondovi za arbitraže i otkupe preduzeća.

Fond za pokrivanje (Hedge Funds) predstavlja vrstu fonda koji svojim investitorima „pokriva“, odnosno, osigurava najveće rizike. Funkcioniše na bazi „dvojnog“ investiranja. Jednog, većeg iznosa koji investitor ulaže u tržišno rizičnu kupovinu ili prodaju od koje očekuje veliku dobit, i drugog (manjeg iznosa) investiranja u manje rizične transakcije. Na taj način, ukoliko bi se desio investicioni „promašaj“, i

³¹ Vidi: Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon, *Finansijska tržišta i institucije*, MASMEDIA, Zagreb, str.495, 2006.

³² Vidi: Cvejićanin, Marjan *Burzovno trgovanje*, MASMEDIA, Zagreb, str.144, 2004.

ulagač izgubio prvobitno rizično uložena sredstva, taj gubitak bi se dijelom nadoknadio uspjehom one manje rizične transakcije. Istovremeno, menadžment „fonda za pokrivanje“ na taj način prikuplja značajne iznose sredstava od različitih investitora (pojedinaца i institucija). Sa tim sredstvima portfolio menadžeri učestvuju na deviznim tržištima, kao i tržištima hartija od vrijednosti, vršeći disperziju na različite hartije od vrijednosti: akcije, obveznice, euroobveznice, i sl.

Fondovi za arbitraže i otkupe preduzeća (LBO Funds – Leverage Buyout Funds) predstavljaju špekulantske fondove. Kao i svaki drugi špekulantski posao na tržištu hartija od vrijednosti, tako i posao fondova za otkupe preduzeća može donijeti visoke zarade menadžmentu, a samim tim i akcionarima fonda. Takvi poslovi sa sobom nose i velike rizike. Suština poslovanja ovih fondova ogleda se u tome da prikupljaju slobodna sredstva od investitora i zatim kupuju akcije ciljanih kompanija, sa motivom sticanja većinskog vlasničkog paketa i mogućnošću upravljanja tim kompanijama. Menadžment prati situaciju na tržištu i reaguje obično kada se priprema preuzimanje neke kompanije ili kada neko vrši otkup akcija te kompanije. Tako da se fondovi za otkupe bave „nasilnim“ preuzimanjem kompanija, tzv. *Takeover* poslovima. Obično im zbog brzine obavljanja te vrste poslova nedostaju značajna finansijska sredstva tako da uzimaju bankarske kredite i nakon kupovine paketa akcija, prebacuju obaveze iz kredita na kupljenu kompaniju. Takav posao jeste profitabilan, ali istovremeno veoma rizičan.

Dobrovoljni penzionni fondovi i osiguravajuće kompanije orijentisane su na poslovanje na duži vremenski period. Penzionni fondovi kao institucionalni investitori su jedni od učesnika na tržištima kapitala sa najvećom institucionalnom snagom. Oni predstavljaju finansijske institucije koje se osnivaju zbog prikupljanja štednje – slobodnih novčanih sredstava - na način što članovi fonda uplaćuju ta sredstva kao doprinose. Cilj poslovne politike zaposlenih u fondu jeste da se ta sredstva dalje ulažu u profitabilne aktivnosti kako bi se povećala vrijednost fonda. Članstvo u fondu je na dobrovoljnoj osnovi. Svi članovi fonda su ravnopravni sa podjednakim rizikom ulaganja sredstava, a način rada i poslovna politika se zasniva na načelu javnosti i transparentnosti.

Prema Zakonu o dobrovoljnim penzionim fondovima u Crnoj Gori „Penzioni fond se organizuje radi prikupljanja novčanih sredstava uplaćivanjem doprinosa članova fonda i ulaganja tih sredstava sa ciljem povećanja vrijednosti imovine fonda. Penzioni fond može biti otvoreni penzioni fond i zatvoreni penzioni fond. Otvoreni penzioni fond je penzioni fond kome mogu pristupiti sva fizička lica. Zatvoreni penzioni fond je penzioni fond koji je organizovan za potrebe određenih poslodavaca, sindikata i drugih organizacija.“³³

Poslove u vezi sa nadzorom nad upravljanjem imovinom penzionog fonda obavlja Društvo za upravljanje penzionim fondom, koje tim povodom zaključuje ugovor o obavljanju tih poslova sa kastodi privrednim društvom. Penzioni fond ne može sticati hartije od vrijednosti kastodija, a takode ni kastodi privredno društvo ne može da posjeduje akcije društva za upravljanje sa kojim je zaključilo ugovor.³⁴

³³ Vidi: član 26, Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima, *Sl. list RCG*, br. 78/06

³⁴ Ova klauzula je donešena iz razloga kvalitetnije kontrole od strane Komisije. Jer ako bi se dozvolilo međusobno trgovanje između kastodija i društva za upravljanje, onda postoji opravdana bojazan da bi postojala povezana lica–vlasnici, koji ne bi na kvalitetetan način vršili kontrolu poslovanja. Tada bi imovinski interes povezanih lica bio prevladajući, i samim tim ne bi se štitila prava i interesi akcionara penzionog fonda.

OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA

Osnovna djelatnost osiguravajućih društava jeste pružanje usluga osiguranja za klijente, odnosno nadoknađivanje klijentima unaprijed definisanih obaveza za nastalu štetu ili događaj, u zamjenu za premije koje klijenti plaćaju osiguravajućem društvu kroz polise osiguranja. Prema nekim autorima³⁵, osiguranje se može realizovati kroz vidove životnog i opšteg osiguranja – osiguranja imovine.

Životno osiguranje predstavlja dugoročni ugovor između lica i osiguravajućeg društva kojim se definiše zaštita u slučaju prijevremene smrti, povrede, bolesti, penzije. Ova vrsta osiguranja predstavlja jedan vid investiranja u budućnost klijenta, odnosno uz dugoročni povraćaj investiranih sredstava. Jer, ukoliko se nakon protoka određenog perioda, na primjer 5, 10, 20, godina, dogodi, ili ne dogodi neka nezgoda klijentu, sredstva će biti isplaćena ukoliko je polisom definisan upravo taj period. Klijent može sredstva reinvestirati ukoliko on to želi kada mu dođu na naplatu.

Osiguranje imovine obezbjeđuje pokriće u slučajevima oštećenja imovine uslijed nesreće izazvane požarom, krađom, i u drugim slučajevima. Obično se iznosi osiguranja imovine ugovaraju na godišnjoj osnovi. Dobijanjem sredstava od klijenata, osiguravajuća društva imaju na raspolaganju širu lepezu poslovanja. Mogu da investiraju u penzione fondove, nekretnine, hartije od vrijednosti javnog i privatnog sektora (akcije, obveznice, hipotekarne hartije). Takode, mogu da plasiraju sredstva u bankarske kredite, da trguju novcem i da daju zajmove.

INVESTICIONE BANKE

Investicione banke, slično kao i ostale finansijske institucije, obavljaju poslove ovlašćenih učesnika – brokera u posredovanju između imaoaca slobodnih novčanih sredstava ka korisnicima sredstava. Kako navodi jedan autor³⁶, to su uglavnom poslovi za stanovništvo kada investicione banke pomažu u trgovini postojećim hartijama od vrijednosti na tržištu. Za kompanije ili državu, investicione banke obavljaju poslove pripreme, izdavanja i prodaju novih hartija od vrijednosti na tržištu novca i kapitala. U okviru tih aktivnosti obavljaju poslove underwriting-a. To su, poslovi preuzimanja, kada se vrši preuzimanje cijele emisije hartija od vrijednosti u cilju dalje prodaje u korist emitenta ili, garantovanje emitentu da će neprodati dio preuzete emisije biti kupljen od strane preuzimaoca. Investicione banke za svoje klijente obavljaju i korporativne poslove kao što su savjetodavni poslovi o preuzimanjima, spajanjima, restrukturiranjima.

Današnje kvalitetno poslovanje investicionih banaka velikim dijelom uslovljeno je uvođenjem i primjenom najnovijih tehnoloških dostignuća. To se posebno odnosi na pružanje usluga on-line (on-line bankarstvo), i primjena internet komunikacija. Tako da banke danas posebnu pažnju posvećuju ulaganjima u razvoj interne i eksterne komunikacije, zasnovanih na pružanju internet usluga i bežične komunikacije. Te tehnologije predstavljaju ne samo nove vidove distribucije usluga, već su bazirane na

³⁵ Vidi: Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon *Finansijska tržišta i institucije*, MASMEDIA, Zagreb, str.432, 2006.

³⁶ Vidi: Milojević, M. Miroslav, Tomić, Momčilo, Kelečević, Leposava, Dukanac, Snežana, Andžić, Milenko, *Poslovanje novčanim hartijama od vrednosti*, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, str.4, 1996.

potpuno drugačijim načinima pružanja finansijskih usluga, koje bankama potencijalno mogu povećati prihode.

ŠTEDIONICE

Štedne institucije kao depozitne institucije uopšteno gledano, obavljaju usluge slične komercijalnim bankama, ali su više orijentisane da svoje kredite usmjere na nekretnine ili potrošačke kredite. Nastale su 1800.-te godine, kada im je osnovna djelatnost bila da prikupljaju uštedevine građana i tako dobijena sredstva da plasiraju u hipotekarne kredite i druge hartije od vrijednosti. Njihovo današnje poslovanje se ogleda u plasiranju sredstava u stambene kredite, komercijalne kredite, korporativne obveznice i akcije kompanija.

1.4.5. AKCIONARSKA DRUŠTVA – EMITENTI

Emitenti kao akcionarska društva predstavljaju privredne kolektive koje osnivaju jedno ili više pravnih i/ili fizičkih lica. Osnivači se nalaze u svojstvu akcionara radi obavljanja određene djelatnosti. Osnovni kapital (akcionarski) utvrđen je i podijeljen na akcije koje predstavljaju trajni izvor finansiranja. Akcionari su suvlasnici preduzeća do visine svog udjela u ukupnom akcionarskom kapitalu kompanije.³⁷ Proporcija vlasništva pojedinačnog akcionara u ukupnom akcionarskom kapitalu određuje i iznos dividende koju će on dobiti kao prihod od akcija (imovinsko pravo) kao i njegov položaj prilikom odlučivanja o svim bitnim pitanjima u vezi sa kompanijom.

Privrede razvijenih tržišnih zemalja iz razloga demokratskih tranzicionih procesa, kao i zbog ekonomskih razloga su usmjerene i orijentisane na akcionarska društva. Jednim dijelom razlog je privatizacija državnog privrednog sektora, a drugi dio se odnosi na vlasništvo zaposlenih u već privatizovanim akcionarskim društvima. Na ovim, tržišnim osnovama nastaju i nove forme akcionarskih društava i emitovanja akcija ili drugih hartija od vrijednosti ili prava. U zavisnosti od toga koje su hartije od vrijednosti u pitanju, zavisi i oblik vlasništva i način upravljanja akcionarskim društvima.

Kompanije kao emitenti imaju ogroman broj mogućnosti da ulažu sredstva (bilo postojeća, bilo dobijena novim emisijama), tako da njihove odluke treba da budu dobro procijenjene i zasnovane na sigurnim i tačnim informacijama. Time se javlja jedna od dilema, da li sredstva ulagati u dugoročne hartije od vrijednosti, bankarski sektor, ili ih držati kao gotovinu na računima zbog održavanja likvidnosti firme ukoliko se za time ukaže potreba. Procjena da je bolje sredstva držati gotovinski ide u prilog takvoj odluci, ukoliko je planirano da se ta sredstva ulažu kratkoročno.³⁸

Kupoprodaja hartija od vrijednosti na tržištu kapitala može se vršiti:

³⁷ Jedno od osnovnih neimovinskih prava akcionara jeste da oni imaju pravo da prisustvuju svim skupštinama akcionara i da glasaju.

³⁸ U praksi su poznate takve odluke, posebno na tržištima koja nisu dovoljno razvijena, ili likvidna, kao što je trenutno slučaj sa crnogorskim tržištem kapitala. Međutim, takve odluke doprinose niskoj aktivnosti tržišta i predstavljaju jednu od kočnica njegovog razvoja.

- na primarnom tržištu kapitala, gdje se obavlja plasman nove emisije akcija. Učesnici na ovom tržištu su akcionarska društva koja izdaju novu emisiju akcija i finansijski posrednici (najčešće su to banke - investicione i poslovne);
- na sekundarnom tržištu (berza akcija), gdje se kupuju i prodaju već izdate hartije. Osnovni finansijski posrednici su brokeri;
- na trećim tržištima, gdje posluju brokerska društva koja ne žele da plaćaju proviziju regularnim berzama. Ovakva tržišta funkcionišu u zemljama sa razvijenim privredama, i ona nisu javna, a čine ih grupe preduzeća koja su manje-više međusobno nezavisna.

Ukoliko se akcionarsko društvo opredijeli za pribavljanje novog svježeg kapitala, ono budućim investitorima mora pružiti informacije koje su potrebne da bi se redovno mogle donositi investicione odluke koje će za osnovu imati te informacije. Princip potpunog, blagovremenog i tačnog objelodanjivanja tekućih i pouzdanih informacija koje su od značaja za investicione odluke direktno je povezan sa ciljevima zaštite investitora i poštenih, efikasnih i transparentnih tržišta. Na taj način pruža se jednaka šansa za sve potencijalne investitore da mogu da procijene potencijalne rizike i prinose svojih investicija, i tako štite sopstvene interese. Osnov za pravilnu, na ekonomskim osnovama zasnovanu odluku, su upravo javno i tačno prezentovani računovodstveni podaci (sa bilansima upjeha) kompanija i revizorski izvještaji urađeni u skladu sa međunarodno priznatim standardima.³⁹

Prema IOCSO Rezoluciji, uporedivost i pouzdanost finansijskih informacija su od presudnog značaja za donošenje odluka na bazi informacija. Cilj finansijskih izvještaja u opšte svrhe jeste da pruži informacije o finansijskom stanju, rezultatima rada, gotovinskom bilansu i promjenama u vlasništvu sopstvenog kapitala preduzeća, što je značajno za veliki broj korisnika, i za donošenje određenih odluka. Iskazi treba da se karakterišu opsežnošću, konzistentnošću, relevantnošću, pouzdanošću, i uporedivošću. Finansijski iskazi takode treba da prikazu rezultate rada, menadžmenta ili odgovornost menadžmenta za sredstva koja su mu povjerena. Računovodstveni i revizorski standardi visokog kvaliteta pružaju okvir za druge obaveze po osnovu objelodanjivanja. Uslovi za konkretno objelodanjivanje podataka treba da budu prošireni opštim uslovima za objelodanjivanje. Ovaj opšti uslov za objelodanjivanje može da obezbijedi da se javno publikovanje podataka traži kada se radi o svim materijalnim informacijama relevantnim za donošenje neke konkretne investicione odluke. Još jedan pristup za ovakav opšti uslov za objelodanjivanje omogućava da se publikovanje podataka traži u vezi sa svim materijalnim informacijama koje su potrebne da onemoguće da publikovani podaci navedu na pogrešne zaključke.⁴⁰

³⁹ S tim u vezi Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore je u pripremi izrade Pravila o sadržaju, rokovima i načinu objavljivanja finansijskih izvještaja emitenata hartija od vrijednosti. Tim pravilima će biti propisani obrasci kvartalnih, polugodišnjih i godišnjih izvještaja, koje će emitenti popunjavati i dostavljati u elektronskoj formi Komisiji. Takvi podaci će biti objavljivani na veb-sajtu Komisije. Mi smatramo da bi trebalo propisati i adekvatne sankcije (to sada zakon ne propisuje) ukoliko emitenti ne budu dostavljali tražene izvještaje u skladu sa pravilima.

⁴⁰ Vidi: IOSCO Rezolucija Br.12: «Rezolucija o harmonizaciji računovodstvenih i standarda revizije» (2) (P.C.), Novembar 1988.

1.4.6. KOMISIJA ZA HARTIJE OD VRIJEDNOSTI

Hartije od vrijednosti i sve aktivnosti vezane za njihovo izdavanje i trgovanje sa njima, kao i poslovanje svih učesnika, kontrolišu i nadgledaju regulatorni organi, a prije svih to je Komisija za hartije od vrijednosti. Određena ovlašćenja da vrše nadzor nad poslovanjem ovlašćenih učesnika na tržištu kapitala Crne Gore imaju i dvije berze (NEX Montenegroberza–Nova berza hartija od vrijednosti i Montenegroberza) i Centralna depozitarna agencija.⁴¹

Komisija za hartije od vrijednosti kao regulatorno tijelo zadužena je i odgovorna za zakonodavan rad svih učesnika, obezbjeđivanje i tačno prezentovanje podataka i informacija o emisijama hartija od vrijednosti, sadašnjim i budućim investitorima. Svaki emitent mora svu neophodnu dokumentaciju dostaviti Komisiji na saglasnost i odobrenje. Nadalje, Komisija kontroliše rad Centralne depozitarne agencije, berzi, ovlašćenih učesnika, investicionih i privatnih penzionih fondova, kao i odjeljenja banaka u dijelu obavljanja kastodi poslova. U konačnom, kroz kontrolu navedenih institucija i realizovanja poslova u kojima one učestvuju, Komisija štiti investitore. Regulativa na tržištu i institucije koje je sprovode nemaju za cilj da zaštite investitore od njihovih investicionih odluka, već su zaduženi da omoguće da svi investitori dobiju potpune i tačne informacije o svim elementima bitnim za donošenje poslovnih odluka. Međutim, mnogi investitori nemaju obrazovanje koje je dovoljno za analizu informacija koje dobijaju sa tržišta. Nemaju ni iskustvo da ocijene da li emitenti čije oni hartije posjeduju i čiji su akcionari na pravi i najbolji mogući način upotrebljavaju njihova sredstva.

Osim striktno zakonom definisanih poslova, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore vrši i edukaciju učesnika na tržištu. U saradnji sa Evropskom Agencijom za Rekonstrukciju, Komisija je sprovela projekat pod nazivom „Korporativno upravljanje u Crnoj Gori“. Prvi dio projekta sastojao se iz pet kreativnih radionica u periodu februar-jun 2003. godine. Drugi dio projekta nastavio se u septembru, a sastojao se iz tri pilot radionice koje su bile organizovane u Podgorici, Bijelom Polju i Nikšiću. Radionice je pohađalo oko 400 lica zaposlenih u državnim institucijama, menadžeri i zaposleni u preduzećima, kao i lica koja se obučavaju za buduće trenere iz ove oblasti. Cilj projekta bio je unaprijeđenje znanja iz domena korporativnog upravljanja. Kao finalizaciju projekta, Komisija je sačinila i javno publikovala *Priručnik Korporativnog upravljanja u Crnoj Gori*.

Takođe, u organizaciji Komisije za hartije od vrijednosti redovno se realizuju seminari za obuku brokera, dilera, investicionih menadžera, menadžera penzionih fondova, kao i polaganje stručnih ispita iz tih oblasti.⁴²

⁴¹ Berze u skladu sa svojim ovlašćenjima nadziru poslovanje sa hartijama od vrijednosti na tržištu i u slučaju ustanovljenih nepravilnosti, preduzimaju mjere kako bi obezbijedile organizovano, pregledno, efikasno i pošteno trgovanje hartijama od vrijednosti. CDA može, kada utvrdi da su od strane članova CDA povrijeđena Pravila ili Uputstva, preduzeti mjere naplaćivanja novčanih kazni, mjere suspenzije ili isključenja iz članstva.

⁴² Tako je u 2007. godini navedene kurseve pohađalo 299 kandidata. Završni ispit za brokera sa uspjehom je položilo i licence dobilo 299 kandidata. Zvanje dilera dobilo je 62 polaznika kursa. Zvanje menadžera investicionog fonda steklo je 86 kandidata, a zvanje menadžera penzionog fonda steklo je 83 polaznika.

2. ELEKTRONSKA (VIRTUELNA) TRGOVINA -TEHNOLOŠKA PLATFORMA ZA RAZVOJ ELEKTRONSKOG TRGOVANJA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Osnovne funkcije svakog organizovanog tržišta su: povezivanje kupaca i prodavaca, obezbjeđivanje informacija za sve učesnike podjednako, omogućavanje razmjene takvih informacija, roba i usluga, i plaćanja vezanih za transakcije. Tržište ne bi moglo da funkcioniše na kvalitetan način bez obezbjeđivanja institucionalne infrastrukture kroz regulatorni okvir definisan na jasnim zakonskim normama.

Kako su informacije neophodne za donošenje poslovnih odluka potrebno je obezbijediti jednak pristup i upotrebu poslovnih informacija svim zainteresovanim učesnicima na tržištu. Državni organi treba da obezbijede regulatorni i zakonodavni okvir u kome važe i primjenjuju se norme podjednako za sve učesnike. Takvi uslovi su neophodni da bi se obezbijedio razvoj preduzetništva, stvorili povoljni uslovi za investitore i razvijala slobodna konkurencija.

Učesnici na tržištu imaju interesa da prihvataju i da primjenjuju nove informacione i komunikacione tehnologije kako bi podstakli razvoj preduzetništva i inovacija, smanjili troškove poslovanja i ostvarili korist od lakše globalne povezanosti. Jer, razvijena informaciona infrastruktura i njena primjena razvijaju i privredu jedne zemlje i sve više postaju pokretač razvoja u svim sektorima privrede i društva. Da bi se to ostvarilo državni organi imaju obavezu da propišu odgovarajuće standarde kako bi se stvorile mogućnosti za elektronsko poslovanje, koje omogućava da se fokus premjesti sa organizacionog na procesni model. Sa druge strane, učesnici na tržištu implementacijom i korišćenjem kvalitetnih tehnoloških platformi obezbjeđuju jednostavan, jeftin i brz pristup domaćim i međunarodnim bazama podataka i telekomunikacionim infrastrukturnim mrežama. Sve to skupa čini kvalitetnu i, zasnovanu na aspektima sigurnosti i pouzdanosti, poslovnu komunikaciju.

Istovremeno sa razvojem i primjenom savremenih tehnoloških i informacionih dostignuća neophodno je sticati nova, znanja kako bi učesnici na tržištu aktivno kreirali i vršili transformaciju iz industrijskog u informaciono društvo. To su zahtjevi koji su sastavni dio novih tehnoloških promjena, tako da stečeno znanje mora konstantno da se dograđuje i podiže na viši nivo. Savremena tehnološka obrazovanost omogućava učesnicima na tržištu da dođu u posjed sve većeg, i broja i kvaliteta informacija, neophodnih za vođenje poslovnih procesa i donošenja odluka o njima. Država i njeni organi kao jedan od nosioca izgradnje informatičkog društva moraju da mjerama iz svoje nadležnosti podsticati razvoj cjelokupnog sektora u oblasti informacionih i komunikacionih tehnologija.

Upotreba savremenih informacionih i komunikacionih tehnologija na tržištu hartija od vrijednosti omogućava da se usluge koje se pružaju na tržištu približe svim učesnicima – korisnicima takvih usluga. Državni organi propisuju tehnološke i pravne normative kojih treba da se pridržavaju učesnici na tržištu kapitala i, koji će im obezbijediti sigurnost, tačnost i tajnost realizovanja poslovnih komunikacija. Sa druge strane sami učesnici (berze, Centralna depozitarna agencija, ovlašćeni učesnici, investicioni i penzioni fondovi, poslovne banke – kustodi odjeljenja, investitori) će kroz razmjenu iskustava u zemlji i inostranstvu, definisati operative tehnološke sisteme koji

se na kvalitetan način mogu implementirati i najbolje funkcionišu u praksi, a samim tim daju najbolje rezultate.

Elektronska trgovina predstavlja korišćenje elektronske tehnologije i sredstava u cilju realizovanja trgovine uključujući interakcije između samih učesnika u transakcionim procesima. Ti procesi nisu samo obavljanje prodaje i kupovine roba i usluga elektronskim putem, već su to komunikacioni procesi koji omogućavaju on-line realizovanje digitalnih sadržaja, elektronske platne naloge i prenose sredstava. Proces koji su prethodili pojavi elektronske trgovine zasnivali su se na elektronskoj razmjeni podataka (*Electronic Data Interchange-EDI*). Njeno poslovanje se zasniva na privatnim telekomunikacionim mrežama ili VAN (*Value Added Networks*) mrežama koje su ograničene samo na svoje plaćene članove i koriste sopstvene komunikacione standarde, tako da se kao problem javlja slaba interkonektivnost i interoperabilnost. EDI rješenja su uglavnom bila zasnovana na EDIFACT standardu (*EDI for Administration, Commerce, and Transport*). Današnji sistemi razmjene podataka su unaprijeđeni jer EDI sistem sadrži nedostatke koji su se vremenom ukazivali a to su:

- dugotrajan razvoj i uvođenje EDI sistema;
- problem kompatibilnosti implementacije EDI standarda;
- nepovoljan odnos cijena/performansa EDI sistema, i slično.

Današnja platforma za elektronsku trgovinu jeste Internet kao elektronsko tržište.

2.1. INTERNET POSLOVANJE

Krajem dvadesetog vijeka, problematika informacionih tehnologija i tehnoloških platformi dobila je nove dimenzije. U centru svjetskih ekonomskih zbivanja više nije samo proizvodnja materijalnih dobara, već je to ekonomija znanja. Informacije i komunikacije i na njima zasnovani sistemi obrazovanja i sticanja novih znanja su šira platforma za razvoj ekonomije znanja. Ključna osnova za razvoj ekonomije znanja jesu informacije, a Internet platforma, i na njoj zasnovano poslovanje predstavljaju široku bazu informacija za donošenje kvalitetnih odluka i uspjeh u poslu. Dostupnost informacija omogućava svima koji ih koriste da mogu da razmjenjuju znanja i stvaraju nove vrijednosti. Samim tim, informacione i komunikacione tehnologije (*Information and Communication Technologies-ICT*) imaju ogroman uticaj na gotovo sve aspekte ne samo poslovnih aktivnosti, već i na oblike i načine življenja u vanposlovnim aktivnostima. Brze tehnološke promjene pružaju svakim danom nove mogućnosti za dostizanje viših nivoa razvoja. Pozitivno je svakako to što ove tehnologije postaju veoma jak instrument za brži protok informacija u vremenu i prostoru, povećavajući na taj način produktivnost, generišući ekonomski rast, stvarajući mogućnosti za otvaranje novih (na tehnološkim platformama zasnovanih) radnih mjesta.

Internet mrežna platforma služi istovremeno kao komunikacioni, distribucioni i transakcioni kanal. Kao jedinstveno mrežno okruženje Internet je zasnovan na otvorenim standardima koji omogućavaju da se bilo koji personalni računar ili mreža priključi na njega, korišćenjem odgovarajućih načela, kao što su: Protokol za kontrolu prenosa (*Transmission Control Protocol-TCP*) i Internetski protokol (*Internet Protocol-IP*). Povezivanjem dvije ili više internet mreža formira se Ekstranet mreža koja omogućava pristup autorizovanim korisnicima i organizacijama sa kojima oni posluju. Postoji i

Intranet mreža a to je mreža koja koristi TCP/IP protokol za razmjenu informacija samo unutar jedne kompanije. Internet je ustvari paketno organizovana mreža. Takva struktura omogućava da se svaka informacija i poruka koja se šalje putem Interneta razlomi u pakete – dijelove, koji se dalje isporučuju na određene adrese preko mnogo različitih kanala i ponovo spajaju u izvorni oblik kako bi ih računar primaoc prepoznao i koristio. Taj posao obavljaju upravo dva najvažnija komunikaciona protokola na Internetu koja su navedena a to su TCP/IP. TCP komunikacioni protokol razloma i ponovo spaja pakete informacija i poruka, a IP komunikacioni protokol šalje te informacije i poruke na pravo odredište.

U ogromnom broju kreativnosti i inovacija koje pruža Internet njegove osnovne komercijalne upotrebe: oglašavanje i pružanje usluga potrošačima. Oglašavanje preko Interneta omogućava kompanijama da putem komunikacionih medija oglašavaju sopstvene proizvode i usluge. Tehnologije koje se koriste na Internetu kao tehnička podrška posredništva u internet trgovini i obavljanju transakcija se mogu koristiti u različitim fazama procesa trgovanja. To je prije svega proces identifikovanja potreba, zatim izbor proizvoda i usluga, izbor trgovca ili pružaoca usluga, dogovaranje oko načina realizovanja transakcija, kupovini roba i usluga i na kraju ocjene cijelog tog procesa. Različiti su modaliteti trgovanja putem Interneta.

Kada su u pitanju trgovine i plaćanja putem veb-tehnologije,⁴³ odnosno, kada klijent pristupi veb-mjestu tražeći odgovarajući proizvod ili uslugu, on tada pretražuje željenu bazu podataka. Kada nađe odgovarajući proizvod ili uslugu, prelazi u određeni sigurni dio veb-aplikacije gdje se podaci šifriraju. U tom dijelu aplikacije klijent popunjava dati obrazac, u kome se između ostalog unose i podaci o klijentovoj kreditnoj kartici. Tek nakon završenog unosa podataka, informacije se prosljeđuju, odnosno putuju putem Interneta. One su šifrovane i teško ih je pročitati, i njih zna samo klijent. Te informacije su razlomljene i prije samog dolaska na odredišno računarsko mjesto ponovo se spajaju u izvorni oblik i računar primalac ih dešifruje. Zatim, računar u banci izdavaocu kreditne kartice provjerava da li je kartica važeća i da li ima određeni iznos sredstava za konkretnu transakciju. Ako je kartica "u redu" veb-mjesto potvrđuje narudžbinu, kao i klijent. Nakon toga, zadata narudžbina se šalje na realizaciju. Cjelokupna komunikacija korisnika informacija sa računarom je prilično jednostavna. Tehnološka oprema kao baza za realizaciju ovih aktivnosti, od hardvera i softvera, danas i nije tako skupa. A takođe nije potrebno ni neko posebno kompjutersko obrazovanje da bi se transakcija uspješno okončala. Neophodno je samo pratiti i poštovati određena data uputstva.

Internet posrednici vrše funkciju povezivanja kupaca i prodavaca, obezbjeđujući kupcima informacije o proizvodima, a prodavcima marketinške informacije, vrše plaćanje i fizičku isporuku, obezbjeđuju povjerenje među kupcima i prodavcima. Kupci roba i usluga sa jednog mjesta mogu da putem ulaska na direktorije servisa za pretraživanje, vrše pretragu velikih baza podataka na veb-sajtovima. Te se pretrage mogu vršiti po zadatim riječima, vrstama ili nazivima proizvoda ili usluga, ili po nazivima proizvođača ili pružaoca usluga, u zavisnosti koje struktuirane menije koriste. Svaka veb-prezentacija je u stvari statična multimedijalna prezentacija odgovarajućeg sadržaja

⁴³ Web tehnologija (*World Wide Web-WWW*) predstavlja najvažniju tehnologije za pristup i korišćenje Interneta.

prodavca roba i usluga koja se čuva kao HTML⁴⁴ dokument na nekom od veb-servera kod Internet posrednika. Prenos podataka od korisnika Internet usluga (klijenata – kupaca proizvoda i usluga) ka prodavcima proizvoda i usluga vrši se preko veb-servera. U datom Serveru koji održava vezu sa bazom podataka, mora biti urađen poseban program, tzv. CGI⁴⁵ protokol za opsluživanje podataka koje unosi korisnik i koji se putem veb-brauzer povezuje na veb-server. Pisanjem ovakvog programa veb-prezentacija postaje veb-aplikacija. Glavni zadatak veb-servera ogleda se u tome da prima zahtjeve od korisnikovog browsera, prosljeđuje ih do odgovarajuće aplikacije, i ponovo ih vrati korisnikovom brauzeru. Pružajući usluge na taj način, posrednici ostvaruju odgovarajuće prihode od korisnika njihovih usluga.

Ono po čemu se razlikuje Internet tržište od tradicionalnih načina trgovanja jeste prije svega brzina pretraživanja i dobijanje kvalitetnih informacija o proizvodima i uslugama sa jedne strane i tražnji za njima sa druge strane. Samim tim, smanjeni su troškovi i kupaca i prodavaca roba i usluga, što podiže konkurenciju na znatno viši nivo, a na taj način smanjuju se monopolske pozicije pojedinih učesnika u takvim transakcijama. Prodavcima roba i pružaocima usluga elektronski način poslovanja omogućava da putem kastomizacije proizvoda, odnosno cijena, omoguće kupcima sa različitim kupovnim moćima i potrebama i različite cijene. Na taj način prodavci imaju mogućnost da ostvare i različite iznose dobiti i time povećaju svoje ukupno poslovanje i ostvarenje profita. Ako se posmatra primjena ovih standarda i protokola na tržištu hartija od vrijednosti u Crnoj Gori, onda se može reći da je njihova primjena ograničena. Ono što trenutno svaki investitor može dobiti putem veb-monitoringa berzi (putem Internet Explorera) jesu statistički izvještaji o stanju na tržištu, odnosno kretanjima cijena hartija, zaključenim transakcijama i berzanskim indeksima. To svakako doprinosi transparentnosti tržišta, ali kada investitori ne mogu da vide tržište po dubini, odnosno ne mogu da vide unešene kupovne i prodajne naloge u sistemu berze, sa definisanim cijenama i količinama po pojedinim hartijama, onda nemaju potpunu informaciju na osnovu kojih bi mogli da donesu kvalitetniju odluku o kupovini i prodaji. Za sada takvu informaciju imaju isključivo brokeri i dileri koji trguju kroz sistem berzi.⁴⁶

Na Internet mreži funkcionišu određeni servisi kao što su:

⁴⁴ HTML – *Hypertext Markup Language*, kompjuterski jezik (naredbe) kojim se oblikuje osnova World Wide Weba.

⁴⁵ CGI – *Common Gateway Interface*, predstavlja komunikacioni protokol koji omogućava veb-korisnicima komunikaciju sa aplikacijama kao što su baze podataka.

⁴⁶ Postavlja se pitanje da li je taj nivo transparentnosti (da brokeri mogu da vide unešene a nerealizovane naloge u sistemu berzi, i to koji ovlašćeni učesnik je unio određeni nalog, po kojoj cijeni i količini), trenutno primjeren tržištu u Crnoj Gori. Da li to dovodi do toga da se dva brokera kada vide unešene naloge u sistemu berze mogu dogovoriti o korigovanju cijena prije svega, pa i količina, kako bi baš oni mogli zaključiti određeni posao. Nakon što se međusobno dogovore (telefonom, SMS porukom, E-mail-om, ili nekim drugim putem), brokeri kontaktiraju svoje klijente i ubjeđuju ih da im iz razloga nelikvidnosti tržišta ne mogu realizovati naloge po datim cijenama, već traže saglasnost od njih da ih koriguju. Posebno ovakva situacija dolazi do izražaja u trenutnim okolnostima na tržištu kada su manji prometi hartijama, pa se brokeri međusobno "bore" da odrađuju poslove, i naravno zarade naplaćujući proviziju, a zanemarujući pri tome osnove poslovne norme i zakonske odredbe da su dužni da rade djelujući stručno, uz primjenu visokih profesionalnih standarda i poštenog poslovanja.

- a) elektronska pošta (*E-mail*), servis za prenos datoteka između udaljenih računara (*File Transfer Protocol-FTP*), i telekomunikacioni servis (*Telecommunications network- TELNET*);
- b) konferencijski servisi kao što su: tekstualne konverzacije više korisnika preko Interneta u realnom vremenu (*Internet Relay Chat- IRC*), zatim, telefoniranje preko Interneta korišćenjem mikrofona i zvučne kartice, kao i videokonferencija, odnosno, vizuelna komunikacija instaliranjem video kamere i mikrofona;
- c) servisi za diskusije koji uključuju automatizovano slanje elektronske pošte na više adresa istovremeno (tzv. Listing, odnosno, mailing list);
- d) javni informacioni servisi kao što su: hipertekstualno organizovanje i pretraživanje multimedijalnih informacija (WWW), zatim, servisi sa hijerarhijskim organizovanjem i pretraživanjem tekstualnih informacija (GOPHER), kao i servisi koji skladište podatke koji su dostupni korisnicima informacija (Anonimni FTP servisi).

Internet kao globalna mreža, danas predstavlja ne samo informatički umrežen sistem koji služi isključivo za razmjenu informacija, već je to komunikaciona tehnologija koja se koristi za promovisanje i realizaciju razvojnih ciljeva iz svih oblasti ljudskog djelovanja. Tu se podrazumijeva prije svega dostupnost ogromnog broja ideja i informacija pojedincima, permanentno podizanje nivoa znanja i obrazovanja najširih slojeva društva, kao i razvijanje globalnih nivoa komunikacije, partnerstva, saradnje i poslovnih odnosa. Dakle, Internet nudi velike poslovne mogućnosti i ogromno tržište koje iz dana u dan sve više raste i razvija se, a samim tim pruža i nove mogućnosti. Ovim dokazujemo neke od hipoteza koje su u radu postavljene. Prva je da primjenom internet (informacione) tehnologije učesnici na svjetskim tržištima imaju prednosti i određene benefite, jer ostvaruju značajne uštede u poslovanju zbog toga što se transakcioni poslovi obavljaju značajno brže i jeftinije od ranijih – standardnih metoda poslovanja. Druga hipoteza koju smo dokazali jeste, da i pored raznih specifičnosti uslovljenih karakteristikama nacionalnih sistema – tržišta, na globalnom (svjetskom) nivou mogu se uspostaviti standardni moduli elektronskog poslovanja.

S obzirom da Internet predstavlja najveće tržište informacija i podataka na svijetu, posebno osjetljivo pitanje jeste zaštita korišćenih prenosnih sistema, odnosno, informacija koje njima putuju. Informacije i podaci koji se šalju i primaju putem internet mreže mogu se na relativno lak način "razotkriti" i oni koji ih "provaljuju" na, ne tako težak način, mogu imati uvida u njih, i neželjeno ih iskoristiti. Pitanje bezbjednosti informacija i zaštite njihovih sadržaja posebno je važno kada je riječ o veoma osjetljivim podacima. Svaka komunikacija – veza personalnih računara (kako računara kompanija, tako i kućnih kompjutera) sa Internet mrežom predstavlja potencijalnu opasnost da se neko ne "konektuje" na tako uspostavljenu komunikaciju i zloupotrijebi informacije do kojih dođe. Pravne norme pojedinih zemalja kojima one pokušavaju da ograniče upotrebu pojedinih dijelova Internet mreže (prije svega veb-aplikacija) do sada se nisu pokazale mnogo efikasnim. Upravo zbog činjenice da je Internet globalna mreža i da svako ko ga koristi ima mogućnosti da upotrijebi svoje znanje iz oblasti telekomunikacionih tehnologija, govori u prilog tome koliko je Internet otvorena mreža.

2.2. ELEKTRONSKA TRGOVINA KAO MODEL ELEKTRONSKOG POSLOVANJA

Elektronska trgovina (*e-commerce*) predstavlja realizovanje kupovnih i prodajnih transakcija (izbor proizvoda i usluga, kupoprodaju, plaćanje) preko Interneta. Pojava i razvoj Interneta je dovela do intenziviranja konkurencije i do pojave novih mogućnosti elektronske trgovine. Na taj način su i tradicionalni metodi realizovanja transakcija putem Interneta uz pomoć novih modela doveli do elektronskog poslovanja. Tako da elektronsko poslovanje (*e-business*) u sebi sadrži i elektronsku trgovinu kao važan aspekt. Međutim, elektronsko poslovanje podrazumijeva razvoj i projektovanje informacionog sistema. Odnosno, ono predstavlja skup poslovnih procesa koji obuhvataju bolju organizaciju, dograđenu tehnološku platformu i razvijenije aplikativne modele, na osnovu kojih se kreiraju uspješniji poslovni modeli. Tako izgrađena platforma elektronskog poslovanja nije samo prosta realizacija kupoprodajnih transakcija, već ona predstavlja složene sisteme izgradnje strukturalnih procesa, primjenu i optimizaciju istih. Sve skupa donosi većoj profitabilnosti poslovanja. Kako navodi jedan autor⁴⁷, razvoj opšteg modela informacionog sistema zasniva se na dokazivanju postavke da se na osnovu suštinskih procesa (i njima generisanih podataka) koje obavljaju preduzeća iz određene oblasti mogu razviti univerzalne, opšte specifikacije informacionih sistema. One se mogu (uz minimalne korekcije) prilagoditi za bilo koju konkretnu manifestaciju preduzeća date oblasti poslovanja i implementirati na različitim hardversko-softverskim platformama.

Razmjena informacija i poslovanje putem elektronskih telekomunikacionih mreža obavlja se preko Interneta. Takva vrsta elektronskog poslovanja obuhvata više modela i načina poslovanja kao što su:

- *Elektronska razmjena informacija između pojedinih dijelova jedne kompanije, odnosno komunikaciono umrežavanje.* Kada je u pitanju ovaj oblik mrežnog uvezivanja pojedinih dijelova kompanije, odnosno njenih podsistema, onda se to radi na način što se vrši povezivanje korporativnog informacionog sistema i podsistema elektronskog poslovanja. Sistemi se obično povezuju putem internog korišćenja veb-servisa, tako da se povežu sistemi kao što su: sistem za prijem i obradu porudžbina od klijenata, sistem magacinskog poslovanja, kontrola procesa proizvodnje (ukoliko se radi o proizvodnoj kompaniji), sistem računovodstva i finansija, i obračuna zarada zaposlenih;
- *Elektronsko poslovanje orijentisano prema drugim poslovnim subjektima (B2B - business to business).* Ovaj vid poslovanja zasniva se na sličnim principima rada kao poslovanje unutar same kompanije. U zavisnosti da li se radi o elektronskom vidu poslovanja sa jednim ili više poslovnih subjekata potrebno je i kreirati XML⁴⁸ dokument na osnovu specifikacija više oblika dokumenata koji se koriste

⁴⁷ Vidi: Lazović, Vujica, "Projektovanje opšteg modela informacionog sistema na primjeru trgovinskog preduzeća", Univerzitet Crne Gore, Podgorica, str.15, 1998.

⁴⁸ U početku primjene Internet tehnološke platforme za razmjenu podataka i informacija koristila se EDI tehnologija (sedamdesete godine prošlog vijeka). Ona se zasnivala na privatnim telekomunikacionim mrežama ili VAN mrežama. Međutim zbog problema kao što su: dugotrajnost razvoja i uvođenja EDI sistema, problema kompatibilnosti implementacije EDI standarda, visokih troškova odnosa cijena-performanse EDI sistema, kao i problema interkonektivnosti i interoperabilnosti, došlo je do pojave

u poslovanju, preko takozvanih DTD opisa (*Document Type Definition*) korišćenjem SGML-a (*Standard Generalized Markup Language*), standardnog ISO generalizovanog jezika za označavanje dokumenata.

- *Elektronsko poslovanje orijentisano prema potrošačima (kupcima i prodavcima)*, obuhvata, prije svega, marketing aktivnosti na privlačenju klijenata za određeni proizvod ili uslugu, a nakon toga i prodaju marketinški dobro obrađenih proizvoda i usluga, kao i njihovu naplatu u elektronskom obliku. Kada se radi o pružanju usluga, odnosno trgovanju nematerijalnim dobrima, elektronski sistemi poslovanja imaju i neka druga obilježja koja obuhvataju veći broj procesa od kupovine do pružanja usluga (način pružanja i način korišćenja usluga, izdavanje računa i način plaćanja pruženih usluga).
- *Elektronsko komunikaciono umrežavanje javnog i privatnog sektora.*

Da bi navedene modele elektronskog poslovanja mogli uspješno implementirati, učesnici koji ih pružaju potrebno je da se baziraju na sljedećim aktivnostima:

- Pojednostaviti međusobne komunikacione procese i na njima zasnovane modele realizovanja željenih aktivnosti (ponuda, potražnja, izbor roba i usluga, cijene, kvalitet, načini realizacije, uslovi plaćanja, dostava i isporuka, i slično),
- Permanentno raditi na re-inžinjeringu i re-dizajniranju poslovnih procesa davanja usluga, zasnovanih na potrebama i željama korisnika koje su promjenjiva kategorija (to podrazumijeva podizanje kvaliteta na viši nivo uz pojednostavljenje korišćenje procesa),
- Zadržati postojeće klijente i pokušati privući nove potencijalne korisnike usluga i kupaca roba.

Krajnji korisnici su ciljna grupa i oni su stalni predmet posmatranja, analiziranja i donošenja odluka kako da se prodaja proizvoda i pružanje usluga njima poboljša, kvalitet pruženih usluga i prodatih proizvoda podigne na viši nivo, a cijene i provizije smanje na što niži nivo. Odnos cijena/proizvod (ili usluga) mora da bude takav da predstavlja stalni interes korisnika. To se postiže između ostalog i stalnim optimiziranjem i unaprijeđivanjem poslovnih procesa. Bitno je ne samo prodati proizvod ili pružiti traženu uslugu, već uspostaviti stalnu komunikaciju sa korisnicima. Na taj način se kroz dobijanje povratnih informacija saznaju želje i mogućnosti klijenata. To doprinosi kreiranju novih poslovnih strategija.⁴⁹

Sigurnosne aspekte u poslovanju elektronskim putem treba posmatrati iz ugla kućnih računara, iz ugla računara i računarskih mreža kompanija, i institucija koje ih koriste. Posebno je to značajno za tržište hartija od vrijednosti, jer danas, nalozi za trgovanje na berzama se daju putem računarskih mreža isto tako lako kao i putem neposrednog davanja naloga za transakcije. U sklopu tržišnih transakcija, izrazito

proširenog jezika za razmjenu podataka koji se zove XML. Dokument pisan u XML računarskom jeziku jeste takav dokument koji pored poslovnih podataka sadrži i formalnu specifikaciju korišćenog modela podataka. Takvi dokumenti sadrže znatno veći broj informacija i podataka pa su zbog toga obimniji od dokumenta koji sadrži samo odgovarajući niz podataka.

⁴⁹ Kroz navedeni tekst dokazali smo hipotezu koja je testirana u radu, a koja govori da i pored raznih specifičnosti uslovljenih karakteristikama nacionalnih sistema – tržišta, na globalnom (svjetskom) nivou mogu se uspostaviti standardni moduli elektronskog poslovanja.

osjetljivo mjesto predstavlja računarski sistem i mreža Centralne depozitarne agencije, kao baze podataka o vlasničkim računima svih učesnika na tržištu kapitala.

Što se tiče zaštite internih i eksternih mreža kompanija i institucija (kako privatnih tako i javnih), prema jednom autoru⁵⁰ poslovi kojima se bave i informacije kojima raspolažu, zahtijevaju veći stepen zaštite. Svi podaci koji se iz jedne kompanije ili institucije šalju putem Interneta, ili dolaze sa mreže na računarsku mrežu kompanije, moraju proći kroz interni ispitivački usmjerivač. Svaka grupa podataka u zaglavlju paketa sadrži određene informacije na osnovu kojih interni usmjerivač dopušta ili blokira slanje ili primanje određenih paketa poruka. Administratori sistema određuju metode, načine i pravila na osnovu kojih se vrši prijem (sloboda) i slanje paketa poruka na, i sa Internet mreže. Interni usmjerivač se postavlja između glavnog računara na koji dolaze sve poruke sa Internet mreže, i ostalih mrežnih računara unutar institucija. Kao dodatna sigurnosna mjera jeste i postavljanje glavnog računara na spoljašnju mrežu, van interne mreže kompanije (zbog mogućih upada u unutrašnju mrežu kompanije). A, od internog ispitivača ka Internetu se instalira spoljašnji ispitivački usmjerivač, koji ima i naziv pristupni usmjerivač. Njegov zadatak jeste da provjerava pakete podataka, prije nego dođu u sistem glavnog računara, po istom principu kao što to radi interni ispitivač.

Kada su u pitanju sigurnosne i zaštitne mreže personalnih kompjutera, sa kojih njihovi korisnici komuniciraju sa Internetom i (osim pribavljanja i slanja podataka i informacija), obavljaju i mnogo osjetljivije poslovne aktivnosti kao što su naprimjer plaćanja (berzanskih transakcija, računa po raznim osnovama i slično), situacija je slična kao kod računarske zaštite koju koriste kompanije i institucije u svom poslovanju. Softveri koji se koriste za zaštitu personalnih računara provjeravaju pakete podataka koji stižu u računar, i propuštaju samo one podatke za koje je softver instaliran da ih propusti. Za sve one podatke za koje softver utvrdi da nisu sigurni, kompjuter daje obavještenje da su sumnjivi i da ih treba odbaciti.

Računari, bilo personalni, ili oni koji se koriste u kompanijama moraju se zaštititi i od raznih oblika programa kao što je naprimjer "virus". Ubacivanjem ovih neželjenih programa preko Internet mreže (najčešće putem e-mejla) u kompjuterske sisteme, može se desiti da dođe do brisanja ili potpunog uništenja baze podataka na jednom ili na više umreženih računara. Za te poslove se instaliraju i koriste razni antivirus programi, i to programi za pretragu, i programi za brisanje virusa.

2.3. PREDNOSTI ELEKTRONSKOG NAČINA TRGOVANJA

Elektronska trgovina se obavlja u virtuelnom prostoru Interneta. U tom prostoru se nalazi neograničen broj kupaca i prodavaca različitih roba i usluga. S obzirom na digitalizovanu tehnološku platformu koja se koristi za realizovanje elektronskih transakcija, u praksi su poznati i nazivi kao što su digitalno tržište, veb-portali. Prednosti elektronskog načina trgovanja u odnosu na klasične metode ogledaju se prije svega u raznovrsnosti proizvoda i usluga koji se nude. Naime, trgovati se mogu proizvodi koji nisu u potpunosti standardizovani, tako da se po želji kupca može dobiti detaljna specifikacija željenog proizvoda ili usluge. Dalje, kupci proizvoda i usluga mogu nabaviti

⁵⁰ Vidi: Gralla, Preston *Kako funkcionira Internet*, Algoritam, Zagreb, str.18-40., 2004.

ili dobiti veći broj istih, a koje pojedinačno ne mogu nabaviti ni kod jednog pojedinačnog proizvođača ili prodavca. Sa tako velikim brojem kupaca i prodavaca na jednom mjestu i konkurencija se pojačava, tako da postoje mogućnosti pregovaranja i dogovaranja oko cijena konkretnih proizvoda ili usluga. Kao posebne pogodnosti izdvajaju se uštede u vremenu oko kataloškog izbora, transporta (isporuke), i načina plaćanja odabranih proizvoda i usluga. Vremenske uštede imaju i kupci i prodavci. Plaćanje se može vršiti i nakon prijema određene robe ili korišćenja usluge, što je stvar dogovora kupaca i prodavaca (a posebno nakon provjere kvaliteta i količine proizvoda). Pogodnosti se ogledaju i kroz uštede u prostoru, jer sada prodajni objekti uopšte ne moraju da postoje (kataloška prodaja). Zatim, posebne uštede se ostvaruju u pogledu zaposlenih. Njih je sve manje, jer se komunikacija odvija putem elektronske mreže, jednostavnim korišćenjem elektronskih tehnoloških pomagala. To obezbjeđuje niže troškove administracije, potencijalni kupac istovremeno može kontaktirati veći broj potencijalnih prodavaca ili pružaoca usluga.

Jako je značajno da se kvalitet pružene usluge ili prodatog proizvoda ne razlikuje od onog prezentovanog, jer u elektronskoj trgovini nema neposrednog uvida sve dok se ne isporuči proizvod ili iskoristi usluga. Klijent sa druge strane ima vremena da razmisli prije nego se odluči na kupovinu, bez često veoma "dosadnih" pitanja prodavaca koja se mogu čuti u neposrednoj trgovini. I na kraju, mogućnost izbora načina plaćanja klijentima elektronskim putem, jedna je od bitnih prednosti e-commerce-a.

Elektronska trgovina omogućava povezivanje kompanija i učešće u strateškom partnerstvu, kako bi zajedno imali za cilj optimizaciju cjelokupnog procesa. Takva partnerstva se zaključuju i sa konkurentima, jer dosadašnja iskustva govore o tome da se partnerstvom podiže sveukupno elektronsko poslovanje na viši nivo, a samim tim i profitabilnost se uvećava. Posrednici i partneri prikupljaju kvalitetno nove informacije i stvaraju nove vrijednosti o klijentima, proizvodima, uslugama, željama i htjenjima. Logistička podrška ogleda se kroz pružanje konsultantskih usluga, obrade narudžbi u ime i za račun klijenata, uvezivanja informaciono-tehnoloških platformi između pružaoca usluga i prodavaca proizvoda, kao i uvezivanje informacionih sistema između pružaoca i korisnika usluga. Konačno, na taj način se povećava transparentnost i mogućnost poređenja, što u konačnom dovodi do povećanja ušteda svih učesnika koji koriste elektronsko poslovanje.

Ove karakteristike važe velikim dijelom i za tržište hartija od vrijednosti. Pružaoci usluga (ovlašćeni učesnici, berze, centralni registri, banke) na brži i jednostavniji način dolaze do podataka ko su stvarni korisnici njihovih usluga, a ko potencijalni. Kreiraju modele na osnovu trenutnih i potencijalnih želja klijenata na osnovu njihovih platežnih sposobnosti i njima ih prezentiraju. Na osnovu toga razvijaju i poslovne strategije o zadržavanju postojećih i privlačenju novih investitora. Te strategije podrazumijevaju da se shodno definisanim profilima investitora, detaljno pruže informacije o željenim uslugama kao što su cijene pojedinih hartija, količinama koje se nude, ponuđenim količinama i cijenama po dubini tržišta i vremenskim naložima. To uključuje i nenametljivo davanje savjeta kroz davanje adekvatnih informacija. Svakako, jako je bitno pojednostaviti postupke ulaska na Internet mrežu, povezivanja sa investitorima, i realizovanja transakcija elektronskim putem. To zahtijeva izradu sveobuhvatne arhitekture elektronskog poslovanja i kvalitetne tehnološke platforme, koja prati

definisane prioritete klijenata (veći broj ponuđenih usluga, njihov viši kvalitet i konkurentne cijene usluga - niže provizije).

Kroz navođenje prednosti elektronskog poslovanja u sferi elektronske trgovine robama sa jedne strane, i uslugama kakve su usluge trgovanja na tržištima hartija od vrijednosti, dokazali smo hipotezu koja govori da primjenom informacione tehnologije, učesnici na tržištu elektronskog odvijanja poslovanja u trgovini robama, i na tržištima kapitala u razvijenim zemljama, ostvaruju značajne uštede u poslovanju, jer se transakcioni poslovi obavljaju značajno brže i efikasnije.

3. OSNOVNI POSLOVI NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Učesnici na tržištu kapitala emitovanjem akcija i obveznica, kao osnovnih tržišnih instrumenata, prikupljaju slobodna novčana sredstva neophodna za finansiranje svojeg poslovanja, rasta i razvoja.

Kada učesnici emituju akcije onda oni prikupljaju trajni, odnosno dugoročni kapital. Vlasništvo nad akcijama jeste promjenjivo. Ono se mijenja postupcima prodaje i kupovine akcija na tržištima kapitala, odnosno na organizovanim ili neorganizovanim mjestima na kojima se vrši kupoprodaja akcija. Vrijednost akcija je takode promjenjiva kategorija, jer ona zavisi od odnosa ponude i tražnje za nekom akcijom, odnosno, na tom odnosu formiranoj cijeni. Investitor koji ulaže svoja raspoloživa sredstva u kupovinu akcija, treba da zna da će se vrijednost njegovog portfelja akcija mijenjati iz dana u dan (često i na dnevnoj osnovi), i u principu investitor ne kupuje, odnosno ne plaća trenutnu vrijednost dijela neke kompanije, već očekivano buduće poslovanje kompanije. U skladu sa tim, investitor kupuje i rizik mogućeg negativnog poslovanja te kompanije. Sa druge strane, ako kompanija čije je akcije kupio investitor u budućem periodu uspješno posluje, onda je on kupio i očekivanu dobit. Posmatranja investitora mogu da polaze od analize uticaja makroekonomskih faktora koji utiču na poslovanje kompanija u jednoj zemlji (uvažavajući i mikroekonomske činioce u zavisnosti od grane djelatnosti kojom se pojedine kompanije bave). U tom slučaju, svi faktori koji trenutno utiču na poslovanje kompanije (ili kompanija) i dugoročno će uticati na poslovanje kompanije i na visinu cijene akcija koje je investitor kupio. Takode, posmatranja investitora mogu da se temelje na psihološkim faktorima kao što su vjerovanje i povjerenje investitora u poslovanje kompanije i u rast ili pad budućih cijena njenih akcija. Kada se investiranja u akcije porede sa investiranjem u obveznice, može se zaključiti da investiranja u akcije mogu donijeti mnogo veću zaradu od ulaganja u obveznice.

Kada učesnici na tržištu kapitala emituju obveznice, oni tada takode dolaze do dugoročnog kapitala, jer je rok dospeljeća obveznica na naplatu obično preko jedne godine. Emitenti obveznica su dužni da osim pozajmljenih novčanih sredstava, nakon isteka roka na koji su emitovane, vrate, odnosno isplate investitorima u obveznice i pripadajuću kamatu. Osnovna prednost obveznica u odnosu na akcije jeste njihova veća sigurnost. Obveznica je sigurniji finansijski instrument ukoliko je njen emitent sigurniji, odnosno stabilniji. Kao emitenti obveznica mogu se pojaviti:

- država (ministarstvo finansija), i one predstavljaju najsigurnije hartije od vrijednosti, jer država, odnosno vlada jedne zemlje garantuje da će investitorima na vrijeme biti izmirivane obaveze po osnovu prava na obveznice;
- državni, regionalni ili lokalni organi uprave (opštine), koji emituju obveznice radi prikupljanja sredstava za finansiranje raznovrsnih projekata od javnog interesa. Ukoliko dio ostvarenih prihoda koji se dobije stavljanjem realizovanih projekata u funkciju služi za isplatu duga, ove obveznice se nazivaju prihodovne (*revenue bonds*);
- kompanije i korporacije, tako da se ove obveznice nazivaju korporacijskim (*corporations bonds*). Na njih emitenti plaćaju veće kamate od navedenih oblika obveznica, ali samim tim nose i veći rizik. Rizik je sastavni dio

poslovanja kompanije emitenta pa samim tim i kupca ovih obveznica. Kao prednost imaoca ovih obveznica u slučaju propasti kompanije, u odnosu na akcionare kompanije koja je emitovala obveznice, svakako je prioritet naplate iz likvidacione mase kompanije u odnosu na akcionare. Obveznice kompanija mogu biti osigurane i neosigurane. Osigurane (*secured bonds*) su onda kada kompanija kao sredstvo garancije za neispunjenje obaveza, imaocima obveznica zalaže imovinu koja se izražava kroz opremu, pokretnu i nepokretnu imovinu ili finansijsku aktivu. Neosigurane obveznice (*debenture bonds*) su one kada emitent svojim ugledom i rejtingom garantuje za ispunjenje obaveza prema investitorima.

Upravo zbog njihove sigurnosti, obveznice daju njenim vlasnicima i manje prihode, jer su kamate niže nego na neke druge finansijske instrumente.

Na razvoj finansijskih tržišta, kako u razvijenim zemljama, tako i u zemljama koje nastoje da uspostave i razvijaju efikasno finansijsko tržište, veliki uticaj imaju transakcije hipotekarnih hartija od vrijednosti. U zavisnosti od razvijenosti privreda i finansijskih sistema pojedinih država, poslove sa hipotekarnim instrumentima obavljaju specijalizovane hipotekarne banke koje su filijale banaka, a u drugim finansijskim sistemima ti se poslovi obavljaju na tržištu kapitala. Prema nekim autorima⁵¹, *Hipotekarno tržište* se u nekim elementima razlikuje od ostalih segmenata tržišta kapitala. Davaoci hipoteka na hipotekarnom tržištu su uglavnom pojedinci, a na ostalim segmentima tržišta kapitala zajmoprimci su kako pojedinci, tako i pravni subjekti. Nakon što finansijske institucije izdaju hipotekarne kredite, mogu ih sekjuritizovati ili prodati na sekundarnim hipotekarnim tržištima. Pojam sekjuritizacije kredita predstavlja proces transformacije bankarskih zajmova u obveznice emitovane na osnovu tih odobrenih zajmova. Odnosno, to je proces transformacije zajmova u obveznice (koje su obezbijeđene hipotekom ili nekom drugom imovinom), i koje se zatim lako plasiraju i kotiraju na tržištu finansijskih derivata, i samim tim predstavljaju visoko kvalitetne, sigurne i likvidne hartije od vrijednosti. Na taj način institucije koje ih emituju (najčešće su to u praksi velike kompanije), obezbijeđuju stabilnost poslovanja, njihovi portfelji postaju likvidniji, smanjuju rizik promjene kamatne stope i kreditni rizik, a svakako jačaju sopstveni ugled u poslovnom svijetu. Osim kompanija i poslovne banke, štedionice i ostale finansijske institucije emituju hipotekarne vrijednosne papire sa osnovnim ciljem pribavljanja potrebnog kapitala za svoje poslovanje.

Na tržištu hipotekarnih hartija od vrijednosti najpoznatije su i najviše su u upotrebi: hipotekarne založnice, obligacije pokrivene hipotekama, izvedene vrste hartija od vrijednosti, i hipotekarne obveznice. Otvorene hipotekarne obveznice omogućavaju kompaniji izdavanje dodatnih obveznica u budućnosti uz istu aktivu kao zalog i davanjem istih prioriteta potraživanja na tu aktivu (isplata). Zatvorene hipotekarne obveznice ne dozvoljavaju kompaniji da izda dodatne obveznice uz istu aktivu kao zalog i davanje istog prioriteta potraživanja na tu aktivu.

Kako navodi jedan autor⁵², osim ulaganja u akcije i obveznice, investitori na tržištu kapitala mogu da investiraju i u *Opcije (Options)*. Ako neki ulagač – investitor -

⁵¹ Vidi: Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon, *Finansijska tržišta i institucije*, MASMEDIA, Zagreb, str.188-193, 2006.

⁵² Vidi: Cvejićanin, Marjan, *Burzovno trgovanje*, MASMEDIA, Zagreb, str.149-153, 2004.

želi da obezbijedi da kupi ili proda akciju, valutu ili neki drugi finansijski instrument, na neki određen datum u budućnosti i to po garantovanoj cijeni, on kupi ili proda opciju. To investitoru daje pravo da realizuje preuzetu opciju ako se cijena izabranog finansijskog instrumenta kreće u smjeru koji on priželjkuje. Kupac opcije nema i obavezu da realizuje datu opciju ukoliko se cijena instrumenta ne kreće u smjeru koji on želi ili očekuje, što mu daje za pravo da jednostavno napusti opciju bez ikakve dalje obaveze. Pravo investitora da kupi opciju nekog finansijskog instrumenta po fiksnoj cijeni naziva se CALL, i oni tada očekuju porast cijene tog finansijskog instrumenta. Pravo ulagača da proda opciju naziva se PUT, i tada su očekivanja investitora da će tržišna cijena finansijskog instrumenta pasti. Ovo su oblici tradicionalnih opcija. Opcije kojima se trguje su sklone pregovaranjima i mogu se kupovati i prodavati nekoliko puta prije datuma isteka. I kada kupuje ili prodaje opciju investitor ima slične troškove kao u klasičnim transakcijama na berzi, plaća cijenu opcije kao i proviziju brokeru za učinjenu uslugu. "Prilikom zaključenja opcijskog ugovora kupac je dužan da plati prodavcu određenu cijenu u obliku opcione premije, kao mogućnost kupovine ili prodaje tržišnog materijala koji je predmet tog ugovora, odnosno kao obezbjeđenje da će posao biti stvarno i izvršen. Opcijska premija pripada prodavcu kao njegov prihod, bez obzira da li je opcija realizovana ili nije."⁵³

Dalje, kao izvedeni finansijski instrumenti kojima se može trgovati u praksi su poznati i *Fjučers (Futures) ugovori*. Oni predstavljaju ugovore kojima se prodaju finansijski instrumenti (obično fjučers ugovori za obveznice) ili roba, za kasniju isporuku, odnosno na određene datume u budućnosti. Na tržištima kojima se trguje fjučers ugovorima ne dolazi do razmjene roba (uglavnom se njima trguje na robnim berzama) ili nekog finansijskog instrumenta, već "izvedenih" instrumenata na temelju osnovne robe ili hartije od vrijednosti. Osnov za funkcionisanje trgovina na osnovu fjučers ugovora predstavlja promjenjivost cijena instrumenata kojima se trguje. Cijena kao najosjetljiviji elemenat trgovanja upravo omogućava investitoru da koristeći fjučers ugovor prenese rizik svojih investiranja na drugog učesnika na tržištu, onoga koji je spreman prihvatiti taj rizik. Špekulanti, odnosno "preuzimaoci rizika" uz određeni iznos premije vrše transfer rizika na sebe jer smatraju da mogu bolje predvidjeti kretanja cijena roba ili finansijskih instrumenata u budućnosti. Fjučers ugovore najviše koriste veliki fondovi da ublaže rizik mogućeg negativnog rasta na tržištima (pada cijena finansijskih instrumenata ili roba). Ova tehnika se zove *hedge*, tako da su i fondovi koji se bave ovim poslovima dobili naziv *hedge fondovi*.

⁵³ Vidi: Šljivančanin, Malden, *Banka – finansijsko preduzeće*, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet, Podgorica, str.299-300, 1999.

4. SPECIFIČNOSTI ORGANIZOVANOG POSLOVANJA SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Tržišta hartija od vrijednosti predstavljaju mjesta na kojima investitori ulažu svoja slobodna sredstva u finansijske instrumente. Ulažući sredstva investitori preuzimaju i određeni rizik neuspjeha takvih investicija, a isto tako im se pruža prilika da uvećaju svoje individualno bogatstvo. Takva zarada se ostvaruje u vidu razlike u cijeni hartija od vrijednosti, dividende, ili ulaganjem u penzione fondove, osiguravajući na taj način svoju starost kroz sigurne penzije. Sa druge strane kompanije i institucije prodajom ili emitovanjem svojih hartija od vrijednosti dolaze do svježeg kapitala za finansiranje svojih potreba.

Specifičnost organizovanog poslovanja sa hartijama od vrijednosti uslovljene su sa više različitih principa na kojima počivaju tržišta hartija od vrijednosti. Možemo ih strukturirati na sljedeći način:

a) Pribavljanje kapitala

Kompanije, institucije i ostali stvaraoci dobara i pružaoci usluga prilikom svojeg osnivanja, poslovanja i razvoja susreću se sa mnogim problemima. Osnovni problem predstavlja finansiranje kako početka rada, tako i uspješnog razvoja i rasta neke kompanije. Da bi obezbijedili neophodna sredstva oni moraju izići na tržište sa odgovarajućom jasnom ponudom. Ponuda se sastoji od prezentacije kompanije, njenih rezultata i budućih poslovnih planova. Ukoliko emisiona ponuda uspije da privuče pažnju investitora onda su i emitenti osigurali nedostajuća sredstva. Ali, sama emisiona ponuda nije dovoljna da bi privukla investitore. U zavisnosti da li se osniva neka kompanija ili ona traži potrebna sredstva za razvoj, različite su i informacije koje se od njih zahtijevaju, odnosno koje kompanije moraju učiniti javnim. Ako se radi o formiranju i nastajanju nove kompanije onda se iz razumljivih razloga prezentuju samo neki osnovni elementi o planiranom radu i poslovanju kompanije, zatim ko su osnivači i sa kojim osnivačkim ulogom započinju poslovanje i slično. Ukoliko se radi o kompanijama koje već posluju i koje su afirmisane, tada je tržište mnogo zahtjevnije. Za investitore je neophodno obezbijediti tačne i blagovremene informacije i podatke o:

- finansijskim rezultatima poslovanja i periodičnim izvještajima;
- sadržaju i distribuciji prospekata ili drugih dokumenata javne ponude;
- uslovima koji se primjenjuju na ponude hartija od vrijednosti za emisiju, cijenu i količinu hartija;
- tome da li se kompanija nalazi na listingu berze, ili se njenim akcijama trguje na slobodnom tržištu;
- tome ko su i u kom procentualnom iznosu trenutni vlasnici kompanije;
- računovodstvenim i revizorskim standardima koje data kompanija primjenjuje, kako bi podaci bili potpuni, relevantni, pouzdani i uporedivi.

b) Kvalitetna regulativa

Kvalitetna zakonodavna regulativa postavlja standarde kojih se moraju pridržavati učesnici na tržištu hartija od vrijednosti. Bolji regulatorni okvir dopriniće i pravičnijim uslovima poslovanja i efikasnijim tržištima, a posebno kvalitetnijom zaštitom investitora. Sve skupa dovodi do smanjenja sistemskog rizika. To je u stvari i najznačajnija odlika

dobro uspostavljenog zakonodavstva. Investitori treba da dobijaju istinite i precizne informacije o kompanijama, njihovom poslovanju, zatim o cijenama na tržištu. Ne smije se dozvoliti manipulativno trgovanje hartijama od vrijednosti jer bi to dovelo u zabludu postojeće i potencijalne investitore. Takođe, što je jako bitno za investitore, potrebna im je zaštita u smislu kontrole tokova njihovih finansijskih sredstava. To se postiže držanjem sredstava klijentata na posebnim računima, takozvanim “računima klijenata”, koji su odvojeni od poslovnih računa ovlašćenih učesnika na tržištu (brokera i diler).

Rizik poslovanja i donošenja poslovnih odluka ne treba i ne može biti predmet regulative. To je stvar pojedinaca i menadžerskih timova koji upravljaju investicijama. Ukoliko investitor ima tačne i transparentne informacije, on procjenjuje rizik svojih ulaganja i moguće gubitke i dobitke, i na taj način najbolje štiti svoje interese.

Definisanjem odgovarajućih mjera adekvatnosti i stalnosti kapitala učesnika na tržištu hartija od vrijednosti smanjuje se sistemski rizik. To umanjuje negativne efekte ako dode do finansijskog neuspjeha u poslovanju institucija-učesnika na tržištu, ili čak do njihove finansijske propasti. Jedan od načina obezbijedenja sistemske zaštite svakako jeste osnivanje garantnog fonda koji funkcioniše u okviru Centralne depozitarne agencije. Njime CDA garantuje prenos hartija od vrijednosti na račune kupaca i plaćanje neto novčanih potraživanja članovima (ovlašćenim učesnicima) potražiocima za sve transakcije iz režima Ugovornog saldiranja. Da bi mogla garantovati saldiranje transakcija CDA mora imati dovoljno sredstava da odgovori svim obavezama. Sredstva u garantni fond uplaćuju ovlašćeni učesnici kroz vidove osnovne i dodatne uplate, prenosom novčanih sredstava na poseban račun CDA za garantni fond.

Razvoj tehnoloških platformi na kojima se zasnivanju savremeni procesi elektronskih razmjena informacija, podataka i realizovanje poslovnih transakcija, takođe treba da budu predmet stalnih unapređenja normi poslovanja učesnika na tržištu hartija od vrijednosti. Dalje, razvoj elektronskog poslovanja doprinosi i bržem uspostavljanju međunarodnih veza i realizovanja transakcija na inostranim tržištima hartija od vrijednosti. Tako da, domaća zakonska regulativa treba da u svoje standarde ugrađuje i visoko uspostavljene međunarodne norme iz ove oblasti. Globalizacija doprinosi integraciji domaćeg tržišta sa međunarodnim. Da bi tržišta hartija od vrijednosti bila integrisana mora postojati dobra i konstruktivna saradnja i regulatornih organa koji nadgledaju pojedinačna tržišta. Kada se sagleda način funkcionisanja razvijenih međunarodnih tržišta kapitala, njihova međusobna informaciona povezanost, mi smatramo da bi pored normativne usklađenosti, i dobra tehničko-tehnološka komunikacija i povezanost institucionalnih učesnika na tržištima kapitala iz okruženja, u potpunosti potvrdila hipotezu da bi se, i pored raznih specifičnosti uslovljenih karakteristikama nacionalnih sistema – tržišta na globalnom nivou, mogli uspostaviti standardni moduli elektronskog trgovanja hartijama od vrijednosti.

Kao prednosti dobro uspostavljenih pravnih normi za osnivanje i poslovanje institucija na tržištu kapitala svakako jesu i njihova jednostavnost, preciznost i efikasnost. Otvorenost tržišta za sve zainteresovane učesnike (kako domaće tako i ne-rezidente) i jednostavnost za dobijanje potrebne dokumentacije za početak poslovnih aktivnosti od strane Komisije za hartije od vrijednosti, prvi su korak za privlačenje institucija koje se bave poslovanjem sa hartijama od vrijednosti. Jednostavnost potpisivanja kupoprodajnih ugovora, davanje naloga za trgovanje i brzina uplata i isplata novčanih sredstava privlači

investitore.⁵⁴ Raznovrsnost materijala za trgovanje takode je jedan od elemenata koji su interesantni za potencijalne ulagače na neko tržište. Posebno je značajan efikasan poreski sistem koji se primjenjuje na transakcione procese koji se odigravaju na tržištu hartija od vrijednosti.

c) Transparentnost procesa

Zaštita investitora na tržištu hartija od vrijednosti postiže se uspostavljanjem visoko profesionalnih standarda u poslovanju svih učesnika. Emitenti, Ovlašćeni učesnici, Berze, Centralna depozitarna agencija, Investicioni i Penzioni fondovi, poslovne banke, i drugi oblici organizovanja finansijskih učesnika trebaju da imaju isti odnos prema svim investitorima. Komisija za hartije od vrijednosti, kao vrhovni regulatorni organ mjerama nadzora i kontrole stara se da svi investitori imaju pravičan tretman na tržištu hartija od vrijednosti. Berze i Centralna depozitarna agencija svojim pravilima takode uspostavljaju standarde za ovlašćene učesnike kojih se oni trebaju pridržavati u svom poslovanju. Kvalitetna obuka i polaganje za licencirana zvanja brokera, dilera, investicionih menadžera, jedan su od prvih koraka ka stvaranju profesionalnih kadrova koji posluju na tržištu hartija od vrijednosti, bilo da su zaposleni kao brokeri, dileri ili

⁵⁴ Postoji različitost pravnih normi kada su u pitanju mogućnosti poslovanja na pojedinim tržištima iz bližeg okruženja. Tako na primjer, za davanje naloga za trgovanje na crnogorskim berzama (ukoliko je u pitanju ne-rezident) dovoljno je samo da strani investitor dostavi brokeru identifikacioni dokument i uplati sredstva za trgovanje, što nije slučaj sa, recimo regulativom u Srbiji. Trgovanje nerezidenata u Srbiji se odvija na sljedeći način:

1. klijent popunjava prijavu za registraciju fizičkih lica (obrazac PR-3),
2. klijent mora da da poresko punomoćje (original mora biti ovjeren od strane državnog organa nadležnog za ovjeru. Punomoćnik može biti svako fizičko lice državljanin Srbije. Ukoliko je punomoćnik advokat, punomoćje ovjerava njegovim potpisom i pečatom,
3. klijent dostavlja fotokopiju ličnog dokumenta ovjerenog od strane državnog organa nadležnog za ovjeru dokumenata,
4. klijent sklapa ugovor faxom ili mejlom na osnovu lične karte ili pasoša sa brokerskom kućom. Klijentu je taj ugovor neophodan da bi dobio PIB. Kopiju ugovora klijent daje poreskom punomoćniku,
5. Poreski punomoćnik sva navedena prikupljena dokumenta dostavlja u Centralu poreske uprave,
6. Kada klijent dobije PIB dostavlja ga brokerskoj kući na fax ili mail i prave se ostali ugovori,
7. Takođe, neophodna je kopija kartice kao dokaz o otvorenom namjenskom računu za nerezidenta za kupovinu/prodaju hartija kod neke banke u Srbiji. Najbolje je da klijent da punomoćniku i punomoćje za otvaranje ovih računa i raspolaganje sredstvima,
8. Kada klijent kupuje hartije, neophodno je da uplati novac na svoj namjenski račun i o tome obavijesti brokera. Novac mora biti na računu brokera prije kupovine,
9. Ako klijent prodaje hartije, novac se uplaćuje na njegov namjenski dinarski račun, a da bi novac prenio u svoju zemlju mora platiti porez i dati instrukcije svojoj banci u Srbiji. Ova dokumenta je neophodno poslati opunomoćenom licu.

Kada se radi o pravnim licima procedura se sastoji u sljedećem: potreban je izvod iz odgovarajućeg registra nadležnog organa ne stariji od tri mjeseca original ili ovjerena fotokopija. Dalje je potrebno da pravno lice dostavi poreski broj iz matične zemlje. Zatim, mora dostaviti kopiju Rješenja o dodjeli poreskog identifikacionog broja (PIB) Republike Srbije. U slučaju da se ne vidi iz Izvoda iz odgovarajućeg registra ko je zakonski zastupnik preduzeća, potrebno je dostaviti Akt o imenovanju zakonskog zastupnika, pasoš zakonskog zastupnika preduzeća, kao i kopiju kartice ili ugovora o otvaranju dinarskog računa kao dokaz o otvorenom namjenskom računu nerezidenta kod neke banke u Srbiji.

svoj posao obavljaju na berzama ili kolektivnim investicionim šemama. Etičnost i moral zaposlenih u institucijama tržišta kapitala predstavljaju nadogradnju već stručno formiranih kadrova. Emitenti su dužni da prezentuju ispravne i tačne podatke o svojem poslovanju. Tu su još i informacije o tome šta emitenti nude i po kojoj cijeni. Posrednici treba da obezbijede tačne, blagovremene i svima dostupne informacije o kretanjima na tržištu (prije, u toku i nakon završenih trgovina), a posebno o kretanjima cijena hartija od vrijednosti.

d) Globalizacija

Kao i svako razvijeno tržište, tako i tržište hartija od vrijednosti zasnovano na visoko postavljenim međunarodno prihvatljivim principima ima međunarodni karakter. To omogućava domaćim i stranim fizičkim i pravnim licima da mogu pod jednakim uslovima kupovati i prodavati hartije od vrijednosti, imati udjela u vlasništvu i učestvovati u svim pravnim procedurama donošenja odluka zasnovanih na vlasničkoj poziciji.

Takođe, i licencirani sertifikati sa jedinstvenim, međunarodno definisanim programima za sticanje zvanja brokera, dilera, investicionih menadžera, menadžera za penzine fondove i slično, prihvatljivi su za regulatorne organe. Na osnovu njih se može obavljati djelatnost van granica države u kojoj su stečeni. Internacionalizacija i elektronski načini realizovanja transakcija na tržištima hartija od vrijednosti doveli su do brzih i kvalitetnih procesa seljenja kapitala investitora iz manje profitabilnih u više profitabilna tržišta. Oprez mora biti prisutan ako su u pitanju potencijalno sumnjivi iznosi novčanih sredstava koji se žele investirati iz neke druge države na domaće tržište hartija od vrijednosti. Internet tehnologija i mogućnosti prenosa sredstava omogućavaju da se pokuša prikriti ko je stvarni vlasnik sredstava i porijeklo tih sredstava namijenjenih za trgovanje sa hartijama od vrijednosti. Često se koriste metode ulaganja tih sredstava u fondove za zajedničko upravljanje, kako bi identitet investitora i trag o porijeklu sredstava ostao neotkriven. Ako se uzme u obzir činjenica da je privatnost lične imovine i investicija zakonima zagarantovana, a investitori ne žele da im se zna koliko čega trguju, onda oni mogu svoja sredstva ulagati i plasirati putem Kastodi (*castody*) banaka.

S tim u vezi, mora postojati dobra međunarodna saradnja među institucijama koje regulišu poslovanje tržišta sa hartijama od vrijednosti, kao i institucijama koje se bave prenosom finansijskih sredstava. Na taj način se najbolje ulazi u trag navedenim mogućim pokušajima zloupotreba i mogu spriječiti takve aktivnosti.

4.1. NAČINI REALIZOVANJA KUPOPRODAJNIH TRANSAKCIJA

Hartijama od vrijednosti može se trgovati putem organizovanih i neorganizovanih tržišta (OTC tržišta). Kod organizovanog načina trgovanja koje se realizuje preko berzi ponuda i tražnja se nalaze na jednom mjestu. Tako se na osnovu cijena i količina ponuđenog materijala za trgovanje, dogovaraju i zaključuju poslovi. Kada su u pitanju neorganizovana tržišta, njih odlikuje činjenica da su kupovine i prodaje tržišnog materijala unaprijed dogovorene među učesnicima.

Posrednici na organizovanim tržištima jesu berze koje svoju regulativu precizno i jasno definišu i usklađuju sa propisima koje donosi Komisija za hartije od vrijednosti.

Članovi berze - ovlašćeni učesnici - svoju regulativu usklađuju sa propisima komisije i berze. Sistemi za trgovanje koje koriste berze moraju da obezbijede održavanje integriteta trgovanja kroz poštena i jednaka pravila za sve učesnike. Na taj način se definiše struktura tržišta u skladu sa savremenim dostignućima iz te oblasti. Raznoliki su zahtjevi investitora za trgovanjem hartijama od vrijednosti koje daju ovlašćenim učesnicima na realizaciju. Shodno tome, i sistemi za trgovanje berzi moraju imati odgovarajuće modalitete za realizovanje takvih naloga klijenata. Isto tako, sistemi za trgovanje berzi moraju biti prilagođeni i vrstama materijala kojima se trguje, bilo da se radi o emisijama, trgovanju akcijama kompanija, ili državnih firmi, obveznicama, i ostalim finansijskim instrumentima.

Ovlašćeni učesnici, da bi postali članovi berze, moraju da ispune tehničko-tehnološke uslove za prijem i realizovanje naloga preko sistema berze. Zatim, treba da imaju licencirane brokere i dilere koji izvršavaju naloge klijenata. Procedure i kriterijume za prijem i pristup sistemu donosi berza. Takođe, nadzor nad radom svojih članova - ovlašćenih učesnika - sprovodi berza i, ukoliko se ukaže potreba preduzima odgovarajuće mjere prema njima. Cjelokupni proces trgovanja kontroliše Komisija za hartije od vrijednosti. Ovlašćeni učesnici odgovaraju za zakonitost realizovanih transakcija.

Komisija za hartije od vrijednosti definiše kojim se sve finansijskim instrumentima i na koji način može trgovati preko berzanskog sistema. Kada se ispune svi zakonom propisani uslovi, hartija od vrijednosti se kroz sisteme Centralne depozitarne agencije i berze registruje, i sa njom se može u određenom trenutku početi trgovati.

Davanje naloga za trgovanje prethodi dobijanje tačnih informacija o nekoj određenoj hartiji od vrijednosti. Konkretno, klijent treba da bude upoznat o cijenama i količinama neke hartije za koju je zainteresovan. Takve informacije dužan je dati broker. Procedura trgovanja mora biti jasno prezentirana potencijalnom klijentu. Klijent se prilikom potpisivanja Ugovora o zastupanju, u postupku kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti, upoznaje sa svim bitnim odrednicama iz ugovora. Svojim potpisom daje saglasnost na definisanu proceduru i, nakon identifikacije klijenta uvidom u lični dokument sa fotografijom, broker može početi sa realizacijom datog naloga. Nakon toga, ovlašćeno lice po redoslijedu prispjelih naloga unosi nalog u knjigu naloga, i broker je taj koji unosi nalog u sistem berze. Procedure prijema, unosa naloga u knjigu naloga i unošenje naloga u berzanski sistem za trgovanje moraju se realizovati u skladu sa jasno definisanim procedurama koje to propisuju. Nakon odrađenog posla za klijenta, broker je dužan obavijestiti ga o tome, dostaviti mu obračun posla i saopštiti kada će hartije koje je kupio biti prebačene na klijentov račun, ili, ukoliko je klijent prodao hartije, kada će mu novac biti isplaćen na njegov žiro-račun u banci. Dakle, čitav postupak od momenta davanja naloga za transakciju i potpisivanja Ugovora o posredovanju, pa sve do prijema hartija ili sredstava, jeste dokumentovan i u svakom momentu se može izvršiti provjera ukoliko se za to ukaže potreba.⁵⁵

Zaključene transakcije na berzi ona na kraju radnog dana importuje u sistem CDA radi daljeg postupka verifikacije trgovina i priprema za kliring i saldiranje. U sistemu

⁵⁵ Kopija kompletne dokumentacije koju posjeduje ovlašćeni učesnik (Ugovor o posredovanju, nalog za trgovanje, identifikacioni dokument klijenta) dostavlja se u Centralnu depozitarnu agenciju, tako da je kontrola neke transakcije olakšana dobijanjem dvojne dokumentacije i upoređivanjem bitnih elemenata iz nje. Na taj način je eliminisana mogućnost prepravke pojedinih elemenata iz dokumentacije od strane brokera ukoliko želi da izmjeni ili prikrije neku činjenicu.

kliringa i saldiranja Centralne depozitarne agencije vrši se razmjena podataka o realizovanim transakcijama i na osnovu njih izvršavaju obaveze. Operativnim procedurama dolazi do istovremenog transfera hartija od vrijednosti sa računa prodavca na vlasnički račun kupca i, novčanih sredstava sa računa kupca na žiro-račun prodavca. Tek nakon odradivanja ovih aktivnosti transakcija se smatra pravno realizovanom. Realno vrijeme za postupak saldiranja T+3 omogućuje da uplate i isplate novčanih sredstava preko inostranih banaka (ukoliko su klijenti ne-rezidenti) budu odradene brzo, tačno i efikasno.

Hartije od vrijednosti se mogu kupovati prilikom njihove prve ponude, odnosno emisije. Taj dio tržišta se naziva Primarno ili Emisiono tržište. Na taj način emitent dolazi do nedostajućih novčanih sredstava - gotovine - koja su mu potrebna za ostvarenje poslovnih ciljeva. U daljem prometu novoizdatih finansijskih instrumenata trgovina se obavlja na Sekundarnom tržištu. Narednim kupoprodajama hartija od vrijednosti mijenja se i njihov vlasnik. Uvijek kada neki vlasnik određene hartije od vrijednosti želi da dođe do gotovog novca, može tu hartiju prodati na sekundarnom tržištu. Ukoliko je ne proda, samim posjedovanjem hartije, investitor učestvuje u vlasništvu neke kompanije, i očekuje određene benefite u obliku upravljanja kompanijom (shodno procentualnom vlasništvu), ili dobijanjem dividende. Kao što je poznato, različiti su interesi investitora. Neki kupuju hartije očekujući brzi rast cijena da bi ih potom prodali i na taj način ostvarili zaradu u relativno kratkom vremenskom roku. Drugi investitori imaju drugačije interese pa kupuju hartije na duži period očekujući pogodnosti koje im obezbjeđuju upravljanje ili zaradu u obliku dividende.

4.2. METODE I PRAVILA REGULISANJA KUPOPRODAJNIH TRANSAKCIJA

Razvojem nauke razvijali su se i novi modaliteti ekonomskih odnosa i poslovanja. Usavršavali su se novi načini proizvodnje dobara i pružanja usluga. Slični procesi su se dešavali i u sferi finansijskih usluga. Inovacije su donosile nove finansijske proizvode i sve više učesnika u transakcionim procesima. Razvojem tržišta finansijskih usluga javljali su se i određeni problemi u poslovanju. Da bi brže i kvalitetnije rješavali probleme sa kojima su se suočavali, korisnici i aktivni učesnici u navedenim procesima su se međusobno dogovarali kako da to čine. Sa druge strane država, odnosno državni organi zaduženi za regulisanje tržišta finansijskih usluga, su morali da se uključe u aktivno rješavanje rastućih problema. Na taj način su, koristeći iskustva iz prakse direktnih učesnika, donosili pravne norme ponašanja koje su morali poštovati svi učesnici na tržištu.

Praksa u poslovanju na tržištima kapitala zemalja sa razvijenim ekonomskim sistemima ukazuje da je pravna regulativa za definisanje poslovanja podložna promjenama. Uzrok tome su rastuća tržišta kapitala, sve veći broj posrednika i učesnika sa ogromnim iznosima kapitala kojim se trguje. Takođe, rast finansijskih instrumenata od prvobitnih akcija i obveznica pa do novih finansijskih instrumenata i izvedenica, u velikom broju, razlog su za preciznije definisanje pravila tržišne utakmice. Činjenica je da su razvijena tržišta u zadnjih dvadesetak godina postala vrlo promjenjiva. Kako navodi

jedan autor⁵⁶, razlog za to je djelovanje tri faktora: postojanje tržišta izvedenih hartija od vrijednosti, pojave nove tehnologije i korišćenja novih tehnika u trgovanju. Promjenjivost tržišta se ogleda kroz poređenja vrijednosti hartija u određenim vremenskim intervalima (dnevne, nedeljne, mjesečne, tromjesečne cjenovne oscilacije). Takođe, promjenjivost se može posmatrati i sa aspekta kako javnost zapaža te promjene i kako na njih reaguje. Ukoliko investitori primjećuju da je stanje na berzama vrlo promjenjivo, oni tada ne žele da rizikuju i ulažu svoja sredstva. To se posebno odnosi na "krupnije" investitore. Tada dolazi do smanjenja obima prometa i do pada cijena hartija. Sitni investitori tada obično reaguju na način što prodaju svoje hartije, jer nemaju drugih mogućnosti za disperziju rizika, i dodatno utiču na pad cijena hartija.⁵⁷ Isti autor⁵⁸ dalje navodi kako se u periodu do 2000. godine ukupni napredak, koji je zabilježen u razvoju tehnika poslovanja hartijama od vrijednosti, pokazao vrlo kontroverznim. Takav skup tehnika poslovanja poznat je pod nazivom "programirana razmjena". Ovaj pojam se povezuje sa krizu na svjetskom tržištu kapitala koja se desila 1987. godine. Programirana razmjena znači nalog za kupovinu ili prodaju kojim se istovremeno obuhvata određeni broj različitih hartija od vrijednosti. Sistemi za trgovanje koji su se razvijali upravo su podržavali i podsticali mogućnost istovremene kupovine i prodaje određene grupe hartija od vrijednosti. Sposobnost za brze prodaje i kupovine grupe hartija od vrijednosti (blokovi hartija), koje su omogućavali sistemi poput Sistema za izvršavanje malih količina (DOTs sistem na Njujorškoj berzi, kao i kasnije usavršeni Super DOT sistem), značila je i nastajanje čitavog spektra berzanskih razmjena, poznatih pod imenom "planska razmjena". Mogućnost postojanja različitih brzina i tehnika kojima se realizuju pojedine tržišne strategije, dovela je do toga da se izvrši izmjena pravila trgovanja na Njujorškoj i Čikaškoj berzi. Plansko trgovanje išlo je ka tome da se propisima uredi duži vremenski period dozvoljenog trgovanja na berzama i da se na njima ugrade "osigurači", koji omogućavaju trenutni prekid rada berze nakon što vrijednost berzanskog indeksa padne na određeni nivo.⁵⁹

Poseban imperativ za regulatorne organe predstavlja donošenje kvalitetnih regulativnih normi i propisa kojima se uređuje poslovanje na tržištima kapitala, a koje, sa druge strane, treba da na najmanju moguću mjeru ograniče slobodu i efikasnost tržišnog poslovanja. Neke aktivnosti na tržištu kapitala jednostavno treba da uspostavi samo

⁵⁶ Vidi: Foley, J. Bernard "Tržišta kapitala", "MATE", Zagreb, str.224-235, 1998.

⁵⁷ Trenutno je slična situacija na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore i zemalja regiona. U takvoj situaciji ni promjena regulative neće biti od većeg značaja za stabilizaciju tržišta. Izuzetno od toga, regulativom treba uticati na stabilizaciju i rast tržišta na način što će se uvesti novi oblici hartija od vrijednosti (izvedene hartije, kratkoročne hartije), podsticati početak rada privatnih penzionih fondova, i raditi na regionalizaciji tržišta i omogućavanju trgovanja na ostalim tržištima.

⁵⁸ Vidi: Foley, J. Bernard, op.cit., str.224-235, 1998.

⁵⁹ Prekid rada berze, odnosno prekidanje trgovanja uslijed pada cijena akcija iznad određenog definisanog nivoa, može biti kontraproduktivno. U sličnoj situaciji se našla Beogradska berza, kada su u maju mjesecu 2008. godine predstavnici društava za upravljanje investicionim fondovima zbog konstantnog pada cijena hartija, tražili da odbor direktora berze donese odluku da se trgovanje prekine na određeni vremenski period. Takva odluka nije donešena. Kada se poredi dvije berze, kao što su Njujorška i Beogradska, veličine tržišta dvije zemlje, obim prometa hartija, vrste hartija kojima se trguje, kao i broj učesnika – investitora i emitenata čijim se hartijama trguje, onda se zaključuje da je odluka o prekidu rada berze bila sasvim ispravna. To bi na, ionako "plitko" i nerazvijeno tržište hartija od vrijednosti kakvo je srbijansko, dodatno uticalo na još veći pad cijena hartija što bi imalo nesagledive posledice, kako za Srbiju, tako i za region.

tržište. Odnos ponude i tražnje i cijene tržišnog materijala kao bitni elementi, dovode u ravnotežu odnos kupaca i prodavaca hartija od vrijednosti. Sve zajedno, i pravna regulativa i tržišne zakonitosti uspostavljaju stabilna i dugoročno uspješna tržišta. Prije svega, normativa ne treba da bude ograničavajući faktor ulaska na tržište kako investitora tako i posrednika. Normativne, i barijere definisane kroz visoke novčane osnivačke uloge samo će smanjiti broj potencijalnih učesnika. Isto tako, proceduralne teškoće posmatrane kroz veliki broj administrativnih ograničenja koje se odnose na otvaranje i davanje naloga za trgovanje investitorima, neće ići u prilog dobroj poslovnoj praksi privlačenja investitora. Troškovi ulaska i trgovanja na tržištu kapitala takođe su jedna od bitnih odrednica koje opredjeljuju investitore. Kada se procedura definiše u par jasno preciziranih pravila to će svakako doprinijeti boljem imidžu tržišta. Ta pravila i procedure moraju biti takva da spriječavaju sve moguće vidove potencijalnih zloupotreba i manipulacija na tržištu.

Postupci potpisivanja ugovora o zastupanju, davanje naloga za trgovanje, identifikacija klijenta, unošenja naloga za trgovanje u sistem berze, obračuni obavljenog posla, kliring i saldiranje i ostale aktivnosti na tržištu kapitala Crne Gore, dati su u Pravilima o načinu vođenja poslova ovlašćenih učesnika, Pravilima Berzi i Pravilima Centralne depozitarne agencije.

Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore je 2001. godine donijela pravila kojima se definišu načini i postupci vođenja poslova ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti. Da bi mogao poslovati na tržištu hartija od vrijednosti “ovlašćeni učesnik u obavljanju poslova mora obezbijediti pribavljanje informacija sa berzi, i to na jedan od sljedeća dva načina: da bude član na svim berzama, ili da posjeduje aktivan vizuelni pristup informacijama sa berze.”⁶⁰ Broker je prilikom potpisivanja ugovora o zastupanju za klijenta dužan upoznati istog o statusu zaposlenih u brokerskoj kući, kao i poslovima koje oni obavljaju. Klijent je sa druge strane obavezan dostaviti brokeru na uvid originalni važeći identifikacioni dokument sa fotografijom, ili punomoćje ovjereno kod Notara ili državnog organa ovlašćenog za ovjeru dokumenata, ukoliko u poslovima trgovine hartijama zastupa drugo lice. Davati savjete klijentu o trgovini hartijama, kao i obavljati poslove upravljanja portfeljom hartija od vrijednosti, može samo broker koji ima licencu za obavljanje poslova investicionog menadžera. Osim upoznavanja sa statusom zaposlenih, broker je dužan upoznati klijenta sa procentom ili iznosom njegove provizije i pravnom prirodom i iznosom bilo koje druge naknade koja se naplaćuje uz te poslove. Kada klijent prihvati prezentirane uslove iz Ugovora o zastupanju odnosno posredovanju i potpiše ga, tada je broker preuzeo obavezu da će izvršavati kupovine i prodaje hartija od vrijednosti po nalogima i za račun klijenta. U nalogu klijenta se nalaze jasno definisani elementi trgovine: vrsta naloga (kupovni ili prodajni), rok važenja naloga, količina i cijena hartije od vrijednosti koja je predmet trgovine, datum i vrijeme (čas i minut) prijema naloga. Kada se nalog unese u berzanski sistem trgovanja on može biti dat u nekom od modaliteta: aktivan, neaktivan i zadržan (to je nalog za koji od strane berze ili brokera nije dozvoljeno njegovo izvršenje). Nakon realizacije naloga klijenta, ovlašćeni učesnik je dužan obavijestiti klijenta o zaključenoj transakciji, na način što će mu dostaviti obračun obavljenog posla. Obračun sadrži sve navedene elemente kao i broj

⁶⁰ Vidi: član 1. Pravila o načinu vođenja poslova ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti *Sl. list RCG*, br. 57/01, 23/03, 64/03

računa klijenta kod CDA koji je za račun klijenta otvorio ovlašćeni učesnik, kao i obračun provizije sa specifikacijom troškova koje je broker imao za konkretnu transakciju. Ukoliko je klijent prodao hartiju od vrijednosti, ovlašćeni učesnik mu isplaćuje novac umanjen za troškove provizije, na njegov žiro-račun kod poslovne banke. U slučaju da je klijent dao nalog za kupovinu neke hartije od vrijednosti, on uplaćuje novčana sredstva na račun ovlašćenog učesnika. Broker klijentov račun (na kome se nalaze njegova sredstva) drži odvojeno od svojeg (jednog ili više) poslovnog računa, jer klijentov novac ne može služiti za plaćanje bilo koje obaveze ovlašćenog učesnika. Na crnogorskim berzama brokeri i dileri unose naloge u sisteme za trgovanje elektronskim putem sa svojih radnih stanica na kojima su instalirane klijentske aplikacije, i koje su elektronskim putem povezane sa stanicama za trgovanje berzi. Ovlašćeni učesnici su dužni poštovati pravila i sprovoditi njihove odredbe. Kontrolu poslovanja vrše berze, CDA i Komisija za hartije od vrijednosti. Osim što mora da posluje u skladu sa zakonskim normama, ovlašćeni učesnik, odnosno broker mora poštovati osnovna načela profesionalne etike u radu sa klijentima. Da bi štiti ugled klijenta broker mora da štiti ugled brokerske kuće za koju, i u kojoj radi. Time broker štiti i ugled cjelokupnog tržišta hartija od vrijednosti. Osnovno načelo koje bi brokeri u svom poslovanju morali da iskazuju jeste načelo jednakog tretmana za sve klijente. To znači da broker ne smije praviti razliku među klijentima po bilo kom osnovu. Kada klijent potpiše ugovor o zastupanju poslovima trgovanja hartijama od vrijednosti, tada je broker dužan da osigura sva prava trgovanja za klijenta, i da u poslovima kupoprodaje zastupa i štiti interese klijenata. Na taj način broker postupa sa pažnjom dobrog stručnjaka. Tako broker stiče povjerenje svog klijenta, a klijent brokera. Odnosi međusobnog povjerenja se upravo izgrađuju ovim putem.⁶¹

Osim osnovnih poslova koji se dešavaju na berzi, a to su poslovi kupovine i prodaje hartija od vrijednosti, berza se bavi i poslovima povezivanja ponude i tražnje u prometu hartijama od vrijednosti, utvrđivanjima i pružanjima informacija o ponudi, tražnji, kursnim listama i ostalim podacima o hartijama od vrijednosti.

Na Montenegro i NEX berzi se može trgovati sa hartijama od vrijednosti koje su:

⁶¹ Ovo načelo međusobnog povjerenja je naročito važno, posebno za poslovanje na crnogorskom tržištu hartija od vrijednosti. Za klijenta je važno, jer kada stekne povjerenje u svog brokera, onda je siguran, da će i pored obaveze obavješćavanja klijenta o svim bitnim pitanjima koja se tiču njegovih trgovina, biti redovno informisan o kretanjima na tržištu, što znači da će više svojih raspoloživih sredstava stavljati na raspolaganje brokeru kako bi ostvario korist od trgovanja. Isto tako, klijent očekuje od brokera da ga obavještava i o negativnim očekivanjima na tržištu i preporukama koje mu može dati samo broker u koga klijent ima puno povjerenje. Kada je u pitanju broker, onda je načelo međusobnog povjerenja za njega značajno iz razloga što može da trguje na riječ klijenta, posebno kada se radi o davanju naloga za kupovinu hartija. Broker će tada izvršiti kupovinu, odnosno realizovati kupovni nalog (često dat usmenim putem, bez trenutno potpisanog naloga). Ako nema povjerenje u svog klijenta broker taj kupovni nalog ne bi smio realizovati dok mu ne budu uplaćena sredstva za transakciju, ili potpisan nalog što često može biti kasno da bi se realizovala, u tom trenutku, povoljna transakcija za klijenta. Jer ako nema sredstava za saldiranje te transakcije, onda broker mora da izvrši obavezu plaćanja iz svojih sredstava, kako bi ispunio obavezu prema prodavcu hartija. Prema važećim pravilima, CDA će blokirati rad te brokerske kuće, i isključiti je iz poslovanja sve dok ne izmiri svoju obavezu. Kada se desi takva situacija broker mora izvršiti obavezu uplate sredstava, a njihovu nadoknadu, ukoliko mu klijent u međuvremenu ne uplati sredstva, će potražiti u redovnom sudskom postupku protiv klijenta.

- a) primljene za trgovanje u berzansku kotaciju. O načinu za prijem i trgovanje hartijama na listi za kotaciju berze odlučuje Komisija za kotaciju berze na osnovu Pravilnika o kotaciji. Ono što je bitno jeste to da kursevi hartija od vrijednosti koje su uključene u berzansku kotaciju ne mogu odstupati za više od 10% dnevno od zadnjeg službenog jedinstvenog kursa koji je bio prethodnog dana trgovanja,
- b) primljene za trgovanje na slobodnom berzanskom tržištu, i kod ove vrste trgovanja nema ograničenja kurseva (cijena) hartija od vrijednosti kojima se trguje.

Softver za trgovanje berze određuje redoslijed primljenih naloga od ovlašćenih učesnika na način da, kada su u pitanju aktivni kupovni nalozi, prednost imaju nalozi sa višom cijenom. Kada su u pitanju dati aktivni prodajni nalozi, prednost u trgovanju imaju nalozi sa nižom cijenom. Ako je u sistemu berze unešeno više aktivnih naloga sa istom cijenom, onda se redoslijed definiše prema vremenu registrovanja (unosa) naloga u sistem za trgovanje. Ukoliko ovlašćeni učesnik na zahtjev klijenta izvrši izmjene u cijeni i količini hartija ili, vrsti i oznaci naloga koji se već nalazi u sistemu berze kao aktivan, tada se nalogu dodjeljuje nova vremenska oznaka tačno onda kada je došlo do izmjene naloga.

Kako se navodi u pravilima rada crnogorskih berzi⁶², definisane su različite vrste naloga. To su:

1. tržišni nalog - nalogodavac/klijent ne postavlja ograničenja s obzirom na kurs;
2. ograničeni nalog - nalogodavac/klijent određuje prihvatljivi kurs kupovine (najviši) odnosno prodaje (najniži);
3. nalog bez dodatnih ili posebnih uslova, je nalog kod kojeg je pored obaveznih komponenata naloga, pri unosu u sistem trgovanja dozvoljen samo unos kursa. To mogu biti i tržišni i ograničeni nalozi;
4. nalog sa dodatnim uslovima načina prikazivanja i izvršenja, je nalog u kojem se pored obaveznih komponenti, unose i podaci o dodatnim uslovima za zaključenje posla odnosno za prikazivanje naloga na tržištu. Nalozi sa dodatnim uslovima načina prikazivanja i izvršenja su: **nalog sa rasponom**, **nalog sa rasponom i odstranjenjem neizvršene količine** i **nalog sa skrivenom količinom**;
5. nalog sa dodatnim uslovima vremena izvršenja, predstavlja nalog u kojem se pored obaveznih komponenti unosa, daju i vremenski uslovi važenja naloga. Ukoliko u sistemu trgovanja nije drugačije unešeno, nalog se prihvata kao dnevni nalog. Moguća je dodatna upotreba skrivene količine ili posebnih uslova izvršenja. Nalozi sa dodatnim uslovom vremenskog važenja su: **dnevni nalog** (važi samo na dan unosa), **otvoreni nalog** (važi do izvršenja na tržištu odnosno do opoziva naloga od strane člana Berze koji ga je unio), i **nalog (koji važi) do određenog datuma**;
6. nalog sa posebnim uslovima izvršenja, je nalog kod kojeg je pored obaveznih komponenti unosa dato i ograničenje najmanje moguće količine kojom je moguće zaključiti posao. To su sljedeći nalozi: **nalog sve ili ništa** (izvršava se

⁶² Pravila berzi, kako Montenegroberze i NEX berze, tako i berzi iz bližeg okruženja (zemlje bivše Jugoslavije) definišu uglavnom iste vrste naloga koji se koriste prilikom trgovanja.

samo ako je moguće izvršiti cjelokupnu količinu unesenu na nalogu), **nalog sa minimalnom količinom prvog zaključenog posla** (kod kojeg se prvi posao zaključuje sa količinom koja je jednaka ili veća od minimalne količine određene na nalogu, a zatim se nalog promijeni u ograničeni nalog za preostalu količinu), i **nalog sa minimalnom količinom svih zaključenih poslova** (kod koje se poslovi zaključuju samo sa količinom koja je jednaka ili veća od minimalne količine određenom na nalogu).

Pri unosu naloga dozvoljene su određene kombinacije dvije ili više različitih vrsta naloga.

Svi dnevni poslovi zaključeni u sistemu berze, na kraju radnog dana (u vremenu T+0) dostavljaju se u elektronskoj formi sistemu Centralne depozitarne agencije na dalju obradu, odnosno na postupak realizovanja kliringa i saldiranja. To su podaci o tome kog datuma i na kojoj je berzi transakcija zaključena, koji je ovlašćeni učesnik učestvovao na strani kupca a koji na strani prodavca pojedine hartije, zatim, podaci o vrsti hartije, količini i pojedinačnoj cijeni kao i ukupnoj vrijednosti transakcije. Ti podaci su konačni, i na osnovu njih se vrši saldiranje koje predstavlja zamjenu hartija od vrijednosti prodavca za novčana sredstva kupca hartija. Osim poslova kliringa i saldiranja Centralna Depozitarna Agencija obavlja i usluge registra dematerijalizovanih hartija od vrijednosti.

II INFORMACIONE TEHNOLOGIJE UČESNIKA NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

1. UZROCI POJAVE ELEKTRONSKOG REALIZOVANJA TRANSAKCIJA NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Da bi se mogao odvijati proces nekog oblika trgovine neophodno je da postoji određeni prostor na kome se trguje, zatim roba - proizvod kojom se trguje - odgovarajuća pravila na osnovu kojih se vrši trgovanje, kao i najmanje dva učesnika da bi transakcija bila izvršena. Počeci organizovanog trgovanja su bili na trgovima kao prostorima na kojima se mogao okupiti veći broj zainteresovanih ljudi. Iz praktičnih razloga proces trgovanja se seli u zatvorene prostore. U početku su to bile gostionice i kafane, da bi kasnije za namjenu trgovanja bile izgrađivane posebne prostorije i objekti. Kada se govori o predmetima kojima se trgovalo, onda se kao preteča berzi novca i berzi hartija od vrijednosti uzimaju robne berze. Na robnim berzama se trgovalo raznim vrstama roba i u raznim količinama. Broj učesnika je bio neograničen. U trgovanju su učestvovali kako oni koji su se vremenom izdvojili kao bolji poznavaoци samog procesa i načina trgovanja, pa sve do početnika u tom poslu.

Kada su u pitanju berze finansijskih instrumenata onda se kao jedan od uslova za uspješno trgovanje pojavila obaveza tipiziranja instrumenata. Osim standardizacije instrumenata kojima se trgovalo, kao bitan element jeste i to da su se vremenom izdvojili učesnici koji su se posebno specijalizovali za tu vrstu posla. Oni su kreirali pravila po kojima su se odigravali procesi kupoprodaje. Sve više zainteresovanih za trgovanje su umjesto da sami trguju tražili uslugu od tih specijalista da za njih obavljaju poslove kupoprodaje. Za takvu vrstu usluge su plaćali određeni iznos provizije.

Vremenom, broj učesnika je rastao, povećavao se broj finansijskih instrumenata za trgovanje, tražili su se načini i postupci za pojednostavljenjem procesa trgovanja, sve u cilju bržeg obrta i bržeg dolaska do gotovog novca ili hartija od vrijednosti. Udaljenost zainteresovanih i potencijalnih učesnika od mjesta na kojima su se dešavala trgovanja, takođe je bio razlog traženja savremenijih rješenja. To su bili neki od bitnih uzroka zbog čega se pristupilo traženju tehnološki naprednijih rješenja procesa trgovanja. Istovremeno se dešavao proces razvoja kompjuterske tehnologije i informacijskih dostignuća, tako da je sve to skupa dovelo do intenzivnog uvođenja modernih tehnoloških platformi na kojima su se zasnivali i danas zasnivaju procesi trgovanja. Sedamdesetih godina prošlog vijeka počeo je proces informacionog uvezivanja učesnika na tržištima kapitala, i odvijanja transakcija. Berze su sa jedne strane stvarale tehnološke platforme na koje su se brokeri uvezivali i trgovali. Isto tako su se berze sa različitih geografskih prostora i udaljenosti mrežno povezivale, kako bi razmjenjivale informacije i brokeri na njima trgovali. To je dovelo da se danas jedan finansijski instrument, kao što je, na primjer, akcija neke uspješne kompanije, može trgovati na više berzi.

Razvoj kompjuterske tehnologije i edukacija u njenoj primjeni i korišćenju, jesu veoma važan element koji utiče na podizanje nivoa tehnoloških dostignuća i znanja na tržištu hartija od vrijednosti. Brzina kojom se danas dešavaju procesi na globalnom

ekonomskom planu dovodi do sve većeg broja zainteresovanih potencijalnih korisnika berzanskih usluga. Informacije koje se mogu dobiti na globalnoj internet mreži omogućavaju potencijalnim učesnicima da na brz, jednostavan i siguran način mogu stupiti u kontakt sa posrednicima i trgovati na berzama širom svijeta. Elektronski načini realizovanja transakcija na tržištima hartija od vrijednosti danas se odvijaju drugačije, saradnja između učesnika je na znatno višem nivou, stvaraju se novi principi poslovanja. Upravljački procesi se danas drugačije koncipiraju od načina rada i modela kompanija iz ranijeg perioda. Oni su zasnovani na bazi razvijenih platformi za podršku u kreiranju politike, donošenju odluka i realizaciji procesa kupovine i prodaje hartija od vrijednosti. To doprinosi i veoma oštroj konkurenciji koja se danas zasniva na brzini dobijanja i dostavljanja informacija o vrstama i cijenama materijala kojima se trguje, i kvalitetu ponude takvih finansijskih instrumenata.

Problem predstavlja sigurnost u prenosu i korišćenju informacija na osnovu kojih se vrše realizacije transakcija. To je problem podjednako važan kako za kreatore softverskih rješenja i izrađivača hardvera kao podrške takvim rješenjima sa jedne strane, i regulatornih organa koji kreiraju normativna rješenja za sve učesnike na tržištu. Uspostavljanjem standarda među učesnicima i korisnicima koji imaju pristup berzanskim posrednicima i berzama, sigurnost se podiže na viši nivo, a samim tim smanjuje se mogućnost "upada" u otvorene sisteme i neželjene zloupotrebe.

2. OSNOVNI PRINCIPI I ULOGA REGULATIVE NA TRŽIŠTU U ZEMLJAMA SA RAZVIJENIM TRŽIŠTIMA KAPITALA

Normativom koja reguliše hartije od vrijednosti i trgovanje sa njima, treba obezbijediti sigurno i transparentno tržište za sve učesnike. Investitor je taj kome treba pružiti svu pravnu i svaku drugu zaštitu (garanciju njegove imovine u slučaju mogućih zloupotreba na tržištu). Dakle, mjerama koje preduzimaju regulatorni organi treba svesti rizik poslovanja, odnosno, sistemski rizik na najmanju moguću mjeru. To se postiže na način što su svi učesnici na tržištu hartija od vrijednosti dužni da poštuju propise i standarde koje donose regulatorna tijela. Posrednici – Berze i institucije koje vode poslove registra, kliringa i saldiranja - donose odgovarajuća pravila iz njihove nadležnosti. Oni su odgovorni za nadzor nad primjenom takvih pravila od strane brokerskih i dilerskih društava. Interne postupke za prijem naloga i potpisivanje ugovora o posredovanju donose sama brokerska i dilerska društva. Staraju se da postupaju u skladu sa datim nalogima klijenata – investitora. Zaokružen sistem pravnih normi i ponašanja učesnika (uključujući tu i vrhovna državna regulatorna tijela) treba da omogućiti preventivno i represivno dejstvo. Time se poštuju principi tržišnog poslovanja i uspostavljeni standardi tržišta hartija od vrijednosti razvijenih zemalja. Da bi se te aktivnosti uspješno realizovale neophodno je da postoji dobra saradnja između svih učesnika na tržištu. Takva komunikacija i saradnja ne treba da se odnosi samo na lokalne učesnike, već je jako značajno da međusobno sarađuju institucije sistema i učesnici sa svojim kolegama i partnerima, na međunarodnom nivou.

Princip jedinstvenosti međunarodnih računovodstvenih i revizorskih standarda i njihova primjena na lokalnim tržištima svakako je važan princip, a posebno sa stanovišta inostranih investitora. Njihova primjena omogućava da se dobiju javno i blagovremeno prikazani finansijski rezultati poslovanja svih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, kako posrednika, emitenata i kolektivnih investicionih šema (fondova). Na osnovu takvih informacija investitori donose konačne odluke o ulaganju svojeg kapitala u one subjekte za koje ocijene da je isplativo ulagati.

Tržište hartija od vrijednosti u Sjedinjenim Američkim Državama smatra se za jedno od najrazvijenijih u svijetu. Taj značaj ima i po osnovu "starosti", odnosno početaka organizovanog trgovanja sa hartijama od vrijednosti, kao i zbog dobre zakonodavne regulative koja je u primjeni. Teritorijalna razućenost velikih finansijskih centara u Sjedinjenim Američkim Državama, uslovlja je i zakonodavno organizovanje po teritorijalnom principu. Tako da postoje propisi na federalnom nivou, zatim na državnom i na kraju na granskom nivou.

Velika svjetska ekonomska kriza tridesetih godina prošloga vijeka uslovlja je da se i u Sjedinjenim Američkim Državama dogode procesi redefinisania zakonodavne regulative. "Slom berze" koji se dogodio 1929. godine bio je između ostalog uzrokovan i nepostojanjem vrhovnog regulatornog tijela i adekvatne regulative. Ogroman broj investitora koji su u tom periodu (poslije Prvog svjetskog rata) ulagali na tržište i kupovali akcije doveo je do naglog rasta tražnje i skoka cijena. Emisije koje su kompanije sprovodile dostigle su vrijednost od pedeset milijardi dolara. Pokušaji uspostavljanja rada regulatornog tijela koje bi uspostavilo ravnotežu nisu imali uspjeha, jer je sloboda ulaganja i želja za bogatstvom bila veća. Sa druge strane, pojedine

kompanije su se bavile manipulativnim poslovima i svoje poslovanje prikazivale uspješnim, što je bilo daleko od stvarnog stanja. Kada se vidjelo da su cijene akcija rasle uslijed berzanskih mahinacija, berzanski špekulanti su počeli da nude na prodaju velike količine akcija po nižim cijenama od tržišnih, što je uslovalo nagli pad cijena. Tada dolazi do "sloma berze". Kongres Sjedinjenih Američkih Država 1933. godine usvaja Zakon o hartijama od vrijednosti, a 1934. godine Zakon o komisiji za hartije od vrijednosti i berze (*Securities and Exchange Commission*). Tako je i u sferi pružanja finansijskih usluga došlo do izmjene pravila ponašanja učesnika. Dolazi do odvajanja finansijskih institucija po oblastima njihovog djelovanja i poslovanja. Zakonom o bankama, usvojenim 1933. godine, bankarsko poslovanje se odvaja od poslovanja sa hartijama od vrijednosti. Bankama se zabranjivalo da se bave poslovima posredovanja u trgovini sa hartijama od vrijednosti i njihovim emitovanjem. Na taj način se postavljao temelj za aktivnije, kvalitetnije i stabilnije ustanovljenje tržišta kapitala. **Uspostavljeni su potpuno novi principi poslovanja tržišta kapitala, koji su se zasnivali na javnosti i tačnosti podataka o poslovanju kompanija čijim se akcijama trgovalo na berzi, kao i na tome da se posrednici (berze i brokersko-dilerska društva) moraju odnositi prema investitorima pošteno i časno.** To je podrazumijevalo da su interesi investitora u prvom planu, odnosno da se nalaze ispred interesa zaposlenih u institucijama učesnicima. Pravila poslovanja berzi i brokera su se uskladila sa državnim zakonodavnom regulativom. To je uslovalo da su kompanije prije svega, uskladile svoje poslovanje u dijelu objavljivanja podataka o poslovanju sa propisima koje im je nametnula Komisija za hartije od vrijednosti i berze. Tako investitori dobijaju realnu sliku o hartijama od vrijednosti koje su ponuđene na berzi i odlučuju u koje od njih će investirati svoja slobodna novčana sredstva. Osim toga uspostavljeni su standardi i u dijelu obaveznog iznosa depozita za učesnike na tržištu, koji bi se aktivirali u slučaju neželjenih "potresa" na tržištu.

Međutim, razvojem tržišta i porastom broja investitora i materijala kojima se trguje na američkim berzama, i manipulatori na tržištu vide svoju šansu za profitiranjem na neregularan način. Problemi koji su se u međuvremenu javljali, kao što su nedostatak kontrole poslovanja velikog broja učesnika (posrednika prije svega), zatim, nedostatak njihove adekvatnosti kapitala, i slični problemi, doveli su do toga da se postojeća zakonodavna regulativa morala unaprijediti. Mijenjala su se pravila o poslovanju berzi, brokera i ostalih učesnika na tržištu. Sve su ovo zajedno bili i razlozi da se primjenom informacione tehnologije i informacionih sistema obezbijede zahtijevani standardi i principi elektronskog poslovanja. Mijenjali su se i usavršavali i propisi o postojećim i novim materijalima koji se koriste za trgovanje, ali osnove Zakona o hartijama od vrijednosti iz 1933. godine ostaju nepromijenjene sve do današnjih dana.

Kada su u pitanju tržišta hartija od vrijednosti na tlu Evrope, onda se može govoriti o razvijenim tržištima, berzama i institucijama koje na njima posluju. Prije svega tu se mogu ubrojati tržište hartija od vrijednosti i berza u Londonu, kao i veoma razvijena tržišta i tržišni materijali kojima se trguje na Pariskoj i Frankfurtskoj berzi.

Slični procesi i dešavanja uslovljena većim krizama, počev od velike ekonomske krize 1933. godine imali su jak uticaj i na evropska tržišta hartija od vrijednosti. Gledano sa aspekta liberalnosti propisa, regulativa je bila slična zakonodavnom ustrojstvu Sjedinjenih Američkih Država. Slično kao i u Americi, učesnici na tržištu su u tom periodu a i nakon toga sami donosili pravila ponašanja. Berze su kontrolisale učesnike

(brokere, emitente i ostale) koji su često izigravajući pravila radili malverzacije u namjeri da na nezakonit način dođu do sredstava. Nakon toga regulatorni organi su kreirali regulativu kojom su obuhvatili poslovanje svih učesnika. Dio regulative, što je bilo i tržišno opravdano, dodijeljen je učesnicima da mogu i dalje kreirati i sprovoditi interna pravila ponašanja i poslovanja. Međutim, sada su ti propisi potpuno usklađeni sa državnim tako da vrhovne regulatorne institucije kontrolišu njihovu primjenu kao supervizori.

Na tržištu Velike Britanije, od 1983. godine, kada je donešen Zakon o finansijskim uslugama, Ministarstvo trgovine i industrije i Centralna Banka, kreiraju regulativu tržišta kapitala. Osnov takve regulative jesu primjena međunarodnih računovodstvenih standarda, obavezno postojanje zakonom propisanog adekvatnog iznosa kapitala i, redovno i tačno finansijsko izvještavanje, kako bi investitori i svi učesnici na taj način bili u situaciji da na osnovu tako dobijenih informacija kreiraju svoju investicionu politiku. *Odbor za hartije od vrijednosti i investicije*, institucija koja kontroliše rad učesnika na tržištu hartija od vrijednosti u Velikoj Britaniji, jeste društvo sa privatnim kapitalom. Za razliku od regulatornih institucija u Sjedinjenim Američkim Državama i Francuskoj, koje su državni kontrolni organi. Kao privatna institucija, sredstva za svoje poslovanje obezbjeđuje kroz razne vidove naknada koje joj uplaćuju učesnici na tržištu.

Kako navode neki autori⁶³, Londonska berza je krajem 1990. godine bila glavna vodeća berza u svijetu po broju kompanija koje su se nalazile na kotaciji. Imala je 2.559 kotiranih kompanija od kojih su bile 2.006 domaće korporacije. Osim domaćih kotiralo se i 553 stranih kompanija, tako da je Londonska berza tada bila treća u svijetu po broju kotiranih stranih firmi, odmah iza Ženevske berze sa 718, i Njemačke kombinovane berze sa 555 kotiranih stranih kompanija. Londonska berza je prošla kroz korijenite procese transformacije. Prvo, obimna deregulacija tržišta započela je u oktobru 1986. Ovaj, takozvani *Veliki prasak (Big Bang)* bio je daleko ekstenzivniji nego onaj koji je iskusila NYSE 1975. godine, kada su fiksne stope provizije spuštene u skladu sa zahtjevima Kongresa. Londonska verzija je dozvolila puno strano vlasništvo članstva berze. Za razliku od NYSE, broj članova na Londonskoj berzi nije konačan. Tokom 1985. Berzi se pridružilo 86 novih članova, podižući ukupan broj članova na 5.009. Isti autori dalje navode da "postoje znatne razlike između britanske i američke tržišne terminologije. Na primer, termin "stock" u Velikoj Britaniji, po pravilu, znači *hartija od vrednosti sa fiksnim dohotkom*. Tako su "giltedged stocks" ili jednostavno "gilts", u stvari *dugovne emisije britanske vlade*, a ne *obične akcije (common shares)*. Ono što Amerikanci zovu "common stock (obična akcija)", Britanci zovu "ordinary share". Američke "trades" (trgovine) su britanske "deals" (dilovi). Amerikanci smatraju da nelistirana kompanija trguje na vanberzanskom tržištu (OTC). Za stanovnike Londona zaista postoji "nelistirano tržište" (*unlisted market*), ali je ono stvarni deo berze."⁶⁴

U Francuskoj su tri institucije vršile nadzor nad učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti. To su bile: Komisija za berzanske poslove, Savjet za disciplinu finansijskog menadžmenta i Savjet za finansijsko tržište. Godine 2003. ove tri institucije su se

⁶³ Vidi: Dugalić, Veroljub, Štimac, Milko *Osnove berzanskog poslovanja*, Stubovi kulture, Beograd, str.358-359, 2006.

⁶⁴ Vidi: Ibid

ujedinile u jedinstveni vrhovni regulatorni organ – *Upravu finansijskog tržišta (Autorite des marches financiers-AMF)*. Slično kao i u drugim državama, ova institucija kreira i sprovodi politiku unaprijeđenja tržišta i njegove kontrole.

Kako smatraju isti autori⁶⁵, Pariška berza je najveća od sedam francuskih berzi i na njoj se trguje sa preko 95% ukupnog obima. Ova berza je 1989. godine ukinula sistem trgovanja na parketu i zamijenila ga sa CAC (*Compagnie des Agents de Change*) elektronskim sistemom trgovanja koji je modeliran prema sistemu CATS koji koristi berza u Torontu.

Tržište hartija od vrijednosti, kao promjenjiva kategorija u smislu inovacija, zahtijeva i pravno regulisanje uvođenja u tržište novih proizvoda i načina pružanja usluga. Posebno ako se uzme u obzir međunarodna dimenzija poslova trgovanja sa hartijama od vrijednosti. Globalizacija i procesi koji se dešavaju zahtijevaju i veći stepen deregulacije u poslovanju. Međutim, osnov svih pravnih normi u zemljama gdje postoje razvijena tržišta kapitala jeste zaštita investitora. Zbog toga postojeća regulativa mora postojati, a regulatorni organi iznaći modalitete njenog prilagođavanja nastalim okolnostima, sve u cilju smanjenja sistemskog rizika u koji mogu zapasti pojedina tržišta.

Svjetske berze su formirale Federaciju svjetskih berzi (*World Federation of Exchange-WFE*), koja broji 56 članica. One zajedno pokrivaju oko 97% ukupne svjetske tržišne kapitalizacije. Kao članovi Federacije svjetskih berzi pojavljuju se i Njujorška berza (*New York Stock Exchange*), zatim Tokijska berza (*Tokyo Stock Exchange*) i Euronext. Tržišna kapitalizacija berzi koje su u članstvu Federacije na početku 2007. godine iznosi oko 50.000 milijardi dolara. Osim punopravnih, Federacija ima 21 pridruženog člana. Sekretarijat Federacije se nalazi u Parizu. U bordu direktora Federacije ima 15 članova, predsjednik, zamjenik predsjednika i članovi borda, koji se imenuju na dvije godine na sjednici generalnog zasijedanja. Radni komitet rukovodi pitanjima politike za iznalaženje najboljih rješenja saradnje na internacionalnom nivou. Ta se procedura zasniva na iznalaženju boljih rješenja u prevazilaženju proceduralnih problema među berzama članicama.

Federacija Evroazijskih berzi (*The Federation of Euro-Asian Stock Exchange-FEAS*), formirana je 16. maja 1995. godine udruživanjem 12 članica berzi. Danas ova federacija broji 32 člana i 9 pridruženih članica. Članstvo u federaciji može imati svaka berza iz Evrope i Azije. Sve do 2009. godine poziciju predsjedavajućeg i zamjenika predsjedavajućeg će imati Istanbul i Kairo i Aleksandrijska berza. Organ upravljanja FEAS-a je generalna skupština sastavljena od 32 člana, koja zasijeda jednom godišnje u nekoj od zemalja članica. Izvršni komitet broji 12 članova i odgovoran je za razvojnu politiku FEAS-a, i za izradu osnovnih administrativnih odluka i procedura pod mandatom generalne skupštine.

Federacija Evropskih berzi (*The Federation of European Securities Exchanges-FESE*) predstavlja učesnike evropskih berzanskih regulatora uključujući tržišta hartija od vrijednosti, finansijskih derivata, tržišta energenata i roba. Sa 24 člana, FESE je reprezent blizu 40 berzi iz svih zemalja Evropske unije, Islanda, Norveške i Švajcarske. Kroz aktivnosti članova na globalnom planu FESE ima saradnju sa raznim regulatornim tijelima iz čitavog svijeta. Federacija Evropskih berzi takođe ima saradnju sa evropskim organizacijama za kliring i saldiranje i depozitarnim organizacijama, a posebno ima

⁶⁵ Vidi: Ibid, str.362

tijesnu saradnju sa Evropskom asocijacijom Centralnih računovodstvenih klirinških kuća (*European Association of Central Counterparty Clearing Houses-EACH*). Osnovnu saradnju na evropskom nivou ima sa Evropskom komisijom, Evropskim parlamentom, Evropskim komitetom za zaštitu, i Komitetom evropskih regulatora za tržišta hartija od vrijednosti. Na internacionalnom nivou, FESE ima razvijenu saradnju kroz dijalog, posebno sa Komisijama za hartije od vrijednosti i IOSCO-om (Svjetskom organizacijom komisija za hartije od vrijednosti).

3. DOSTIGNUTI NIVO PRIMJENE INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA TRŽIŠTIMA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI RAZVIJENIH ZEMALJA

Savremena informaciona tehnologija omogućava njenim korisnicima da dođu u posjed pravovremenih informacija o tržištima hartija od vrijednosti i trgovanja na njima. U svijetu postoje informatičke kompanije koje obezbjeđuju širok spektar informacija o kretanjima na tržištima kapitala neophodnih u procesima investiranja. Te informacije se odnose na vrste tržišnog materijala, na kretanje pokazatelja i dinamiku trgovanja, na podatke o poslovanju akcionarskih firmi, njihovim kvartalnim i godišnjim izvještajima, na preglede trgovanja na globalnim tržištima. Neke od tih kompanija su: Bloomberg, Standard i Pours (S&P), Reuters (Trader Station, Extra ili Reuters Plus), Tomson, Morgan Stanley, FT Interactive Data.

Takođe, danas su razvijeni i različiti sistemi za trgovanje hartijama od vrijednosti. Ovi sistemi omogućavaju lako povezivanje sa različitim platformama za trgovanje radi brzog i kvalitetnog izvršenja naloga, obrade transakcija za najkraće moguće vrijeme. Oni omogućavaju i jednostavno i sigurno povezivanje sa računovodstvenim sistemima, kao i sistemima bankarskih institucija. Svakako da se budućnost trgovanja hartijama od vrijednosti sve više orijentiše ka elektronskoj trgovini. Tako se i berze kao institucije – posrednici, putem kojih se obavljaju transakcije kupovine i prodaje - orijentišu na tehnologije i sisteme koji će na najbolji mogući način odgovoriti ovakvim izazovima.

Njujorška berza (NYSE - New York Stock Exchange)

Njujorška berza je berza sa najvećim dnevnim prometom i najvećom vrijednošću ostvarenog prometa na svijetu. Na njoj se nalazi i trguje sa akcijama preko 3.000 kompanija iz Amerike i čitavog svijeta. Likvidnost, i kvalitet ponuđenih hartija od vrijednosti su osnovne odlike Njujorške berze. Broj kotiranih kompanija i veliki obim prometa jeste osnov za transparentnost, što u principu i opredjeljuje brojne investitore da posredstvom posrednika kupovine i prodaje obavljaju upravo na njoj. Osnovana je 1792. godine i počela sa radom kada su 24 njujorška berzanska mešetara i trgovca potpisali "Buttonwood-ski sporazum". Tim sporazumom su uređena prava i obaveze investitora i emitenata. Godine 1817. članovi Njujorške berze su donijeli i njen statut i formirali upravni odbor. Sve do 1975. godine prošlog vijeka međusobne trgovine su se realizovale uz fiksne provizije. Danas se na Njujorškoj berzi trguje akcijama najuspješnijih preduzeća (tzv. *blue chip* akcije), a osnovni tipovi hartija od vrijednosti kojima se trguje su obične i preferencijalne akcije (*common and preferred stock*), obveznice (*bonds*), konvertibilne obveznice (*convertible bonds*), opcije, prava i garancije (*warrants*) i druge hartije.

Brokeri i Specijalisti predstavljaju agente koji se nalaze na parketu Njujorške berze i obavljaju transakcije kupovine i prodaje hartija od vrijednosti. Brokeri realizuju dobijene naloge svojih klijenata i kupuju ili prodaju akcije kojima specijalisti trguju. Specijalisti berze, odnosno stručnjaci berze (*market mejkari*) su zaposleni u specijalizovanim brokerskim kućama i oni održavaju tržište za pojedine akcije na način što mogu trgovati i za svoj račun i tako održavati relativnu stabilnost berze. Oni

stabilizuju kretanja na berzi "kontrolisanjem" kupovnih i prodajnih naloga i cijena hartija u vrijeme turbulencija na tržištu. To rade na način, da kada postoji velika neravnoteža prodajnih naloga, kupuju hartije da bi stabilizovali cijenu te hartije. Kako je neophodan veći iznos raspoloživih sredstava za obavljanje funkcije stabilizovanja tržišta, specijalisti se često organizuju kao firme u broju od dvije do dvadeset članova. Tako formirane firme mogu djelovati na tržištu za više od jedne hartije od vrijednosti. Međutim, za svaku hartiju na berzi je zadužen samo jedan specijalista. Nakon transakcija oni svaku novu cijenu odmah bilježe u svoje knjige i putem kompjutera u relativno kratkom roku (često za manje od 15 minuta) obavještavaju sve učesnike na berzi, i one koji putem računara prate trgovanja na berzi o postignutim cijenama. Na Njujorškoj berzi poslove obavlja oko 60 specijalizovanih brokerskih kuća sa svojim predstavnicima – specijalistima. Osim Njujorške berze na američkom tržištu hartija od vrijednosti posluju i Američka berza (AMEX), OTC tržište (preko šaltera), NASDAQ elektronsko tržište (prvo svjetsko elektronsko tržište akcijama)⁶⁶, i Regionalne berze (kao što je, na primjer Pacifička berza).

Kako je došlo do uvođenja informacione tehnologije na Njujorškoj berzi objašnjavaju pojedini autori.⁶⁷ Da bi razvila sistem nacionalnog trgovanja među svim tržištima u Americi, Njujorška berza je 1977. godine razvila elektronski sistem nazvan *Sistem trgovanja između tržišta (Intermarket Trading System – ITS)*. On omogućava brokerima da se sa jednog mjesta za trgovanje povežu elektronski sa drugim (udaljenim) centrom. To je značilo da klijenti mogu dobiti podatke o različitim tržištima, odnosno o cijenama, količinama i drugim elementima instrumenata koji se trguju. U navedenu komunikacionu mrežu za trgovanje su se povezale svih sedam glavnih berzi u Americi, tako da brokeri izvršavaju naloge na onoj berzi na kojoj su cijene najpovoljnije za klijenta. Povezivanje sa tržištima van Amerike, i pružanje informacija o trgovanjima na Njujorškoj berzi, bio je sledeći korak u informatizaciji poslovanja. Tako je NYSE 1952. godine uvela sistem poslovanja zakupljenih linija svoje telegrafске službe. Povećani obimi prometa na berzi, velika zainteresovanost za kotiranje panameričkih kampanija, kao i sve veća zainteresovanost investitora za učešćem u trgovanju na Njujorškoj berzi, doveli su da se 1973. godine instalira *Sistem tržišnih podataka dva (Market Data System Two.)* Ovaj sistem je predstavljao jezgro tehnoloških komunikacionih rješenja na osnovu kojih su se širom svijeta prezentovale informacije o trgovanju na berzi. Tri godine kasnije razvijen se *elektronski sistem obrtanja usmjerenih naloga (Designated Order Turaround System – DOT)*. U početku je bilo predviđeno da sistem elektronskim putem prenosi 100 naloga iz poslovnih ureda kompanija članica berze na pult za trgovanje na berzi. Uslijed naraslih zahtijeva u narednih četiri godine, sistem je mogao da obradi više od 35.000 naloga dnevno, ili 50% svih transakcija koje su se realizovale na

⁶⁶ NASD (nacionalno udruženje trgovaca hartijama od vrijednosti) koje je u to vrijeme posjedovalo tržište NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations* - Automatizovana kompjuterska mreža koja obezbjeđuje uvid u cijene proizvoda berze. Tehničkim jezikom rečeno, to je ekran na kome se vide sve cijene na berzi), i AMEX (Američka berza), su se ujedinili 1998. godine i nova institucija je funkcionisala pod nazivom Nasdaq-Amex Market Group. Zbog različitosti poslovnih ideologija dvije institucije su se razdvojile poslije godinu dana. Godine 2000. NASD je prodao svoj udio u NASDAQ-u zadržavajući vlasništvo u AMEX-u.

⁶⁷ Veroljub Dugalić, Milko Štimac, *Osnove berzanskog poslovanja*, str.315-322, Stubovi kulture, Beograd, 2006.

berzi. U daljem poslovanju Njujorška berza se susreće sa novim izazovima. Razvoj informacione tehnologije, pojačana konkurencija sa vanberzanskih tržišta, proširenje palete instrumentima za trgovanje kao što su fjučersi i opcije, povećan obim prometa i drugi činioci uslovlili su da se 1984. godine postojeći sistem za trgovanje zamijeni novim – SUPER DOT 250 sistemom.⁶⁸

Američka berza (*American Stock Exchange* - AMEX) takode sa sjedištem u Njujorku, predstavlja drugu po veličini tradicionalnu berzu u Sjedinjenim Američkim Državama. Akcije preduzeća koja ne mogu da ispune jako rigorozne uslove da bi se kotirale na Njujorškoj berzi, trguju se na ovoj berzi. Takode, na Američkoj berzi se trguju i hartije manjih kompanija koje su od nacionalnog interesa, i akcije novoformiranih, i firmi sa ne dugim poslovnim stažom i imidžom. Ona predstavlja najveću berzu inostranih berzanskih proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama. Način trgovanja je organizovan slično trgovanju na Njujorškoj berzi, broker na parketu – specijalista berze.

Hartije od vrijednosti koje se ne trguju na organizovanim tržištima kao što su Njujorška i Američka berza, trguju se vanberzanski preko OTC tržišta. To je tržište na kome se transakcije obavljaju elektronskim putem, a prvo takvo tržište u svijetu jeste NASDAQ tržište.

Tokijska berza (Tokyo Stock Exchange Co. Ltd)

Prvi vrijednosni papiri sa kojima se počelo trgovati u Japanu bile su državne obveznice. Sistem trgovanja se zasnivao na pregovaranju oko cijena i količina. Tako je od strane učesnika došlo do formiranja javne institucije putem koje je počelo nadmetanje. To se dešavalo sedamdesetih godina devetnaestog vijeka, tako da je u maju 1878. godine donešena Direktiva da se osnuje Tokijska berza (*Tokyo Stock Exchange Co. Ltd*), nakon čega je, 1. juna, počelo trgovanje.

Prvi Zakon o hartijama od vrijednosti u Japanu donešen je 1943. godine. Te godine je tadašnjih jedanaest berzi ujedinjeno tako da je stvorena kvazi-javna kompanija "Japan Securities Exchange". Zbog dešavanja u Drugom svjetskom ratu (posebno zbog bombardovanja Japana od strane zapadnih saveznika), trgovanje na svim japanskim berzama je prestalo od 10. avgusta 1945. godine. Prekid je trajao relativno kratko tako da je trgovanje nastavljeno u decembru iste godine. «Japan Securities Exchange» je prestala sa radom u aprilu 1947. nakon što je marta mjeseca donešen novi Zakon o hartijama od vrijednosti (*The Securities and Exchange Law*). Zvanično su dana 1. aprila 1949. osnovane tri berze i to: u Tokiju, Osaki i Nagoji. Trgovina na ovim berzama je počela 16. maja. Jula mjeseca 1949. godine osnovano je pet novih berzi u Kjotou, Kobeu (koja je prestala sa radom u oktobru 1967.), Hirošimi, Fukuoki i Niagati (koje su pripojene Tokijskoj berzi u martu 2000. godine). Berza u Saporou je osnovana u aprilu 1950. godine.

⁶⁸ Na primjeru Njujorške berze se dokazuje nekoliko hipoteza. Prva je da se na nacionalnom tržištu na kome posluje više berzi i pored raznih specifičnosti uslovljenih trgovanjem različitim instrumentima, mogu uspostaviti standardni moduli elektronskog poslovanja. Druga je da je takvo poslovanje (elektronsko) efikasnije i brže od dotadašnjeg. Treća je da se primjenom informacione tehnologije informacije o kretanjima na Njujorškoj berzi elektronskim putem šire cijelim svijetom, a posebno dolaze do onih koji aktivno učestvuju u trgovanjima. Četvrta hipoteza se ogleda u tome da se ostvaruju značajnije uštede u poslovanju jer su transakcioni troškovi (troškovi korišćenja interneta) niži ukoliko se cjelokupan proces trgovanja obavlja elektronskim putem.

Članovi berzi u Japanu, kako navodi jedan autor⁶⁹, mogu biti domaće institucije, kao i inostrane, one koje se bave poslovima trgovanja sa hartijama od vrijednosti. Članstvo na berzama se uz ispunjenje odgovarajućih uslova može kupiti i ono je podijeljeno u tri vrste:

- redovni članovi koji mogu biti brokeri ili dileri;
- "saitori" članovi, i oni ne mogu biti dileri, odnosno ne mogu trgovati za sopstveni račun, već se bave posredništvom između redovnih članova;
- specijalni članovi koji obavljaju specijalne transakcije na berzama u Tokiju i Osaki, odnosno obavljaju one transakcije koje se ne mogu obavljati na drugim berzama u Japanu.

Gledano sa aspekta obima prometa i broja realizovanih transakcija, najveća berza u Japanu jeste Tokijska berza. Na njoj se trguje kroz tri segmenta. Prvi segment je onaj na kome se trguje akcijama najkvalitetnijih kompanija, kao što je slučaj sa Njujorškom berzom. Drugi dio jeste onaj na kome se trguje akcijama kompanija sa nešto nižim rejtingom, slično kao na Američkoj berzi, i treći segment obuhvata trgovanje akcijama inostranih kompanija. Osim Tokijske berze kao velike se smatraju i berza u Osaki i berza u Nagoji, tako da se preko navedene tri berze realizuje preko 95 % prometa u Japanu. Ukupno na teritoriji Japana posluje osam berzi.

Tokijska berza je sve do novembra mjeseca 2001. godine poslovala kao ortačko društvo. Izmjena Zakona o trgovini hartijama od vrijednosti omogućeno je da počev od prvog novembra iste godine Tokijska berza posluje kao akcionarsko društvo, i za svoj rad odgovara direktno Premijeru Vlade Japana. Ona posluje kao dio grupacije "Tokyo Stock Exchange Group, Inc.", sa osnovnim ciljem da osigura stabilno poslovanje tržišta hartija od vrijednosti koje predstavlja veoma značajan segment japanske privrede.

"Osnovne djelatnosti Tokijske berze su:

- Snabdijevanje tržišta

Trgovina na berzi se kontinuirano obavlja u toku svake sesije trgovanja uz korišćenje kompjuterskih sistema trgovine u skladu sa pravilima berze. Cijene transakcija su dostupne javnosti.

- Nadgledanje trgovine

Trgovina u stvarnom vremenu (*real-time* trgovina) preko kompjuterskih sistema trgovine, kao i obavljene transakcije pažljivo se nadgledaju sa ciljem da se obezbijedi usaglašenost sa pravilima berze i pravilno utvrde cijene. U slučaju kršenja pravila, neprimjerenog ponašanja ili nepravilnosti u trgovanju, preduzimaju se odgovarajuće mjere.

- Listing hartija od vrijednosti

Za trgovinu hartijama od vrijednosti na Tokijskoj berzi primjenjuju se kriterijumi za listing koje utvrđuje i odobrava "Tokyo Stock Exchange Group, Inc."

- Nadgledanje hartija od vrijednosti kojima se trguje

Tokijska berza stalno nadgleda kompanije i hartije od vrijednosti koje su na listingu kako bi se ispunili visoki standardi listinga. Berza može obustaviti trgovinu hartijama od vrijednosti ili skinuti hartije od vrijednosti sa listinga berze ukoliko kriterijumi listinga nisu ispunjeni. U cilju zaštite investitora i obezbjeđivanja fer i transparentnih transakcija, berza zahtijeva precizno, brzo i nepristrasno saopštavanje

⁶⁹ Vidi: Foley, J. Bernard *Tržišta kapitala*, "MATE", Zagreb, str.65-68, 1998.

informacija o kompaniji i hartijama od vrijednosti. Pravila u vezi sa saopštavanjem korporativnih informacija navedena su u Zakonu o trgovini hartijama od vrijednosti. Takođe, berza pruža smjernice za pravovremeno saopštavanje važnih informacija o poslovnim aktivnostima kompanija, i obezbjeđuje sistem arhiviranja koji investitorima olakšava pristup dokumentima koji sadrže ove informacije.

- Kontrola učesnika trgovine

Učesnici u trgovini su lica koja obavljaju transakcije na tržištu Tokijske berze. Da bi se garantovala sigurnost transakcija i ispunile obaveze berze prema široj javnosti, učesnici moraju voditi računa o povjerljivosti i održavati visok nivo kvaliteta. Sa tim ciljem, na berzi je uveden sistem provjere koji podrazumijeva sprovođenje detaljnih istraga kako bi se utvrdilo poslovno i imovinsko stanje budućih učesnika u vrijeme njihovog prijavljivanja za dobijanje dozvole za trgovanje hartijama od vrijednosti.”⁷⁰

Kako navodi jedan autor⁷¹, na Tokijskoj berzi se trguje na dva načina: jednim brojem hartija od vrijednosti se trguje na parketu (250 akcija kompanija kojima se najaktivnije trguje), a drugim brojem hartija se trguje elektronski. Trgovanje na parketu (aukcija) realizuju “saitori” članovi. Oni kao posrednici između redovnih članova uparuju njihove kupovne i prodajne naloge. Kao i na ostalim svjetskim berzama trgovina se zaključuje na osnovu cijenovnih i vremenskih prioriteta. Prednost imaju nalozi sa povoljnijom cijenom, a ako ima naloga sa istim cijenama onda prioritet imaju nalozi vremenski ranije dati. Računarski sistem za trgovanje na Tokijskoj berzi je preuzet od berze u Torontu. Takav elektronski sistem za trgovanje hartijama od vrijednosti koristi i Pariska berza. Brokeri i dileri unose naloge članova u računarski sistem i kada se oni upare po cijeni i količini tada se transakcija zaključuje i učesnici dobijaju informacije o realizovanim transakcijama putem kompjuterskih ekrana.

“Dana 16. aprila 2007. godine, Tokijska berza je postala prva važnija svjetska berza i prva berza u državi koja je usvojila sertifikate “ISO/IEC27001:2005 / JIS Q 27001: 2006”, koji predstavljaju svjetske standarde za *Information Security Management System* (ISMS). Berza je prethodno usvojila ISMS sertifikate u skladu sa svjetskim standardima “BS7799-2:2002” i “ISMS Conformity Assessment Ver. 2.0” u aprilu 2006. i tako kompletirala prelazak na svjetske standarde “ISO/IEC27001:2005 / JIS Q 27001: 2006”. Sertifikati su dati kao priznanje Tokijskoj berzi za niz aktivnosti koje se odnose na bezbjednost informacija i prilagođavanje svjetskim standardima.”⁷²

“ISO27001 sertifikat predstavlja sertifikacionu šemu na osnovu koje tijela za procjenu i sertifikaciju ocjenjuju usklađenost sa “ISO/IEC27001:2005 / JIS Q 27001: 2006”, koji predstavljaju svjetske standarde u oblasti Sistema upravljanja bezbjednosti informacijama (ISMS). Tijela za akreditaciju su UKAS (*United Kingdom Accreditation Service*) i JIPDEC (*Japan Information Processing Development Corporation*).”⁷³

Elektronski način realizovanja transakcija, odnosno process izvršavanja naloga, kako navode neki autori⁷⁴, koji uključuje jednu od aktivnih 150 emisija, odrađuje se ručno na sljedeći način. Prvi korak se sastoji u tome da član berze (kompanija koja se

⁷⁰ Vidi: izvod iz pravila poslovanja Tokijske berze, www.tse.or.jp

⁷¹ Vidi: Foley, J. Bernard *Tržišta kapitala*, “MATE”, Zagreb, str.65-68, 1998.

⁷² Vidi: arhiva Tokijske berze, www.tse.or.jp

⁷³ Vidi: www.ukas.com, www.jipdec.jp

⁷⁴ Vidi: Dugalić, Veroljub, Štimac, Milko *Osnove berzanskog poslovanja*, Stubovi kulture, Beograd, str.356, 2006.

bavi poslovima sa hartijama od vrijednosti) primi nalog klijenta. Tada se nalog iznosi na parket službeniku koji obavlja posao za tu kompaniju. Nalog se može dati ili telefonskim putem ili kompjuterski. Kada primi takav nalog, službenik ga prosljeđuje na onaj dio parketa na kome se trguje tom industrijskom grupacijom i uručuje ga "saitori" članu, koji postupi po njemu i usklađuje ga sa suprotnim nalogom, putem aukcije.

Londonska berza (The London Stock Exchange)

Londonska berza predstavlja jednu od najstarijih berzi na svijetu. Početak organizovanog evidentiranja i trgovanja pojedinim vrstama roba u Londonu vezan je za 1698. godinu kada je Džon Kasting (John Castaing) počeo sa javnim izdavanjem (prezentovanjem) spiska akcija i cijena pojedinih roba. On je čitav proces nazvao "promjenjivi kurs i druge stvari", a evidentiranje i trgovanje se odvijalo u Džonovoj kancelariji u kojoj su učesnici uz kafu realizovali dogovorene trgovine. Godine 1986. Londonska berza prerasla je u Međunarodnu berzu Ujedinjenog kraljevstva i Republike Irske.

Prema jednom autoru⁷⁵, danas se na Londonskoj berzi trguje na glavnom tržištu (sa kvalitetnim finansijskim materijalima), i na slobodnom tržištu (sa akcijama kompanija koje imaju slabiji rejting). Servisi za trgovanje su pravljani da udovolje svim mogućim zahtjevima svih učesnika na tržištu, kako kupaca tako i prodavaca. Platforme za trgovanje su projektovane za maksimalnu likvidnost hartija od vrijednosti kojima se trguje na njima. Baziraju se na principima maksimalne brzine i efikasnosti odvijanja transakcija, kao i transparentnim procesima i minimalnim troškovima. Elektronski servis za primanje naloga (SETS-Service Content) uključuje FTSE 100 finansijske materijale za trgovanje, kao i najlikvidnije hartije od vrijednosti - FTSE 250 hartija.

Na Londonskoj berzi postoji 6 tipova naloga koji se mogu koristiti u SETS-u, i to su:

- limitirani nalog, koji predstavlja cijenovno određeni nalog koji će stajati u u knjizi naloga dok mu ne istekne rok, i tada se briše ako se u potpunosti ne realizuje;
- tržišni nalog, koji nije cijenovno određeni nalog;
- nalog nazvan "ledeni brijeg", a to je cijenovno određeni nalog. Davaoc naloga treba da odredi ukupnu količinu i vidljivu količinu. Vidljiva količina je količina hartija od vrijednosti koja se vidi na berzi kao limitirani nalog. Ona može biti manja ili jednaka ukupnoj količini naloga "ledeni brijeg". Ukupna količina naloga umanjena za vidljivu količinu naloga jednaka je onoj količini koja se ne vidi u sistemu berze. Kada se vidljiva količina naloga realizuje ona se zamjenjuje novom vidljivom količinom dok se nalog u potpunosti ne realizuje, modifikuje ili izbriše;
- Najpovoljniji nalog jeste nalog koji se realizuje po najpovoljnijoj cijeni;
- "Puni ili ubij" (*fill or kill*) nalog, predstavlja nalog kojem može ili ne može biti neodređena cijena;
- Izvrši ili eliminiši nalog jeste vrsta naloga koji ima tačno utvrđenu cijenu hartije.

I limitirani i tržišni nalozi, koji imaju tačno definisano vrijeme do kojeg im može isteći rok, upisuju se u knjigu naloga. Novi nalozi, koji mogu biti unijeti jedino od strane SETS učesnika, se izvršavaju po redoslijedu vodeći računa o postojećim nalogima. Svi

⁷⁵ Vidi: Foley, J. Bernard *Tržišta kapitala*, "MATE", Zagreb, str.202-210, 1998.

nalozi se realizuju po vremenskom i cijenovnom prioritetu. Nalozi se mogu mijenjati promjenom apsolutne ili relativne cijene naloga, i količine hartija.

Elektronski servis SETSmm⁷⁶ je sličan SETS knjizi naloga. Glavna razlika je u centrima za formiranje cijena u knjizi naloga tako da market mejkleri unose "Committed Principal" naloge koji nude na način što formiraju cijene tokom dana u vremenu od 08.00 do 16.35 sati. Market mejkleri su obavezni da daju cijene i likvidnost hartija od vrijednosti tokom dana po istim principima kao SEAQ.⁷⁷ Hartije od vrijednosti SEAQ je klasifikovao u četiri kategorije:

- a) Alfa hartije od vrijednosti, u koje spada 138 najprodavanijih hartija mjereno veličinom prometa. U ovom slučaju SEAQ ekran pokazuje različite cijene koje su označili učesnici tržišta i smatraju se stabilnim cijenama i dobrim za navedenu veličinu transakcije. Berza određuje minimalnu količinu koju učesnici na tržištu moraju ponuditi u tim alfa akcijama. Najbolje ponuđene i tražene cijene u datom trenutku osvijetljene su žutom trakom preko SEAQ ekrana radi lakšeg pregleda. Na ekranu se takođe mogu vidjeti i informacije koje kazuju koja je zadnja cijena postignuta prethodnog dana trgovanja, kao i ukupan obim transakcija tekućeg dana;
- b) Beta hartije od vrijednosti, u koje se ubrajaju narednih 500 najviše trgovanih hartija od vrijednosti. I kod ovih hartija cijene se smatraju stabilnim. Količina kotiranih hartija je manja zbog toga što beta hartije predstavljaju manje likvidne hartije od alfa hartija;
- c) Gama hartije od vrijednosti imaju najmanji promet, odnosno sa njima se najmanje trguje. Kao posljedicu toga posrednici na SEAQ ekranu prikazuju samo "indikativne" cijene i količinu kojom će trgovati. Stvarne cijene se ugovaraju telefonom preko posrednika;
- d) Delta hartije od vrijednosti obuhvataju ostale domaće hartije od vrijednosti koje se ne kotiraju na SEAQ.

Kombinacijom najboljih karakteristika SETS, SEAQ i SETSmm trgovinskih servisa, učesnicima na tržištu se nudi da trguju elektronski, kao i klijentima koji koriste market mejking sistem.

SEATS PLUS je hibridni trgovački sistem za manje likvidne domaće hartije od vrijednosti kao i za manje ili rastuće kompanije. SEATS PLUS usluga se koristi za pristup SEATS i AIM tržištima. Usluga uključuje prikupljanje i čvrstih i indikativnih naloga, nerizičnih trgovina, i prikupljanje i objavu informacija u vezi sa kompanijama i brokerima kao i unos kvota. Usluga pruža povećane mogućnosti izvršenja naloga kompanije sa garatovanom likvidnošću koju pružaju market mejkleri. Trgovine se mogu realizovati elektronski ili putem telefona sa registrovanim market mejkerom. Određen je dozvoljeni maksimum za jednog market mejkera. Ako broj market mejkera raste više od jednog, sigurnost (zaštita) se prenosi na SEAQ (usluge automatskog izvršenja).

⁷⁶ SETSmm je elektronska aplikacija na Londonskoj berzi za kompanije srednje i male kapitalizacije.

⁷⁷ SEAQ (*Stock Exchange Automated Quotations*) predstavlja siguran interaktivni interfejs koji pruža usluge automatskih kotacija za domaće hartije od vrijednosti u Velikoj Britaniji, a koje nisu uključene u elektronske servise SETS i SETSmm. To je u stvari sistem trgovanja putem ekrana kompjutera, tako da je sistem trgovanja na parketu bio gotovo napušten, osim trgovanja opcijama koje su na kotaciji. Ovaj sistem trgovanja se bazira na NASDAQ tehnologiji.

Kada se realizuje transakcija, odnosno kada dođe do kupoprodaje neke hartije od vrijednosti, vrijeme saldiranja nije kao na drugim tržištima, kao na primjer, T+1 (jedan dan nakon transakcije), T+3 (trećeg dana nakon transakcije), T+5 (petog dana nakon transakcije), T+6 (šestog dana nakon realizovanja transakcije na berzi). Saldiranje na Londonskoj berzi se obavlja preko serije računa. Taj period traje dvije nedjelje od momenta odradene transakcije na berzi, počinje svakog ponedjeljka a završava se dvije nedjelje kasnije. U međuvremenu, dok ne dođe do saldiranja, hartije za koje se čeka saldiranje mogu se kupovati i prodavati. Kada je u pitanju kupac, vrijeme od dvije nedjelje do saldiranja može mu donijeti dobitak ukoliko cijena akcije koju je kupio u međuvremenu padne pa on plaća nižu cijenu od one koju je postigao u momentu kupovine. U tom slučaju prodavac je na gubitku, ali je taj potencijalni gubitak ukalkulisan u cijenu hartije.

Međunarodna knjiga naloga je vid sistema trgovanja koji koristi Londonska berza i dostupna je svim kompanijama članicama berze. Međunarodna knjiga naloga je potpuno elektronska. Elektronski sistem SETS je sistem trgovanja koji se nudi od strane Londonske berze i podržava trgovanje preko Globalnog Depozitara i Američkog Depozitara. Međunarodna knjiga naloga podržava sve SETS tipove naloga, kao i naloge koji glase na ime. Nalozi koji glase na ime znače da se može utvrditi koji se učesnik nalazi iza pojedinog takvog naloga. Nalozi na ime se izvršavaju jednako kao i limitirani nalozi u knjizi naloga, ali firmama članicama neće biti omogućeno da imaju samo jedan kupovni i samo jedan prodajni nalog na ime, zbog zaštite knjige naloga. Svi drugi nalozi se mogu realizovati naspram naloga na ime.

Ono što je karakteristično za Londonsku berzu, jeste da je ona u više navrata pokušavana biti preuzeta, odnosno kupljena od strane neke druge berze. Cilj preuzimanja Londonske berze jeste stvaranje jake panevropske berzanske institucije koja bi se mogla svrstati odmah iza Njujorške berze. Tako su se kao stvarni kupci javljale njemačka Deutsche berza (2000. godine), zatim Euronext (integrirani sistem Pariske, Briselske i Amsterdamske berze, u čiji je sastav 2001. godine ušla i Lisabonska berza). Londonsku berzu je takođe pokušao preuzeti/kupiti i američki Nasdaq.

4. BROKER - ZANIMANJE PROŠLOSTI

Na svim urednim tržištima danas se hartijama od vrijednosti trguje preko posrednika. Brokerske kuće su osnovni institucionalni zastupnici investitora koji ulažu slobodna sredstva u kupovine hartija ili žele da dodu do gotovog novca prodajom istih. Osim brokerskih društava, kao uslužne institucije koje za svoj rad naplaćuju određeni iznos sredstava, posluju i kastodi odjeljenja poslovnih banaka.⁷⁸

Kastodi poslove u Crnoj Gori mogu obavljati banke koje imaju poseban organizacioni dio koji se bavi isključivo kastodi poslovima. Ono što je posebno bitno odnosi se na Informacioni sistem kastodi banke koji mora biti organizovan na način kojim se obezbijeduje tačnost i pouzdanost pri prikupljanju, unosu, obradi i upotrebi podataka kojima raspolaže organizacioni dio kastodi banke. Takav Informacioni sistem treba da obezbijedi:

- 1) „da se unos u bazu podataka vrši samo ako je unos takvih podataka odobren na način utvrđen aktima banke koji se odnose na rad organizacionog dijela banke koji obavlja kastodi poslove;
- 2) unos svih odobrenih podataka u bazu podataka;
- 3) da pristup bazama podataka, mogućnost unosa, izmjene i upotrebe podataka imaju samo ovlašćena lica banke;
- 4) redovnu provjeru tačnosti podataka;
- 5) da izvodi iz baze podataka moraju imati datum i vrijeme sastavljanja i biti ovjereni od strane ovlašćenog lica banke;
- 6) da kontinuitet rada informacionog sistema mora biti osiguran formiranjem sekundarne baze podataka;
- 7) da informacioni sistem ima rezervni izvor napajanja električnom energijom nezavisan od standardnog izvora kako bi se omogućio kontinuitet rada sistema;
- 8) da planovi i postupci za funkcionisanje informacionog sistema (računarske opreme, programa, aplikacije, baze podataka i telekomunikacije), za slučaj vanrednih okolnosti, moraju biti utvrđeni aktima kastodi banke koji se odnosi na rad organizacionog dijela banke za obavljanje kastodi poslova.“⁷⁹

Informacioni sistem kastodi banke podrazumijeva računarsku opremu i programe koji obezbijeduju kvalitetno vođenje stanja na računima hartija od vrijednosti, prijema i

⁷⁸ U Crnoj Gori regulativa o poslovanju kastodi banaka donešena je 2007. godine. Jedan od razloga zašto se relativno kasno ušlo u taj proces u odnosu na početak organizovanog trgovanja na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore, jeste i taj što je do skora sprovedena reforma bankarskog sektora. Drugi razlog jeste taj što investitori (uglavnom inostrani) žele da se o njima i njihovim poslovima na tržištu kapitala zna što manje u državi u kojoj posluju. Naravno, svi elementi vezani za identitet investitora i njegova ulaganja su dostupni regulatornim organima i podložni kontroli ukoliko se ukaže potreba za takvo nešto. Ono što je značajno sa aspekta cjelokupnog tržišta i njegove transparentnosti jeste to što se u javnosti (putem štampanih medija, prije svega), nakon početka rada kastodi banaka, sve manje špekuliše ko su kupci a ko prodavci u nekim transakcijama, jer se kao klijent prema brokeru pojavljuje kastodi banka. Na taj način je dodatno zaštićen identitet investitora i podaci o njemu su dodatno zaštićeni od neovlašćenog korišćenja i zloupotrebe. Samim tim i transparentnost tržišta je podignuta na viši nivo. I konačno, kastodi pruža veću paletu usluga utvrđenih ugovorom sa klijentom, od usluga koju u svojem radu nude brokerske institucije.

⁷⁹ Vidi: član 8. Pravila o obavljanju kastodi poslova *Službeni list RCG*, broj 57/07

izvršavanje naloga klijenata, kao i obavljanje drugih poslova kastodi banke. Informacioni sistem omogućava vođenje posebne evidencije o hartijama od vrijednosti i klijentima kastodija, i čuvanje podataka iz te evidencije kao poslovne tajne. Bezbjednosni elementi sistema čuvaju podatke od neovlašćenog korišćenja, izmjena ili gubitaka. Takođe, unutrašnja organizacija poslovanja kastodi odjeljenja mora da bude uređena na način da se funkcionalno i fizički razdvoji organizacioni dio banke koji obavlja kastodi poslove od drugih djelova banke, u cilju izbjegavanja nedozvoljenog protoka povjerljivih podataka i informacija i konflikta interesa kastodi banke, zaposlenih u kastodi banci i klijenata kastodi banke.

Danas postoje sve veći zahtjevi investitora (zahvaljujući prije svega sticanju znanja iz informacionih tehnologija i njihovom korišćenju) da sami trguju preko sistema berze. Osim toga, investitori žele da sami donose odluke imajući direktan uvid u kretanja na tržištu (vrste hartija koje se trguju, trenutne cijene i količine hartija i buduća očekivanja od ulaganja u neku hartiju). Neke finansijske institucije prepoznaju svoj interes i šansu za profitiranjem u tom dijelu pružanja usluga. Jedna od njih je i SAXO banka koja se javlja kao posrednik koji omogućuje klijentima da sami ulaze u sisteme za trgovanje berzi i daju naloge za kupovine i prodaje hartija od vrijednosti.⁸⁰

Otvaranje računa

Klijent može otvoriti račun za trgovanje popunjavanjem prijave na sajtu i slanjem ili popunjavanjem i slanjem prijave koja će mu biti poslata e-meilom od strane SAXO banke. Potpisanu prijavu uz prateću dokumentaciju klijent šalje banci. Prijava se zatim procesuirá, nakon čega se otvara račun za trgovanje. Ova procedura obično ne traje duže od 2 radna dana. Da bi ubrzao proces otvaranja računa, klijent može poslati prijavu faksom, koja će biti stavljena u proceduru i odrađena dok ne stigne originalna dokumentacija u sjedište banke. Obavještenje o otvorenom računu SAXO banka klijentu šalje e-meilom. Minimalni novčani ulog za otvaranje računa iznosi 2.000 \$ za *Private Saxo MiniTrader* račun, odnosno 10.000 \$ za *Saxo Trader* račun.

Sigurnost investiranja preko Saxo banke

Saxo banka je akreditovana evropska banka i član je Danskog garantnog fonda investitora koji je osnovan od strane danskog parlamenta. Ova činjenica predstavlja garanciju svih novčanih depozita u iznosu do 40.000 € i hartija od vrijednosti u vrijednosti do 20.000 €.

Trgovanje

Sami postupak trgovanja se obavlja preko Saxo Trader-a, što predstavlja kombinovanu platformu za trgovanje. Trgovina se odvija u realnom vremenu, nalozi se izvršavaju trenutno, pri čemu nakon svake transakcije koju klijent obavi, na ekranu se prikazuje potvrda sa svim podacima čime se smanjuje mogućnost greške. Osim trgovanja, Saxo Trader obezbjeđuje investitorima niz korisnih informacija poput *real-time* kvota, grafika i niza drugih analiza koje pripremaju eksperti banke, što klijentu omogućava donošenje kvalitetnih investicionih odluka.

Takođe, u sklopu on-line Back Office-a klijentu je omogućen dvadesetčetvoročasovni pristup računu koji je apdejtovan podacima iz posljednjih klijentovih trgovina. Klijent računu može pristupiti direktno preko trgovačke platforme ili preko veb-sajta kroz sigurnu internet konekciju. Saxo Trader omogućava visoku

⁸⁰ Vidi: izvod iz pravila poslovanja Saxo banke, www.saxobank.co.uk

sigurnost prilikom trgovanja koristeći najnovija dostignuća u oblasti enkripcije podataka u komunikaciji sa bankom. Autentifikacija Saxo Trader-a počiva na RSA 1024-bitnom ključu koji se generiše i čuva na klijentovoj radnoj stanici, dok je protok podataka između Saxo Trader-a i banke enkriptovan i koristi RC4 128-bitni ključ.

Preko SAXO banke moguće je trgovati na tržištu valuta (preko 150 valuta), finansijskim derivatima (23 berze), akcijama preduzeća (22 berze), kao i jedinicama kolektivnih investicionih šema.

Dodatna usluga

Iako se trgovanje odvija on-line, svaki novi klijent se, s ciljem dobijanja sve potrebne pomoći, dodjeljuje računskom izvršiocu (*Account Executive*). Account Executive predstavlja prvi kontakt klijenta sa bankom i klijent ga može kontaktirati preko čata, e-meila ili telefona.

Regionalna podrška Saxo banke

SAXO banka ima međunarodna odjeljenja koja pokrivaju više država i jezičkih područja. Trenutno postoje odjeljenja za Evropu, Srednji istok, Istočnu Aziju i Kinu, Istočnu Evropu, Latinsku Ameriku i Španiju. Pokriveno je 58 jezičkih područja, a lista stalno raste.

Prednosti on-line trgovanja preko Saxo trader-a:

1. Izbjegavanje lokalnih brokera koji često koriste neznanje (i nedostatak informacija) klijenata;
2. Trgovanje u realnom vremenu 24 časa po principu "ono što vidiš, to i dobijaš";
3. Konkurentne provizije;
4. Dodatne usluge (Account Executive) i niz drugih korisnih informacija (vijesti, grafikoni, analize i sl.).

I pored navedenih prednosti za klijente koje pruža institucija kao što je Saxo banka, postavlja se pitanje bezbjednosti u poslovanju kako pojedinih učesnika, tako i cjelokupnog sistema. Pravnim normama su definisani postupci i način na koji posrednici mogu imati pristup berzama i centralnim registrima kako bi obavljali zakonom definisane poslove. Veliki je broj razloga zašto samo posrednici mogu obavljati berzanske poslove, i poslove vezane za centralne registre. Jedan od osnovnih je, kako je unaprijed navedeno, bezbijednosni razlog. Ukoliko bi nesmetan pristup za trgovanje na berzi imali svi oni koji to žele moglo bi doći do ugrožavanja cjelokupnog sistema poslovanja, a samim tim i tržišta hartija od vrijednosti. Na današnjem nivou razvoja tehnoloških platformi i internet tehnologija, uz njihovo dobro poznavanje moguće je i na nezakonit način zloupotrijebiti sisteme za trgovanje, bilo u cilju pribavljanja koristi na nezakonit način, ili pokušati urušiti sisteme berzanskog poslovanja. Zbog toga su propisane stroge procedure ko i na koji način može da se bavi poslovima posredovanja na tržištu hartija od vrijednosti.

III NIVO PRIMJENE INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA TRŽIŠTIMA KAPITALA ZEMALJA U REGIONU

1. MEĐUZAVISNOST I USLOVLJENOST AUTOMATSKE OBRADE PODATAKA I ELEKTRONSKOG NAČINA OBAVLJANJA TRGOVANJA SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Ono što predstavlja osnovni motiv za uspješno organizovanje neke biznis aktivnosti svakako jeste profit koji se može ostvariti kao rezultat njene uspješne realizacije. Kao potpora realizaciji poslovnih ideja danas u svijetu nezaobilaznim se smatra razvijena tehnologija. Tako da, razvijena tehnologija u savremenim, tržišno orijentisanim privredama predstavlja ustvari osnov za sticanje profita. Na koji način primjenjivati i koristiti savremena tehnološka dostignuća? To je pitanje koje se postavlja pred svakog menadžera koji želi biti uspješan i uspješno voditi kompaniju u kojoj je zaposlen ili za koju radi. Nije samo važno da informacioni stručnjaci kreiraju i implementiraju informaciona rješenja, već je neophodno da i ostali koji su direktno ili indirektno uključeni u realizaciju poslovnih aktivnosti ovladaju njenom primjenom. Na taj način svi skupa na jednostavan, brz i efikasan način organizuju i obavljaju poslove.

Raniji načini obavljanja poslova trgovanja sa hartijama od vrijednosti bili su zasnovani na jednostavnim procedurama. Povećanje broja učesnika, zatim broja finansijskih instrumenata kojima se trguje, samo su neki od razloga za uvođenje tehnoloških rješenja. Korišćenjem raznih modela komunikacije, počev od interneta, slanja i primanja poruka elektronskim putem, obrade podataka upotrebom računarskih programa, ubrzavaju se procedure i dobijaju podaci spremni za rad sa njima. Tako dolazi do automatske obrade podataka dobijenih od strane učesnika, i pokazuju se poslovne vrijednosti informacionih rješenja. Takva rješenja moraju biti jasna, precizna i tehnički laka za primjenu i korišćenje. Konačno, informaciono-tehnološka rješenja koja se primjenjuju, dugoročnije gledano moraju biti i isplativa. Njihovom primjenom poboljšava se način rada, sigurnost je na višem nivou, što dovodi do porasta broja poslova, broja učesnika, većeg prometa. Time, oni koji primjenjuju savremene tehnološke platforme direktno utiču na rast profita. To znači i zadovoljstvo korisnika takvih rješenja. Investitori su zadovoljni jer na brz, jednostavan i siguran način mogu doći do informacija na osnovu kojih donose poslovne odluke. Kada se opredijele i odluče da realizuju svoju poslovnu ideju kupovinom ili prodajom nekog finansijskog instrumenta, svoje naloge mogu dati elektronskim putem. Informacije sa berzi su osnovne i one su neophodne investitorima za poslovanje. U eri interneta takve informacije su danas u razvijenim zemljama dostupne ne samo direktnim investitorima, već se do njih može doći koristeći razne elektronske medije. Kako je vrijeme veoma važan činilac za brzo i uspješno realizovanje poslovnih odluka, zainteresovani takve odluke mogu sprovoditi iz poslovnih prostora, kuća ili stanova, sa udaljenih lokacija i slično. Neophodno je da svi oni koji koriste tehnološke platforme zasnovane na informacionim tehnologijama shvate i prihvate takva rješenja. Da

svi učesnici uoče da ulaganja u tehnologiju i njena primjena ima svoje organizaciono i ekonomsko opravdanje.

Svi učesnici u trgovanju hartijama od vrijednosti, brokerske i dilerske kuće, berze, centralni registri, akcionarska društva, investicioni i penzioni fondovi, investicione banke, osiguravajuća društva, štedionice, i ostali učesnici, koriste razne informacione sisteme da bi mogli obavljati svoje poslovne aktivnosti. Od toga, koje poslove obavljaju razvijaju svoje informacione sisteme i baze podataka zasnovane na informacijama koje koriste kao podršku sistemu. Grupe podataka koji se odnose na berzanske trgovine (nalozi, trgovanje, uplate – isplate sredstava, prenos hartija i sredstava i slično) moraju se automatski obrađivati i prenositi u realnom vremenu. Razvijena i likvidna tržišta su jako osjetljiva na sve vrste promjena koje karakterišu tržište hartija od vrijednosti. Tržište je senzibilno i reaguje na sve vrste promjena kao što su cijenovne, indeksne, promjene koje utiču na prinose i sl. Obuhvatanjem svih podataka i njihovim raznim obradama dolazi se do informacija neophodnih za odlučivanje o ulaganjima-investiranju. Praksa pokazuje da pojedine institucije i pojedinci, nakon dnevnih trgovanja na berzama, prave odgovarajuće analize kretanja cijena i količina za sve hartije kojima se taj dan trgovalo, a posebno za najlikvidnije hartije. Tako dobijene pokazatelje upoređuju sa sličnim pokazateljima (dobijenim od prethodnih obrada podataka), i prave određene projekcije u kom pravcu bi se mogle dešavati buduće poslovne aktivnosti na berzama. Određene investicione kompanije i aktivni učesnici na tržištima kapitala zemalja regiona rade takve obrade podataka i prave analize za tržišta u okruženju. Slične analize rade i pojedine brokerske institucije u Crnoj Gori, i prave projekcije budućih dešavanja na berzama.

Razvoj investicionog poslovanja prati i napredak tehnoloških inovacija. Ova dva segmenta informaciono-tehnoloških dostignuća zajedno doprinose razvoju stabilnih i pozudanih sistema realizovanja tržišnih poslova i prenosa informacija.

2. PROBLEMI SISTEMSKOG KARAKTERA ZA PRIMJENU INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI ZEMALJA REGIONA

Tranzicioni procesi koji se dešavaju i kroz koje prolaze zemlje u regionu pokazuju u kakvom su stanju bili dosadašnji privredni sistemi. Nepostojanje tržišta zasnovanog na slobodnim tokovima roba novca i kapitala uzrokovalo je da su privredni sistemi bili tako organizovani da i oni privredni subjekti i pojedinci koji se nedovoljno radno angažuju imaju slične benefite kao i oni koji su mnogo više doprinosili ekonomskom pa i svakom drugom napretku. Nova poslovna filozofija koja se zasniva na funkcionisanju slobodnih tržišta i globalnim procesima poslovanja zahtijevala je i potpuno drugačiju organizacionu strukturu. Velike kompanije su počele da se restrukturiraju u manje. Osnivaju se male i srednje kompanije. Nastao je ogroman prostor između načina organizovanja i realizovanja poslovnih procesa starog sistema i novoformiranih kadrova i načina organizovanja. Danas menadžeri upravljaju procesima odlučivanja i sprovođenja poslovnih politika na potpuno nov način. Počinje se sa primjenom novih tehnologija. Međutim, otpori koji su prisutni (doduše sve manje) u privredama zemalja u regionu, od strane prevaziđenih načina vođenja poslova i kadrova koji su na njima nastali, koče brze razvojne procese. Teško prihvataju nova rješenja i ne razumiju da ona donose dobro svima. Poseban problem se javlja kada su u pitanju nove tehnologije i rješenja zasnovana na njima. Strah od novog, naprednog i savremenog je jako prisutan. Međutim, ugledajući se na privrede i organizaciju sistema razvijenih zemalja i prihvatajući rješenja koja su se pokazala kao dobra, čini, da se sve više radi na implementaciji upravo takvih i sličnih rješenja.

Šta je značajno uraditi u organizaciji poslovanja neke kompanije? Potrebno je na pravi način uvezati koncepte menadžera (uprave) i koncepte ostalih organizacionih struktura nekog privrednog subjekta. Razmjena informacija i njihova pravilna iskorišćenost na kojima počiva dobra poslovna politika, osnov su za dalju nadgradnju nekog poslovnog procesa. Dobijanje i razmjena informacija jako je bitna kako sa aspekta unutrašnje organizacije nekog subjekta, zatim za subjekte jedne zemlje, kao i za globalnu komunikaciju i širenje informacione povezanosti. Nadalje, neka informacija može biti jako korisna, međutim, ukoliko ona ne dođe u pravo vrijeme onda nema takvu "snagu" kakvu bi trebala i mogla da ima da je na vrijeme iskorišćena. To sve ukazuje da su sistemi modernih informacionih komunikacionih tehnologija danas osnov za dobro osmišljen, organizovan i sproveden poslovni poduhvat.

Značajno je istaći činjenicu, a odnosi se na tržišta kapitala, da mora postojati dobra tehnološka platforma svih učesnika na tržištu. Kada su hardverske platforme i softverska rješenja tako koncipirani da mogu odgovoriti ne samo trenutnim zahtjevima tržišta kapitala, već i da imaju koncepte zasnovane na budućim kretanjima na tržištima hartija od vrijednosti, onda se sa sigurnošću može reći da postoji dobra osnova. Međutim, da bi sistem tržišta hartija od vrijednosti funkcionisao u realnom vremenu neophodna je kvalitetna informatička povezanost svih aktera na tržištu. To se odnosi prije svega na brokersko-dilerske kuće, berze, centralne registre, bankarski sistem.

S obzirom da danas pojedini učesnici na tržištu kapitala izgrađuju sopstvene komunikacione sisteme i softverske platforme za poslovanje, problem se javlja ako one nisu dovoljno kompatibilne sa rješenjima drugih učesnika. Ukoliko brokersko-dilerske kuće nemaju tehnološku platformu koja podržava platformu za dobijanje podataka i prenos informacija sa centralnim registrima depozitarnih agencija, zatim sa platformama za trgovanje berzi, kao i platnim sistemima banaka, onda su procesi neusklađeni, spori, dozvoljavaju određeni stepen grešaka. U konačnom, na račun takvih propusta najviše trpe investitori. Zbog toga je neophodno međusobno uskladiti softvere za dobijanje i razmjenu onlajn informacija sa centralnim registrima, zatim za unose naloga na berzu, kao i *back-office*-ima ovlašćenih učesnika. Jedino tada sistemi za trgovanje mogu biti pouzdani, brzi i jednostavni za korišćenje. Jedan od prioriternih ciljeva lokalnih tržišta svakako jeste povezivanje tržišta u regionu. Potpisivanje sporazuma o razmjeni informacija i mogućnosti onlajn pristupa među tržištima prvi su koraci ka uspostavljanju regionalnih modela trgovanja. Usklađivanje prije svega regulative kojom se definišu pravila i načini cjelokupnih procesa trgovanja prvi su zadaci koji stoje pred regulatornim i nadzornim tijelima pojedinih zemalja.⁸¹ Mi smatramo da je paralelno sa tim potrebno raditi na sinhronizaciji softverskih rješenja za platforme za elektronsku razmjenu podataka i, konačno, za slobodno trgovanje. Cilj takvih aktivnosti ogleda se u tome da investitor koji želi trgovati na više tržišta u regionu ne mora da putuje u pojedine zemlje da bi ostvario svoje poslovne ideje, već može dati nalog svojem brokeru koji će moći na osnovu slobodnog pristupa berzama regiona izvršavati date naloge. Na taj način, kada su tržišta uvezana, postojeća znanja posrednika će biti na višem nivou jer će se poslovi obavljati na savremeniji način i u novim okolnostima. Zbog toga investirati u novu tehnologiju i internet poslovanje na vrijeme, što znači praćenje tehnoloških trendova i inovacija, omogućava posrednicima investiranje u sigurniju poslovnu budućnost. Doći će do unaprijeđenja procesa poslovanja, podizanja kvaliteta usluga, rejtinga institucije a samim tim i cjelokupnog tržišta hartija od vrijednosti. Poseban problem predstavlja zaštita tako koncipiranih i urađenih softverskih platformi. Neophodno ih je zaštititi od neovlašćenih "upada" lica koja nemaju dozvole za bavljenje tim poslovima. Iz dana u dan je neophodno podizati stepene zaštite od mogućih neovlašćenih korišćenja informacija sa tržišta.

Kao važan segment sagledavanja cjelokupnog problema jeste obuka i edukacija svih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti. Danas investitori imaju sve više zahtjeva u smislu realizovanja njihovih želja. Oni se ogledaju prije svega u kvalitetu dobijenih informacija, sigurnosti i brzini realizovanja njihovih ideja. Jer ukoliko investitor ne može da na kvalitetan način odradi željeni posao, on će veoma brzo da seli svoj kapital sa

⁸¹ Trenutno stanje na tržištima kapitala zemalja regiona (prije svega zemalja koje su bile članice SFRJ), a koje se ogleda u nedovoljno razvijenim pojedinačnim tržištima i, posebno malim prometima sa hartijama nacionalnih kompanija, jedan su od razloga što su regulatori tržišta bivših jugoslovenskih republika pokrenuli inicijativu međusobnog usaglašavanja regulativa. Do sada su održana dva sastanka predstavnika regulatornih organa na tu temu. Cilj takve inicijative jeste eliminisanje barijera i slobodan pristup međusobnim tržištima brokersko-dilerskih društava i mogućnost nesmetanog trgovanja hartijama emitentata na regionalnom nivou. To bi najposlije omogućilo da se relativno mala tržišta u dogledno vrijeme uključe i integrišu u mnogo razvijenija tržišta i berze kao što su Londonsko, Frankfurtso, Bečko, Parisko, Grčko, i ostala evropska i kasnije vanevropska tržišta. Jedan od pokazatelja za ovakvu konstataciju jeste i skoro preuzimanje Ljubljanske berze od strane Atinske berze.

jednog tržišta na drugo, tačnije na ono tržište gdje će njegove poslove obavljati drugi onako kako on bude želio. Obuka zaposlenih i njihova stalna edukacija prioritet su za posrednike na tržištu hartija od vrijednosti. Odnos posrednika i investitora treba da bude zasnovan na principima uzajamnog povjerenja i dobre poslovne komunikacije.

3. KOMPATIBILNOST SOFTVERSKIH MODULA ZA TRGOVANJE ZEMALJA U REGIONU⁸²

3.1. SOFTVER ZA TRGOVANJE LJUBLJANSKE BERZE

Ljubljanska berza je počela trgovanje sopstvenim elektronskim sistemom od 1993. godine. U početku je to bio BIS sistem, sve do 1999. godine kada je unaprijeđen u današnji BTS (*Borzni Trgovalni Sistem*). Koncept sistema za trgovanje Ljubljanske berze zasniva se na zaokruženoj cjelini sastavljenoj od pravnog osnova na kome se definišu pravila trgovanja, kao i organizacionoj strukturi i elektronskim operacijama na berzi. Operativne procedure sistema berze obuhvataju procedure organizovanja trgovanja (kroz Sektor za trgovanje i nadzor), zatim pravila trgovanja, kao i metoda glavnih statističkih pregleda na tržištu i obrade podataka. Sistemski softver omogućava kvalitetno dizajniranje podataka, definisanje osnovnih kategorija podataka, njihov izvor i međusobne relacije.

Prilikom izrade softverskog rješenja i hardverske platforme za sistem za trgovanje Ljubljanske berze definisani su odgovarajući kriterijumi u skladu sa standardima „ISO/IEC 12119“ i to: kriterijum perfektnosti (kada se sve funkcije definisane u korisničkim uputstvima mogu koristiti), kriterijum konzistentnosti (kada svi navodi u korisničkoj dokumentaciji moraju međusobno korespondirati), kriterijum razumljivosti (tako da su sve definisane funkcije terminološki razumljive za korisnike), zatim instalacioni kriterijum (kada se instalacija programa vrši bez poteškoća koristeći instrukcije iz dokumentacije), kriterijum preciznosti i tačnosti podataka (kada su performanse programa prilagođene zahtjevima radnog zadatka), kriterijum integriteta-konzistentnosti (korisnik programa mora u svako vrijeme terminološki prepoznati koja je funkcija programa u toku, odnosno dokumentacija mora biti unificirana), kriterijum pouzdanosti (program ne smije biti nikada u stanju da ga korisnik ne može kontrolisati, ili da se ne može desiti da informacija „nestane“), kriterijum razumljivosti (terminologija mora biti prilagođena radnom zadatku), i kriterijum operativnosti (ažuriranje ključnih informacija mora imati mogućnost povratka u predašnje stanje, opcija „Undo“).

BTS sistem sadrži odgovarajuće module (korisnički interfejs) definisane kroz:

- Radne stanice brokerskih društava;
- Komunikacioni server berze;
- Server za trgovanje bazom podataka na berzi;
- Radne stanice za nadzor za tehnički sektor u berzi;
- Nadzorno mjesto za trgovanje i nadzorni sektor berze;
- Elektronski interfejs EDIBIS koji koristi berza i članovi berze;
- Sistem za pregled BorzaNet;
- Sistem za transfer podataka prema kupcima i Reutersu;
- Radnu stanicu za pregled događanja na tržištu (slobodan pristup);

tako da su osnovne karakteristike sistema za trgovanje koji koristi Ljubljanska berza sljedeće.⁸³

⁸² Mi ovdje podrazumijevamo zemlje koje su sačinjavale bivšu SFRJ, jer su one uglavnom sve skupa prošle kroz iste ili slične tranzicione procese, što podrazumijeva i procese nastanka i razvoja tržišta kapitala.

1. Tehnologije trgovanja koje se podržavaju:

- Kontinuirano "order driven" trgovanje (kontinuirani "order driven" sistem),
- Aukcije jednom dnevno (fiksiranje),

2. Sistem podržava trgovanje sa:

- akcijama,
- garancijama/pravima,
- instrumentima sa fiksnim prihodom,
- instrumentima tržišta novca.

3. Funkcionalnost „Trading server“-a:

Ovaj modul je centralni dio sistema trgovanja koji upravlja sa čitavim statusom na tržištu hartija od vrijednosti, izvršavanje pojedinačnih zahtjeva za transakcijom u vezi pojedinačnog trgovanja i radnih stanica za nadzor, konzistentnog čuvanja istog u bazi podataka i pripremanje informacija za korisnike. U skladu sa pravilima i radnim procedurama sistem izvršava sljedeće funkcije:

- Prijem naloga i rangiranje dubine tržišta;
- Prijem i procesuiranje otkazivanja zahtjeva;
- Povlačenje ili zadržavanje naloga na zahtjev brokera ili Nadzora Berze;
- Prihvatanje i procesuiranje unakrsnog trgovanja i blokova hartija od vrijednosti;
- Zaključivanje trgovine i kalkulacija pripadajuće nadoknade;
- Uklanjanje naloga zbog njegove izvršenosti ili isteka važnosti;
- Kalkulacija indeksa;
- Kalkulacija sadržaja i drugih statističkih podataka;
- Promjene na tržištu ili promjene sa hartijama od vrijednosti (otvaranje, zatvaranje,...) po vremenu ili po zahtjevu Nadzora Berze;
- Zadržavanje ili puštanje hartije od vrijednosti na zahtjev Nadzora Berze;
- Procesuiranje upita od strane radne stanice za trgovanje (cijena hartije od vrijednosti i indeksa, moja trgovina u određenom vremenskom periodu, sva trgovina u određenom vremenskom periodu, moji nalozi u određenom vremenskom periodu);
- Rukovanje sa nalozima;
- Registrovanje svih transakcija i statusa u relacionoj bazi;
- Generisanje upozorenja za svaki događaj na tržištu.

Ovaj modul takođe omogućava simultano i konzistentnu vezu glavnih komunikacionih servera preko kojih su i ostali moduli sistema povezani.

4. Funkcionalnost komunikacionih servera:

Ovaj modul je konektor između „Trading server“-a i „Trading station“ modula i kao takav vodi računa o postojanju odgovarajućih komunikacionih kanala, o širenju informacija o tržištu hartija od vrijednosti i pred procesuiranje zahtjeva i poruke od strane korisnika. Njegove glavne funkcije su:

- Autorizovanje korisnika;
- Onlajn kodiranje podataka prema radnim stanicama za trgovanje;

⁸³ Vidi: Pravila BTS, Ljubljanska Berza

- Prihvatanje i autorizovanje unakrsne trgovine, blokova, otkazivanje zahtjeva i drugi zahtjevi upućeni od radnih stanica za trgovanje i nadzor, i slanje istih prema serveru za trgovanje;
- Informiše konektovane radne stanice za trgovanje i nadzor o događajima na tržištu u realnom vremenu sa opcijom za izbor prenešenih podataka;
- Registracija svih događaja u komunikaciji u *log-file*;
- Čuvanje podataka o broju korisnika i informacija o početku, trajanju i završetku pojedinih konekcija sa detaljnim tehničkim karakteristikama veze.

Komunikacioni server omogućava simultanu i konzistentnu konekciju radnih stanica za trgovanje, elektronskih podataka ulaznih modula, radnih stanica za nadzor sektora za trgovanje i nadzor i radnih stanica za nadzor tehničkog sektora.

5. Funkcionalnost radnih stanica za trgovanje:

Ovaj modul je program sa Windows grafičkim interfejsom dizajniran za efikasan rad brokera. Da bi mogao da radi sa sistemom za trgovanje broker se mora konektovati na komunikacioni server i predstaviti se sa *user name* i *password*-om (korisničko ime i lozinka), ili sa identifikacionom karticom. Interfejs korisničkih stanica za trgovanje je podijeljen na nekoliko okvira sa detaljnim dnevnim pregledima naloga (grupisani po hartiji od vrijednosti, klijentu, tipu naloga, statusu (prihvaćen, izvršen, zadržan...)), i unosima naloga za trgovanje. Ovakav modul omogućuje postavljanje upozorenja kada se dogodi određena promjena u cijeni, količini, zadržavanju ili puštanju (promjena statusa) hartija od vrijednosti i upozorenja sa radne stanice za nadzor.

6. Funkcionalnost „Elektronski unos naloga EDIBIS“:

Ovaj modul je napravljen u DLL formi ili komparativnoj formi i sadrži funkcionalnost transakcije sa radne stanice za trgovanje. Razlika je da umjesto grafičkog interfejsa ima standardizovani programski interfejs koji u cilju automatizacije operacija i elektronske veze sa knjigom naloga može takođe biti upotrijebljen u integraciji sa informacionim sistemom članova berze. Komunikacija sa komunikacionim serverom i sve ostale funkcije rade na isti način kao na radnim stanicama za trgovanje.

7. Funkcionalnost „Radne stanice za nadzor trgovanja“:

Ovaj modul je namijenjen opštem i detaljnom nadzoru tekućih i proteklih događaja na tržištu hartija od vrijednosti, administracije sistemskih postavki trgovanja, mjera u skladu sa pravilima i radnim procedurama berze kao i izvršavanjem osnovnih administrativnih i kalkulativnih zadataka. On sadrži sve moguće preglede podataka kao i radna stanica za trgovanje.

8. Funkcionalnost „BorzaNet“

Ovaj modul je sistem koji putem standardnog softvera klijenta omogućava grafičkom metodom opšti i detaljni pregled proteklih operacija na berzi, ili pojedinih operacija na berzi, zbirni, statistički i analitički rezime operacija na berzi kao i pregled nekih opštih akata berze među kojima i:

- Pregled trgovanja za protekli period po nekoliko kriterijuma;
- Pregled naloga za protekli period (na primjer koji nalozi su istekli, koji nalozi nisu izvršeni na kraju dana, koji nalozi su otkazani,...), dok svaki član može samo pregledati sopstvene naloge;
- Pregled kretanja cijena hartija od vrijednosti i indeksa u određenom periodu;
- Grafikon kretanja cijena ili indeksa;
- Finansijski izvještaji emitenata;

- Lista cijena i statistički rezime;
- Obavještenja.

9. *Funkcionalnost „Radnih stanica za tehnički nadzor“*

Ovaj modul omogućava tekući monitoring tehničkog funkcionisanja čitavog sistema za trgovanje, sa naglaskom na praćenje sljedećeg:

- Praćenje operacija, „load-ovanja“ i statusa pojedinih sistemskih modula;
- Detaljno praćenje statusa i tehničkih osobina radnih stanica povezanih sa korisnicima;
- Centralizovano upozorenje i praćenje događaja kada se dogode greške u pojedinim modulima ili komunikaciji.

10. *Funkcionalnost modula za „Prosljeđivanje podataka prodavcima i Reuters-u“:*

Ovaj modul je posebna varijanta modula „Komunikacioni server“, na koji su povezani sljedeći klijenti:

- Radne stanice za praćenje statusa tržišta;
- Prodavci podataka;
- Reuters.

11. *Funkcionalnost modula „Pregled trgovanja“:*

Ovaj modul je specijalizovani softver klijenta i posebno omogućava jasan i detaljan pregled tekućih i prošlih statusa na pojedinom berzanskim tržištima. Omogućava pristup podacima u nekoliko nivoa pri čemu je najviši nivo ekvivalent informacionoj snazi modula „Radna stanica za trgovanje“.

Mi smatramo da je bitno istaći određene karakteristike BTS-a, a tiču se posebno „mladih“ tržišta, odnosno tržišta u razvoju, kao što je tržište hartija od vrijednosti u Crnoj Gori⁸⁴, da on omogućava kvalitetnu kontrolu nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava. To se odnosi, prije svega, na mogućnost reagovanja, ako se za time ukaže potreba, da se prati svaki nalog i odrađene transakcije na berzi. Može se dati instrukcija preko sistema da se zaustavi trgovanje određenom hartijom od vrijednosti ako se za takvom odlukom ukaže potreba. Sistem takođe omogućava računanje prosječne cijene svake hartije od vrijednosti u toku radnog dana trgovanja, kao i procentualne promjene cijene hartija poslije svake odrađene transakcije u odnosu na zadnju cijenu prethodnog dana trgovanja. Ono što je jako važno jeste, da se za svaku hartiju od vrijednosti nakon odrađene transakcije može izračunati tržišna kapitalizacija, što je za tržišta u razvoju bitno iz razloga poređenja i utvrđivanja odnosa nominalnih sa tržišnim cijenama hartija. Nakon formiranja berzanskih indeksa, BTS sistem omogućava njihovo dnevno računanje. Slično kao što pojedine brokerske kuće, i ostale institucije koje prate kretanja i učestvuju na tržištu hartija od vrijednosti, na osnovu prikupljenih podataka o dnevnim trgovanjima, prave obrade i projekcije budućih kretanja na tržištu, tako se na kvalitetan način mogu, i na osnovu programa koje sadrži BTS, vršiti analize i procjene tržišta.

3.2. POSLOVANJE ZAGREBAČKE BERZE

Do 2007. godine u Hrvatskoj su postojale i funkcionisale dvije berze i to: Zagrebačka burza (*Zagreb Stock Exchange-ZSE*) i Varaždinska berza (Varaždinsko tržište

⁸⁴ NEX Montenegroberza koristi BTS, odnosno platformu za trgovanje koju posjeduje Ljubljanska berza.

vrijednosnica -VTV). Tada su vlasnici i jedne i druge berze odlučili da ujedine dvije berze.

Zagrebačka berza je prvi put osnovana 1918. godine, nakon raspada Austro-Ugarske monarhije. Na njoj se trgovalo robama i hartijama od vrijednosti. To je period stvaranja kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca. Te godine je formirana i Hrvatska narodna banka. Narodno vijeće Države SHS odobrilo je Pravila berze. Berzom je rukovalo berzansko vijeće koje je birala Glavna skupština berze. Trgovalo se ne samo domaćim hartijama od vrijednosti već i inostranim, a njihov promet je odobravalno Ministarstvo trgovine i industrije. Kao takva ona je poslovala do 1945. godine, kada je prestala sa radom. Novoosnovana Zagrebačka berza počela je sa radom 1991. godine kada su se kao osnivači javile 25 banaka i 2 osiguravajuća društva, tako da ona postaje centralno mjesto u Hrvatskoj za trgovanje hartijama od vrijednosti.

Sa razvojem berze razvijala se tehnološka platforma za trgovanje koju je berza koristila. U početku trgovanja brokeri su bili u posebnoj prostoriji i po sistemu izvikivanja isticali ponude i tražnje i nakon toga zaključivali poslove. Sve isticane ponude i tražnje su se evidentirale u centralnom računar koji je bio povezan sa više monitora razmještenih po sali. U jednom trenutku se moglo trgovati samo sa jednom hartijom od vrijednosti.

Sve veći zahtjevi tržišta u smislu pojednostavljenja načina trgovanja i transakcionih troškova usloveli su da se 1994. godine na Zagrebačkoj berzi uvede elektronski način nazvan TEST-1. Ono što je bilo bitno jeste da je na taj način brokerima omogućeno trgovanje iz svojih poslovnih prostora, koristeći komunikaciju svojeg računara sa računarom berze putem modema. Na ovaj način se istovremeno moglo trgovati sa većim brojem hartija od vrijednosti. Ovaj sistem trgovanja takođe je razvila i Zagrebačka berza.

Godine 1997. Zagrebačka berza uvodi prvi elektronski sistem za trgovanje u realnom vremenu TEST-1.5 takođe kao svoj proizvod. Ono što ga je razlikovalo od prethodnog sistema za trgovanje jesu bile mogućnosti članova berze da imaju neprekidnu vezu sa berzom. Sve su ponude mogli vidjeti na svojim ekranima u realnom vremenu, a to znači onlajn.

Usljed razvoja tehnologije, sve većih potreba učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, kao i uvođenja novih finansijskih instrumenata za trgovanje, Zagrebačka berza 1999. godine uvodi novi, takođe svoj razvijeni elektronski sistem pod nazivom MOST. On je omogućavao automatsko sklapanje transakcija. Ono što ga još karakteriše jeste transparentnost i mogućnost nadogradnje. Trgovanje na berzi se moglo pratiti u realnom vremenu preko Interneta. Bitno su smanjeni i transakcioni troškovi i povećana je mogućnost obavljanja većeg broja transakcija. Navođenjem određenih perioda u radu Zagrebačke berze, sa akcentom na uvođenje, razvoj i implementaciju informacione tehnologije u njenom poslovanju, mi smatramo da su dokazani elementi nekoliko hipoteza, a koji ukazuju sljedeće:

- Primjenom informacione tehnologije, učesnici na tržištu kapitala u regionu ostvaruju značajne uštede u poslovanju, jer se transakcioni poslovi obavljaju automatizovano i značajno brže, jeftinije i sigurnije;
- Primjenom informacione tehnologije subjekti tržišta kapitala su značajno standardizovali i učinili efikasnijim svoje poslovanje, i povećali broj obavljanja transakcija.

Godine 2007. na zahtjev vlasnika Zagrebačke i Varaždinske berze dolazi do spajanja dvije berze i konsolidacije tržišta hartija od vrijednosti u Hrvatskoj.⁸⁵ To je uslovalo i povećanje broja hartija od vrijednosti kojima se trgovalo, i rast obima trgovanja, što je rezultiralo implementiranjem novog elektronskog sistema za trgovanje. Nova platforma za trgovanje je sistem švedskog OMX-a (X-Stream), i implementirana je 23.11. 2007. godine. Ovaj sistem, inače proizvod OMX korporacije, i njegova tehnološka rješenja koristi se na preko 60 berzi u preko 50 zemalja svijeta. Uvođenjem ovog sistema trgovanja zamijenjen je MOST sistem Zagrebačke berze i BTS sistem Varaždinske berze. Prateći standarde razvijenih zemalja iz oblasti berzanskog trgovanja, Zagrebačka berza je implementirala i rezervnu lokaciju za trgovanje (tzv. *Disaster recovery center*). Na taj način se uslijed nepredviđenih okolnosti izazvanih višom silom na toj rezervnoj lokaciji može nastaviti trgovanje u realnom vremenu. Za kvalitetnu povezanost članova sa berzom, uvedena je potpuno nova komunikaciona infrastruktura. Nju odlikuje primarna veza propustnosti 512 kbps, kao i bežična bekap (*backup*) linija ukoliko dođe do ispadanja primarne veze.

Osim berze u Zagrebu, u Hrvatskoj je do 2007. godine funkcionisala i Varaždinska berza. Osnovana je 1993. godine i poslovala je na principima OTC (*Over-the-Counter markets*) tržišta. Poznati razlozi i dešavanja na prostoru bivše SFRJ, koji su uzrokovali propast privrede, usloveli su da se u Hrvatskoj organizuje trgovanje hartijama od vrijednosti kompanija koje ne ispunjavaju uslove za uvrštenja na berzu. Pravila uvrštenja hartija na OTC tržišta manje su stroga od berzanskih. To je bio osnovni razlog zašto je Varaždinska berza organizovana kao OTC tržište – da bi se akcijama nedovoljno „jakih“ preduzeća i kompanija, ili novih firmi koje ne mogu ispuniti berzanske kriterijume, moglo trgovati. Varaždinska berza je imala BTS sistem za trgovanje, sistem koji koristi Ljubljanska berza.

3.3. INFORMATIČKA PODRŠKA U FUNKCIONISANJU SARAJEVSKE I BANJALUČKE BERZE ZA TRGOVANJE

U Bosni i Hercegovini posluju dvije berze, Sarajevska berza i berza u Banja Luci. Sarajevska berza (Sarajevo Stock Exchange – SASE) osnovana je 13. septembra 2001. godine kao akcionarsko društvo, od strane osam brokerskih kuća. U aprilu mjesecu 2002. godine održana je prva aukcija, što se smatra zvaničnim datumom početka trgovanja na Sarajevskoj berzi. Naredne godine SASE je objavila i prvi zvanični indeks trgovanja

⁸⁵ Mi smo mišljenja da ako bi došlo do spajanja dvije berze u Crnoj Gori (Montenegroberze i NEX berze), takode bi došlo do konsolidacije tržišta i do kvalitetnijeg rada samih ovlašćenih učesnika. Kada bi se berze ujedinile, došlo bi i do snižavanja berzanskih provizija prema brokerima, što bi u konačnom uticalo na smanjenje provizija ovlašćenih učesnika prema klijentima. Osim troškova koji se za njih iskazuju kroz plaćanje obaveza berzama, smanjile bi se i nepravilnosti u poslovanju brokera koje se ogledaju kroz takozvana "preskakanja naloga". Trenutno brokeri moraju da prate trgovanja na obje berze i da naloge klijenata daju na onoj berzi na kojoj postoje povoljniji uslovi za realizovanje transakcija za klijente. Čest je slučaj u praksi da brokeri ne prateći dovoljno dešavanja na objema berzama odrade nepovoljnije transakcije za klijenta. Posebno je to bio slučaj kada su brokeri imali na dnevnoj osnovi ogroman broj primljenih naloga. Takode bi se poslovalo na jednoj platformi za trgovanje što danas nije slučaj, jer obje berze imaju posebna softverska rješenja.

”Bosnian Investment Funds Index – BIFX”, a 2005. godine i novi berzanski index pod nazivom ”Index slobodnog tržišta Sarajevske berze(SASX-10)”.

Sarajevska, kao i Banjalučka berza, koriste BTS sistem, koji je razvijen i koristi se na Ljubljanskoj berzi.⁸⁶ Tržište Sarajevske berze organizovano je na tri segmenta, na kojem se trguje po posebnim pravilima. Ta tri segmenta su sljedeća:

- Zvanična kotacija,
- Kotacija fondova (kao sub-segment Oficijelne kotacije),
- Slobodno tržište.

Trgovanje na Sarajevskoj berzi se odvija metodom aukcijske trgovine i kontinuiranim trgovanjem. Aukcijski način trgovine znači da se sve transakcije obavljaju samo u jednom trenutku (*fixing-u*). To podrazumijeva da se kupovni i prodajni nalozi i pored mogućeg podudaranja uslova ponude i tražnje, ne sklapaju u transakcije sve do trenutka aukcije. Metoda aukcije se uglavnom koristi za trgovanje akcijama kompanija koje nisu dovoljno likvidne.⁸⁷

”Aukcijska trgovina se odvija na sljedeći način: 09:00—11:3x: Period u kojem je dozvoljen unos, editiranje i brisanje naloga. Nalozi se i pored mogućeg slaganja cijena i količina ne sklapaju.

11:3x (x=0...300 sec): Berzanski trgovinski sistem (BTS) na osnovu postavljenih parametara uz pomoć *random-procedure* određuje momenat kada će se desiti fixing, t.j. sklapanje naloga u transakcije. To znači da se trgovina obavlja u onom djeliću sekunde kada BTS poveže sve naloge koje je moguće povezati.

11:3x—13:00: Period tzv. *order-book-cleaning-a*. U ovom periodu ne mogu se unositi novi nalozi u BTS, nego samo prihvatati nalozi koji su ostali neizvršeni nakon fixing-a, i to isključivo po cijeni aukcije.

Iz gore navedenog slijedi da svaki simbol u jednom danu može imati samo jedan kurs - aukcijski kurs. Aukcijski kurs se formira na sljedeći način: BTS sve naloge za jedan simbol unese u njegovu knjigu naloga. Elektronska knjiga naloga se može shvatiti kao neka vrsta tabele, u koju se na lijevoj strani unose kupovni, a na desnoj strani prodajni nalozi. Osnovni kriterij za rangiranje kupovnih i prodajnih naloga je cijena:

- kupovna strana: nalog sa najvećom cijenom zauzima prvi rang kod kupovnih naloga,
- prodajna strana: nalog sa najnižom cijenom zauzima prvi rang kod prodajnih naloga.

Kada dođe do momenta fixing-a, BTS analizira knjigu naloga za svaki simbol i određuje njegovu cijenu za taj dan. Cijena će biti ona po kojoj će promet dionicama tog simbola biti maksimalan.”⁸⁸

Međutim, usljed povećanja interesovanja investitora za trgovanjem, kao i porastom broja kompanija koje posjeduju određeni nivo likvidnosti, Sarajevska berza je 2004. godine uvela novi način trgovine ”Multi Fixing Trading Schedule” (MFTS). To je oblik kontinuiranog trgovanja, koga karakteriše postupak sklapanja transakcija u momentu kada se nalozi poklope u pogledu cijene i količine određene hartije od

⁸⁶ Elektronske usluge koje pruža ovaj sistem, odnosno usluge naručivanja i izvršavanja definisane su kroz module i procedure koje su već opisane u radu kada je bilo riječi o Ljubljanskoj berzi, vidi: strana 89-93.

⁸⁷ Aukcijski model trgovanja je dominantan model i na Beogradskoj berzi, za razliku od berzi u Crnoj Gori

⁸⁸ Vidi izvod iz Pravila Sarajevske berze, www.sase.ba

vrijednosti. Takođe, za razliku od aukcijskog načina trgovanja, kontinuirano trgovanje traje od momenta otvaranja berze do trenutka kada berza prestaje sa radom toga dana. Naravno, nalozi za trgovanje se mogu unositi i mijenjati i u "pre-open" fazi koja traje od 09:00 do 10:00 sati. Na početku rada kontinuiranog trgovanja moglo se trgovati sa akcijama 34 kompanije iz Bosne i Hercegovine. Trenutno se na kontinuiranom tržištu trguje sa akcijama 61 kompanije.

Trgovanje na Banjalučkoj berzi se, kao i u svim državama bivše Jugoslavije, odvija preko berzanskih posrednika. I na Banjalučkoj berzi je implementiran BTS, koji je razvijen na Ljubljanskoj berzi. Članovi berze mogu biti preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrijednosti i banke, a ne moraju biti akcionari berze. Isto kao i na Sarajevskoj berzi, na berzi u Banjaluci se trguje kontinuiranom metodom i metodom periodičnih aukcija sa preovlađujućom cijenom. Kontinuiranom metodom trguje se:

- akcijama sa slobodnog berzanskog tržišta koje ispunjavaju kriterijume likvidnosti;
- akcijama emitenata na listi za kotaciju.

Kontinuirano trgovanje je podjeljeno u tri faze:

- pre-open faza od 8:30 do 09:30,
- trgovanje od 09:30 do 13:00,
- zatvaranje rada berze je u 13:00 sati.

Aukcijskim metodom se trguje akcijama emitenata na slobodnom berzanskom tržištu koje ne ispunjavaju kriterijume likvidnosti.

Aukcijsko trgovanje je podijeljeno u tri faze:

- u periodu od 08:30 do 11:45 dozvoljen je unos, promjena, zadržavanje, oslobađanje i povlačenje prodajnih i kupovnih naloga,
- u periodu od 11:45 do 12:00 + "random time"⁸⁹, kada je dozvoljeno mijenjati, zadržavati, oslobađati i povlačiti postojeće prodajne naloge i unositi, mijenjati zadržavati, oslobađati i povlačiti kupovne naloge. U ovoj fazi softver ne dozvoljava unos prodajnih naloga,
- u 12:00 + "random time" otvaranje tržišta.

Preovlađujuća cijena se formira na osnovu sljedećih kriterijuma: količinski najveći obim prometa, minimalni ostatak (ako ostatak postoji na strani kupovine uzima se najviša cijena, a ako je na strani prodaje uzima se najniža cijena), cijena koja je bliža jedinstvenom službenom kursu, prosječna cijena između dve selektirane cijene po prethodnim kriterijumima. Kada je formirana preovlađujuća cijena, poslovi se sklapaju prema cjenovnom prioritetu i starijoj vremenskoj oznaci.

⁸⁹ "Random time" je vrijeme kada se berza otvara (počinje sa radom) ili kada se zatvara (prestaje sa radom) i traje u periodu od 3 minuta, odnosno 180 sekundi. Kompjuterski je programirano da svaki naredni put prilikom početka ili prestanka rada berze, to bude neka druga sekunda u vremenu od tri minuta. Ovo iz razloga da brokeri ne bi čekali poslednju sekundu da bi odradili neku transakciju. Time se brokeri stavljaju u potpuno ravnopravan položaj kada je u pitanju vrijeme unosa naloga u berzanski sistem za trgovanje.

3.4. SOFTVER ZA TRGOVANJE BEOGRADSKE BERZE

Beogradska berza je dva puta počinjala sa radom. Početak rada berze se veže za novembar 1894. godine, a godinu dana kasnije su na njoj realizovana prva trgovanja. Početkom drugog svjetskog rata (1941. godine) Beogradska berza prestaje sa radom, a zvanično je zatvorena 1954. godine. Ponovo je osnovana i počela sa radom 1989. godine, u početku kao Jugoslovensko tržište kapitala, u skladu sa Zakonom o tržištu novca i tržištu kapitala. Godine 1992., godine berza mijenja ime u Beogradsku berzu.

Operativni dio Beogradske berze čine:

1. Sektor poslovnih operacija koji se sastoji od:
 - a. Odjeljenja poslovnih aktivnosti i usluga;
 - b. Odjeljenja kontrole tržišta.
2. Sektor IT operacija koji se sastoji od:
 - a. Odjeljenja aplikacija;
 - b. Odjeljenja rukovođenja sistemom.
3. Kabinet direktora

Na Beogradskoj berzi se trguje u okviru primarnog i sekundarnog tržišta. U okviru primarnog tržišta primjenjuje se metoda kontinuirane prodaje hartija od vrijednosti, koja se organizuje u toku jednog ili više berzanskih sastanaka. Takođe, na primarnom tržištu se primjenjuje metod višestruke cijene (aukcijska trgovanja).

Kada se trguje na sekundarnom tržištu onda se može primjeniti jedan od sljedećih metoda:

- metoda preovlađujuće cijene sa jednom ili više aukcija dnevno,
- metoda kontinuiranog trgovanja,
- metoda minimalne cijene.

Trgovina hartijama od vrijednosti i drugim finansijskim instrumentima (na berzi se može trgovati i derivatima - fjučersi i opcije) odvija se u okviru elektronskog sistema za trgovanje BELEX. To je jedinstveni informacioni elektronski sistem, koji između ostalog pruža mogućnost brokerima da trguju na daljinu, odnosno iz svojih poslovnih prostorija koristeći svoje radne stanice. Brokersko-dilerske kuće vode elektronske knjige naloga, koje prosljeđuju u sistem berze i na taj način se formira elektronska baza podataka berze. Pristup i korišćenje sistema za daljinsko trgovanje imaju brokeri koji su završili obuku za rad na Belexu i koji su upoznati sa tehnologijom rada i pravilima daljinskog trgovanja, o čemu im berza izdaje potvrdu i dozvolu sa SMART karticom.⁹⁰

Berza svojim članovima obezbijедуje pristup na platformu (računarsku i telekomunikacionu opremu), kao i pristup softveru. Brokerske kuće su sa berzom povezane ISDN telekomunikacionom linijom, *frame relay*, ili iznajmljenom linijom. Klijentske radne stanice (registrovane od strane berze) predstavljaju personalni računari brokera smješteni u njihovim poslovnim prostorijama. Na njima ovlašćena lica berze instaliraju klijentsku aplikaciju (softver) za trgovanje. Takođe, brokersko-dilerska društva moraju obezbijediti odgovarajuće tehničke uslove:

⁹⁰ Smart kartica je identifikaciona kartica kojom se vrši pristup i korišćenje sistema za daljinsko trgovanje od strane brokersko-dilerskih društava. Sastavni dio SMART kartice je lični identifikacioni broj (PIN kod) brokera - korisnika.

- 1) Personalni računar sledećih karakteristika: Procesor Pentium IV, 256 MB RAM-a, 20-40 GB Hard Disk, Mrežna kartica 100 Mbps, sa UTP priključkom, CD ROM, Monitor, tastatura i miš, Windows XP Professional, Čitač SMART kartica, SMART kartice za pristup;
- 2) Telekomunikacione linije: Iznajmljena linija sa modemom i ruterom, ISDN liniju sa modemom, Frame relay sa modemom i ruterom.

Nakon što se unesu nalozi za trgovanje preko brokerskih stanica u sistem za trgovanje BELEX, sa definisanim količinama i cijenama, takvi nalozi se uparuju u sistemu. Brokери dobijaju povratne informacije o zaključenim transakcijama, na osnovu kojih "zatvaraju" trgovine u svojim back office-ima. Informacije o realnom trgovanju se mogu dobiti i preko servisa BELEX.info. Za korišćenje ove aplikacije neophodno je posjedovati Internet Explorer 6.0 verziju. Ovaj sistem ima tri servisa i to su WEB aplikacija, WAP servis i SMS servis, koji omogućavaju korisnicima da pomoću Interneta i mobilnih telefona prate trgovanje sa 30 izabranih hartija od vrijednosti.

Sve poruke koje se koriste u sistemu za trgovanje su strukturirane kao XML poruke (vodeće tehnologije na polju čuvanja i razmjene informacija). Neke od strukturiranih poruka sistema Beogradske berze su:

- Paket poruka HARTIJE OD VRIJEDNOSTI (securities.xml), i ovaj paket pruža sve neophodne informacije o tržišnim materijalima kojima se trguje na berzi i šalje se jednom dnevno na početku trgovanja;
- Paket poruka O ZAKLJUČENIM TRANSAKCIJAMA (trade.xml), i ovaj paket poruka se šalje u momentu kada se zaključi neka transakcija bilo sa akcijama, bilo sa obveznicama;
- Paket poruka O TRGOVANJIMA (market summary.xml), i ovaj paket pokazuje promjene na glavnoj tabli berze u toku dana trgovanja;
- Paket BELEX15 (securities.xml), koji sadrži sve podatke o hartijama od vrijednosti koje ulaze u sastav ovog berzanskog indeksa, i šalje se jednom dnevno na početku trgovanja na berzi;
- Paket BELEX15.xml (securities.xml), koji sadrži podatke o postignutim vrijednostima indeksa BELEX15 u toku dana trgovanja, i šalje se u momentu kada se zaključi neka transakcija na berzi koja utiče na promjenu vrijednosti ovog indeksa.

Beogradska berza je decembra 2004. godine prvi put objavila BELEXfm, indeks na akcije kojima se trguje na slobodnom berzanskom tržištu, a u oktobru mjesecu 2005. godine objavila indeks BELEX15, za akcije preduzeća koje se nalaze na metodu kontinuiranog trgovanja.

U zemljama koje imaju razvijena tržišta kapitala primjenjuje se FIX protokol (*Financial information eXchange*), koji predstavlja definisani format, odnosno tehničku specifikaciju elektronske razmjene podataka. "FIX protokol je nastao 1992. godine kao bilateralni komunikacioni okvir za trgovanje akcijama uspostavljen među kompanijama "Fidelity Investments" i "Salomon Brothers". Ove kompanije su razvile elektronski komunikacioni protokol radi unapređenja procesa davanja naloga za trgovanje i komunikacije između berzi i učesnika u procesu trgovanja."⁹¹ Nakon toga su i kompanije poput "Putnam Investments" i "Merrill Lynch" implementirale FIX protokol u trgovanju

⁹¹ Vidi: <http://www.fixprotocol.org/products/>

dužničkim instrumentima. Danas je FIX protokol implementiran između ostalih i na Njujorškoj, NASDAQ, Londonskoj, Tokijskoj i berzi u Frankfurtu.

Tako je i Beogradska berza krajem 2007. godine pristupila uvođenju ovog protokola.⁹² Da bi neka brokersko-dilerska kuća koja je član Beogradske berze mogla da implementira FIX protokol, kao vezu sa berzanskom platformom neophodno je da posjeduje sljedeće tehničke elemente:

1. Server: 2 Dual core procesora, 4 GB RAM-a, 3 HDD (Raid 5), Mrežna kartica 100 Mbps, sa UTP priključkom, CD ROM, Monitor, tastatura i miš, Microsoft Windows Server 2003;
2. Personalni računari (klijentska radna stanica) sledećih karakteristika: Procesor Pentium IV, 1 GB RAM-a, 160 GB Hard Disk, Mrežna kartica 100 Mbps, sa UTP priključkom, CD ROM, Monitor, tastatura i miš, Windows XP Professional, Čitač SMART kartica (obezbijeduje Berza, uz naknadu utvrđenu Tarifnikom Berze), SMART kartice za pristup (obezbijeduje Berza, uz naknadu utvrđenu Tarifnikom Berze);
3. Telekomunikacione linije: Iznajmljena linija, ili ISDN, ili Frame relay;
4. Telekomunikacionu opremu - Ruter Cisco 1841.

Kada se uspostavi komunikacija broker – berza putem FIX protokola, komunikacija brokera sa klijentima se može uspostaviti jednostavnim web interfejsima za trgovanje. Na taj način će klijent moći davati naloge brokerima onlajn, što predstavlja veliki iskorak u njihovoj međusobnoj komunikaciji. Šta je opredijelilo menadžment Beogradske berze da krene u realizaciju implementacije FIX protokola u svom poslovanju sa ostalim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti (prije svega brokersko-dilerskim kućama, a zatim i poslovnim bankama, centralnim registrom i ostalim učesnicima). U svakom slučaju to je kompleksan posao, i ne smije se raditi parcijalno već na nivou saradnje i komunikacije svih institucionalnih učesnika. Mišljenja smo da je ovo veliki iskorak u razvoju tržišta kapitala Srbije i Beogradske berze, jer se na ovaj način uvode svjetski standardi i procedure iz oblasti informacionih komunikacionih tehnologija. To će svakako doprinijeti promjeni cjelokupnog načina funkcionisanja tržišta. Posebno što Srbija još uvijek nije ozbiljno ušla u korijenite ekonomske reforme i proces transformacije i privatizacije. Tako će novi sistemi komunikacije znatno uticati i na privlačenje stranih investitora, koji žele sigurnu, kvalitetnu i brzu uslugu.

3.5. BERZANSKI SOFTVER SKOPSKE BERZE

Makedonska berza a.d. Skoplje formirana je 13. septembra 1995. godine. Osnivači su bili trinaest banaka, tri osiguravajuća društva i tri štedionice. Zvanično trgovanje počelo je 28. marta naredne godine. Trgovalo se dva puta nedeljno, utorkom i četvrtkom na berzanskom parketu u sali za trgovanje. Decembra 2000. godine Ljubljanska berza projektom tehničke pomoći Republike Slovenije implementira

⁹² FIX protokol predstavlja mrežni protokol koji služi za elektronsku komunikaciju porukama među učesnicima u procesu trgovanja. Odnosno, to je cijeli skup specificiranih poruka za trgovanje razvijenih od strane banaka, brokerskih kuća, berzi, institucionalnih investitora i softverskih kompanija.

elektronski sistem za trgovanje koji se koristio na Ljubljanskoj berzi. U aprilu mjesecu 2001. godine prestaje sa radom način trgovanja "na parketu" i počinje sa radom berzanski elektronski sistem trgovanja (BEST). Na taj način su se stvorili uslovi za povećanje obima trgovanja, efikasnosti poslovanja i likvidnosti berzanskog trgovanja. Trgovanje hartijama od vrijednosti je potpuno automatizovano. Brokeri su elektronski povezani iz svojih poslovnih prostorija sa berzom i na taj način uspostavljaju komunikaciju sa platformom za trgovanje, odnosno sa serverom lociranim u prostorijama berze.

Za sve hartije od vrijednosti kojima se trguje na Makedonskoj berzi, bez obzira da li se radi o kotiranim hartijama ili slobodnom berzanskom tržištu važi isti režim trgovanja. Likvidne hartije se trguju u sistemu kontinuiranog trgovanja. Dozvoljeno je dnevno cijenovno odstupanje +/- 10%. Nelikvidnim hartijama se trguje u režimu "fiksinga", bez cijenovnog ograničenja. Sve one naloge koji su unešeni u sistem berze a odstupaju od dozvoljene cijene, BEST sistem automatski isključuje i stavlja ih kao neaktivne. Svi ostali elementi koji su navedeni u softveru za trgovanje Ljubljanske berze potpuno su identični sa BEST sistemom za trgovanje Makedonske berze.

Smatramo da elektronski načini realizovanja transakcija na berzama, zasnovani na modernim informacionim tehnologijama, imaju određene prednosti u odnosu na modele trgovanja na parketu koji su postojali u početku rada pojedinih berzi. Te prednosti imaju prije svega berze koje koriste takve razvijene sisteme za trgovanje. Elektronski sistemi trgovanja pružaju mogućnosti brže, kvalitetnije i sigurnije razmjene podataka i informacija na regionalnom nivou. To su početni elementi koji upućuju na buduća regionalna međuberzanska trgovanja. Tehnički gledano, elektronski berzanski sistemi pružaju bolje mogućnosti nadzora i kontrole naloga unešenih u sistem za trgovanje od strane brokera. Ukoliko se desi eventualna nepravilnost, berzanski kontrolori imaju mogućnost automatskog reagovanja. Takođe omogućavaju kako berzanskim kontrolorima, tako i ostalim korisnicima sistema pristup svim istorijskim podacima o svim realizovanim transakcijama, kao i pristup velikom broju različitih analitičkih i zbirnih izvještaja, a tiču se prije svega kretanja cijena, berzanskih indeksa, tržišne kapitalizacije i ostalih podataka.

Isto tako, iskustva pokazuju da elektronski sistemi za trgovanje pružaju mogućnosti za njihove aktivne korisnike u smislu većeg broja mogućnosti prilikom davanja kupovnih i prodajnih naloga (dnevni nalozi, otvoreni nalozi, nalozi do određenog datuma, nalozi sve ili ništa, nalozi sa skrivenim količinama). Sve ove aktivnosti brokeri mogu brzo realizovati, direktnim korišćenjem informacionih tehnologija iz svojih radnih prostora. Ono što je važno istaći odnosi se na mogućnost unosa naloga za trgovanje u sistem berze, u vremenu kada trgovanje na berzi nije otpočelo. Mislimo na vrijeme prije otvaranja trgovanja i vrijeme nakon završetka rada trgovanja na berzi i mogućnost unosa naloga u tom vremenskom periodu, takođe elektronskim putem.

IV DOSTIGNUTI NIVO PRIMJENE INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI CRNE GORE

Godine 1997. u tadašnjoj Saveznoj Republici Jugoslaviji (čiji je konstitutivni član bila Crna Gora) donešen je dokument pod nazivom "Strategija daljeg razvoja informatike u Saveznoj Republici Jugoslaviji". To je bila polazna osnova za razvoj i implementaciju informacionih sistema u državnoj upravi. Osnovi na kojima su počivali dokumentacioni materijali za razvoj i primjenu informacione tehnologije bili su: pravo na jednak pristup informacijama i doživotno učenje iz oblasti IT-a. Bio je to period prelaska sa Industrijskog u Informaciono društvo, što je bilo dijelom uslovljeno prelaskom sa proizvodnje materijalnih dobara ka proizvodnji znanja. Istovremeno je nastavljaio da raste jaz između bogatih i siromašnih zemalja svijeta. Takva nesrazmjernost među zemljama uslovlila je i takozvani "digitalni jaz" koji je iziskivao novi, sveobuhvatniji pogled na mjesto i ulogu informatike i telekomunikacija. Tako je na globalnom nivou došlo do prihvatanja ideja sveobuhvatnosti primjene informacionih tehnologija, zasnovane na regionalnoj jednakosti. Korišćenje informacija kao osnovnog resursa treba da bude podjednako moguće svima koji imaju pristup informacionoj i internet tehnologiji. Na taj način je ustanovljena međunarodno usaglašena politika i strategija razvoja informatičkog društva. Zemlje regiona jugoistočne Evrope su donijele evropski akcioni plan „e-Evropa“, na osnovu koga Evropska Unija od 2000. godine ubrzano mijenja svoje zakonodavstvo i organizacione strukture.⁹³ Prvi korak Pakta za stabilnost jugoistočne Evrope je bio usvajanje *Zajedničke izjave* u Ljubljani, juna 2002. godine. Zatim je uslijedilo potpisivanje *eSEE⁹⁴ Agende za razvoj Informacionog društva*, od strane zemalja članica eSEE Inicijative, u Beogradu oktobra mjeseca iste godine. Nakon toga, potpisana je *Zajednička izjava o namjerama o izgradnji Informacionog društva*, februara mjeseca 2004. godine u Budimpešti. Jula mjeseca 2005. godine u Solunu, na Ministarskoj konferenciji za jugoistočnu Evropu, pristupilo se potpisivanju *Ministarskih zaključaka i Memoranduma o razumijevanju o jedinstvenom regionalnom Broadband-u*.

Na osnovu tog plana i Crna Gora⁹⁵ je realizovala skoro sve predviđene zadatke koje propisuje eSEE Agenda, kao što su Usvajanje strategije razvoja Informacionog društva, donošenje i usvajanje Zakona o elektronskom potpisu, donošenje i usvajanje Zakona o elektronskom poslovanju, donošenje i usvajanje Zakona o telekomunikacijama, i Zakona o elektronskoj trgovini. Donešen je Zakon o Centralnom registru građana, a u toku je izrada projekta "Centralni registar stanovništva", kao i projekta pod nazivom

⁹³ Inicijativa za širenje i prihvatanje informacionih tehnologija u zemljama jugoistočne Evrope e-SEE pokrenuta je u okviru II Radnog stola Pakta za stabilnost, na zahtjev Velike Britanije 2000. godine. Osnovni cilj takve inicijative jeste pružanje pomoći zemljama regiona da sagledaju mogućnosti koje pružaju nove informacione i komunikacione tehnologije, i promovisanje njihove široke primjene u zemljama regiona.

⁹⁴ eSEE – *Electronic South East Europe* – Inicijativa elektronska jugoistočna evropa.

⁹⁵ Vlada Crne Gore je 17.06.2004. godine usvojila Strategiju razvoja informatičkog društva – put u društvo znanja za period od 2004-2007. godine. Kao nastavak započetih reformi, Vlada je na sjednici od decembra 2006. godine usvojila eSEE Agendu za razvoj informatičkog društva u jugoistočnoj Evropi.

"Elektronska Vlada". Crna Gora je nakon sticanja državne nezavisnosti, odnosno, dobijanjem međunarodnog subjektiviteta dobila pravo na dobijanje resursa međunarodnih kodova koje dodjeljuju određene međunarodne organizacije. Na osnovu aktivnosti nadležnih organa Republike Crne Gore, Međunarodna organizacija za standardizaciju je prihvatila da jedinstveni dvoslovni kod za Crnu Goru bude ".me".⁹⁶

Imajući u vidu značaj koji razvoj informacionog društva predstavlja za Crnu Goru, kao i aktivnosti koje su do sada postignute u oblasti kreiranja institucionalne i pravne infrastrukture u ovoj oblasti, Crna Gora je kao nastavak realizacije programa, u Sarajevu, oktobra mjeseca 2007. godine potpisala *Ministarsku deklaraciju o prihvatanju nove agende za razvoj informatičkog društva do 2012. godine*.⁹⁷ Uporedo sa ovim aktivnostima Crna Gora je radila na modernizaciji i proširivanju fiksnih i mobilnih mreža, i napravila značajne korake u cilju uspostavljanja zakonskog i regulatornog okvira za podršku konkurentskog i progresivnog tržišta telekomunikacionih usluga.⁹⁸

Planirajući dalje aktivnosti na jačanju i razvoju informatičkog društva, Vlada Crne Gore je potpisivanjem eSEE Agende Plus, preuzela obavezu da u periodu 2007-2012. godine radi na sljedećim aktivnostima:⁹⁹

- (i) Prihvatanje "i2010 – Evropsko informaciono društvo za razvoj i zapošljavanje" kao opšti okvir za razvoj informacionog društva u regionu;
- (ii) Pridruživanje prioritetima koji su definisani u okviru "i2010 – Evropsko informaciono društvo za razvoj i zapošljavanje" ali u okviru specifičnog okruženja regiona jugoistočne Evrope, a koji podrazumijevaju:
 - a. Dalji razvoj jedinstvenog SEE informacionog prostora koji promoviše otvoreno i konkurentno unutrašnje tržište za Informaciono društvo i medije, pomjerajući ga u pravcu zajedničkog evropskog informacionog prostora u pogledu interoperabilnosti;
 - b. Jačanje inovacija i ulaganja u ICT istraživanje i obrazovanje sarađujući sa privatnim sektorom na unaprijeđenju rasta i stvaranju većeg broja radnih mjesta većeg kvaliteta;
 - c. Postizanje inkluzivnog Informacionog društva kojim se unaprijeđuju rast i zaposlenost na način koji je usvojen sa održivim razvojem i kojim se daje prioritet boljim javnim uslugama i kvalitetu života.

Državni organi Crne Gore (Vlada preko svojih resornih organa) zajedno sa naučno-obrazovnim institucijama, pripremaju i osmišljavaju ciljeve i strategiju razvoja iz

⁹⁶ Takođe, ISO 3166 Maintenance Agency, 26.09.2006. godine je objavila da je Crnoj Gori dodijeljen ".me" kao nacionalni vrhovni domen (ccTLD - *country code Top Level Domain*). Internet korporacija za dodjeljivanje imena i brojeva (u nastavku ICANN – *Internet Corporation for Assigned Names and Numbers*) je na sjednici održanoj 11. septembra, 2007. godine Crnoj Gori konačno delegirala ".me" domen čime je Crna Gora stekla pravo da na Internet prostoru koristi ".me" domen i na globalnoj mreži bude prepoznata po istom.

⁹⁷ Na Ministarskoj konferenciji u Sarajevu usvojen je regionalni akcioni plan za razvoj informacionog društva u jugoistočnoj Evropi za period 2007-2012. pod nazivom "eSEE Agenda Plus".

⁹⁸ Novi regulatorni okvir ima za cilj da promoviše ulazak konkurencije, ukloni nepotrebnu regulativu, pojednostavi složene administrativne procedure, proširi unutrašnje tržište i u konačnom zaštititi potrošača. Cjelokupni proces je projektovan tako da uspostavi liberaliniji pristup izgradnje i korišćenja telekomunikacionog sistema, kako Crne Gore, tako i njegovog uvezivanja sa evropskim tržištem.

⁹⁹ Vidi: Pakt Stabilnosti, Inicijativa za elektronsku jugoistočnu Evropu "eSEE Agenda +", za razvoj informacionog društva jugoistočne Evrope 2007-2012.

oblasti informacionih tehnologija. Oni takode razrađuju metode njenog sprovođenja. Država uspostavlja regulatorne mehanizme. Državni organi, javna uprava, lokalne samouprave, javna preduzeća, školske i zdravstvene ustanove i ostali državni organi imaju veliku i osnovnu ulogu u definisanju strategija i implementaciji telekomunikacionih i informacionih tehnologija. Smatramo da će razvoj i unapređenje informacionog društva, kojim je intenzivno krenula Crna Gora, omogućiti našoj zemlji da se integriše u globalne ekonomske procese. Ovaj proces razvoja informacionih i tehničko-tehnoloških resursa uticaće ne samo na razvoj ovih sektora, već će doprinijeti brzom implementaciji ovih rješenja u svim ostalim sektorima, posebno u privredi i civilnom društvu.

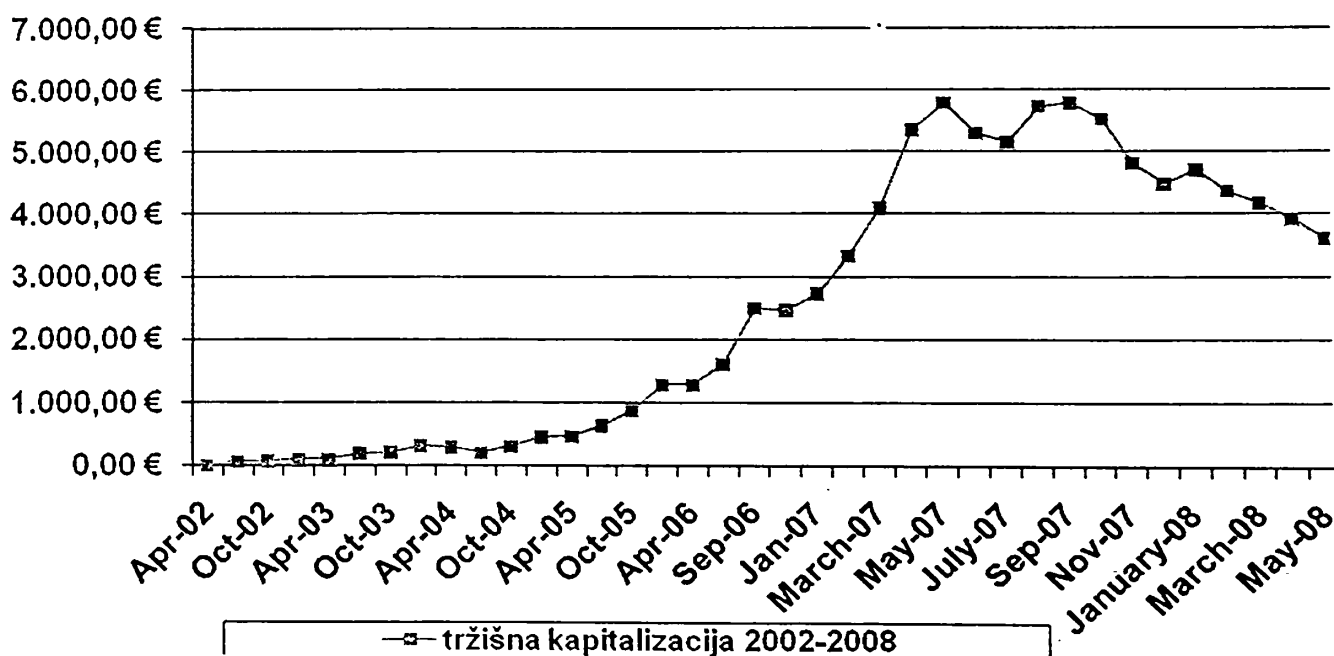
S tim u vezi, i Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore, kao državni organ nadležan za nadzor i kontrolu rada tržišta kapitala, ima zadatak i obavezu da koordinira i prati razvoj i primjenu informacionih tehnologija koje implementiraju i koriste učesnici na tržištu kapitala. Učesnici sami biraju informaciona dostignuća koja žele primjeniti i na njima poslovati, a Komisija ima ulogu da propiše da ta rješenja budu međusobno kompatibilna i u skladu sa savremenim dostignućima koja koriste učesnici tržišta kapitala razvijenih zemalja. Standardi koje primjenjuju institucionalni učesnici u poslovanju informacionom tehnologijom, moraju obezbijediti privatnost i bezbjednost podataka. Takode, takvi standardi treba da obezbijede nesmetanu komunikaciju i povezanost svih učesnika. Mišljenja smo da će unaprijeđivanje informaciono-komunikacione tehnologije koju koriste učesnici na tržištu hartija u Crnoj Gori, omogućiti klijentima – investitorima prije svega, dobijanje pravovremenih informacija koje su bitne za donošenje odluka prilikom realizacije njihovih poslovnih aktivnosti. Time će se oni, kroz umreženi informacioni sistem, još aktivnije uključiti na tržište i doprinijeti njegovom jačanju.¹⁰⁰ Sve skupa će, kroz razmjenu informacija, doprinijeti povezivanju ne samo institucija koje direktno posluju na tržištu hartija od vrijednosti, nego i ostalih privrednih i vanprivrednih subjekata.

¹⁰⁰ Ovdje prije svega mislimo na povećanje transparentnosti rada na tržištu, jer će institucionalni učesnici i njihovo poslovanje biti pod većom pažnjom investitora. Posebno će ovo mnogo značiti u smislu edukacije kako postojećih tako i budućih investitora na tržištu.

1. RAZVOJ TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI CRNE GORE

Razvoj svakog tržišta predstavlja proces pozitivnih promjena u veličini tržišta, unaprijeđenju metodologija i instrumentata za trgovanje kao i permanentnom povećanju učesnika koji učestvuju u tržišnim operacijama. Samim tim i razvoj tržišta hartija od vrijednosti Crne Gore imao je za cilj struktuiranje tržišta u procesu koji se desio a to je proces masovne vaučerske privatizacije (MVP). Nakon toga, svi oni koji su dobili pravo da mogu da trguju hartijama od vrijednosti, odnosno da kupuju i prodaju hartije, kreirali su ponudu i potražnju na crnogorskom tržištu kapitala. Odnos ponuđenih prodajnih i kupovnih cijena bio je uslovljen stvarnom - tržišnom - potražnjom i ponudom, odnosno tržišnom cijenom. Razlika između nominalnih vrijednosti (knjigovodstvenih) od stvarnih - tržišnih - u početku je (a i danas velikim dijelom) oslikavala realnu sliku vrijednosti emitenata čijim se akcijama trguje na crnogorskim berzama. S obzirom da su svi koji su trgovali na crnogorskom tržištu kapitala od početka rada trgovanja na berzama ostvarili značajnu individualnu korist¹⁰¹, to je dovelo do povećanja performansi tržišta i, na taj način, i koristi koje ono ima za društvo u cjelini. Ono što posebno karakteriše ovaj period jesu mali prometi u trgovanju na obje berze. U nastavku rada dali smo pregled tržišne kapitalizacije na crnogorskim berzama za period 2002. – 2008. godine.

tržišna kapitalizacija 2002-2008



jugoslovenskih republika, i njihove promjene izražene procentualno. Ozbiljnije analize i poređenja među pojedinim tržištima ne mogu se praviti, s obzirom da su podaci koji su bili dostupni sa berzi iz regiona prikazivani za različite (uglavnom kraće) vremenske periode.

INDEXI

NEX BERZA

NEX 20	3.3.2003	31.05.2008
vrijednost	999,93	21.359,00
promjena		2036,05%

NEX PIF	3.3.2003	31.05.2008
vrijednost	1.001,98	21.730,00
promjena		2068,71%

MONTENEGROBERZA

MOSTE	2.4.2004	31.05.2008
vrijednost	129,44	927,95
promjena		616,90%

LJUBLJANSKA BERZA

SBI 20*	21.6.2007	31.05.2008
vrijednost	10.058,85	8415,07
promjena		-16,34%

* 15 emitenata

SBITOP*	21.6.2007	31.05.2008
vrijednost	2.173,37	1865,69
promjena		-14,16%

*5-10 emitenata iz SBI 20

PIX*	27.6.2007	31.05.2008
vrijednost	10.524,26	8.415,07
promjena		-20,04%

*indeks investicionih fondova

ZAGREBAČKA BERZA

CROBEX*	2.9.1997	31.05.2008
vrijednost	1.118,33	3988,12
promjena		256,61%

*30 emitenata

CROBIS*	30.9.2002	31.05.2008
vrijednost	100,00	95,66
promjena		-4,34%

* indeks državnih obveznica i obveznica državnih agencija

MAKEDONSKA BERZA

MBI 10*	25.6.2007	31.05.2008
vrijednost	6.793,98	5751,32
promjena		-15,35%

*10 emitenata

BEOGRADSKA BERZA

BELEX 15*	4.10.2005	31.05.2008
vrijednost	998,50	1784,21
promjena		78,69%

*15 emitenata

BELEXLINE*	4.10.2004	31.05.2008
vrijednost	1.006,28	3092,43
promjena		207,31%

*emiteniti sa značajnijim učešćem u trgovini na taj dan

SARAJEVSKA BERZA

BIFX*	28.4.2003	31.05.2008
vrijednost	1.245,96	4656,1
promjena		273,70%

*indeks privatizacionih fondova

Od početka rada tržišta hartija od vrijednosti Crne Gore regulativa koja je usvajana i primjenjivana bila je jedna od najliberalnijih u regionu. To znači da su bez razlike jednak pristup informacijama i načinu i metodama trgovanja imali kako državljani Crne Gore, tako i inostrani investitori. Na taj način su „ulazne barijere“ eliminisane što nije slučaj sa nekim tržištima u okruženju. To je imalo za rezultat velike iznose stranih direktnih investicija na tržište kapitala Crne Gore.

Kako se razvijalo tržište, tako je rasla potreba za inoviranjem načina i metoda trgovanja. Posebno je to prisutno u postupku komunikacije ovlašćenih učesnika sa klijentima, kao i sa berzama, Centralnom depozitarnom agencijom i poslovnim bankama. Tako su brokersko-dilerske kuće poboljšale načine poslovanja, uvodeći elektronske knjige naloga i back-office-a. To je rezultiralo poboljšanjem postupaka elektronskog upisa naloga, njihove realizacije u sistemima berzi (tehnološkog usavršavanja softverskih platformi za trgovanje), kao i metodologijom kliringa i saldiranja koje sprovodi CDA (smanjenje vremena kliringa i saldiranja). Samim tim se i transakcioni troškovi smanjuju, snižavaju se brokerske i bankarske provizije. Svi ti činioci zajedno doprinose i povećanju kvaliteta domaćeg tržišta kroz transparentnije procese realizovanja transakcija i njegovoj likvidnosti. Značaj razvoja tržišta i povećanja broja investitora, kako domaćih tako i inostranih na tržištu hartija od vrijednosti u Crnoj Gori, ima pozitivne signale i za ulaganje u otvaranje novih brokersko-dilerskih kuća, investicionih i penzionih fondova, i sve veće uključivanje poslovnih banaka kroz svoja odjeljenja za obavljanje kastodi poslova. Tako je od početnih nekoliko brokerskih kuća njihov broj do danas narastao na preko trideset. Njihova struktura kapitala ukazuje da je sve veći broj brokersko-dilerskih društava sa većinskim inostranim kapitalom.¹⁰²

Kao nastavak reformi u oblasti kolektivnih investicionih šema, 2006. godine donešen je Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima.¹⁰³ Tim zakonom su uređeni uslovi za osnivanje i način poslovanja društava za upravljanje penzionim fondovima kao i organizovanje dobrovoljnih penzionih fondova na osnovu individualne kapitalizovane štednje. Dobrovoljni penzioni fond predstavlja fond koji se osniva radi prikupljanja novčanih sredstava uplaćivanjem doprinosa članova fonda i ulaganja tih sredstava sa ciljem povećanja vrijednosti imovine fonda. Fondom upravlja Društvo za upravljanje na načelima sigurnosti, likvidnosti, smanjenja rizika i njegove disperzije. S obzirom da se radi o fondovskoj industriji koja podrazumijeva veliki broj članova i ogroman broj uglavnom manjih iznosa sredstava, potrebna je i veća disperzija rizika u poslovanju fonda. Ona je definisana na način da je omogućeno da se sredstva penzionog fonda mogu ulagati u: akcije, dugoročne obveznice, državne zapise i druge kratkoročne hartije od vrijednosti koje izdaje Republika, i jedinice lokalne samouprave, kratkoročne bankarske depozite, akcije i obveznice drugih država i inostranih nedržavnih subjekata sa kojima se trguje na organizovanim tržištima kapitala u zemljama OECD-a i članicama Evropske Unije, zatim u udjele domaćih i inostranih otvorenih investicionih fondova, kao i u nepokretnosti na teritoriji Republike.

Društvo za upravljanje penzionim fondom na osnovu ugovora povjerava obavljanje poslova u vezi sa nadzorom nad upravljanjem imovinom penzionog fonda Kastodiju. Penzioni fond može biti otvoreni penzioni fond i njemu mogu pristupiti sva

¹⁰² Na dan 10.04.2008. godine u Crnoj Gori posluje ukupno 32 brokersko-dilerske kuće, od čega je 4 sa stoprocentnim stranim vlasništvom („Invest broker” i „Basileus broker” iz Srbije, „Hypo Alpe Adria” iz Austrije, „Monte Adria” iz Slovenije), a 4 sa udjelom stranog kapitala u vlasništvu od 33,60% do 99% („Global Broker” iz Slovenije, „First Financial Securities” iz Grčke, „Market broker” iz Bosne i Hercegovine, „Invest banka Montenegro” iz Hrvatske i Srbije). Na isti datum, poređenja radi, u Crnoj Gori posluje više brokersko-dilerskih društava nego u nekim zemljama bivše Jugoslavije (Slovenija, Bosna i Hercegovina, Makedonija).

¹⁰³ vidi: Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima *Službeni list RCG*, br. 78/06 i 14/07)

fizička lica, kao i zatvoreni penzioni fond, i on je organizovan za potrebe određenih poslodavaca, sindikata i drugih organizacija.

U narednom periodu na tržištu kapitala Crne Gore trebaju se uvesti novi proizvodi koji mogu privući inostrane investitore. Takođe, treba poboljšavati institucionalne uslove za priliv svježeg kapitala kroz povećanje broja kolektivnih investicionih šema (investicionih fondova). Modeli uvođenja otvorenih investicionih fondova će sigurno pojačati konkurenciju na tržištu, a samim tim će i doprinijeti poboljšanju sveukupnog poslovanja, od kojeg će koristiti prije svega, osim osnivača, imati sami investitori. Radiće se na iznalaženju novih tehnologija koje se koriste za prikupljanje kapitala emitenata. Povećanje obima i proizvoda kojima se trguje, u konačnom, dovodi do smanjenja troškova kapitala i trgovanja, otvaranja novih radnih mjesta, i na taj način do povećanja ličnog blagostanja i državnih prihoda.

Ono što posebno odlikuje razvoj tržišta kapitala Crne Gore jeste to da prilikom postavljanja institucionalnog okvira i normativne regulative, nisu "puko" primjenjivanja pravila i standardi tržišta kapitala razvijenih zemalja. Razlozi za takvo nešto su jednostavni, praktični i objašnjivi. Pravila koja su donošena i primjenjuju se, definišu odnose na tržištu na način da investitori (domaći pretežno) koji nemaju iskustvo u vezi sa ulaganjem na tržištu kapitala moraju da steknu povjerenje u nešto novo a to je - tržište kapitala. Edukaciju i razvoj svijesti za privatnu imovinu i brigu o njoj treba još više jačati, tako da investitori - akcionari - sve više preuzimaju odgovornost za sopstvene investicione odluke. Sa druge strane, stroga regulatorna pravila mogu samo da uspore razvoj tržišta, jer dugoročno, stabilno tržište kapitala zahtijeva početne fleksibilne norme koje će dovoditi u istu ravan kako kupce tako i prodavce na tržištu. To znači da na dugi rok, motive i želje investitora, akcionara pojedinih kompanija, i njihovih vlasnika i menadžment struktura, treba usmjeravati ka tržišnim principima i ciljevima koji važe u zemljama sa razvijenim ekonomijama i tržištima.

2. PRIMJENA SREDSTAVA INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI CRNE GORE

Učesnici na tržištu hartija od vrijednosti za svoje poslovanje koriste različite nivoe tehnoloških platformi na osnovu kojih obavljaju željene aktivnosti. Brokersko-dilerske kuće su razvile sopstvene informacione sisteme za obavljanje poslova prijema i obrade naloga za trgovanje, kao i za obračunske evidencije nakon realizovanih poslova za klijente. Njihova veza sa berzama, odnosno komunikacija sa softverskim platformama za trgovanje, kao i sa sistemom CDA za kliring i saldiranje, može se ostvariti na jedan od sljedećih načina:

1. preko iznajmljene linije;
2. preko dial-up konekcije telefonskom linijom i modemom; ili
3. preko dial-up konekcije ISDN linijom.

NEX Montenegro berza (NEX berza) koristi BTS elektronski sistem za trgovanje hartijama od vrijednosti koji je razvila Ljubljanska berza. Montenegroberza je razvila sopstveni sistem za trgovanje, tako što je većina brokerskih kuća sa berzom povezana putem MipNet-a – mreže koje omogućava VPN (*virtual private network*) servise, i koja je optimizovana za sigurnost i pouzdanost prenosa podataka.

Centralna depozitarna agencija u svojem obavljanju djelatnosti pruža Usluge Registra i Usluge Kliringa i Saldiranja. Komunikacija između CDA i brokersko-dilerskih kuća, zatim berzi, i banaka za saldiranje definisana je Uputstvima CDA i Korisničkim uputstvima kojima se utvrđuju nabavka, ugradnja i korišćenje računarske i komunikacione opreme za pristup računarskom sistemu agencije, uključujući upotrebu programske podrške koju ona obezbijuje.

3. PREGLED I ANALIZA UČESNIKA TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI U CRNOJ GORI KOJI KORISTE ELEKTRONSKO TRGOVANJE SA HARTIJAMA

Institucionalni okvir tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori proizilazi iz osnovnog razvojnog koncepta koji u sebi obuhvata proces uspješno realizovane masovne vaučerske privatizacije. Normativno regulisanje tržišta kapitala prati i zaokruživanje institucionalnog okvira. U početku – i razvoju osnovnog koncepta tržišta kapitala - u Crnoj Gori su poslovale i na njima se zasnivao cjelokupan proces finansijskih operacija: Centralna banka, poslovne banke, osiguravajuće kuće, državni fondovi, kao i Montenegroberza i nekoliko brokerskih kuća. Takav institucionalni okvir je bio nedovoljan za ozbiljnu i razvojnu filozofiju tržišta kapitala. Shodno tome, Vlada Republike Crne Gore je polovinom 2000. godine donijela “Uredbu o preuzimanju određenih ovlašćenja saveznih organa i organizacija u vezi prometa hartija od vrijednosti i finansijskog tržišta”¹⁰⁴, i “Odluku o obrazovanju Komisije za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište Republike Crne Gore”¹⁰⁵, kao regulatornog i nadzornog tijela u poslovanju sa hartijama od vrijednosti u Republici Crnoj Gori. Komisija je obrazovana rješenjem Vlade Republike Crne Gore od 23.11.2000. godine.

Montenegroberza a.d., osnovana je juna 1993. godine, na osnovu Zakona o Tržištu novca i Tržištu kapitala. Prvi akcionari bile su četiri banke iz Crne Gore: Montenegrobanka a.d. Podgorica, Pljevaljska banka a.d. Pljevlja, Beranska banka a.d. Berane i Hipotekarna banka a.d. Podgorica, kao i Agencija Crne Gore za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja Vlade Crne Gore. S obzirom da u to vrijeme nije bila osnovana Komisija za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore, dozvolu za rad berza je dobila od Saveznog ministarstva finansija i Savezne komisije za hartije od vrijednosti. Dozvola je podrazumijevala obavljanje poslova trgovanja žirnim novcem i kratkoročnim hartijama od vrijednosti. Osnivanjem Komisije za hartije od vrijednosti Crne Gore, koja je preuzela nadležnosti od Savezne Komisije, Montenegroberza je dobila dozvolu o poslovanju 14.12.2000. godine.

Nova berza hartija od vrijednosti, NEX Montenegroberza a.d., dobila je dozvolu za rad od Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore 08.11.2001. godine.

U tom periodu sa sjedištem u Crnoj Gori poslovalo je pet ovlašćenih učesnika i to četiri brokerske kuće i jedna dilerska. U februaru 2002. godine, nakon što je jednoj dilerskoj kući oduzeta dozvola za rad, poslovale su četiri brokerske kuće.¹⁰⁶

Centralna Depozitarna Agencija (CDA) je uz pomoć USAID-a, obezbijedila kompletan sistem registracije, kliringa i depozitara. U martu 2001. godine instaliran je sistem za registraciju hartija od vrijednosti, dok je implementacija sistema kliringa i sistema depozitara izvršena do kraja 2001. godine. CDA je počela sa radom nakon dobijanja dozvole za rad Centralnog registra izdate od strane Komisije za hartije od vrijednosti, dana 28.05.2001. godine.

¹⁰⁴ Vidi: *Službeni list RCG*, br. 33/00

¹⁰⁵ Vidi: *Službeni list RCG*, br. 38/00

¹⁰⁶ To su: CG Broker a.d. Podgorica, Monte-Adria Broker a.d. Podgorica, Holder broker a.d. Podgorica i Onyx broker a.d. Budva.

U procesu Masovne Vaučerske Privatizacije (MVP) formirano je sedam društava za upravljanje sa ciljem osnivanja Investicionih fondova. "Balkan investment fund" nije osnovan zato što nije ispunio zakonom definisani cenzus od 50 miliona poena. Ostalih šest fondova je ispunilo zakonski kriterijum o minimalnom broju prikupljenih vaučera i dobilo je dozvolu za rad od strane Komisije za hartije od vrijednosti.¹⁰⁷ Trenutno su prema važećim zakonskim propisima Privatni investicioni fondovi organizovani kao fondovi Zajedničkog ulaganja zatvorenog tipa.¹⁰⁸ Njima na osnovu ugovora, upravlja Društvo za upravljanje fondom (DZU). Za poslove upravljanja Društvo za upravljanje naplaćuje odgovarajući iznos provizije. Od devet društava za upravljanje, na dan 10.04.2008. godine njih dva ima vlasništvo sa većinskim inostranim kapitalom, dva sa domaćim i inostranim kapitalom, a ostalih pet je u vlasništvu domaćih fizičkih i pravnih lica. Od osam fondova Zajedničkog ulaganja, na dan 10.04.2008. godine, svi u učešću u vlasništvu, osim domaćih fizičkih i pravnih lica, imaju i suvlasnike strana fizička i pravna lica. Procenat vlasništva, na isti datum, stranih subjekata kreće se od 0,85 % do 22,57 %.

Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore kao samostalno nadzorno i regulatorno tijelo, konstituisana je novembra mjeseca 2000. godine. Osnovni zadatak Komisije jeste uređenje i nadzor nad izdavanjem i trgovanjem hartijama od vrijednosti. Sve mjere i aktivnosti Komisije definisane u Zakonu o hartijama od vrijednosti tiču se obezbijedenja fer, transparentnog i efikasnog tržišta, u cilju smanjenja sistemskog rizika i zaštite investitora. Komisija za hartije od vrijednosti daje dozvolu za rad i vrši nadzor nad radom berzi, ovlašćenih učesnika, Centralne Depozitarne Agencije i kolektivnih investicionih šema. Međunarodna dimenzija sastoji se u saradnji Komisije sa inostranim institucijama i primjeni regulative zasnovane na IOSCO principima.

U Crnoj Gori trgovanje hartijama od vrijednosti vrši se samo na organizovanom tržištu - berzi - i to preko ovlašćenih učesnika - brokerskih i dilerskih društava. Berze svojim Pravilima uređuju način sopstvenog rada i poslovanja, i odnosa sa članovima berzi (ovlašćenim učesnicima). I Montenegroberza kao i Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore (NEX Montenegro berza) posjeduju softverske platforme za elektronsko trgovanje svim standardnim hartijama od vrijednosti: akcijama i obveznicama, kao i ostalim finansijskim instrumentima koje definiše normativna regulativa.

3.1. MONTENEGROBERZA A.D.

Montenegroberza a.d. Podgorica je dobila dozvolu za rad 1993. godine. U početku rada berze, od 1994. godine, trgovalo se uglavnom kratkoročnim hartijama od vrijednosti i, manjim dijelom akcijama kompanija.¹⁰⁹ Prometi hartijama od vrijednosti od 1994. godine do 2001. godine dati su u sljedećoj tabeli:

¹⁰⁷ To su: "Atlasmont", "Eurofond", "HLT", "Mig", "Moneta" i "Trend".

¹⁰⁸ Na dan 10.04.2008. godine u Crnoj Gori posluje devet Društava za upravljanje i osam Fondova zajedničkog ulaganja. Dva fonda: Western Balkan Investment Fund i fond Aktiva Integra su osnovani u 2007. godini.

¹⁰⁹ Od 1994. do 2000. godine oko 95% prometa na Montenegroberzi bilo je kratkoročnim hartijama od vrijednosti, a ostatak akcijama. U 2001. godini, preko 90% ukupnog prometa realizovano je trgovanjem akcijama.

<i>Godina</i>	<i>Promet u milionima DEM</i>
1994.	124,23
1995.	124,64
1996.	173,29
1997.	254,55
1998.	156,52
1999.	26,02
2000.	5,58
2001.	21,23

Prometi hartijama od vrijednosti, kao i broj realizovanih transakcija, u periodu od 2002. do 2007. godine, prema podacima Montenegroberze, dati su u sljedećoj tabeli:

<i>Godina</i>	<i>Ukupan broj transakcija</i>	<i>Ukupan promet (primarni i sekundarni) u EUR</i>
2002.	944	8.725.607,48
2003.	5.992	26.436.661,71
2004.	23,003	16,631,240.19
2005.	52,311	80,396,050.39
2006.	51,765	239,816,416.42
2007.	72,877	274,671,793.21

Tehnička opremljenost koju je tada koristila Montenegroberza mogla je da zadovolji dosta nizak broj realizovanih transakcija. Trgovanje se odvijalo na način da su brokeri putem faks mašine slali naloge za trgovanje, a zaposleni na berzi takve naloge unosili u berzanski sistem za trgovanje. Kontrolor na berzi je vršio poslove kontrole i provjere prispjelih naloga. Nalozi koji su vremenski ranije stizali u sjedište berze su imali prioritet prilikom unosa u sistem berze. S obzirom na povećanje broja poslova, kako je rastao broj transakcija, prijem naloga za trgovanje od strane brokerskih kuća putem faksa je predstavljao "usko grlo". Naime, često se dešavalo da broker ne može da dobije broj faksa na koji je želio poslati nalog za trgovanje zbog zauzetosti telefonske linije. Takođe, vrijeme koje je bilo potrebno da se prispjeli nalog u sjedište berze odštampa na faks mašini je usporavalo cjelokupni postupak davanja, primanja i unosa naloga u sistem za trgovanje. Dalje, često se dešavalo da prilikom prijema naloga u sjedište berze dođe do nestanka papira u faks mašini pa su se postupci slanja naloga morali ponavljati više puta. Navedeni elementi predstavljaju zaista banalne razloge koji su usporavali rad berze i otežavali prijem naloga od strane brokera i njihovo unošenje u berzanski sistem za trgovanje. A, kao najznačajnija primjedba brokera bila je ta da je postojala mogućnost da zaposleni na berzi može da "namješta" vrijeme prijema naloga na faks mašini, i na taj način sam određuje redosljed prijema naloga i njihovog unosa u sistem za trgovanje.

Bilo je neophodno da se postupak slanja, primanja i unosa naloga u sistem berze pojednostavi i ubrza. Kao poseban segment bilo je neophodno uspostaviti sigurnosnije sisteme koji će eliminisati prijem naloga putem faks mašine. Dakle, **trebalo je uspostaviti sistem za trgovanje koji bi eliminisao povlašćene brokere, i na taj način uspostaviti pravila trgovanja koja su jednaka za sve ovlašćene učesnike.**

U tom smislu Komisija za hartije od vrijednosti je sredinom 2003. godine formirala *Radno tijelo za davanje mišljenja u vezi sa određenim pitanjima usklađenosti poslovanja Montenegroberze a.d. Podgorica sa Zakonom o hartijama od vrijednosti.* Radno tijelo su sačinjavali eminentni stručnjaci iz oblasti informacionih tehnologija i poznavanja tehnologije trgovanja na tržištu hartija od vrijednosti. Kako je zajednički stav članova radnog tijela bio da tehnički uslovi, oprema i organizacija rada Montenegroberze ne zadovoljavaju standarde javnosti, transparentnosti i funkcionalnosti, kao i da svi učesnici u trgovanju na berzi nemaju jednak pristup informacijama, date su i odgovarajuće ocjene koje su se odnosile na sljedeće:

1. Funkcionisanje WEB-based aplikacije na Internetu nije do kraja dobro pozicionirano iz sljedećih razloga:
 - Aplikacija funkcioniše na javnom web serveru Internet servis provajdera "Internet Crna Gora". Ovo nije dovoljno stabilan koncept sa aspekta bezbjednosti, stabilnosti i raspoloživosti servisa. Neophodno je da se ovaj segment aplikacije (WEB-based) instalira na posebnom (posvećenom) serveru, sa dobro izvedenim sistemima zaštite;
 - Pristup serveru od strane Montenegroberze (za potrebe ažuriranja sadržaja) se realizuje kroz *dial-up* konekciju, koja ne garantuje raspoloživost pristupa u svakom trenutku, a time ni pravovremenu objavu informacija o ponudi i tražnji. Potrebno je bilo obezbijediti zakup permanentne veze prema Internet provajderu, ili izgraditi sopstvene pristupne kapacitete;
 - WEB-based aplikacija trenutno je omogućavala uvid u ponudu i potražnju, ali ne i onlajn davanja naloga za kupovinu. Sa druge strane zaposleni na berzi administriraju potvrđene transakcije, što je (uzvratno) odmah vidljivo na Internetu i što znači da neka jednostavna forma online naloga postoji. Neophodno je bilo da se aplikacija nadgradi u pravcu izgradnje Interfejsa za brokere i izdavanja onlajn naloga za trgovinu. Na ovaj način bi bile konačno eliminisane sporne fax procedure;
2. Ažuriranje sajta je u potpunosti zavisno od ljudskog faktora.

Na osnovu prijedloga Radnog tijela, Komisija za hartije od vrijednosti, je decembra 2003. godine donijela *Uputstvo o tehničko-tehnološkoj opremljenosti berze;* njime se definiše tehničko-tehnološka opremljenost koja se odnosi na informacioni i kompjuterski sistem koji berza mora posjedovati da bi nesmetano mogla da obavlja djelatnost tržišta hartija od vrijednosti. Uputstvom je definisano da Montenegroberza mora obezbijediti Aplikativni Programski Softver i Hardver. Sve u cilju obezbijedivanja ispunjavanja kriterijuma za istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima omogućavanje davanja i primanja ponuda za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti. Takođe je definisano da Aplikativni Programski Softver i Hardver moraju omogućiti svima da mogu kupovati, odnosno prodavati hartije od vrijednosti pod jednakim

uslovima, i u istom trenutku imati jednak pristup informacijama o hartijama od vrijednosti kojima se trguje na berzi.

Izrada novog softvera Montenegroberze bazirana je na pratećoj dokumentaciji i to:

- 1) korisničkoj i sistemskoj dokumentaciji za korisnike aplikativnog softvera, za održavanje i upotrebu sistema;
- 2) ugovoru za razvoj, održavanje i podršku softvera, ili izvorni kod kompjuterskih programa sa licem koje je stručno obučeno za održavanje i razvoj istog;
- 3) definicijama baza podataka koje su osnova za primjenu softverskog rješenja i razvoj sistema;
- 4) dokumentaciji o izvođenju pojedinačnih funkcija, i
- 5) testnoj dokumentaciji.

Hardverske komponente su morale odgovarati kapacitetima softverskog rješenja, sa dodatnom infrastrukturnom opremom i okruženjem za instalaciju i upotrebu hardvera (računski centar, elektro i baterijsko snabdijevanje, komunikaciona mreža, klimatizacija i sl.). Navedena tehničko-tehnološka podrška sistemu u kontinuitetu mora da obezbijedi:

- 1) pouzdanost, odnosno otpornost na kvarove pojedinačnog dijela opreme ili rezervnu konfiguraciju koja, u slučaju kvara pojedinačnog dijela opreme omogućava nastavljanje rada berze u roku od 60 minuta;
- 2) održavanje - garantno ili ugovorno;
- 3) da, u slučaju kada je cijela mreža berze ili pojedini računari iz mreže povezani sa drugim organizacijama, ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti ili na Internet, postoji adekvatna *firewall* zaštita i zaštita protiv zlonamjernog koda (virusi i sl.).

Osim navedenih elemenata, donešenim *Uputstvom o tehničko-tehnološkoj opremljenosti berze*, berza je morala da utvrdi minimalne i rezervne standarde rada berze u zaštićenim prostorijama u/i izvan sjedišta berze koji će garantovati minimalni obim svakodnevnog izvođenja aktivnosti, sve u cilju zaštite informacija o hartijama od vrijednosti kojima se trguje na berzi. Na tom osnovu morale su biti izrađene adekvatne procedure obnavljanja rada berze, koje je berza obavezna da provjerava najmanje dvaput godišnje. Osim toga, berza je bila u obavezi da obezbijedi i druge procese i njihovo izvođenje za upravljanje sistemom i sigurnošću njihovog rada, uz odgovarajuću primjenu međunarodnih standarda.

Takođe, Montenegroberza je bila obavezna da obezbijedi funkcionalnost sistema na području:¹¹⁰

- o minimalnog napora i načina izvođenja funkcija
 - mora podržavati sve moguće učesnike sistema (brokeri, administratori, nadzor);
 - da su sva pravila berze adekvatno prevedena u funkcije sistema (trgovina, nadzor, praćenje, tehnički nadzor, administracija) te organizovane i tehnički podijeljene na način, da svaki učesnik može

¹¹⁰ Vidi: *Uputstvo o tehničko-tehnološkoj opremljenosti berzi*

izvoditi sve aktivnosti za koje je ovlašten i samo one aktivnosti za koje je ovlašten;

- da svaki učesnik vidi sve podatke za koje je ovlašten i samo one podatke za koje je ovlašten;
- primanje i izvršavanje pojedinačnih zahtjeva za transakcijom u vezi pojedinačnog trgovanja i radnih stanica za nadzor, konzistentnog čuvanja istog u bazi podataka i pripremanje informacija za korisnike;
- da se svi zahtjevi, transakcije i proračuni izvode u saglasnosti sa pravilima berze;
- tekuće izrade zbirnih, statističkih i analitičkih izvještaja;
- ravnopravna prezentacija stanja na tržištu i distribucija tih informacija svim učesnicima;
- mogućnost automatizacije operacija i elektronske veze sa knjigom naloga na strani brokera;
- omogućavanje opšteg i detaljnog pregleda proteklih operacija na berzi, ili pojedinačnih operacija, zbirni, statistički i analitički rezime operacija na berzi;
- postojanje odgovarajućih komunikacionih kanala za širenje informacija o tržištu hartija od vrijednosti.

Berza je obavezna obezbijediti funkcionalnost sistema i na području:

- o omogućavanja tekućeg nadzora tehničkog funkcionisanja čitavog sistema za trgovanje;
 - integritet i nadzornost:
 - svaka promijena podataka od važnosti za poslovanje na berzi mora biti unošena u cijelini, praćena sa informacijom o tačnom datumu (dan, sat, minut) izmjene, prirodi izmjene i licu koje je podatke izmijenilo;
 - vođenje i čuvanje logova barem 5 godina na način, da nije kompromitovana njihova cijelina i vjerodostojnost;
 - omogućavanje jasnog i detaljnog pregleda tekućih i prošlih statusa na tržištu, odnosno omogućavanje pristupa podacima u nekoliko nivoa;
 - sigurnost:
 - identifikacija svakog korisnika sistema mora biti unikatna sa elementima, koji su poznati samo korisniku (password, identifikaciona kartica,..)
 - zaštita i kodiranje podataka u transferu između sistema radnih stanica.

Postupajući po *Uputstvu o tehničko-tehnološkoj opremljenosti berze*, Montenegroberza je pristupila izradi sopstvenog softvera za trgovanje, koji je nazvan MSETS – *Montenegro Stock Exchange Trading System*. Osnovna karakteristika MSETS jeste da je to informacioni sistem koji omogućava elektronsko trgovanje hartijama od vrijednosti. Sistem se sastoji iz četiri glavna modula:

- Listing
- Trading
- Surveillance

- Reports

"Listing" je modul, odnosno desktop aplikacija koja služi za unos, pregled i izmjenu statističkih podataka o hartijama, emitentima i ovlaštenim učesnicima na tržištu kapitala. Listing komunicira sa sistemom za upravljanje bazama podataka (SQL Server 2003) i na osnovu toga prezentuje zahtijevane podatke. Svi podaci se čuvaju na BASE serveru u centralnoj bazi. Podaci koje sadrži listing su sljedeći:

- Podaci o hartijama:
simbol, tip, opis, emitent, raspored (aukcijsko ili kontinuirano), segment (A lista, B lista, slobodno tržište itd.), datum listinga, ISIN emisije, broj akcija, datum emisije, srednja cijena za prethodni dan, maksimalno i minimalno ograničenje cijene za tekući dan (ukoliko postoji),
- Podaci o ovlašćenim učesnicima na tržištu kapitala:
ime i prezime, tip (u smislu ovlaštenja; npr. *senior broker*, *administrator*, *ordinary monitor*), status (aktivan ili suspendovan), korisnička kuća, korisničko ime, lozinka, kontakt, datum registrovanja;

Modul "Trading" se sastoji iz tri podcjeline:

- Algoritma trgovanja koji se izvršava na centralnom serveru (TRADING), a kao osnovnu strukturu podataka koristi dinamičke liste,
- Lokalne aplikacije (stanica za trgovanje) koja je bazirana na tehnologiji veb-servisa; zahtjevi za izdavanjem naloga se formiraju na lokalnim čvorovima (procesorima) berzanskih posrednika, dok se realizacija ostvaruje na trading-u,
- Transportni servis putem koga se ostvaruje razmjena standardizovanih elektronskih poruka u oba smjera (*request*-od brokerskih kuća prema berzi i *response*-od berze prema brokerskim kućama). Format ovih poruka je XML.

Trading omogućava izdavanje elektronskih naloga za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti, zatim pregled, izmjenu i povlačenje istih, kao i automatsku realizaciju naloga u formi zaključnice.

Softver realizuje prikaz izdatih naloga na dva načina:

- Analitički – prikaz pojedinačnih naloga u formi: član berze, količina i cijena. Prvi kriterijum za rangiranje naloga za budući redosljed izvršavanja je cijena. Ukoliko postoje nalozi sa istom cijenom za istu hartiju kriterijum je vrijeme unosa.
- Sintetički – zbirni pregled naloga sa istom cijenom.

Izvršavanjem algoritma trgovanja ostvaruje se uparivanje naloga prema rasporedu prethodno utvrđenom na osnovu pravila tržišta hartija od vrijednosti. Ovo rezultuje formiranjem zaključnice koja je takođe vidljiva na stanici za trgovanje od momenta uparivanja naloga do kraja trgovačkog dana. Odnosno, stanica za trgovanje omogućava prikaze po određenim kriterijumima i to:

- prikaz izbora, pregleda i praćenja određene hartije, kao i simbola pojedinačnih hartija, zatim preglednost poslova koji se realizuju trenutno u sistemu za trgovanje, kupovnih i prodajnih naloga;
- pregledan uvid u berzanske indekse, cijene po pojedinim hartijama, promet hartija;

- prikaz po dubini tržišta po pojedinim izabranim hartijama, odnosno unešene a nerealizovane prodajne i kupovne naloge sortirane po količini i cijeni, kao i naziv ovlašćenog učesnika koji je takve naloge unio u sistem;
- prikaz zaključenih poslova za izabranu hartiju i to po više osnova: broju zaključnice, vremenu zaključenja transakcije, količini trgovanih hartija, cijeni po kojoj je transakcija zaključena, procentualnom odstupanju od zadnje zaključene transakcije, kao i nazivima ovlašćenih učesnika koji su učestvovali na strani kupovine i prodaje u konkretnoj transakciji.

Nadzorna stanica ili "**Surveillance**" omogućava pregled trgovanja ali i funkcije kontrole ispravnosti zaključenih poslova i to: izmjene zaključenih poslova (samo broj računa klijenta berzanskog posrednika), i storniranje zaključenih poslova. Nadzorna stanica takođe ima funkcije:

- posrednika u aukcionom trgovanju;
- posrednika u blok transakcijama u kontinuiranom trgovanju;
- zatvaranja trgovačkog dana u okviru kojeg se određuje:
 - o količinom ponderisana prosječna cijena pojedinačnih hartija,
 - o ograničenja opsega za hartije koje su na kotaciji,
 - o određivanje statusa neuparenih naloga za sledeći trgovački dan,
 - o izračunavanje vrijednosti indeksa (MOSTE).

Koristeći modul "**Reporting**" može se doći do podataka o: zaključenim poslovima, prometima za određeni period, prometima za period po pojedinoj hartiji, prometima za period po pojedinim segmentima trgovanja, učešću pojedinih hartija u određenom periodu, realizovanim nalogima po pojedinim hartijama, kao i simbolima hartija. Odnosno, on služi za generisanje izvještaja za interne potrebe berze (statistika, podaci potrebni računovodstvu berze, itd.), kao i široke palete eksternih izvještaja koji prikazuju:

- transakcije (dnevne, periodične, po simbolu, po brokerskim kućama itd.);
- podatke za komisiju;
- naloge (grupno, po simbolima, po brokerskim kućama itd. sa mogućnošću odabira stepena detaljnosti);
- statistiku (učešća po periodu, segmentu tržišta, simbolu itd.);
- promet (po vremenskim intervalima, po segmentu, simbolu itd.);
- provizije;
- index (kretanje indeksa za određeni period).

Generisani izvještaji su u XML formatu dok je korisnički prikaz u formi HTM dokumenta.

Većina brokerskih kuća sa berzom je povezana putem MipNet-a, mreže koje omogućava VPN servise i koja je optimizovana za sigurnost i pouzdanost prenosa podataka. Infrastruktura ove komunikacijske mreže je dijeljena, dok je logička mreža nezavisna i mrežni saobraćaj u potpunosti odvojen.

3.2. NOVA BERZA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI – NEX MONTENEGROBERZA

Nova berza hartija od vrijednosti NEX Montenegroberza, počela je sa radom 2001. godine, na način što je Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore raspisala Javni poziv za izbor operativnog korisnika licence. Naime, Komisija je 31.08.2001. godine sa Ljubljanskom berzom zaključila "*Ugovor o licenci BTS elektronskog sistema za trgovanje hartijama od vrijednosti*", prema kojem je Komisija korisnik licence i institucija za operativno sprovođenje potrebne procedure instaliranja sistema za potrebe tržišta kapitala u Crnoj Gori. BTS softver za trgovanje, Komisija za hartije od vrijednosti je dobila bez novčane nadoknade, za potrebe razvoja tržišta kapitala u Crnoj Gori, kao dio pomoći u okviru Pakta stabilnosti za Jugoistočnu Evropu.

Na objavljeni Javni poziv javila se samo NEX berza (iako je tada poslovala i Montenegroberza). Na osnovu podnijetog zahtjeva i nakon ispunjenja svih kriterijuma propisanih javnim pozivom, za operativnog korisnika licence izabrana je NEX Montenegro berza, koja sistem trgovanja BTS (berzanski trgovinski sistem) stavlja u funkciju od 01.03.2002. godine.¹¹¹

BTS, sistem za trgovanje je zasnovan na *order-driven* modelu trgovanja. To znači da je potpuno otvoren za razmjenu podataka u regionu kako sa berzama koje koriste isti sistem za trgovanje, tako i sa platformama za trgovanje drugih berzi. To omogućava berzansko povezivanje i njihovo međuberzansko trgovanje. Koje su osnovne odlike BTS sistema? On kontrolorima berze omogućava da vrše bolji nadzor nad nalogima koje unose brokeri u sistem za trgovanje, kao i mogućnost reagovanja u svakom trenutku. Svaki unešeni nalog i realizovana transakcija ostaju zapisani i arhivirani. Ukoliko berzanski organi donesu odluku o zaustavljanju trgovanja određenom hartijom od vrijednosti na kraći ili duži period, BTS sistem to omogućuje. Dalje, prilikom trgovanja, sistem računa prosječne cijene svake hartije od vrijednosti kojom se trguje, zatim računa procentualne promjene cijena hartija (kao i prosječnih dnevnih cijena) poslije svake zaključene transakcije u odnosu na prethodni dan. Takođe, sistemski se računaju iznosi tržišne kapitalizacije za svaku hartiju poslije realizovane transakcije, kao i berzanski indeksi.

Prema podacima NEX Montenegroberze za period 2002-2007. godina ostvaren je ukupan promet i broj poslova (odrađenih transakcija) koji su dati u sljedećoj tabeli:

<i>godina</i>	<i>Ukupan broj transakcija</i>	<i>Ukupan promet (primarni i sekundarni) u EUR</i>
2002.	3.349	5.604.304,00
2003.	15.331	17.117.682,00
2004.	31.654	23.998.024,00
2005.	59.290	116.134.227,00
2006.	63.089	135.700.592,00
2007.	151.926	452.825.757,00

¹¹¹ Navedeni BTS sistem za trgovanje koriste osim Ljubljanske i NEX berze i Sarajevska berza, zatim berza u Banja Luci, Skopska berza, i Varaždinska berza, dok se nije ujedinila sa Zagrebačkom berzom.

Kada su konektovani na sistem berze, ovlašćeni učesnici mogu da koriste jednu od mogućnosti izbora vrste naloga prilikom njegovog unošenja (dnevni nalog, otvoreni nalog, nalog do određenog datuma, Fill or Kill nalog, nalog sa dodatnim uslovima načina prikazivanja i izvršenja, nalog sve ili ništa). Kada je cijena hartije od vrijednosti u pitanju postoje dvije vrste naloga i to:

- tržišni nalog (nalog bez cijenovnog ograničenja), i
- ograničeni nalog, koji je definisan najvišom cijenom po kojoj se može određena hartija kupiti, odnosno, najnižom cijenom po kojoj se data hartija može prodati.

Sistem omogućava brokerima i:

- grupisanje hartija, naloga i transakcija po određenim kategorijama,
- određeno vrijeme za unos naloga prije početka trgovanja (pre-open), kao i mogućnost unosa naloga nakon zatvaranja trgovanja (post-open),
- mogućnost praćenja tokova pojedinih naloga i svih poslova koje je broker realizovao na berzi (od unosa naloga u sistem berze do konačne realizacije ili povlačenja, ukoliko se nalog na zahtjev klijenta povuče).

Mi smatramo da softver za trgovanje NEX berze omogućava svojim korisnicima detaljan uvid u različita stanja na tržištu. Ovlašćeni učesnici direktnom komunikacijom iz svojih poslovnih prostorija upravljaju svojim nalogima i zaključuju transakcije, odnosno na efikasan način prate dešavanja na berzi i trguju na njoj. To znači da su berza i ovlašćeni učesnici, korišćenjem elektronskog BTS sistema za trgovanje standardizovali i učinili efikasnijim svoje poslovanje.

Svaki odjeljak stanice za trgovanje podijeljen je u nekoliko stranica, grafički prikazanih kao mape s naslovima koji označavaju njihov sadržaj. Klikom na pojedinu mapu otvara se cjelokupan sadržaj te mape. Program uključuje standardno Windows okruženje, sa uobičajenim svojstvima sa odvojenim statusnim opcijama. Da bi se ovlašćeni učesnik (odnosno broker), konektovao na berzanski sistem za trgovanje, zatim diskonektovao ili odjavio sa sistema, mora imati svoj *password* (šifru). Takođe, broker stalno ima na raspolaganju mogućnost testiranja komunikacionih linija između BTS stanice za trgovanje i svoje radne stanice (*Communication Line Test*). Kada uspostavi konekciju sa berzanskim trgovačkim sistemom, broker po zadatim instrukcijama dobijenim od svojih klijenata, može da izabere jednu od sljedećih opcija:

- da unese kupovni nalog (opcija *buy*),
- da unese prodajni nalog (opcija *sell*),
- da izvrši brisanje određenog naloga (opcija *cross*),
- da promjeni određeni nalog (opcija *remove order*),
- da povuče željeni nalog (opcija *global order move*),
- da oslobodi neki nalog ukoliko je zadržan (opcija *release order*).

Nakon izvršenih trgovanja, broker ima na raspolaganju mogućnost pretrživanja po sopstvenim ili po svim dnevnim transakcijama, kao prenos i štampu sopstvenih ili svih dnevnih trgovina.

Berza može donijeti odluku, a to BTS sistem podržava da svaki nalog može imati jedan od sljedećih statusa:

- aktivan nalog, kada se sa datom hartijom može trgovati u skladu sa pravilima BTS sistema;

- zadržan nalog, kada je moguće unijeti nalog u sistem za trgovanje ali se takav nalog ne može realizovati jer ga ili berza ili ovlašćeni učesnik stavlja u status zadržan, a aktivirati ga nakon toga može samo broker. U tom slučaju takav nalog dobija novu vremensku oznaku;
- zaustavljeni nalog, kada nije moguće takav nalog ni unijeti u sistem za trgovanje, a samim tim ni zaključiti transakciju,
- privremeno ili trajno isključen nalog, kada se određena hartija od vrijednosti privremeno ili trajno isključuje iz sistema za trgovanje.

Kada je u pitanju realizovanje aplikativne transakcije (aplikacija), tada jedan broker zastupa i prodavca određene hartije i kupca te hartije. U tom slučaju je neophodno da se podudare kupovna i prodajna cijena i količina željene hartije od vrijednosti koja je predmet transakcije. Tada broker unosi i prodajni i kupovni nalog za oba klijenta i pritiskom na taster za odrađivanje trgovine transakcija se aplikativno upari i realizuje u sistemu za trgovanje.

... Svaki unešeni nalog od strane brokera u BTS sistem može da se: ...

- izmjeni,
- povuče, ili
- obriše.

Kada broker želi da izmjeni odabrani, već unešeni nalog, u sistem berze, on ga mijenja na način što kada uđe u prozor "Order change" (prozor sa istim funkcijama kao prozor "Order entry" - unos naloga), izabere polje (ili više njih) koje želi da izmjeni, unese izmjene u data polja prozora i pritisne tipku Enter ili polje OK i na taj način potvrdi izmjenu naloga.

U slučaju da broker po nalogu klijenta želi da povuče odabrani, već unešeni nalog u sistem berze, on ga povlači (zaustavlja) na način što kada uđe u prozor "Order change" (prozor sa istim funkcijama kao prozor "Order entry" - unos naloga), izabere opciju "Withhold order" - povlačenje naloga, i na ekranu se pojavljuje prozor za unos naloga i Prozor sa upozorenjem da li je broker siguran da želi da povuče nalog. Izborom tipke Enter ili polja OK potvrđuje se željena opcija za povlačenje naloga. U tom slučaju nalog se premiješta iz prozora aktivnih u prozor pasivnih naloga, i kao takav ostaje u sistemu berze.

U slučaju da broker po nalogu klijenta želi da izbriše odabrani, već unešeni nalog u sistem berze, on ga briše na način što kada uđe u prozor "Order entry" - unos naloga, izabere nalog koji želi izbrisati, izabere opciju za brisanje naloga "Remove order", i na ekranu se pojavljuje prozor za unos naloga i prozor sa upozorenjem da li je broker siguran da želi da izbriše nalog. Izborom tipke Enter ili polja OK potvrđuje se željena opcija za brisanje naloga. U tom slučaju nalog se briše – uklanja iz sistema berze.

Da bi se mogao unijeti nalog nekog klijenta u sistem berze, broker prije toga mora iz sistema Centralne depozitarne agencije za svakog klijenta dobiti broj računa koji mu dodjeljuje CDA, odnosno otvoriti klijentov račun hartija od vrijednosti kod CDA. Ukoliko je u pitanju prodaja hartije od vrijednosti, prije svega sistem Centralne depozitarne agencije provjerava da li taj klijent posjeduje date hartije od vrijednosti koje su predmet prodaje. Nakon toga se dodjeljuje račun klijenta koji broker unosi u sistem berze za trgovanje, na način što broker uđe u opciju "Data for search" - podaci za traženje, unosi:

- u opciji "Account number", u prvom polju unosi vrstu računa,
- u opciji "Account number", u drugom polju unosi broj računa klijenta,
- u polju "Customer" - klijent - broker unosi ime i prezime ili naziv klijenta (ukoliko je klijent pravno lice).

Takođe se svakom klijentu može dodati novi račun na način što u već otvorenom Proзору "Customer Accounts" - računi klijenta - broker izabere opciju "Add new" – dodavanje - i unosi nove zadate elemente: vrsta računa klijenta u CDA, vrsta računa klijenta na berzi, broj računa klijenta, ime i prezime klijenta, adresu klijenta, datum i vrijeme posljednje promjene koja se desila.¹¹²

S obzirom da NEX berza posjeduje BTS, sistem koji je takođe u upotrebi na Ljubljanskoj berzi, Sarajevskoj, Banjalučkoj i Makedonskoj berzi, smatramo da je to dobra osnova za usaglašavanje trgovanja koje će se, ubijedeni smo, dešavati u dogledno vrijeme među navedenim berzama. Osim toga, i brokerske aplikacije koje koriste brokersko-dilerska društva za konektovanje i rad na pomenutim berzama, imaju slična aplikativna rješenja. Dakle, osnovne informaciono-tehnološke pretpostavke za uspostavljanje elektronskih komunikacija i načina poslovanja među berzama i brokersko-dilerskim društvima postoje. Takođe je neophodno u predstojećem periodu međusobno uskladiti sisteme registara i depozitara, kao i međusobne elektronske sisteme kliringa i saldiranja među institucijama koje se bave tim poslovima. Ne manje bitna stvar jeste i brzina, sigurnost, kao i načini transfera sredstava među učesnicima. U tom dijelu, osim navedenih institucija, jako važnu ulogu imaju i poslovne banke, odnosno njihovi kompatibilni platni sistemi putem kojih banke vrše razna plaćanja. I, u konačnom, regulatorni organi koji su zaduženi za pravnu regulativu i valjanost njene primjene u praksi, moraju ubrzati procese usklađivanja međusobnih propisa koji će dovesti do krajnjeg cilja, a to je međunarodno trgovanje. Odnosno, trgovanje hartijama nacionalnih kompanija na međunarodnom tržištu kapitala. Mi smo uvjerenja da postojeće tehničko-tehnološke platforme i nivo primjene informacione tehnologije na pojedinim tržištima zemalja iz okruženja, predstavljaju dobru platformu za potvrdu hipoteze da je danas primjenom informacione tehnologije, jedino moguće implementirati regulative na tržištu kapitala kako u globalnom smislu tako i u pogledu lokalnih tržišta.

3.3. OVLAŠĆENI UČESNICI NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI - BROKERI I DILERI

Poslove sa hartijama od vrijednosti na tržištu Crne Gore obavljaju ovlašćeni učesnici. Nalog za kupovinu ili prodaju hartija od vrijednosti, odnosno za trgovanje, otvara se u sjedištu ili poslovnici brokerske kuće. Potpisivanjem Ugovora o zastupanju i davanjem naloga za kupovinu ili prodaju neke hartije od vrijednosti postaje se klijent izabrane brokerske kuće. Investitor može biti klijent ne samo jedne, već više brokerskih kuća. Broker je dužan da upozna klijenta sa osnovnim informacijama o brokerkoj kući u kojoj je zaposlen. Posebno je dužan da upozna klijenta sa kretanjima i trenutnim prilikama na tržištu kapitala, stanjem ponude i tražnje, obimu transakcija i kretanjem

¹¹² Ova opcija je značajna iz razloga što broker, nakon unosa ovih podataka o klijentu, kasnije na jednostavan i brz način može po toj opciji pretraživati informacije o vlasniku tog računa.

cijena hartije od vrijednosti za koju klijent izrazi interesovanje. Sa druge strane, broker je u obavezi da odgovori na svako postavljeno pitanje koje se tiče investiranja od strane klijenta, jer klijent je taj koji ulaže sredstva a broker za pruženu odgovarajuću uslugu naplaćuje proviziju.

Ako klijent želi da kupi neku hartiju od vrijednosti, onda broker na nalogu upisuje najvišu cijenu do koje je klijent spreman da plati tu hartiju, kao i količinu hartija koju kupuje. Na tako izračunati odnos cijene i količine hartija dodaje se iznos brokerske provizije, i tako dobijeni račun predstavlja iznos koji klijent uplaćuje na brokerski račun, sa naznakom za kupovinu hartija od vrijednosti. Ako broker kupi hartije po povoljnijoj cijeni od one date u nalogu, tada, višak sredstava ili ostavi na računu za eventualne buduće kupovine, ili ih po nalogu klijenta uplaćuje na klijentov račun. Uobičajeni trošak za klijenta prilikom kupovine hartija jeste naknada za otvaranje naloga i brokerska provizija za učinjeni posao.

Kada se radi o prodaji određenog željenog iznosa hartija od vrijednosti, tada broker u prodajni nalog unosi količinu hartija koje prodaje za klijenta, kao i najnižu cijenu po kojoj je klijent spreman da proda. Nakon što realizuje određenu transakciju, broker u obračunu posla koji dostavlja klijentu obračunava troškove transakcije i isplaćuje sredstva od prodaje na klijentov račun, umanjena za iznos brokerske provizije, za iznos naknade za otvaranje naloga i za iznos troškova koje broker plaća za usluge CDA-u, i berzi.

Osim cijene i količine, nalog klijenta za trgovanje mora da sadrži vrstu naloga i rok važenja naloga. Kada broker sa klijentom potpiše ugovor i nalog za trgovanje, onda je u obavezi da klijentu uruči (ili dostavi) potvrdu o prijemu naloga sa svim bitnim elementima.¹¹³ U skladu sa pravilima i poslovnom praksom broker je u obavezi da vodi određenu dokumentaciju u vezi sa klijentom, zatim u vezi sa hartijama od vrijednosti, kao i dokumentaciju u vezi sa kliringom i saldiranjem. Osim ove dokumentacije, broker je dužan uredno voditi i dokumentaciju u vezi sa svojim finansijskim poslovanjem.¹¹⁴

Praksa u načinu rada ovlašćenih učesnika sa klijentima, pokazala je da jednom napisana pravila ne mogu biti trajno održiva. Mi smatramo da treba regulativom definisati modifikovane načine i metode rada ovlašćenih učesnika. Time će se precizirati načini davanja naloga za prodaju ili kupovinu hartija od vrijednosti i postupanje ovlašćenih učesnika po tim nalogima. To prije svega iz razloga sigurnosti i zaštite imovine investitora. Sa druge strane, izmjenama i dopunama regulative koja definiše rad

¹¹³ Bitni elementi potvrde o prijemu naloga su: ime i prezime klijenta, broj računa klijenta kod CDA, datum i vrijeme (čas i minut) prijema naloga, oznaku hartije od vrijednosti, vrstu naloga (kupovni, prodajni), tip naloga s obzirom na cijenu i vrijeme važenja, količinu hartija od vrijednosti, naziv ovlašćenog učesnika i njegove poslovnice, kao i ime i prezime i potpis odgovornog lica ovlašćenog učesnika.

¹¹⁴ Mi smatramo da je posebno značajno da broker u skladu sa pravilima o načinu vođenja poslova, uredno vodi knjigu naloga za klijente. Ovo iz razloga mogućih preskakanja naloga klijenata, odnosno upisivanja klijenata u knjigu naloga preko reda. Knjiga naloga predstavlja djelovodnik u kome se vode svi nalozi koji su primljeni hronološkim redom po datumu prijema i u koji se unose sljedeći podaci: vrsta naloga (kupovina ili prodaja); vrsta hartije od vrijednosti na koji se nalog odnosi i broj akcija ili jedinica hartija od vrijednosti koje su predmet transakcije; datum prijema naloga; datum slanja potvrde o prijemu naloga; datum sačinjavanja zaključnice na berzi; datum slanja obračuna posla; imena klijenata koji kupuju i prodaju, i brojevi njihovih računa; datum saldiranja i cijena. Ove informacije se unose na način da se sve transakcije mogu lako identifikovati u bilo koje vrijeme, kao i način da se lako može pratiti transakcija od vremena unosa početnog naloga do konačnog obavljanja transakcije.

ovlašćenih učesnika potrebno je eliminisati zloupotrebe koje su se javljale od strane ovlašćenih učesnika. S tim u vezi neophodno je da ovlašćeni učesnik vodi elektronsku knjigu naloga, u kojoj je u svakom trenutku moguće izvršiti kontrolu i skeniranje unešenih naloga po vremenu i datumu.¹¹⁵ Povezano sa ovom činjenicom, smatramo da je neophodno precizirati koji se momenat uzima kao validan za potvrdu da su ispunjeni uslovi da broker izvrši nalog klijenta. Do sada je to smatran trenutak kada ovlašćeni učesnik primi nalog.¹¹⁶

Takođe smo mišljenja da je ovlašćeni učesnik u obavezi da od klijenta obezbijedi najkasnije u toku istog radnog dana od kada je klijent dao nalog za kupovinu ili prodaju hartija od vrijednosti, kao i u slučaju kada je dao izmjene naloga, potpis na nalogu.¹¹⁷ Veoma slične situacije se dešavaju u praksi kada broker tvrdi da je ispunio svoju obavezu prema klijentu u smislu njegovog obavještenja da je istekao zakonski rok od šest mjeseci od dana unošenja naloga u sistem berze. Sa druge strane, uobičajeno je da klijent tvrdi da ga broker nije obavijestio. S tim u vezi smatramo da je ovlašćeni učesnik u obavezi da prije isteka roka od šest mjeseci od dana davanja naloga od strane klijenta i unosa istog u sistem berze, istog obavijesti o mogućem isteku roka naloga unijetog u sistem berze, i o tome obezbijedi vođenje službene evidencije, koja podrazumijeva i pismenu potvrdu klijenta o tome. Sigurni smo da će novi identifikacioni dokumenti koji su u upotrebi od juna tekuće godine, ako ne u potpunosti eliminisati, onda u značajnoj mjeri smanjiti mogućnost njihovih zloupotreba u smislu falsifikovanja pojedinih dijelova dokumenata.

Poslovi sa hartijama od vrijednosti koje mogu da obavljaju ovlašćeni učesnici su:

- Brokerski poslovi, poslovi posredovanja u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenta (u svoje ime, a za tuđi račun) uz naplatu provizije;
- Dilerski poslovi, poslovi trgovine hartijama od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cijeni;
- Poslovi investicionog menadžera, a to su poslovi upravljanja portfeljom hartija od vrijednosti koje pripadaju drugom licu;
- Poslovi investicionog savjetnika, su poslovi davanja investitoru ili potencijalnom investitoru savjeta o prednostima kupovine, prodaje, upisa ili preuzimanja hartija od vrijednosti;

¹¹⁵ Ovdje, prije svega, mislimo na takozvana preskakanja naloga, i mogućnost prepravki prilikom unosa naloga u knjigu naloga, nedostatka listova papira u knjigama naloga, prepravljavanja datuma i vremena unosa naloga u knjigu naloga, i sličnih stvari.

¹¹⁶ Mišljenja smo da se nalog klijenta mora izvršiti odmah, bez odlaganja, odnosno, čim su ispunjeni uslovi za izvršenje, osim ako u nalogu rok za izvršenje naloga nije izričito drugačije određen. Smatramo da su uslovi za izvršenje ispunjeni kada ovlašćeni učesnik primi nalog, odnosno kada ga upiše u knjigu naloga.

¹¹⁷ U praksi postoje slučajevi da klijent negira da je dao usmeni nalog brokeru da za njegov račun izvrši nalog kupovine ili prodaje. Brokeri, sa druge strane, tvrde da imaju dobru poslovnu saradnju sa klijentima i od njih primaju naloge i putem telefona, a nakon toga poslije određenog vremena i potpise klijenata na nalogima za trgovanje. Međutim, kako u poslovanju na tržištu kapitala Crne Gore trenutno nije u praksi da ovlašćeni učesnici vrše snimanja telefonskih razgovora sa klijentima, onda kada se jave takvi problemi, obično se jedino sudskim putem može dokazivati ko je u pravu, broker ili klijent. Smatramo da kada se razvije dobra poslovna praksa elektronskih potpisa, da će ovakvih slučajeva biti sve manje u praksi.

Poslovi preuzimanja emisije - *underwriting*-a, su poslovi preuzimanja cijele nove emisije hartija od vrijednosti u cilju dalje prodaje u korist emitenta, ili garantovanje emitentu da će neprodati dio preuzete emisije biti kupljen od strane preuzimaoca.

Da bi ovlašćeni učesnici mogli pristupiti sistemu Centralne depozitarne agencije gdje se obavljaju poslovi kliringa i saldiranja, moraju ispuniti sljedeće tehničke i organizacione uslove:¹¹⁸

- Potpisivanje Ugovora o pružanju usluga kliringa i saldiranja (K&S);
- Plaćanje naknade za priključivanje i korišćenje Sistema CDA;
- Opremljenost najmanje jednim PC računarem, minimalne konfiguracije Pentium II, HD 1Gb, 64 MB RAM, Windows 2000;
- Priključenost na iznajmljenu liniju ili posjedovanje modema i telefonske linije za dial-up konekciju;
- Jedan zaposleni obučen za korišćenje Sistema;
- Registracija Brokerske kuće u Sistemu CDA kao korisnika, uz dodjeljivanje odgovarajuće lozinke (*username i password*) potrebne za pristup Sistemu i korišćenje aplikacije.

Da bi se Brokerska kuća mogla povezati i koristiti Sistem, nije neophodno instalirati poseban softver na računaru Brokera. Sistemu se pristupa korišćenjem Internet Eksplorera, koji je integralni dio Windows-a.

Ovlašćeni učesnik se na Sistem CDA može povezati na jedan od sljedeća tri načina:

1. preko iznajmljene linije ("leased line"),
2. preko dial-up konekcije telefonskom linijom i modemom, ili
3. preko dial-up konekcije ISDN linijom.

Svaki od ovih načina povezivanja može se koristiti za simultani pristup na sisteme CDA i NEX berze. Preporučljivo je da brokerske kuće koriste iznajmljene linije kao glavni način pristupa, a dial-up konekciju ili ISDN kao podršku.

Povezivanje Ovlašćenih učesnika preko iznajmljene linije

Centralna depozitarna agencija svojim učesnicima-članovima sistema nudi mogućnost i opremu (4-portni IDSL modem-ruter) za priključivanje preko IDSL linije, brzine 128 Kbps. IDSL linija je najsigurniji i najbrži način povezivanja. Za razliku od ostalih načina, obezbijeduje kontinuirano povezivanje – 24 časa dnevno, uz fiksnu mjesečnu naknadu. Linija je spremna za korišćenje odmah nakon uključivanja modem-rutera, koji automatski uspostavlja konekciju sa CDA. Jedan modem-ruter omogućava priključivanje 4 računara na jednu liniju i može zamijeniti drugu opremu (*switch i router*) za LAN (lokalnu mrežu).

Dial-up konekcija telefonskom linijom i modemom

CDA svojim Učesnicima nudi mogućnost za dial-up priključivanje preko analognog modema i telefonske linije, brzine do 56,6 Kbps. Dial-up linija obezbijeduje povezivanje samo u periodu za koji je „dial-up” aktiviran. Kada broker završi rad, mora prekinuti konekciju. Plaćanje zavisi od dužine vremena povezivanja i broja potrošenih impulsa. Prednost dial-up povezivanja je što se može koristiti sa svakog računara koji ima modem. Linija je spremna za korišćenje nakon što broker lansira specijalan program za dial-up konekciju. Ukoliko broker želi da se poveže na sisteme CDA dial-up konekcijom

¹¹⁸ Vidi: *Uputstvo CDA Brokerima za korišćenje USDC Aplikacije za kliring i saldiranje*

više od jednog računara, mora da ima poseban ruter (na primjer, CISCO 1600) i *switch* ili *hub*. Za korišćenje ovog načina povezivanja, broker prvo mora lansirati specijalan program za dial-up konekciju.

ISDN konekcija

CDA svojim Učesnicima, takode, nudi mogućnost za dial-up priključivanje preko ISDN linije, brzine do 2 x 64 Kbps. ISDN linija obezbijuje visokokvalitetno digitalno povezivanje samo u periodu za koji je dial-up aktiviran. Kada broker završi rad, mora prekinuti konekciju. Plaćanje zavisi od dužine vremena povezivanja i broja potrošenih impulsa. Da bi koristio ISDN linije, broker mora imati ISDN modem-ruter. Postoji mogućnost da ovaj modem bude obezbijeđen od strane CDA. Jedan ISDN modem-ruter omogućava priključivanje 4 računara na jednu liniju i može zamijeniti drugu opremu (*switch* i *router*) za LAN (lokalnu mrežu). ISDN linija se istovremeno može koristiti za povezivanje sa CDA i NEX berzu, i kao kvalitetna digitalna telefonska linija.

3.4. CENTRALNA DEPOZITARNA AGENCIJA

Centralna Depozitarna Agencija je počela sa radom nakon dobijanja dozvole za rad Centralnog registra izdate od strane Komisije za hartije od vrijednosti 28.05.2001. godine. Na dan osnivanja CDA je zapošljavala sedam lica obučениh za obavljanje poslova registracije, kliringa i saldiranja poslova sa hartijama od vrijednosti. Tehnička opremljenost je zadovoljavala tadašnji obim poslova.

Centralna depozitarna agencija je institucija koja obavlja poslove registrovanja dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, poslove kliringa i saldiranja realizovanih transakcija na berzi, i druge zakonom propisane poslove. Ona predstavlja osnovnu infrastrukturnu instituciju tržišta kapitala u kojoj se čuvaju podaci o hartijama od vrijednosti svih upisanih klijenata u centralnom registru, kao i sve promete hartijama.

U Centralnom registru Centralne depozitarne agencije se čuvaju i vode:

- podaci o emitovanim hartijama od vrijednosti,
- podaci o hartijama od vrijednosti emitenata,
- podaci o registrovanim vlasnicima,
- podaci o članovima Učesnicima koji drže hartije kao zastupnici trećih lica,
- podaci o vlasničkim pozicijama koji uključuju:
 - a. oznaku hartije od vrijednosti
 - b. broj hartija od vrijednosti,
 - c. jesu li pozicije otplaćene ili neotplaćene na osnovu Zakona o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji i Zakona o privatizaciji,
 - d. prava trećih lica koja proizilaze iz tereta na vlasničkim pozicijama,
- međunarodni jedinstveni identifikacioni broj hartija od vrijednosti (ISIN) – registarski broj hartija u CDA,
- drugi podaci vezani za hartije od vrijednosti.

U Centralnom registru Centralne depozitarne agencije se vode:

- *Individualni računi hartija od vrijednosti* – gdje je vlasnik računa svako pravno ili fizičko lice koje je Stvarni vlasnik vlasničke pozicije;

- *Nominalni računi hartija od vrijednosti (nominee account)* – gdje je vlasnik računa svako pravno lice koje je nominalni vlasnik vlasničke pozicije;
- *Zajednički vlasnički račun hartija od vrijednosti (joint account)* – se otvara radi držanja vlasničkih pozicija koje nisu u potpunosti u vlasništvu vlasnika računa, već su zajedničko vlasništvo više vlasnika računa u okviru centralnog registra,
- *Računi hartija od vrijednosti emitenta (treasury stock account)* – služe za vođenje akcija emitovanih od strane člana emitenta koje je on otkupio na berzi,
- *Račun emisije (issue account)* – vodi se radi upisa ukupnog broja akcija te emisije kao i radi praćenja istorijata emitovanja pojedinih akcija iste emisije.

Centralni registar obezbjeđuje članovima CDA usluge registra hartija od vrijednosti i to za:

- EMITENTE i to su:
 - a. svi pravni subjekti koji su emitovali hartije od vrijednosti emitenta,
 - b. oni koji imaju pristup uslugama registratora,
 - c. oni koji mogu biti:
 - i. Direktni članovi (onlajn pristup računarskom sistemu CDA)
 - ii. Indirektni članovi (nemaju onlajn pristup)
 - d. Oni koji moraju biti registrovani u Komisiji za hartije od vrijednosti – registar hartija emitenta (Knjiga akcija)
- OVLAŠĆENE UČESNIKE: brokeri i dileri, i kastodijalni učesnik i oni:
 - e. su direktni članovi (onlajn pristup),
 - f. imaju pristup uslugama kliringa i saldiranja,
 - g. obavljaju:
 - i. Poslove posredovanja
 - ii. Poslove držanja hartija od vrijednosti emitenta za treća lica
- BERZE (zaključile ugovor sa CDA za korišćenje usluga kliringa i saldiranja):
 - h. imaju pristup uslugama kliringa i saldiranja
 - i. one su direktni članovi

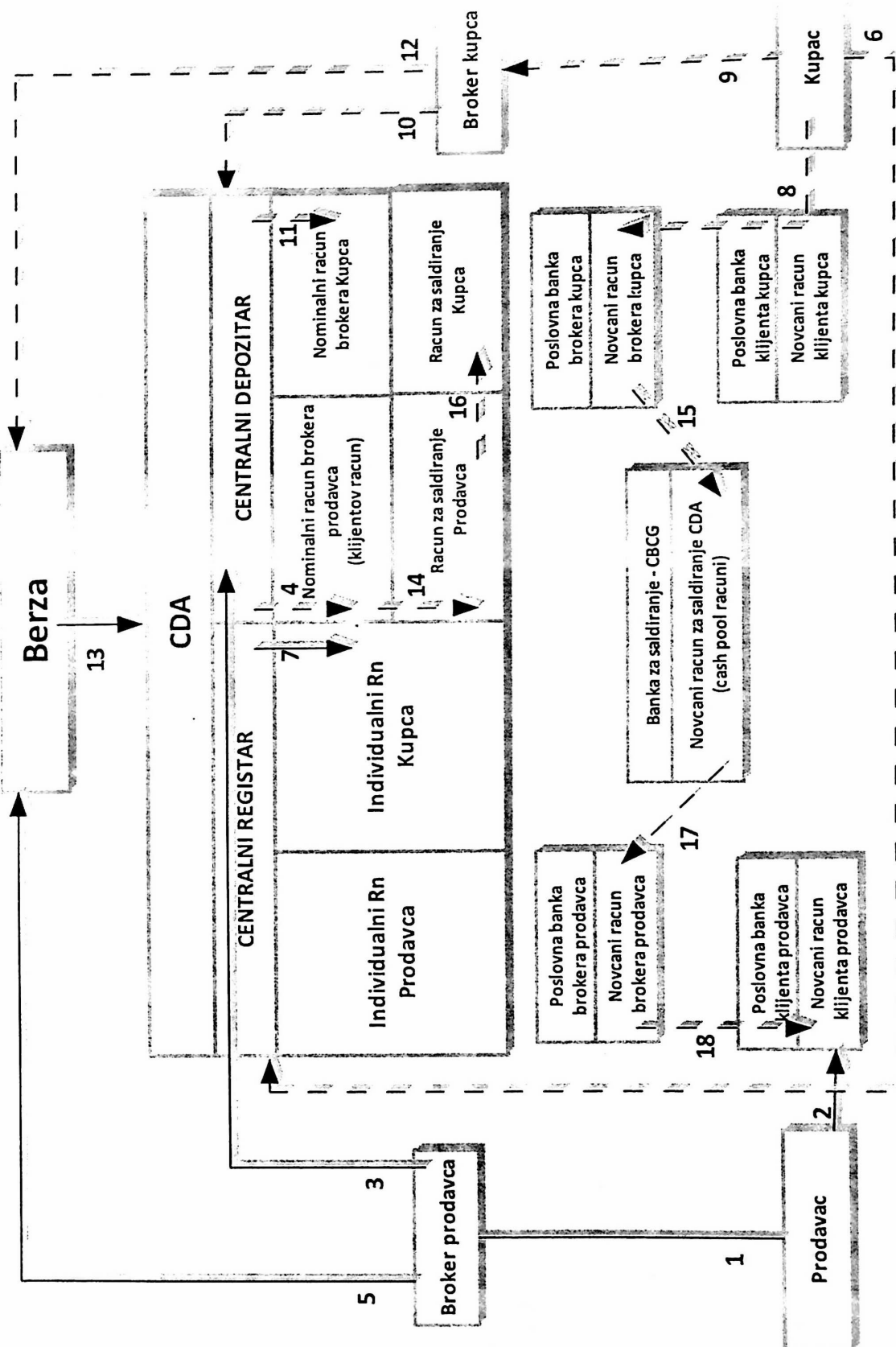
Članovi emitenti u Centralnom registru dobijaju usluge:

- otvaranja računa emisije na kojem se vodi ukupan broj akcija te emisije kao i praćenja istorijata emitovanja pojedinih serija iste emisije;
- otvaranja računa hartija od vrijednosti emitentata za vođenje sopstvenih akcija emitovanih od strane tog emitenta koje je on otkupio na berzi;
- otvaranja jednog ili više individualnih računa hartija od vrijednosti za vođenje vlasničkih pozicija stvarnih vlasnika;
- vođenja vlasničkih pozicija na individualnim računima hartija od vrijednosti,
- upisa promjena na vlasničkim pozicijama koje su posljedica postupka saldiranja tržišnih transakcija, i pravnog prenosa (nasljeđe, poklon, itd.);
- upisa promjena podataka o vlasnicima računa;
- vođenja podataka o istorijatu transakcija za sve promjene na vlasničkim pozicijama;

- dostavljanja redovnih izvještaja članovima emitentima o vlasnicima računa i njihovim vlasničkim pozicijama na način i u rokovima određenim Uputstvima;
- dostave mjesečnog izvoda onim vlasnicima računa koji su imali promjene na vlasničkim pozicijama tokom mjeseca;
- dostave godišnjeg izvještaja svim vlasnicima računa bez obzira na aktivnosti tokom prethodnih 12 mjeseci;
- sprovođenja korporativnih aktivnosti u skladu sa instrukcijama člana emitenta.

Na osnovu svega ovoga što smo do sada iznijeli u radu, konstruišemo jedinstveni model integralnih tokova informacija i postupaka na tržištu hartija od vrijednosti u Crnoj Gori. Ovaj model, pored standardnih rješenja koja funkcionišu na svim berzama i centralnim depozitarnim agencijama, sadrži i određene specifičnosti

TOKOVI INFORMACIJA I POSTUPAKA U SISTEMU TRŽIŠTA KAPITALA U CRNOJ GORI



Klijent PRODAVAC zaključuje opšti Ugovor o zastupanju/posredovanju i daje PRODAJNI nalog brokeru. PRODAVAC provjerava u CDA da li ima i koliko hartija na svom računu (mogućnost provjere u prostorijama CDA i telefonski – u toku je implementacija govornog automata), ili broker (najčešće) provjerava da li klijent ima i koliko hartija na Individualnom računu u Centralnom registru CDA.

- 1.) PRODAVAC otvara novčani račun kod poslovne banke.
- 2.) BROKER PRODAVCA popunjava Obrazac "ZAHTJEV ZA OTVARANJE RAČUNA", i Obrazac "NALOG ZA PRENOS HARTIJA", odnosno, provjerava klijentov Račun hartija kod CDA, da li je Prodavac Vlasnik tih hartija, tj. da li na svom Računu hartija ima te hartije od vrijednosti.
- 3.) CDA postupa po dobijenim obrascima i obavještava brokera da li je nalog za prenos hartija izvršen ili odbijen, tj. da li je Prodavac Vlasnik tih hartija, i, otvara KLIJENTOV RAČUN (RAČUN ZA TRANSFER, TRGOVAČKI RAČUN, DEPO RAČUN PRODAVCA). Stvarni vlasnik (Prodavac) ovlastio je Nominalnog vlasnika (Brokera) da REGISTRUJE I PREBACUJE HARTIJE na taj račun - na ime brokera, i da broker obavlja transakcije sa hartijama u ime brokera, a za račun klijenta, odnosno CDA otvara KLIJENTOV RAČUN U IME BROKERA, kao podračun u okviru NOMINALNOG RAČUNA BROKERA i registruje ID (registracioni broj u CDA) klijenta, kao i druge osnovne informacije pod oznakom "zastupanje" na klijentovom računu - *to street transfer*, a Broker može isti dan dati PRODAJNI nalog na berzu.
- 4.) Broker unosi PRODAJNI nalog za trgovanje u sistem berze.
- 5.) KUPAC ukoliko nema u svom vlasništvu nikakve hartije emitovane od strane neke kompanije u Crnoj Gori (prvi put investira), mora da se registruje u CENTRALNOM REGISTRU CDA, i da otvori svoj INDIVIDUALNI RAČUN na kome će biti vođene njegove vlasničke pozicije (popunjava obrazac "PODACI O REGISTROVANOM LICU (FIZIČKO LICE)", ili "PODACI O REGISTROVANOM LICU (PRAVNO LICE)", i Obrazac "ZAHTJEV ZA OTVARANJE RAČUNA".
- 6.) CDA registruje KUPCA i otvara mu INDIVIDUALNI RAČUN na kome će biti vođene njegove vlasničke pozicije.
- 7.) Klijent KUPAC uplaćuje novac za kupovinu hartija na NOVČANI RAČUN BROKERA koji i se nalazi u Poslovnoj banci Brokera (tu se nalaze novčana sredstva klijenata srazmjerno iznosima njihovog učešća). Novčani račun otvaraju sve brokerske kuće kod neke poslovne banke da bi preko njega vršile saldiranje berzanskih trgovina.
- 8.) Klijent KUPAC zaključuje opšti Ugovor o zastupanju/posredovanju i daje KUPOVNI nalog brokeru.

9.) BROKER KUPCA popunjava Obrazac "ZAHTJEV ZA OTVARANJE RAČUNA".

10.) CDA postupa po Obrascu "ZAHTJEV ZA OTVARANJE RAČUNA" i otvara KLIJENTOV RAČUN (TRGOVAČKI RAČUN, DEPO RAČUN). Stvarni vlasnik (Prodavac) ovlastio je Nominalnog vlasnika (Brokera) da REGISTRUJE I PREBACUJE HARTIJE na taj račun - na ime brokera i da broker obavlja transakcije sa hartijama u ime Brokera, a za račun klijenta, a Broker može isti dan dati KUPOVNI nalog na berzu.

11.) BROKER KUPCA unosi kupovni nalog na berzu.

12.) Obaveze nastale iz poslova sa hartijama zaključenih na berzi ispunjavaju se preko CDA i u skladu sa pravilima te agencije.

Podatke o Trgovanjima na tržištu CDA-u dostavlja Berza istog dana kada je Transakcija sklopljena (tzv.T+0), u obliku i roku propisanom Uputstvima za Kliring i Saldiranje Pravila CDA.

Odjeljenje CDA za kliring i saldiranje prima informacije o obavljenim transakcijama (trgovinama) sa Berze u "IZVJEŠTAJU O TRGOVINI", koji uključuje sve "locked in" trgovine (izvršene i uparene trgovine) koje se izvršavaju na Berzi u toku radnog dana berze. Izvještaj o trgovini se dostavlja CDA po završetku radnog dana berze, a ne kasnije od 15:00 sati u formi elektronskog fajla u formatu koji je odredila CDA.

13.) Na bazi bilansa saldiranja BROKER PRODAVCA je dužan da izvrši prenos hartija sa ulaznog ili "segregiranog" podračuna KLIJENTOVOG RAČUNA na "SLOBODNI" PODRAČUN istog računa (RAČUN ZA SALDIRANJE) najkasnije do 10:00 sati dana T+3.

Ovo predstavlja jedan od preduslova da bi se trgovina saldirala.

14.) Na bazi bilansa saldiranja BROKER KUPCA je dužan da prenese novac sa SVOGA NOVČANOG RAČUNA ili NOVČANOG RAČUNA KLIJENATA na kojem drži novac klijenata, na RAČUN ZA SALDIRANJE CDA (CASH POLL RAČUN) najkasnije do 10:00 sati dana T+3.

CDA dobija podatke o prenosu novčanih sredstava sa računa BROKERA KUPCA na RAČUN ZA SALDIRANJE CDA posredstvom terminala Banke za saldiranje instaliranog u prostorijama CDA. Službenik CDA provjerava uplatu za svaku pojedinu trgovinu i unosi plaćene trgovine u sistem CDA.

Račun za saldiranje CDA je CASH POLL RAČUN koji se nalazi u banci za saldiranje – Centralnoj Banci. Ovlašćeni učesnici (članovi CDA) otvaraju novčane račune za saldiranje u poslovnim bankama (račune na kojima drže

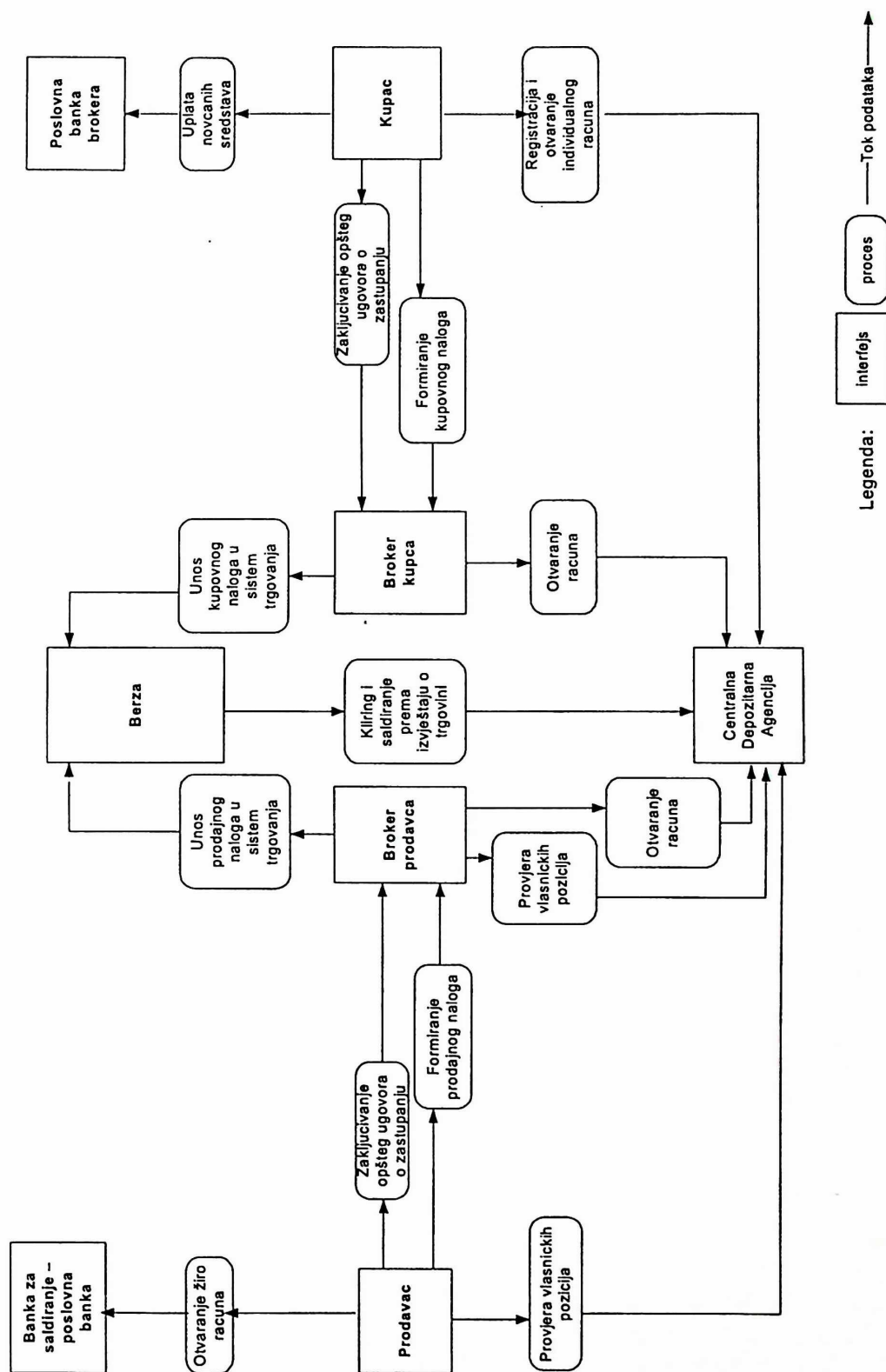
novac svojih klijenata i račune na kojima drže sopstveni novac za trgovanje – ako obavljaju dilerske poslove). CDA dobija informacije o izvršenim uplatama posredstvom posebnog terminala instaliranog u prostorijama CDA. Takođe, CDA nakon obavljenog saldiranja, banci za saldiranje izdaje naloge za isplatu sredstava na NOVČANE RAČUNE Ovlašćenih učesnika kod poslovnih banaka. Ovo predstavlja drugi preduslov za saldiranje transakcije.

- 15.) U Depozitaru CDA se vrši SALDIRANJE (na dan T+3) po principu *delivery vs. Payment*. CDA će na dan naplate sa računa hartija PRODAVCA (KLIJENTOVOG RAČUNA PRODAVCA) prenijeti na račun hartija KUPCA ugovoreni broj hartija.
- 16.) CDA će na dan naplate sa svojeg RAČUNA ZA SALDIRANJE (CASH POOL RAČUNA) obaviti uplatu BROKERU PRODAVACA putem platnog sistema – na NOVČANI RAČUN BROKERA PRODAVCA kod poslovne banke.
- 17.) Broker PRODAVCA isplaćuje sredstva klijentu na njegov žiro-račun kod poslovne banke (na dan T+3)

Ukoliko vlasnik želi da vrati hartije poslije trgovanja na svoj Individualni račun u Registru, BROKER KUPCA obavlja ovaj transfer u skladu sa nalogom vlasnika koristeći Nalog "PRENOS IZ DEPOZITARIJA" (*from street name transfer*).

CDA realizuje isporuku hartija od vrijednosti naspram plaćanja novca za svaku trgovinu tako što prenosi hartije samo za trgovine koje su plaćene. BROKER KUPCA uplaćuje novac na RAČUN ZA SALDIRANJE CDA, ali ranije – prije prenosa hartija od strane CDA.

Prethodno opisane procese i tokove podataka predstavili smo dijagramom toka podataka i postupaka u sistemu tržišta kapitala. Dijagram je rađen prema Gane-Sarson-ovoj metodi u programskom alatu Microsoft Visio.



V MEĐUSOBNA USLOVLJENOST I UTICAJ INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA REGULATIVU I RAZVOJ TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

1. UTICAJ INFORMACIONE TEHNOLOGIJE NA REGULATIVU TRŽIŠTA HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Era informatičkog društva u kome se nalazimo zasniva se na razvoju i primjeni tehnologija koje omogućavaju da svi mogu da koriste informacionu tehnologiju kao alat za ostvarenje svojih poslovnih ideja i aktivnosti. Informacije koje sada postaju dostupne zainteresovanim korisnicima daju im prednosti u smislu smanjenja protoka vremena i prostorne distance. Na taj način se brže i jednostavnije dolazi do rješenja i ideja koje se primjenjuju u nekim drugim sredinama. Jedan od preduslova za primjenu savremenih informatičkih dostignuća jeste kvalitetna infrastruktura, kako bi se tehnološki potencijal iskoristio na adekvatan način i što potpunije. Edukacija, obrazovanje, stručnost, i, razvoj tehnoloških platformi jedan je od načina. Sa druge strane, individualizam i želja za komunikacijama i novim saznanjima doprinose zajedničkom cilju, a to je globalna razmjena informacija, znanja i ideja. Za takvo nešto nije dovoljna samo tehnologija. Potreban je razvoj i primjena neophodnih regulativnih standarda kojima se objedinjuje cjelokupni proces tehnološkog napretka. Različit infrastrukturni i ekonomski potencijal uslovljava da takva regulativa bude usklađena sa standardima pojedinačnih zemalja i tržišta. Uloga države jeste da kreira stimulatívno regulatívno okruženje, da se smanje ili eliminišu biznis barijere. Preduzetničke ideje kako lokalne tako i globalne na najbolji mogući način ukazuju kako i na koji način treba razvijati biznise, poslovne aktivnosti i unapređivati ih.

Razvoj Informacionih tehnologija utiče i na promjenjivost u regulativi koja se odnosi na tržišta kapitala. Brzina obavljanja transakcija i protoka kapitala uslovljavaju da se pravila koja regulišu trgovanje sa hartijama od vrijednosti prilagođavaju novonastalim prilikama. Međutim, pravila bi trebalo da regulišu poslovanje sa hartijama od vrijednosti na najbolji mogući način, imajući prije svega u interesu investitore, i zaštitu njihovog kapitala od mogućih zloupotreba. Zaštititi samog investitora od njegove poslovne ideje koju realizuje je nemoguće. Ali sistemski zaštititi njegov kapital svakako je obaveza regulatornih organa. Zaštita se ogleda u slobodnom i jednakom pristupu informacijama, znanju, kvalitetnom pružanju usluga, transparentnosti procesa, bezbijednom realizovanju kupoprodajnih transakcija i protoka novca.

1.1. POJAM REGULATIVE

Regulatorni okvir tržišta kapitala u Crnoj Gori zasnovan je na donošenju i primjeni odgovarajućih zakonskih i podzakonskih rješenja kojima je uspostavljeno i uspješno se razvija tržište hartija od vrijednosti. On je dio regulative kojom je

uspostavljen okvir sveukupnih privrednih i ekonomskih reformi, i finansijskog tržišta Crne Gore. Adekvatan pravni okvir bio je neophodan zbog procesa tranzicije kroz koje je prolazila i još uvijek prolazi Crna Gora u političkom i u ekonomskom smislu. Tržište hartija od vrijednosti predstavlja bitan dio nacionalne privrede, i vodeći dio finansijskog sektora. Stabilno i sigurno poslovanje svih učesnika je veoma važno za razvoj i perspektivu privrede Crne Gore.

Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore zadužena je za kontrolu poslovanja učesnika na tržištu hartija. Osnovana je u novembru 2000. godine. Pravni osnov za djelovanje zasniva se na Zakonu o hartijama od vrijednosti, koji je usvojen u decembru 2000. godine. Komisija je svoje poslovanje uskladila sa ciljevima i principima IOSCO, odnosno međunarodnim standardima i normama koje na sveobuhvatan način obezbijeduju funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti, u cilju smanjenja sistemskog rizika, zaštite investitora i održavanja fer, poštenog i efikasnog tržišta u Crnoj Gori. Komisija je u svojem radu nezavisna, i, za svoj rad u primjeni funkcija i ovlašćenja odgovorna Skupštini Crne Gore. Zakonom su joj data odgovarajuća ovlašćenja i definisani zadaci i funkcije koje treba da izvršava, na osnovu najviših profesionalnih standarda kojih se zaposleni moraju pridržavati u sopstvenom radu.

Zakon o hartijama od vrijednosti predstavlja osnovni akt na osnovu koga su donešena i donose se podzakonska akta, pravila, odluke, uputstva i daju određena tumačenja i mišljenja. Usljed promjena u finansijskom sektoru, a posebno razvojem mehanizama, institucija i finansijskih instrumenata tržišta hartija od vrijednosti, javila se potreba za dodatnom regulativom. Tako je i Zakon o hartijama od vrijednosti Crne Gore nekoliko puta mijenjan i dopunjavan novim elementima u skladu sa promjenama koje su se događale na tržištu hartija od vrijednosti.¹¹⁹

Regulatorni okvir je zaokružen na način da omogućava lako obavljanje trgovanja, bezbjedne sisteme transakcija, kliringa i saldiranja. Smanjene su ili će u potpunosti biti eliminisane biznis barijere. Otvorenost tržišta omogućava dolazak stranih investitora koji pod jednakim uslovima kao i rezidenti mogu da trguju hartijama na domaćem tržištu. Samim tim, omogućeno je kretanje kapitala i njegova akumulacija, što će Crnoj Gori dugoročno obezbijediti ekonomski rast i razvoj.

Komisija za hartije od vrijednosti daje dozvolu za rad i vrši nadzor nad radom berzi, ovlašćenih učesnika, Centralne Depozitarne Agencije, kolektivnih investicionih šema i kastodi odjeljenja poslovnih banaka. Komisija daje saglasnosti na sva akta koja donose institucionalni učesnici, a koja su u skladu sa propisanom normativom. Zakon¹²⁰ je definisao koje hartije od vrijednosti mogu biti predmet regulacije i prometa u Crnoj Gori. Prema pravima koje daju, hartije od vrijednosti mogu biti vlasničke i dužničke. *Vlasničke hartije od vrijednosti* su akcije koje glase na dio kapitala akcionarskog društva i jedinice kolektivnih investicionih šema izdate u skladu sa posebnim zakonom, kao i hartije od vrijednosti koje daju pravo sticanja ovih hartija od vrijednosti (zamjenljive obveznice, opcije, fjučersi i sl.). *Dužničke hartije od vrijednosti* su hartije od vrijednosti izdate u seriji, koje imaoću daju pravo na isplatu vrijednosti na koju glase, sa ili bez kamate, kao i druga prava u skladu sa propisima i odlukom o emisiji.

¹¹⁹ vidi: Zakon o hartijama od vrijednosti *Sl. list RCG*, br. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06)

¹²⁰ Vidi: član 2. stav 3, "Zakona o hartijama od vrijednosti" *Sl. list RCG*, br. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06

Osim Zakona o hartijama od vrijednosti pravni okvir za regulisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori čine, na direktan ili indirektan način, sljedeći zakonski propisi:

- Zakon o privrednim društvima;
- Zakon o privatizaciji privrede;
- Zakon o preuzimanju akcionarskih društava;
- Zakon o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji;
- Zakon o investicionim fondovima;
- Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima;
- Zakon o zalozi kao sredstvu obezbjeđenja potraživanja;
- Zakon o fiducijarnom prenosu prava svojine;
- Zakon o povraćaju oduzetih imovinskih prava i obeštećenju;
- Zakon o sprečavanju pranja novca;
- Zakon o tekućim i kapitalnim poslovima sa inostranstvom;
- Zakon o regulisanju obaveza i potraživanja po osnovu ino duga i devizne štednje građana;
- Zakon o Centralnoj banci Crne Gore;
- Zakon o bankama;
- Zakon o stranim ulaganjima;
- Zakon o računovodstvu i reviziji;
- Zakon o obligacionim odnosima;
- Zakon o insolventnosti privrednih društava;
- Zakon o konkurenciji.

Podzakonski akti koje je do sada donijela Komisija a koja se odnose na sprovođenje Zakona o hartijama od vrijednosti su sljedeći:

- Pravila o načinu upisa i vođenja registra emitenata hartija od vrijednosti kod komisije za hartije od vrijednosti;
- Pravila o izdavanju dozvole za rad Centralnoj Depozitarnoj Agenciji;
- Pravila o izdavanju dozvole za rad berzi;
- Pravila o izdavanju dozvole za rad ovlašćenim učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti;
- Pravila o pravu na dobijanje informacija o akcijama upisanim u Centralni registar Centralne Depozitarne Agencije;
- Pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisije vlasničkih i dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti;
- Pravila o sadržini skraćenog prospekta i o načinu i postupku evidentiranja zatvorenih ponuda vlasničkih i dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti;
- Pravila o evidentiranju emisija hartija od vrijednosti kada je emitent Republika Crna Gora i kada se hartije od vrijednosti izdaju unaprijed poznatim stikaocima;
- Pravila o utvrđivanju bližih uslova emitovanja, registrovanja i trgovanja kratkoročnim dužničkim hartijama od vrijednosti;
- Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti;
- Pravila o načinu vođenja poslova ovlašćenih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti;
- Pravila o načinu trgovanja blokom akcija;

- Pravila o utvrđivanju bližih uslova za sticanje zvanja brokera, dilera i investicionog menadžera;
- Pravila o obavljanju kastodi poslova.

Podzakonski akti koje je donijela Komisija a koja se odnose na poslovanje Investicionih fondova su sljedeća:

- Pravila o izdavanju dozvole za rad društvima za upravljanje investicionim fondovima i investicionim fondovima;
- Pravila o sadržini prospekta osnivačke emisije akcija investicionog fonda;
- Pravila o bližoj sadržini ugovora o upravljanju investicionim fondom;
- Pravila o metodologiji za obračunavanje neto vrijednosti imovine investicionih fondova;
- Pravila o izvještavanju o držanju novčanih sredstava investicionih fondova;
- Pravila o bližim uslovima i načinu promocije poslovanja investicionih fondova;
- Pravila o sadržini i objavljivanju izvještaja o poslovanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova;
- Pravila o bližim uslovima, načinu i postupku vršenja nadzora poslovanja društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova;
- Uputstvo o obračunu i naplati naknade društava za upravljanje investicionim fondovima.

Podzakonski akti koje je donijela Komisija a koja se odnose na poslovanje dobrovoljnih penzionih fondova su sljedeća:

- Pravila o izdavanju dozvole za rad društvima za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima i dozvole za formiranje dobrovoljnog penzionog fonda;
- Pravila o sadržini, bližim uslovima i načinu objavljivanja informativnog prospekta dobrovoljnog penzionog fonda;
- Pravila o bližoj sadržini ugovora o članstvu u dobrovoljnom penzionom fondu;
- Pravila o obračunskim jedinicama dobrovoljnih penzionih fondova i konvertovanju uplaćenih doprinosa u obračunske jedinice;
- Pravila o sadržini potvrde o udjelu na osnovu uplate doprinosa člana dobrovoljnog penzionog fonda;
- Pravila o izračunavanju prinosa dobrovoljnog penzionog fonda;
- Pravila o metodologiji za obračunavanje neto vrijednosti imovine, obaveza i obračunskih jedinica dobrovoljnih penzionih fondova;
- Pravila o izvještavanju o držanju novčanih sredstava dobrovoljnih penzionih fondova;
- Pravila o utvrđivanju bližih uslova za sticanje zvanja investicionog menadžera penzionog fonda;
- Pravila o sadržini i objavljivanju izvještaja o poslovanju društava za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima i dobrovoljnih penzionih fondova;
- Pravila o bližim uslovima, načinu i postupku vršenja nadzora poslovanja društava za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima i dobrovoljnih penzionih fondova.

Na osnovu svega konstatujemo da u Crnoj Gori postoji potpuno zaokružen normativni sistem, koji na odgovarajući način reguliše rad i poslovanje institucija sistema tržišta kapitala. Kako je Crna Gora ka putu ostvarivanja evropskih i evroatlanskih integracija, tako i Komisija za hartije od vrijednosti prati međunarodno priznate standarde iz oblasti tržišta kapitala i nastoji da upodobi postojeću regulativu sa njima. To je jedan od načina integracije crnogorskog tržišta kapitala u jedinstveno tržište Evropske Unije.

1.2. CILJ REGULATIVE

Zakon o hartijama od vrijednosti Crne Gore, kao osnovni regulatorni dokument tržišta hartija od vrijednosti definisan je na način da u sebi inkorporira osnovne ciljeve:¹²¹

- Zaštita investitora od strane nepoželjnih i nezakonitih radnji od strane učesnika na tržištu. Berza mora poslovati na način koji omogućava efikasno povezivanje ponude i potražnje za hartijama od vrijednosti. Berza je mjesto gdje svi učesnici koji trguju ili žele da trguju mogu dobiti informacije o tržištu, koje su od značaja za odluke investitora. Za kompanije koje se trguju na berzi, a posebno za one koje su na kotacijskim listama (listingu), neophodno je objelodanjivanje podataka, računovodstvenih i revizorskih standarda. Podaci o emitentima čijim se hartijama trguje obuhvataju osnovne informacije o emitentu, informacije o finansijskom poslovanju kao i, podatke o trgovanju. Takvi podaci se objavljuju periodično, a podrazumijeva se i objavljivanje informacija o svim značajnijim promjenama emitenta koje se dogode u međuvremenu. Takođe, berza mora da omogući jednake uslove za sve one koji žele da uđu na tržište hartija od vrijednosti. Ovlašćeni učesnici ne smiju obavljati poslove sa hartijama od vrijednosti koji bi ugrozili stabilnost tržišta. To znači da je zabranjeno da brokeri i dileri daju pogrešne informacije investitorima o cijenama hartija od vrijednosti i šire lažne informacije u cilju promjena cijena hartija od vrijednosti. Brokeri moraju postupati sa svim klijentima po jednakim standardima i pravičnim uslovima trgovanja. Na taj način investitori mogu na kvalitetan način sagledavati potencijalne rizike i prinose svojih investicija i, donositi kvalitetne poslovne odluke. Brokeri takođe ne smiju koristiti novčana sredstva klijenata koja se nalaze na podračunima kod ovlašćenih učesnika, niti raspolagati hartijama od vrijednosti koje su u vlasništvu klijenta bez pismenog naloga klijenta. S tim u vezi, posebno je bitno da ovlašćeni učesnici u slučaju prestanka sa radom moraju da imaju kapital kojim će obezbijediti da potražnja klijenata mora biti zadovoljena, odnosno da podmire novčane potrebe klijenata.

- Razvoj tržišta i obezbijedivanje fer i efikasnog tržišta

Komisija za hartije od vrijednosti, u skladu sa svojim zakonskim ovlaštenjima, permanentno mora da radi na razvoju tržišta kroz uvođenje novih aktivnosti na tržištu, uvođenjem jednostavnijih i, za praktičnu primjenu, efikasnih pravila, kao i uvođenjem novih instrumenata za trgovanje na tržištu hartija od vrijednosti. Efikasno tržište podrazumijeva smanjenje barijera sadašnjim i budućim učesnicima za obavljanje aktivnosti na tržištu i liberalnije propise u smislu ulaska i izlaska sa tržišta. Fer tržište

¹²¹ Ciljevi koji su definisani u Zakonu o hartijama od vrijednosti Crne Gore usklađeni su sa regulativom IOSCO-a, vidi: IOSCO Prijedlog Br. 41: *IOSCO-ov prijedlog usvajanja ciljeva i principa regulative hartija od vrijednosti* (P.C.), Septembar 1998.

znači da se pravila igre uspostavljaju tako da svi učesnici pod jednakim okolnostima mogu obavljati aktivnosti trgovanja. Fer tržište podrazumijeva i jednak pristup investitora tržištu ili informacija o tržištu i cijenama. Dostupnost investitorima relevantnih informacija o svim bitnim elementima sa tržišta, svakako da utiče i na procese formiranja cijena. Standardizacija načina poslovanja omogućava jednostavnije uključivanje domaćeg tržišta i njegovih učesnika u regionalna tržišta i asocijacije i njihovo tehničko povezivanje i normativno usklađivanje. To će doprinijeti kreiranju sofisticiranijih instrumenata i novih djelatnosti, a naročito zahvaljujući razvoju informacionih tehnologija, pitanje ustanovljenja jedinstvenog načina trgovanja i kontrole cjelokupnog tržišta kapitala od strane regulatornih tijela, će vremenom dobijati na značaju.

- Smanjenje sistemskog rizika

Komisija za hartije od vrijednosti i ostali učesnici na tržištu hartija od vrijednosti ne mogu štititi investitora od njegovih poslovnih odluka. Međutim, kada dođe do finansijskog neuspjeha nekog od učesnika na tržištu, regulativa treba da obezbijedi smanjenje uticaja tog neuspjeha na tržište i učesnike, i, posebno, pokuša da izoluje rizik neuspjeha institucije. Ovlašćeni učesnici, kolektivne investicione šeme i ostali učesnici trebali bi da imaju adekvatan i stalan kapital, koji bi u slučaju poremećaja i poslovnog neuspjeha mogao biti osnova za finansijsku nadoknadu investitorima. Na taj način se obezbijeduje zaštita od sistemske štete. Upravljanje rizikom i preuzimanje rizika za poslovne odluke jeste jedan od fundamentalnih principa kojeg se moraju pridržavati učesnici na tržištu hartija od vrijednosti. Centralna depozitarna agencija kao institucija od posebnog značaja na tržištu hartija od vrijednosti, mora da ima regulativu i tehničko-tehnološke uslove za efikasan i precizan proces kliringa i saldiranja. Na osnovu propisanih pravila ona vrši nadzor i koristi sredstva za efektivno upravljanje rizikom.

1.3. PRINCIPI REGULATIVE

Postojeća regulativa u Crnoj Gori na kojoj je definisano i razvija se tržište hartija od vrijednosti, jeste tržišno orijentisana. Preduzetništvo je osnovni nosilac razvoja sistemskih promjena, a privatna svojina je postala dominantni oblik vlasništva. Smisao zakonskih propisa kojima se reguliše tržište kapitala nije samo kontrola i, restriktivna i represivna primjena, već je to i podsticaj za razvijanje preduzetništva. Interes države jeste da se privatna inicijativa i na njoj donešene odluke što manje regulišu državnim mjerama. Investitori treba da slobodno i samostalno donose odluke podstičući i razvijajući međusobnu konkurenciju. Komisija za hartije od vrijednosti treba da bude efikasna u primjeni zakona i profesionalna u svom postupanju. Osnovni mandat Komisije za hartije od vrijednosti jeste da propiše i uspostavi standarde poslovanja za sve učesnike i prilagodi ih standardima razvijenih zemalja, što će, dugoročno gledano, dovesti do integracije crnogorskog tržišta kapitala prije svega u evropsko okruženje. Zakonska regulativa u Crnoj Gori je u visokom stepenu usklađena sa važećom regulativom u zemljama razvijenih tržišnih privreda. Uočavanjem određenih neusklađenosti sa regulativom koju zemlje Evropske Unije primjenjuju, dolazi se do zaključka koji ima za cilj potrebu za uspostavljanjem jedinstvenog tržišnog prostora. Na taj način se garantuje pravo svojine i mogućnost da pod jednakim uslovima trguju podjednako strani i domaći investitori. Takođe se omogućava slobodan transfer sredstava i proširuje područje za

ulaganje stranog kapitala. Principi u konačnom treba da za domaću privredu doprinose većem ulaganju stranog kapitala, što će na indirektan način dovesti i do priliva znanja u upravljanju kompanijama u kojima strani investitori imaju značajno vlasničko učešće. Znanje i prenošenje pozitivnih iskustava u upravljanju od posebne su važnosti za edukaciju domaćih investitora.

Kada je u pitanju tržište hartija od vrijednosti, savremena praksa razvijenih zemalja pokazuje da su pravne norme definisale principe kroz standarde koje je usvojila međunarodna grupa regulatora tržišta hartija od vrijednosti - IOSCO. Tih trideset principa je grupisano u osam kategorija.¹²²

A. Principi koji se odnose na Regulatorni organ

- 1.) Odgovornosti regulatornog organa treba da budu jasno i objektivno naznačene;
- 2.) Regulatorni organ treba da bude operativno nezavisan i odgovoran u izvršavanju svojih funkcija i ovlašćenja;
- 3.) Regulatorni organ treba da ima adekvatna ovlašćenja, sopstvena sredstva kao i sposobnost da izvršava svoje funkcije i sprovodi svoja ovlašćenja;
- 4.) Regulatorni organ treba da usvoji jasne i konzistentne regulatorne procese;
- 5.) Zaposleni u regulatornom organu treba da se pridržavaju najviših profesionalnih standarda, uključujući i odgovarajuće standarde povjerljivosti;

B. Principi samoregulative

- 6.) Regulatorni režim treba na odgovarajući način da koristi Samoregulativne Organizacije (SRO) koje su odgovorne za određeni direktni nadzor u području njihovih nadležnosti, u mjeri koja odgovara veličini i kompleksnosti tržišta;
- 7.) SRO treba da budu predmet nadzora regulatornog organa i treba da se pridržavaju standarda pravičnosti i povjerljivosti pri izvršavanju svojih nadležnosti i povjerenih odgovornosti;

C. Principi za primjenu regulative hartija od vrijednosti

- 8.) Regulatorni organ treba da ima opsežna ovlašćenja za pregled, istraživanje i nadzor;
- 9.) Regulatorni organ treba da ima velika ovlašćenja u oblasti primjene regulative;
- 10.) Regulatorni sistem treba da osigura djelotvorno i uvjerljivo sprovođenje ovlašćenja za pregled, istraživanje, nadzor i primjenu regulative i efektivnog programa za pridržavanje standarda;

D. Principi za saradnju pri nadzoru

- 11.) Regulatorni organ treba da ima autoritet da dijeli i javne i neoficijelne informacije sa domaćim i stranim saradnicima;
- 12.) Regulatorni organi treba da uspostave mehanizme dijeljenja informacija koji će ispostavljati termine i načine dijeljenja javnih i neoficijelnih informacija sa svojim domaćim i stranim saradnicima;
- 13.) Nadzorni sistem treba da dozvoli asistenciju od strane stranih regulatorni organa koji treba da ispituju vršenje njihovih funkcija i sposobnost njihovih snaga;

E. Principi za emitente

¹²² Principi IOSCO-a su sadržani u dokumentima koja su nabrojana u Spisku Rezolucija IOSCO vidi: IOSCO – Javni dokumenti (dodatak 1).

- 14.) Trebalo bi da postoji puno, blagovremeno i precizno objelodanjivanje finansijskih rezultata i ostalih informacija koje predstavljaju materijal za odluke investitora;
 - 15.) Vlasnici hartija od vrijednosti u kompaniji bi trebali biti tretirani fer i pravično;
 - 16.) Računovodstveni i revizorski standardi bi trebali da se odlikuju visokim i međunarodno priznatim kvalitetom;
- F. *Principi za šeme kolektivnog ulaganja*
- 17.) Nadzorni sistem treba da uspostavi standarde u pogledu kvalifikovanosti i načela vezanih za osobe koje žele da rukovode šemom kolektivnog ulaganja;
 - 18.) Nadzorni sistem treba da obezbijedi pravila za upravljanje pravnim formama i strukturom šeme kolektivnog ulaganja, kao i izdvajanjem i zaštitom sredstava klijenata;
 - 19.) Regulativa bi zahtijevala objelodanjivanje, kako je iznešeno u principima za eminente, što je neophodno za procjenu održivosti šeme kolektivnog ulaganja za određenog investitora i vrijednost njegovog učešća u šemi;
 - 20.) Regulativa treba da obezbijedi postojanje odgovarajuće i otvorene osnove za procjenu sredstava, kao i formiranje cijena i otkup jedinica u šemi kolektivnog ulaganja;
- G. *Principi za tržišne posrednike*
- 21.) Regulativa bi trebala da obezbijedi minimalne standarde za tržišne posrednike;
 - 22.) Trebalo bi da postoji početni i tekući kapital, kao i ostali razumni uslovi za tržišne posrednike koji bi odražavali rizike koje oni preduzimaju;
 - 23.) Od tržišnih posrednika treba da se zahtijeva počinovanje standardima o unutrašnjoj organizaciji i operativnom vođenju koje teže zaštiti interesa klijenata, osiguravanju odgovarajućeg menadžmenta od rizika, a pod čim, podrazumijeva se, menadžment posrednika prihvata osnovne obaveze vezane za ova pitanja;
 - 24.) Trebalo bi da postoje procedure za savlađivanje neuspjeha tržišnog posrednika sa namjerom da se smanji šteta ili gubitak po investitora i da se preventuje sistemski rizik;
- H. *Principi sekundarnog tržišta*
- 25.) Osnivanje trgovinskih sistema koji uključuju razmjenu hartija od vrijednosti treba da bude stvar nadzornih ovlašćenja;
 - 26.) Trebalo bi da postoji tekući nadzor sistema razmjene i trgovine čiji je cilj da se osigura da će integritet poslovanja biti održavan po fer i pravičnim pravilima što će napraviti odgovarajući balans između zahtjeva učesnika različitih tržišta;
 - 27.) Regulativa bi trebala unaprijediti transparentnost poslovanja;
 - 28.) Regulativa bi trebala biti kreirana tako da može otkriti i determinisati manipulacije i ostale nefer postupke u trgovanju;
 - 29.) Regulativa treba da teži da osigura menadžment od velikih izlaganja, rizika neplaćanja, i tržišnog remećenja;
 - 30.) Sistemi za kliring i saldiranje transakcija hartija od vrijednosti treba da budu podvrgnuti nadzoru regulatornog organa i kreirani tako da se osigura njihova pravičnost, efektivnost i efikasnost, kao i da se smanji sistemski rizik.

Primjenom navedenih principa na lokalnim tržištima hartija od vrijednosti dolazi do njihovog regulatornog i institucionalnog jačanja. Time se stvaraju uslovi da i tržišni principi mogu da se primjenjuju u punom kapacitetu kada su u pitanju interesi investitora. To je preduslov jačanja nacionalnih tržišta i njihove integracije u globalno tržište. Primjena visokih standarda poslovanja i kvalitetna međunarodna saradnja, osim zaštite investitora, smanjuje i sistemski rizik. Kao poseban izazov kako za domaća tržišta hartija od vrijednosti, tako i inostrana, izdvaja se napredak i razvoj informacionih tehnologija i njihova implementacija u sisteme elektronskih razmjena podataka i na njima zasnovanih trgovanja. Kvalitetna usklađenost normativnih principa i tehnologije potrebne za implementaciju informacionih rješenja ukazuju da se radi o efektivnoj regulativi hartija od vrijednosti.

Upoređujući navedne principe koji predstavljaju imperativ za svaku državu koja ima za cilj da razvija kvalitetno tržište kapitala, sa praksom poslovanja institucija koje učestvuju na tržištu kapitala u Crnoj Gori možemo konstatovati sljedeće:

- Da postoji dobra zakonodavna regulativa, ali da nije izgrađen elektronski sistem kontrole trgovanja na berzama od strane Komisije za hartije od vrijednosti. To podrazumijeva nabavku i instaliranje softvera, koji će prateći dnevna trgovanja na crnogorskim berzama, na osnovu zadatih kriterijuma, signalizirati ukoliko dođe do eventualnih odstupanja u cijenama i količinama za pojedine hartije. Takvi i drugi pokazatelji biće osnova da Komisija sprovede kontrolu. Na taj način će Komisija nezavisno od berzanskih kontrolora moći da sprovodi dodatne sopstvene kontrole i svoja ovlašćenja. Cilj ove vrste elektronskog nadzora jeste da se osigura integritet poslovanja po fer i pravičnim uslovima za sve učesnike;
- Komisija za hartije od vrijednosti permanentno treba da radi na pregledu, istraživanjima, nadzoru i primjeni sredstava informacione tehnologije i primjeni standarda iz ove oblasti kod CDA, berzi, ovlašćenih učesnika, kao i kastodi odjeljenja poslovnih banaka. Smatramo da je za ovaj posao potrebno angažovati nezavisne institucije, specijalizovane za oblast informacionih sistema i hardverskih platformi;
- I pored dobre zakonske regulative, CDA i berze, institucije koje su odgovorne za određeni direktni nadzor u području njihovih nadležnosti, ne koriste u dovoljnoj mjeri svoja ovlašćenja za mjere nadzora i kontrole nad radom ovlašćenih učesnika-njihovih članova. Posebno treba da se pridržavaju standarda pravičnosti i povjerljivosti pri izvršavanju svojih nedležnosti i povjerenih odgovornosti u skladu sa regulativom koja ih na to obavezuje;
- Smatramo da poseban doprinos svih institucija na tržištu kapitala treba da bude unapređenje i razvoj informacionih tehnologija kojima će se na brz i efikasan način razmjenjivati informacije među samim učesnicima na crnogorskom tržištu, a isto tako sa inostranim institucijama koje se bave poslovanjem sa hartijama od vrijednosti, što po našem mišljenju do sada nije bilo na zadovoljavajućem nivou. Metode i načini razmjene podataka informacija treba da budu usaglašeni na internacionalnom nivou;
- Berze treba da na još transparentniji način nego što je bio slučaj do sada, objavljuju potpune i precizne podatke o finansijskom poslovanju

(računovodstvene, revizorske i druge podatke) o firmama čijim se hartijama trguje, kako bi investitori imali blagovremene informacije za svoje odluke.

2. USLOVI ZA DALJE UNAPREĐENJE PERFORMANSI TRŽIŠTA U CRNOJ GORI

2.1. RAZVOJ INFORMATIČKE INFRASTRUKTURE

Kada se govori o informatičkoj infrastrukturi često se misli na pojam javne infrastrukture. Pojam informatičke infrastrukture podrazumijeva tehnološka rješenja koja omogućavaju najširem sloju privatnih i pravnih lica da koriste, izgrađuju i podižu na viši nivo informatičke sisteme, koriste informacije i, jednom riječju, doprinose kvalitetnijem razvoju informatičkog društva jedne zemlje. Crna Gora je posljednjih godina krenula da ubrzano razvija informatičku djelatnost. Podaci koji na to ukazuju su sljedeći: broj prodatih personalnih kompjutera, broj internet priključaka, pokrivenost kvalitetnom komunikacionom mrežom, zatim legalizacija softverskih paketa koji se koriste, a posebno porast broja mobilnih telefona koji se sve više koriste za komunikaciju i korišćenje usluga putem Internet mreže. U tu svrhu prezentiramo podatke Instituta za strateške studije i projekcije iz Podgorice¹²³, koji je aprila 2006. godine uradio Istraživanje o upotrebi računara i interneta u domaćinstvima u Crnoj Gori. Istraživanje je sprovedeno sa ciljem ispitivanja stepena razvoja informacionog društva, te postavljanja osnove za dalji monitoring procesa razvoja ICT sektora. Dobijeni su sljedeći podaci:

- U odnosu na ukupan broj anketiranih domaćinstava istraživanje pokazuje da 97,8% domaćinstava posjeduje televizor. Fiksni telefon ima 79,9% domaćinstava, dok mobilne telefone posjeduje 91,7% domaćinstava u uzorku;
- Od ukupnog broja domaćinstava u uzorku 98,7% dalo je odgovor o tome da li posjeduje ili ne posjeduje računar. Na osnovu toga 38,3% posjeduje, a 61,7% ne posjeduje isti;
- Od ukupnog broja anketiranih domaćinstava 88,0% njih dalo je odgovor o tome da li posjeduje mobilni telefon ili ne. Od tog broja 91,7% domaćinstava koristi mobilne telefone, dok 8,3% ne koristi;
- U odnosu na ukupan broj domaćinstava u kojima makar jedan član koristi računar 96,4% odgovorilo je na pitanje o tome da li posjeduje Internet konekciju. Od tog broja 58,7% posjeduje, dok 41,3% ne posjeduje Internet konekciju.
- Od ukupnog broja domaćinstava u uzorku u kojima makar jedan član koristi Internet 96,7% dalo je odgovor na pitanje da li su upoznati sa terminom ADSL. Od tog broja 50,1% je upoznato, 25,8% nije, a 24,1% je djelimično upozato sa ovim terminom. U odnosu na ukupan broj domaćinstava u kojima makar jedan član koristi Internet 96,3% dalo je odgovor na pitanje o tome da li koriste ADSL. Od tog broja 7,8% koristi, dok 92,2% ispitanika ne koristi ovaj vid Internet konekcije. Na osnovu datih odgovora, 62,1% ispitanika smatra da je potrebno obezbijediti nižu mjesečnu cijenu ADSL-a; 38,6% smatra da je potrebno obezbijediti nižu instalacionu taksu; dok 34,8% ispitanika smatra da je potrebno obezbijediti više informacija o tom tipu konekcije da bi se ubuduće odlučili na korišćenje ovog vida konekcije.

¹²³ Vidi: Institut za strateške studije i prognoze, "Istraživanje o upotrebi računara i interneta u domaćinstvima", april 2006.

U istom periodu, Institut za strateške studije i projekcije uradio je Istraživanje o upotrebi računara i interneta u preduzećima u Crnoj Gori. Anketom je bilo obuhvaćeno 200 preduzeća. Dobijeni podaci ukazuju na visoku zavisnost biznisa u odnosu na korišćenje savremenih tehnologija. Prema rezultatima dobijenim na osnovu sprovedene ankete među preduzećima, 92,5% koristi računare prilikom poslovanja, a kod 55,9% preduzeća biznis u potpunosti zavisi od upotrebe informaciono komunikacionih tehnologija. Kada je u pitanju Internet konekcija 44,9% preduzeća koristi *dial-up* konekciju, što je znatno niže u odnosu na 2004. godinu kada je bilo na nivou od 62,0%. Kao razlog za smanjenje učešća *dial-up* konekcije može se navesti pojava ISDN i ADSL konekcije. Istraživanje je pokazalo da od ukupnog broja preduzeća koja imaju Internet konekciju 27,0% posjeduje ADSL. Web sajt, posjeduje 36,5% preduzeća iz uzorka, dok 14,7% ima u planu njegovu izradu. Istraživanje je pokazalo da su za kreiranje veb-sajta uglavnom korišćene usluge trećeg lica (48,5%).

Navešćemo i podatke o isporukama računarske opreme u četvrtom kvartalu 2006. godine.¹²⁴ U tom periodu isporučeno je 7.255 personalnih računara u Crnoj Gori. Desktop računari sa 5.391 prodatih jedinica drže 74,3% ukupnog PC tržišta, prenosni (*notebook*) sa 1.756 jedinica 24,2% i x86 serveri sa 108 jedinica čine oko 1,5% tržišnog učešća. Lokalno asemblirani računari i dalje dominiraju na desktop tržištu Crne Gore držeći 76% isporuka iako su izgubili 5 procentnih poena u poređenju sa Q3, pri tome su brend desktop računari povećali učešće na 24% zahvaljujući većim tenderskim isporukama. Lokalni asembleri daju sve veću prednost AMD procesorima u odnosu na Intel-ove, dok je Intel neprikosnoven kod internacionalnih proizvođača. Četiri vodeća lokalna asemblera računara isporučila su 30% žutih računara, dok preostalih 70% isporuka drži preko 70 manjih lokalnih asemblera. Na tržištu *notebook* računara *HP* je lider sa 34%, *Asus* je i dalje na drugoj poziciji sa 27% ispred *Fujitsu Siemens Computers*-a sa 17%.

Posebna pažnja u Crnoj Gori se posvećuje edukaciji najšireg sloja stanovništva kroz državno obrazovanje i obavezne predmete iz informacionih tehnologija, kao i putem velikog broja privatnih institucija koje pružaju usluge obrazovanja putem nastave i specijalističkih kurseva iz ove oblasti. Na taj način je stvorena solidna osnova u vidu informatičke tehnologije i obrazovnog kadra, što doprinosi uspješnijem korišćenju savremenih informacionih i komunikacionih tehnologija. Dugoročno posmatrano to će doprinijeti rastu privrede i porastu nacionalnog bogatstva Crne Gore, a posebno njenoj povećanoj konkurentnosti iz te oblasti.

Međutim, podaci koji ukazuju na elemente visoke nezaposlenosti, spoljnog duga države, neriješeni problemi pojedinih privrednih kolektiva, i neki drugi pokazatelji, ukazuju da treba još odlučnije raditi na uspostavljanju i implementaciji razvijenih standarda, a posebno standarda informatizacije u privredi i vanprivredi. Svakako je neophodno paralelno raditi na rješavanju navedenih nedostataka, ali osnovni pokretač razvoja crnogorske privrede treba da bude razvoj preduzetništva, privatnog sektora i svojine. Uporedo sa tim aktivnostima treba brinuti i o podizanju informatičke pismenosti stanovništva kroz redovne i dopunske oblike edukacije. Isto tako neophodno je podizati standarde u primjeni savremenih tehnoloških rješenja iz te oblasti. Usaglašavanjem zakonodavnih normi sa zakonskim rješenjima zemalja koje imaju razvijene informacione infrastrukture, zatim, liberalizacijom u oblasti informatike i telekomunikacionih

¹²⁴ Vidi: IDC Adriatics d.o.o., Beograd "Kvartalne PC isporuke u Crnoj Gori Q4 2006", 2006.

tehnologija, a posebno poreskim olakšicama, kao i izradom nacionalnih projekata iz oblasti elektronskog poslovanja, država ima mogućnost i šansu za unapređenje državne infrastrukture (prije svega) kako bi razvijala informatičko društvo.

Institucije na tržištu kapitala Crne Gore za svoje poslovanje su implementirale i koriste informatičke tehnologije. U cilju sagledavanja postojećih tehničko-tehnoloških platformi i dostignutog nivoa primjene Informacione tehnologije kod učesnika na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore, urađeno je odgovarajuće istraživanje. Istraživanjem su bili obuhvaćeni: 32 brokersko-dilerske kuće (ovlašćeni učesnici), Montenegroberza i NEX Montenegroberza, kao i Centralna Depozitarna Agencija, odnosno institucije koje na direktan način učestvuju u procesima trgovanja na crnogorskom tržištu kapitala.¹²⁵ Pitanja su bila grupisana u četiri odgovarajuće tematske cjeline koje su obuhvatale:

- Osnovne informacije o instituciji,
- Informacije vezane za internet komunikacije i poslovanje,
- IT infrastrukturu, i
- Buduće aktivnosti vezane za elektronsko poslovanje i ulaganja u kadrove i infrastrukturu.

Tematske oblasti i pitanja koja su zadata kroz formu upitnika, kao i rezultati istraživanja dati su u narednom tekstu.¹²⁶

OBRAĐENI REZULTATI ISTRAŽIVANJA O POSTOJEĆIM TEHNIČKO-TEHNOLOŠKIM PLATFORMAMA I DOSTIGNUTOM NIVOU PRIMJENE INFORMACIONE TEHNOLOGIJE KOD UČESNIKA NA TRŽIŠTU HARTIJA OD VRIJEDNOSTI CRNE GORE

Od ukupnog broja anketiranih odgovore je poslalo:

- 21 ovlašćeni učesnik, što iznosi 63,63% od ukupnog broja koji posluju na tržištu Crne Gore,
- Obje berze,
- Centralna Depozitarna Agencija,

Dakle, odgovore su dale 24 institucije od ukupno anketiranih 36, što iznosi 66,66 %. S obzirom na činjenicu, da se radi o učesnicima (uzimaju se podaci za brokerske kuće), koji gledano na učešće u veličini prometa i broju ostvarenih transakcija (kupovnih i prodajnih) na crnogorskim berzama učestvuju u iznosu od preko 70%, ukazuje na to da se radi o reprezentativnom uzorku koji je relevantan za prihvatanje modela kao validnog¹²⁷

1. Koliko trenutno ima zaposlenih u vašoj firmi?

- U 24 institucije koje su poslale odgovore zaposleno je 160 osoba.

2. Koliko je zaposlenih bilo pri osnivanju firme?

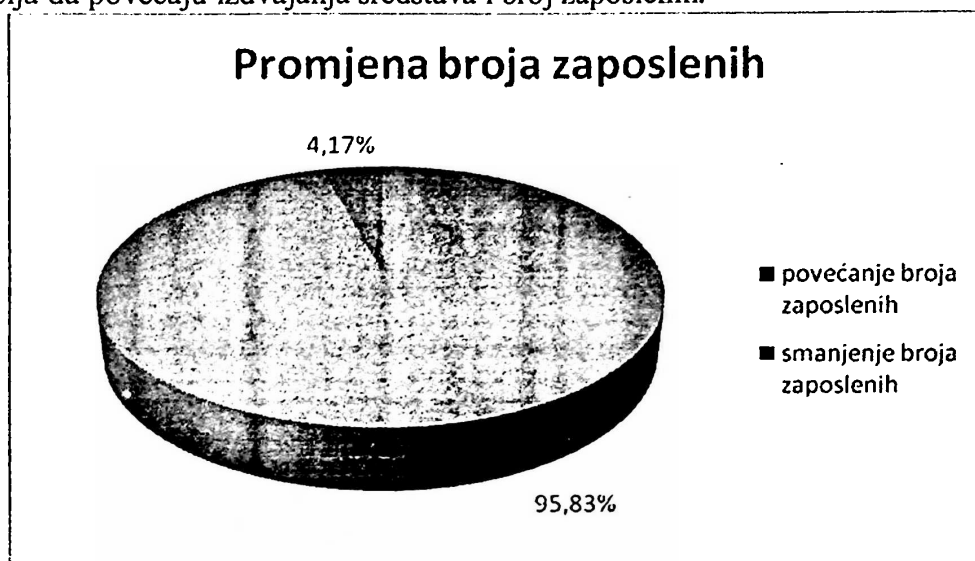
- U 24 institucije koje su poslale odgovore prilikom početka poslovanja bilo je zaposleno 96 osoba.

¹²⁵ U vremenu izrade istraživanja na tržištu hartija od vrijednosti poslovalo je 33 ovlašćena učesnika, CDA i dvije berze.

¹²⁶ Obrazac Upitnika dat je u prilogu rada.

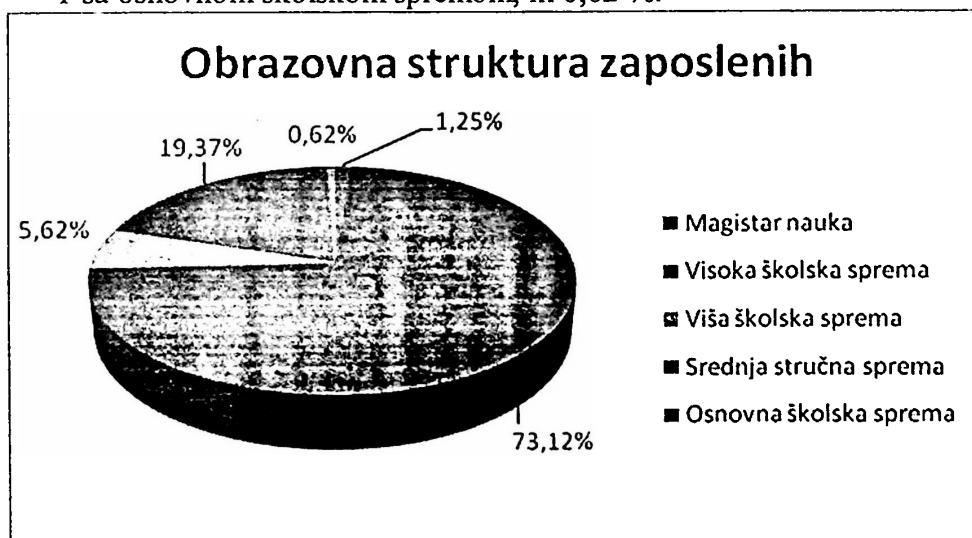
¹²⁷ Vidi: Godišnji izvještaj o poslovanju Centralne depozitarne agencije za 2007. godinu.

Zaključak: s obzirom da je od ispitanih institucija samo jedna smanjila broj zaposlenih lica, njih 23, ili 95,83 % je povećalo broj zaposlenih, što ukazuje da su obim poslova (promet), rast prihoda i, očekivanja u budućem periodu opredijelili menadžment institucija da povećaju izdvajanja sredstava i broj zaposlenih.



3. Kakva je obrazovna struktura zaposlenih u vašoj firmi:

- 2 magistra nauka, ili 1,25%,
- 117 sa visokom školskom spremom, ili 73,12 %,
- 9 sa višom školskom spremom, ili 5,62 %,
- 31 sa srednjom stručnom spremom, ili 19,37 %,
- 1 sa osnovnom školskom spremom, ili 0,62 %.



Zaključak: Od ukupnog broja zaposlenih 73,12% je sa visokom stručnom spremom što navodi na zaključak da je kvalitetna kadrovska osposobljenost na tržištu kapitala na veoma visokom nivou i predstavlja dobru osnovu za dalje unaprijeđivanje i prihvatanje novih znanja iz oblasti poslovanja sa hartijama od vrijednosti.

4. *Na koji način su zaposleni u vašoj firmi sticali znanja iz oblasti informatike/korišćenja računara?*

Dobijeni su odgovori da su zaposleni stekli informatičko obrazovanje kroz redovno obrazovanje (informatički predmeti u srednjim školama i na visokoobrazovnim institucijama), pa sve do pohađanja osnovnih i specijalističkih kurseva kao što su: Windows XP, Word, Excel, MS Office, Internet Explorer, Networking, MS Access, Matlab.

5. *Da li u vašoj firmi imate zaposlene (stalni radni odnos ili po ugovoru) na poslovima razvoja i primjene informacione tehnologije, i koliko ih ima?*

Od ukupnog broja anketiranih, samo su 2 institucije, ili 8,33 % odgovorile da u stalnom radnom odnosu zapošljavaju stručnjake sa odgovarajućom školskom spremom, raspoređene na poslovima razvoja i primjene informacione tehnologije. Ostali su mišljenja da je ekonomičnije, isplativije i efikasnije da ugovorno angažuju stručnjake i firme za tu oblast poslovanja.

Zaključak: Dobijeni podaci ukazuju da menadžmenti institucionalnih učesnika na tržištu kapitala trenutno mnogo više razmišljaju o unaprijeđenju i ulaganju u povećanje znanja zaposlenog kadra za poslove rada sa hartijama od vrijednosti, nego u obuku kadra za rad na poslovima razvoja i primjene IT. Mišljenja smo da ovakav pristup ne ide u pravcu direktnog razvoja i brze primjene savremenih informaciono-tehnoloških dostignuća na tržištu kapitala Crne Gore. Posebno smatramo da bi to uticalo na smanjenje ukupnih izdataka institucija koje one imaju kada je u pitanju razvoj i primjena IT.

6. *Koliko zaposlenih ima računar koji aktivno koristi na radnom mjestu za obavljanje radnih zadataka?*

Svi anketirani su odgovorili da svi zaposleni imaju pristup računaru i da ga aktivno koriste u poslovanju i obavljanju svojih zadatah aktivnosti, što govori u prilog činjenici da su svi zaposleni informatički obrazovani.

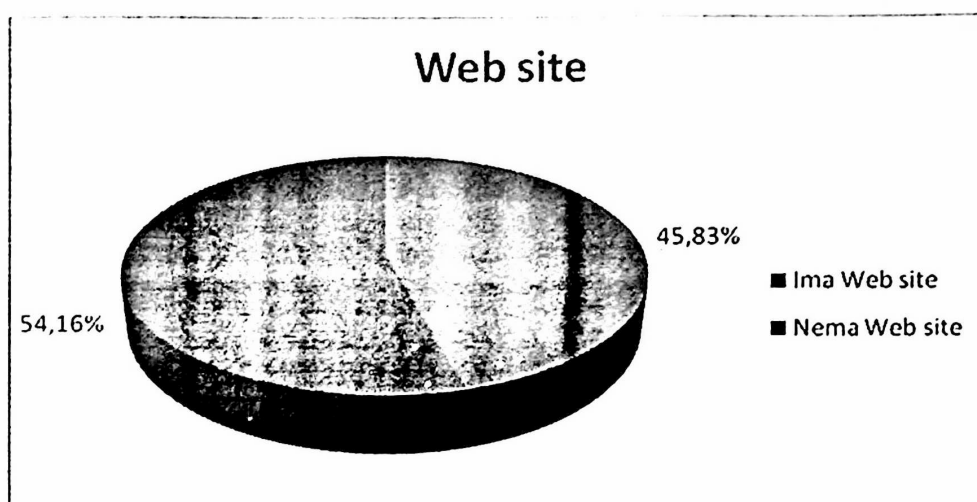
7. *Koliko zaposlenih u vašoj firmi na radnom mjestu koristi elektronsku poštu (E-mail)?*
Istovjetan odgovor su dali svi anketirani i na ovo pitanje, odnosno, odgovorili su da svi zaposleni imaju mogućnost i koriste elektronsku poštu kao vid komunikacije.

8. *Koju vrstu Internet pristupa koristite?*

21 institucija je odgovorila da ima ADSL pristup Internetu (87,50%), šest institucija koristi MIPNET (25,00%), jedna institucija koristi ADSL i MIPNET komunikaciju, jedna institucija koristi iznajmljenu liniju i MIPNET, a dvije institucije koriste iznajmljene linije.

9. *Da li imate svoj Web site?*

Od ukupnog broja anketiranih, njih 11, ili 45,83 % je odgovorilo da imaju izrađen veb-sajt, dok je njih 13, ili 54,16% odgovorilo da nemaju ili da su u pripremi za izradu veb-sajta.



Zaključak: ovi podaci ukazuju da je nedovoljno razvijena prezentacija institucija tržišta kapitala, a samim tim i samog tržišta putem Internet mreže, što posebno ima značaja kada je u pitanju komunikacija i predstavljanje institucija van gradova u kojima posluju i van granica Crne Gore. Mišljenja smo da institucionalni učesnici treba da imaju mnogo veći stepen prezentovanja i komunikacije putem sopstvenih internet prezentacija, što je jedan od uslova privlačenja novih investitora, i širenja slike o cjelokupnom tržištu.

10. Koju vrstu tehnologije ste instalirali i koje operativno-tehničke karakteristike su odlikovale tehnološku platformu kada je vaša firma počela sa radom na tržištu hartija od vrijednosti?

S obzirom da su anketirani (osim šest ovlašćenih učesnika, berzi i CDA) učesnici počeli sa radom u kasnijem periodu (u proteklih godinu-dvije dana), oprema i tehnička podrška koju su instalirali zadovoljava trenutne tehničke zahtjeve koji se pred njih postavljaju. To znači da su komunikacije internog karaktera uspostavljene na bazi kablova i bežičnih komunikacija. Telefonske linije su razvedene uglavnom sa centrale, svako radno mjesto (radna stanica) ima pristup Internetu. Postoje instalirani i serveri i hardverski firewall-i (kod 12 brokerskih kuća, dvije berze i CDA). Kada su u pitanju radne stanice sa kojih se trguje preko sistema berzi, kod svih anketiranih obezbijeđen je sistem neprekidnog napajanja, i određeni stepen zaštite podataka.

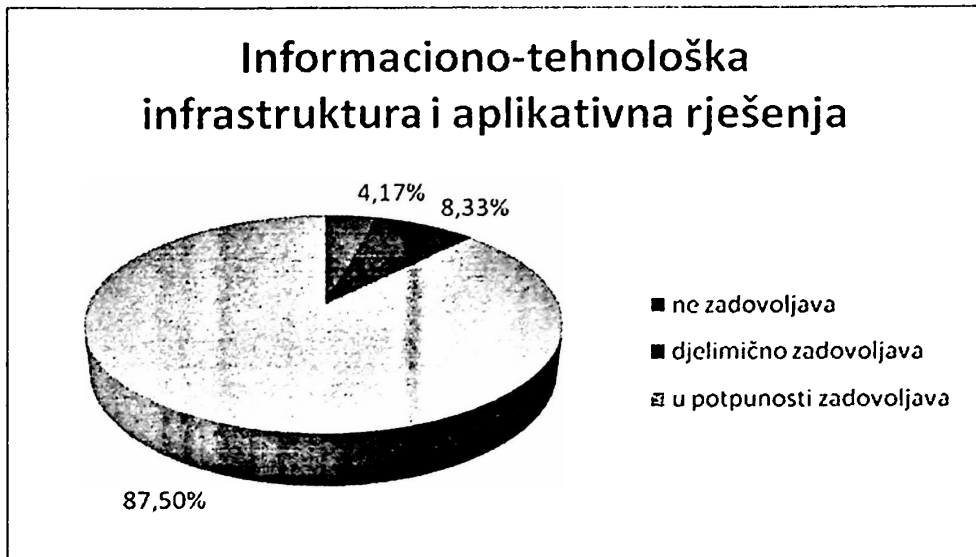
11. Na koji način ste u međuvremenu unapređivali svoju tehničko-tehnološku platformu?

Svi anketirani koji su od momenta osnivanja i početka rada do dana sprovođenja istraživanja, vršili nabavku nove opreme i unapređenja postojećeg nivoa tehničko-tehnoloških platformi, odgovorili su da su te aktivnosti uglavnom sprovodili putem nabavke nove opreme u vidu radnih stanica, novog (snažnijeg) softvera i servera, kao i savremenih aplikacija za back-office.

12. Da li postojeća informaciono-tehnološka infrastruktura i aplikativna rješenja zadovoljavaju poslovne potrebe institucije u kojoj radite?

Od ukupnog broja anketiranih, jedna institucija je odgovorila da postojeća informaciono-tehnološka infrastruktura i aplikativna rješenja nije u potpunosti na zadovoljavajućem nivou, dvije institucije (8,33%) su odgovorile da uglavnom (djelimično) zadovoljavaju

poslovne potrebe institucije. Ostalih 21 institucija (87,50%) su zadovoljni postojećim stanjem.



13. Na koji način ste povezali interno poslovanje vaše firme (na koji način se vrši komunikacija i obavljanje posla)?

Svi anketirani su odgovorili da imaju zadovoljavajuće interno povezivanje, bilo za obavljanje poslovnih zadataka, bilo da se radi samo o elektronskoj komunikaciji. Vidovi komunikacije među zaposlenima su sljedeći: interna (lokalna) mreža i back-office sistemi zasnovani na mrežnim protokolima, telefonijom (fiksna i mobilna) i e-mail komunikacija.

14. Na koji način ste povezani i integrisani sa ostalim učesnicima na tržištu?

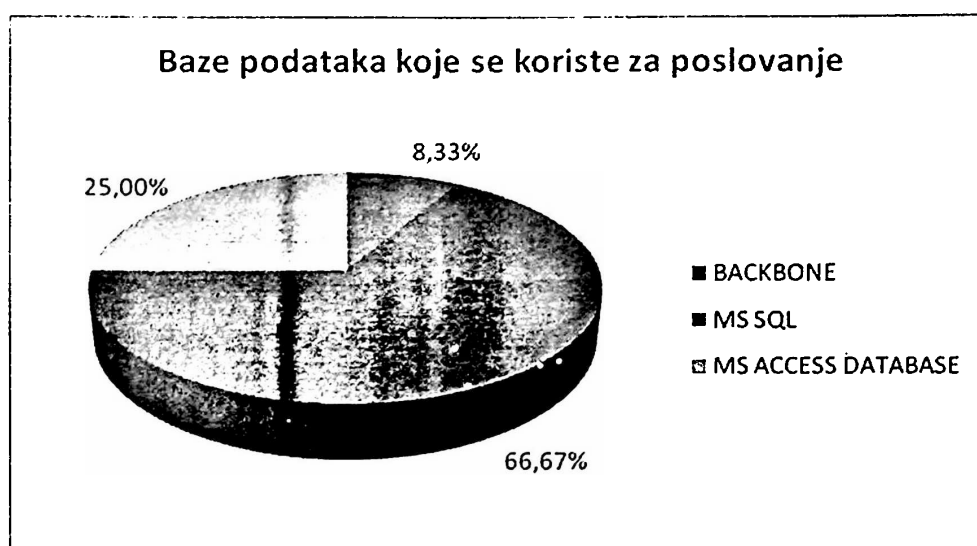
Od ukupnog broja ispitanih, osam njih, ili 33,33% kao osnovni vid komunikacije koristi telefonske aparate, pet institucija, ili 20,83% koristi se fax uslugama, sedamnaest institucija, ili 70,83% koristi MIPNET mrežu kao integrisanu mrežu sa ostalim institucijama, dok je jedanaest institucija, ili 45,83% navelo da e-mail koristi za komunikaciju. Od navedenih institucija njih 7 je potvrdilo da kao vezu koristi sve navedene mogućnosti (telefonske i fax aparate, MIPNET i e-mail komunikaciju).

15. Da li obavljanje poslovnih aktivnosti i razmjenu podataka sa klijentima obavljate u elektronskom obliku i na koji način?

Dvadeset tri anketirane institucije su odgovorile da za ovu vrstu komunikacije koriste e-mail, dok je jedna odgovorila da djelimično koristi usluge e-mail-a. Takođe, tri institucije su odgovorile da, pored e-maila, koriste i fax i SMS kao vidove komunikacije sa klijentima.

16. Koje baze podataka koristite za poslovanje?

U odgovorima su navedene sljedeće baze podataka: BACKBONE bazu podataka koristi 2 institucije (8,33%), MS SQL express koristi 16 institucija (66,66%), MS ACCESS DATABASE koristi 6 institucija (25%).



Zaključuje se da je dominantna upotreba MS SQL express-a za baze podataka.

17. *Koje aktivnosti sprovodite na unapređenju svojih baza podataka: kvalitet informacija, ažuriranje podataka, tačnost podataka, dizajniranje i primjena savremenih tehnoloških rješenja, prilagođenje informacione tehnologije cjelokupnom poslovanju na tržištu hartija od vrijednosti?*

Svi ispitanici su odgovorili da prilikom unapređenja baza podataka, izmjene koje vrše (uglavnom od strane stručnih lica ugovorno angažovanih) tiču se unapređenja back-office aplikacija, u cilju lakšeg, bržeg i funkcionalnijeg rada.

18. *Koliko (procentualno) u odnosu na Ukupni Prihod izdvajate sredstava i ulažete u razvoj informacionih tehnologija na godišnjem nivou?*

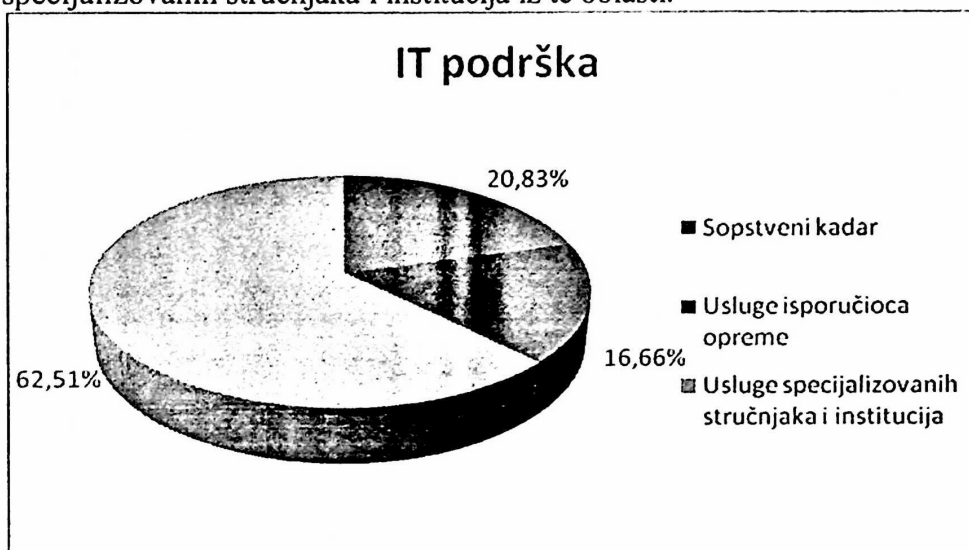
Odgovori na postavljeno pitanje su bili sljedeći:

- Sredstva se ulažu po potrebi – 4 institucije,
- 1- 5 % prihoda na godišnjem nivou - 6 institucija,
- 5-10% prihoda na godišnjem nivou - 2 institucije,
- 10-20% prihoda na godišnjem nivou - 2 institucije,
- 20-30% prihoda na godišnjem nivou - 2 institucija,
- Kvartalno 1.000,00 Eura – 1 institucija,
- Na godišnjem nivou – 5.000,00 Eura - 1 institucija,
- Na godišnjem nivou – 7.000,00 Eura - 1 institucija,
- Na godišnjem nivou – 10.000,00 Eura - 1 institucija,
- 50 % osnovnog kapitala prilikom osnivanja firme je utrošeno na kompjutersku opremu - 1 institucija,
- Na postavljeno pitanje odgovore nije dalo 3 institucije.

Zaključak: navedeni podaci pokazuju da većina učesnika na tržištu kapitala izdvaja nedovoljna novčana sredstva za razvoj informacionih tehnologija. To pokazuje da postojeća informaciona platforma zadovoljava potrebe korisnika. Sa druge strane posmatrajući nivo ukupnih pruženih usluga i način na koji se one pružaju, ukazuje na nedovoljno razvijene metode i načine rastućih potreba na tržištu kapitala i, uopšte, finansijskih usluga.

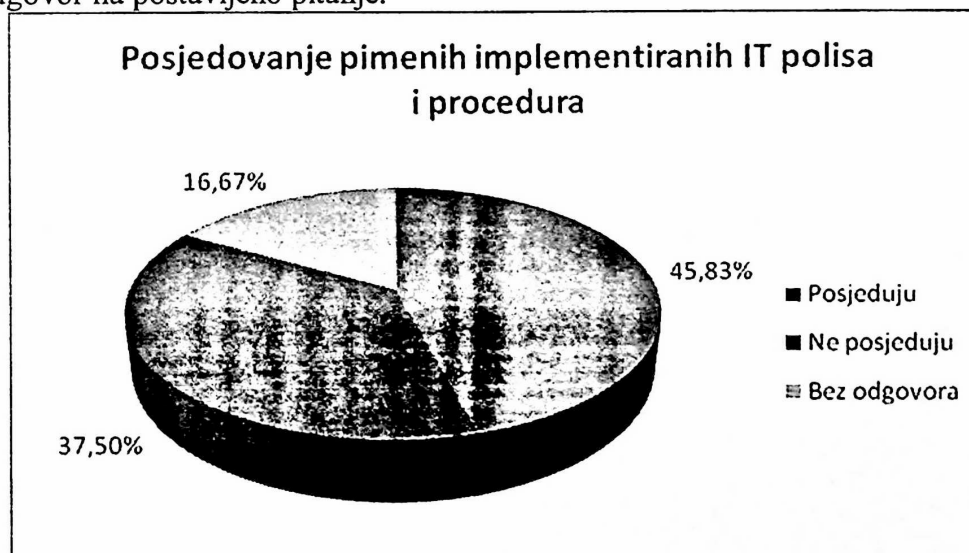
19. Kako obezbijedujete IT podršku u slučaju mrežnih, sistemskih i drugih problema?

Od ukupnog broja institucija 5, ili 20,83% je odgovorilo da ima sopstvene kadrove koji rješavaju probleme kada se dogode. Četiri institucije, ili 16,66% za rješavanje problema koristi usluge isporučioaca opreme, a 15 institucija, ili 62,51% je odgovorilo da koristi usluge specijalizovanih stručnjaka i institucija iz te oblasti.



20. Da li imate pismene implementirane IT polise i procedure koje se odnose na sigurnost, back-up, hardverske konfiguracije, operativni sistem, pravila imenovanja fajlova, pravila pristupa zasnovanim na rolovima, itd?

Jedanaest institucija, ili 45,83% je odgovorilo da imaju pismene implementirane IT polise i procedure. Devet institucija ili 37,50 % je odgovorilo negativno, a četiri institucije nisu dale odgovor na postavljeno pitanje.



Zaključak: dobijeni odgovori i procenat onih institucija koje imaju i onih koje nemaju pismene implementirane IT polise i procedure koje se odnose na sigurnost, back-up, hardverske konfiguracije, operativni sistem, pravila imenovanja fajlova, pravila pristupa

zasnovanim na rolovima itd, ukazuje na ranjivost njihovih sistema, odnosno na mogućnost "upada" u interne mreže i eventualne zloupotrebe.

21. U kom pravcu će ići dalje unapređenje elektronskog poslovanja i razvoja informacionih tehnologija u vašoj firmi budućem periodu?

Dobijeni odgovori uglavnom ukazuju da će dalje unapređenje elektronskog poslovanja i razvoja informacionih tehnologija u anketiranim institucijama ići u pravcu automatizacije poslovnih procesa iz razloga smanjenja grešaka (koje uslovljava ljudski faktor), a koje su nedopustive i kažnjive (i ekonomski neisplative). Više od 50% anketiranih institucija je odgovorilo da su njihovi prioriteti izrada Web stranica sa više ponuđenih usluga.

22. Na koji način ćete ostvariti planirane ciljeve (ulaganjem u ljude, u tehnologiju,...)?

Svi ispitanici su odgovorili da će permanentno raditi na ulaganjima u kadrove (obuke, specijalistički kursevi), u razvoj informacione tehnologije koju koriste za svoje poslovanje, kao i marketinške aktivnosti, a posebno one koje se odnose na privlačenje stranih investitora na naše tržište i ulaganja kapitala u hartije kojima se trguje na crnogorskom tržištu kapitala.

23. Da li po vašem mišljenju neke od institucija sa tržišta kapitala nemaju zadovoljavajući nivo tehnoloških rješenja i aplikacija (i koja su to), koje se primjenjuju za poslove sa hartijama od vrijednosti?

Kada su u pitanju dobijeni odgovori na ovo pitanje, sugestije i primjedbe se odnose na povećanje efikasnosti, transparentnosti, pouzdanosti, što se postiže podizanjem nivoa tehnoloških rješenja i aplikacija. Primjedbe se najviše odnose na platformu za trgovanje berzi - 9 institucija - sistem CDA - 7 institucija. Ostali ispitanici su uglavnom zadovoljni nivoom tehnoloških rješenja i aplikacija, ili nisu odgovorili na postavljeno pitanje.

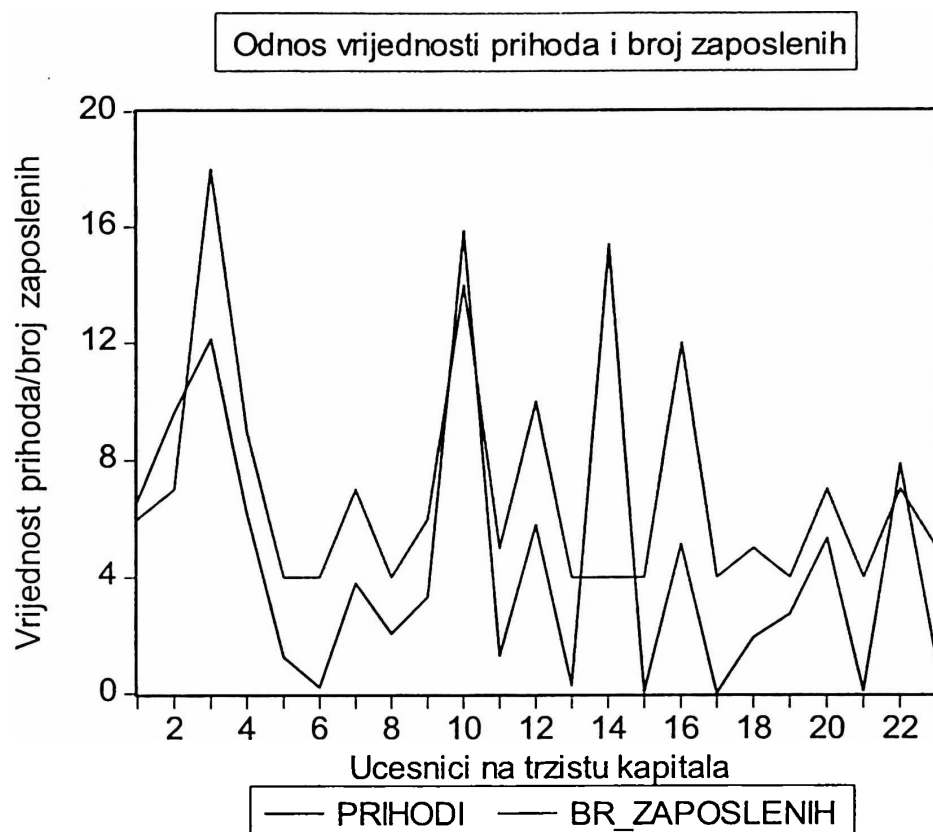
Zaključak: S obzirom da je 42,85% ovlašćenih učesnika (odgovori berzi i CDA se nisu uzimali u obzir jer su se primjedbe odnosile na njih) odgovorilo da berzanski sistemi za trgovanje nemaju zadovoljavajući nivo tehnoloških rješenja i aplikacija, smatramo da je neophodno u što kraćem vremenskom periodu početi sa nadogradnjom postojećih berzanskih platformi, ili sa nabavkom i instaliranjem novih softverskih i hardverskih rješenja. Sličan zaključak se može donijeti i za tehničko-tehnološku platformu CDA, kada se uzme u obzir podatak da je približno isti odgovor dalo 33,33% ovlašćenih učesnika, što predstavlja prilično visok nivo nepouzdanosti ovlašćenih učesnika u funkcionisanje navedenih sistema.

Da bi sprovedeno istraživanje dalo kompletniju sliku o trenutnim okolnostima na tržištu kapitala Crne Gore, za obradu podataka smo koristili ekonometrijski softver "EViews". Ovaj program smo koristili kao softverski paket za analizu statističkih podataka, njihovo grafičko predstavljanje, simulacije ekonometrijskih modela, uključujući modele uporednih podataka, zatim za analizu vremenskih serija, i za predviđanja. Iako ovaj program radi na standardnoj Windows konfiguraciji, kreiranje datoteke i unos podataka za analizu vršili smo iz Excel fajla.¹²⁸ Radi preglednosti analize prihod je iskazan u stotinama hiljada eura.

¹²⁸ Aktivnosti koje smo sprovedeli sastoje se od uobičajenih postupaka u ekonometrijskom modeliranju a to su sljedeći postupci:

Prvi korak se sastojao u ispitivanju korelacije, odnosno stepena kvantitativnog slaganja između godišnjeg prihoda učesnika na tržištu kapitala i:

a) broja zaposlenih



Na osnovu grafičkog prikaza može da se izvede zaključak da kretanje broja zaposlenih učesnika na tržištu kapitala u potpunosti prati kretanje njihovih godišnjih prihoda. Matrica koeficijenata korelacije u ovom slučaju bi bila:

	PRIHODI	BR_ZAPOSLENIH
PRIHODI	1.000000	0.640665
BR_ZAPOSLENIH	0.640665	1.000000

Rezultati matrice ukazuju na to da postoji djelimično jaka pozitivna veza između ove dvije pojave, te da će rast broja zaposlenih usloviti rast vrijednosti godišnjeg prihoda. Sprovođenjem testa Grendžerove kauzalnosti dobijamo rezultate:

1. Kreiranje datoteke i unos podataka
2. Ispitivanje podataka i statistička analiza
3. Ocjenjivanje modela
4. Sprovođenje testova specifikacije i testiranje hipoteza
5. Predviđanje iz ocijenjenog modela
6. Grafičko predstavljanje podataka i rezultata

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 06/24/08 Time: 21:00

Sample: 1 23

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
BR_ZAPOSLENIH does not Granger Cause PRIHODI	24	0.21659	0.80758
PRIHODI does not Granger Cause BR_ZAPOSLENIH		4.79952	0.02329

koji ukazuju na to da griješimo sa vjerovatnoćom od 80.758% ukoliko odbacimo nultu hipotezu po kojoj broj zaposlenih ne utiče na vrijednost godišnjeg prihoda i da griješimo sa svega 2.329% ukoliko odbacimo suprotnu nultu hipotezu. Dakle, ukoliko bismo željeli da ocijenimo model na osnovu ove dvije pojave, broj zaposlenih bi svakako bio svrstan u red eksplanatornih varijabli. Ocijenjeni model bi tada imao sljedeće rezultate:

Dependent Variable: PRIHODI

Method: Least Squares

Date: 06/24/08 Time: 21:02

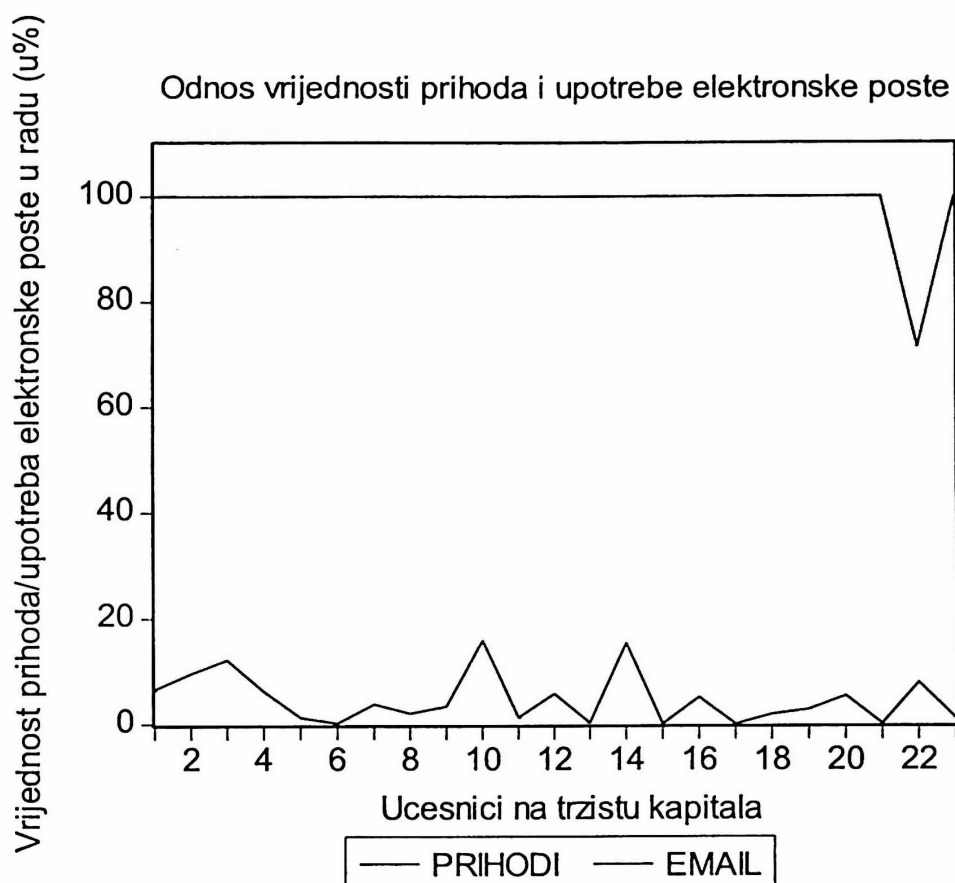
Sample: 1 23

Included observations: 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BR_ZAPOSLENIH	0.729710	0.100706	7.245938	0.0000
R-squared	0.403457	Mean dependent var		4.700878
Adjusted R-squared	0.403457	S.D. dependent var		4.758681
S.E. of regression	3.675425	Akaike info criterion		5.483719
Sum squared resid	297.1925	Schwarz criterion		5.533089
Log likelihood	62.06277	Durbin-Watson stat		2.319232

Prethodno je bio ocijenjen model koji je u sebi sadržao konstantnu, ali je analiza pokazala da je ocijenjena vrijednost konstante statistički neznačajna, te je ona izbačena iz modela u sledećoj iteraciji. U tabeli je dat model bez konstante. Parametar uz eksplanatornu varijablu (broj zaposlenih) je statistički značajan. Varijacijama broja zaposlenih objašnjeno je 40% varijacija vrijednosti godišnjeg prihoda. Blago je prisutan problem negativne autokorelacije, na šta ukazuje vrijednost Durbin-Watsonove statistike. Za bolju ocjenu modela bilo bi potrebno uključiti još neku eksplanatornu varijablu.

b) upotreba elektronske pošte



Grafik ne ukazuje na prisutnost bilo kakve veze između upotrebe elektronske pošte u radu zaposlenih na tržištu kapitala i vrijednosti njihovog godišnjeg prihoda. Matrica koeficijenata korelacije u ovom slučaju je:

	PRIHODI	EMAIL
PRIHODI	1.000000	-0.144849
EMAIL	-0.144849	1.000000

pa i ona potvrđuje prethodni zaključak. Dakle, postoji izuzetno slabo negativno slaganje između ove dvije pojave, pa je svaka dalja analiza neosnovana.

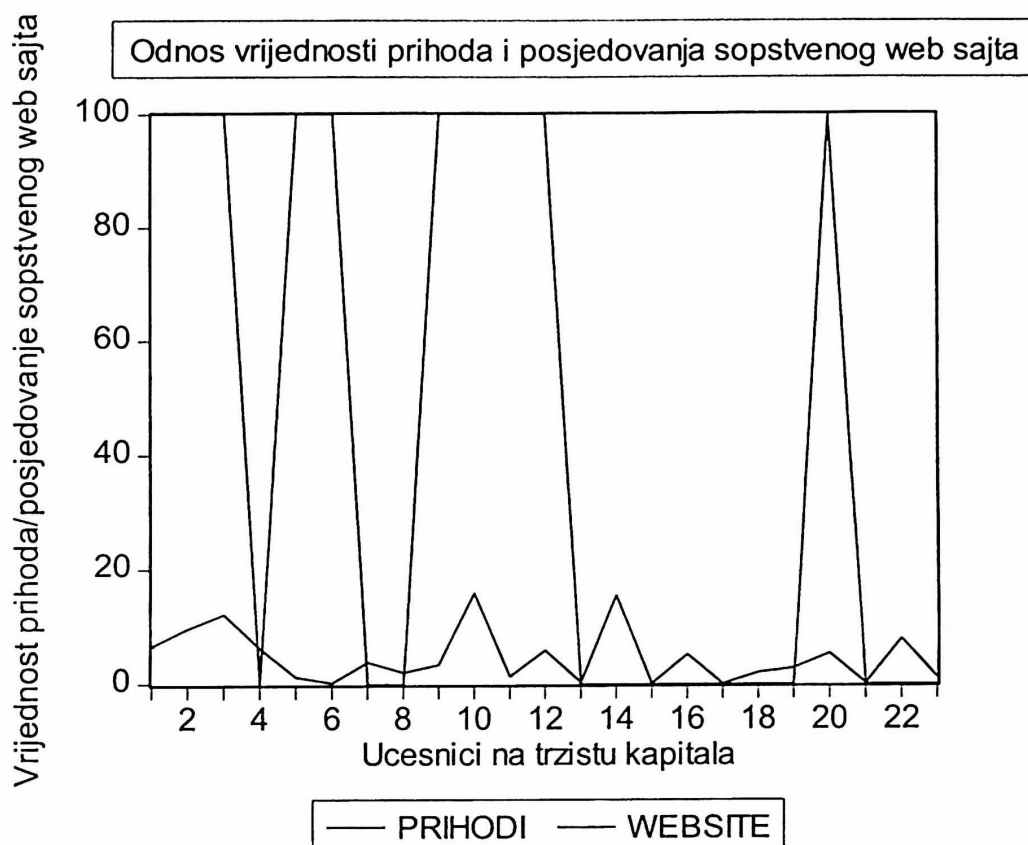
c) upotrebe računara u radu



I u ovom slučaju grafik ne ukazuje na bilo kakvu vezu između upotrebe računara u poslovanju na tržištu kapitala i uspješnosti u poslovanju njenih učesnika. Koeficijenti korelacije dovode do istog zaključka.

	PRIHODI	RACUNARI
PRIHODI	1.000000	0.030817
RACUNARI	0.030817	1.000000

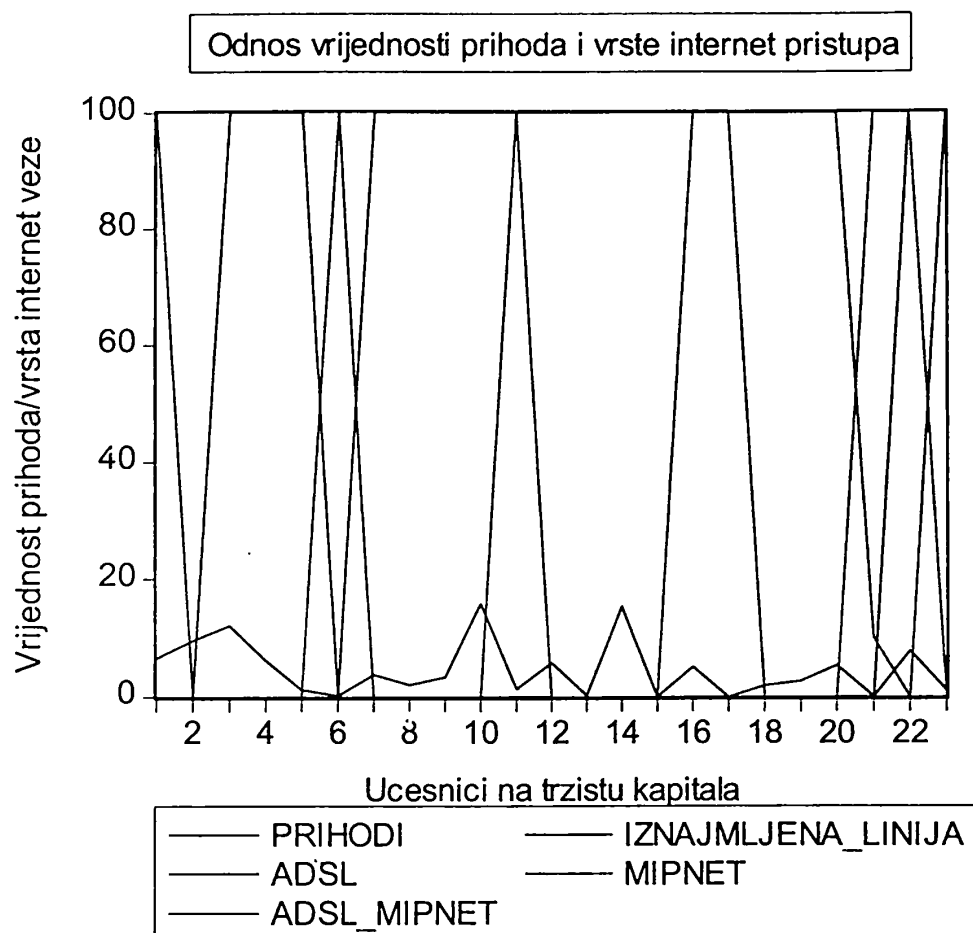
d) posjedovanje sopstvenog veb-sajta



Situacija nije nimalo drugačija u odnosu na prethodna dva slučaja. Grafik ne ukazuje na pravilnost u kretanju ove dvije pojave, pa samim tim i vrijednost koeficijenta korelacije koja je izuzetno niska i nenegativna.

	PRIHODI	WEBSITE
PRIHODI	1.000000	0.272381
WEBSITE	0.272381	1.000000

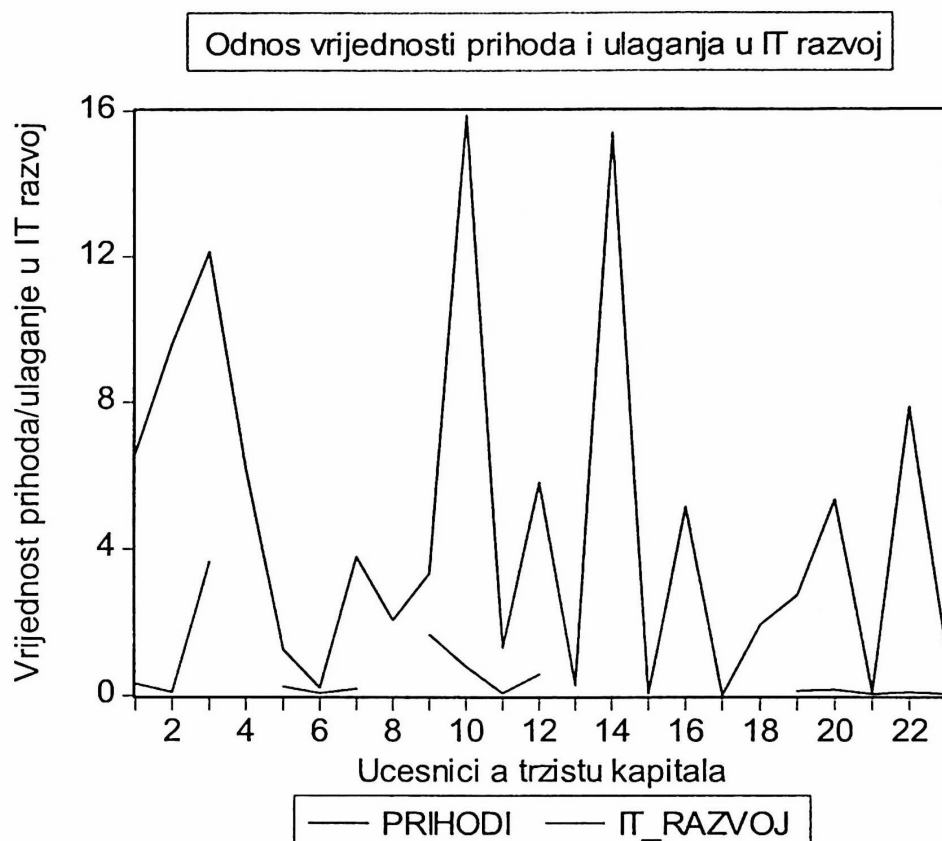
c) vrste internet pristupa



Da ne postoji velika povezanost između kretanja u vrijednosti godišnjeg prihoda i upotrebe odgovarajuće vrste internet veze ukazuje i prethodni grafik. Najjača veza postoji između vrijednosti prihoda i upotrebe ADSL i MIPNET konekcije, pri čemu je ta veza opet nedovoljno jaka i negativna. Ukazuje na činjenicu da upotreba obe ove vrste internet pristupa smanjuje godišnji prihod učesnika na tržištu kapitala.

	PRIHODI	ADSL	ADSL_MIP NET	IZNAJMLJE NA_LINIJA	MIPNET
PRIHODI	1.000000	0.014031	-0.205232	0.167790	-0.153217
ADSL	0.014031	1.000000	-0.478512	-0.275607	-0.236193
ADSL_MIPNET	-0.205232	-0.478512	1.000000	-0.065795	-0.126660
IZNAJMLJENA_LI NIJA	0.167790	-0.275607	-0.065795	1.000000	0.519462
MIPNET	-0.153217	-0.236193	-0.126660	0.519462	1.000000

f) ulaganja u IT razvoj



Konačno grafik ukazuje na povezanost između vrijednosti godišnjeg prihoda i vrijednosti ulaganja u IT razvoj učesnika na tržištu kapitala. Koeficijent korelacije bilježi djelimično jako pozitivno kvantitativno slaganje između ove dvije pojave.

	PRIHODI	IT_RAZVOJ
PRIHODI	1.000000	0.479289
IT_RAZVOJ	0.479289	1.000000

Pokušaj ocjene modela, gdje bi vrijednost ulaganja u IT razvoj bila eksplanatorna varijabla daje sljedeće rezultate:

Dependent Variable: PRIHODI

Method: Least Squares

Date: 06/24/08 Time: 21:15

Sample: 1 23

Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IT_RAZVOJ	2.301618	1.126411	2.043321	0.0603
C	3.812062	1.205557	3.162076	0.0069
R-squared	0.229718	Mean dependent var		5.135051
Adjusted R-squared	0.174698	S.D. dependent var		4.477599
S.E. of regression	4.067726	Akaike info criterion		5.760514
Sum squared resid	231.6496	Schwarz criterion		5.857088
Log likelihood	44.08411	F-statistic		4.175159
Durbin-Watson stat	3.328187	Prob(F-statistic)		0.060315

Dakle, Varijacijama ulaganja u IT razvoj objašnjeno je svega 23% varijacija vrijednosti prihoda. I konstanta i parametar uz eksplanatornu varijablu statistički su značajni uz rizik greške od 10%. Ako bismo poslednji model povezali sa prvim ocijenjenim modelom, odnosno ako bismo ocijenili višestruki model u kojem bi eksplanatorne varijable bile ulaganje u IT razvoj i broj zaposlenih, pri čemu bi izvršili prvu diferencu serije ulaganja u IT razvoj, dobili bi sljedeće rezultate:

Dependent Variable: PRIHODI

Method: Least Squares

Date: 06/24/08 Time: 21:17

Sample (adjusted): 2 23

Included observations: 11 after adjustments

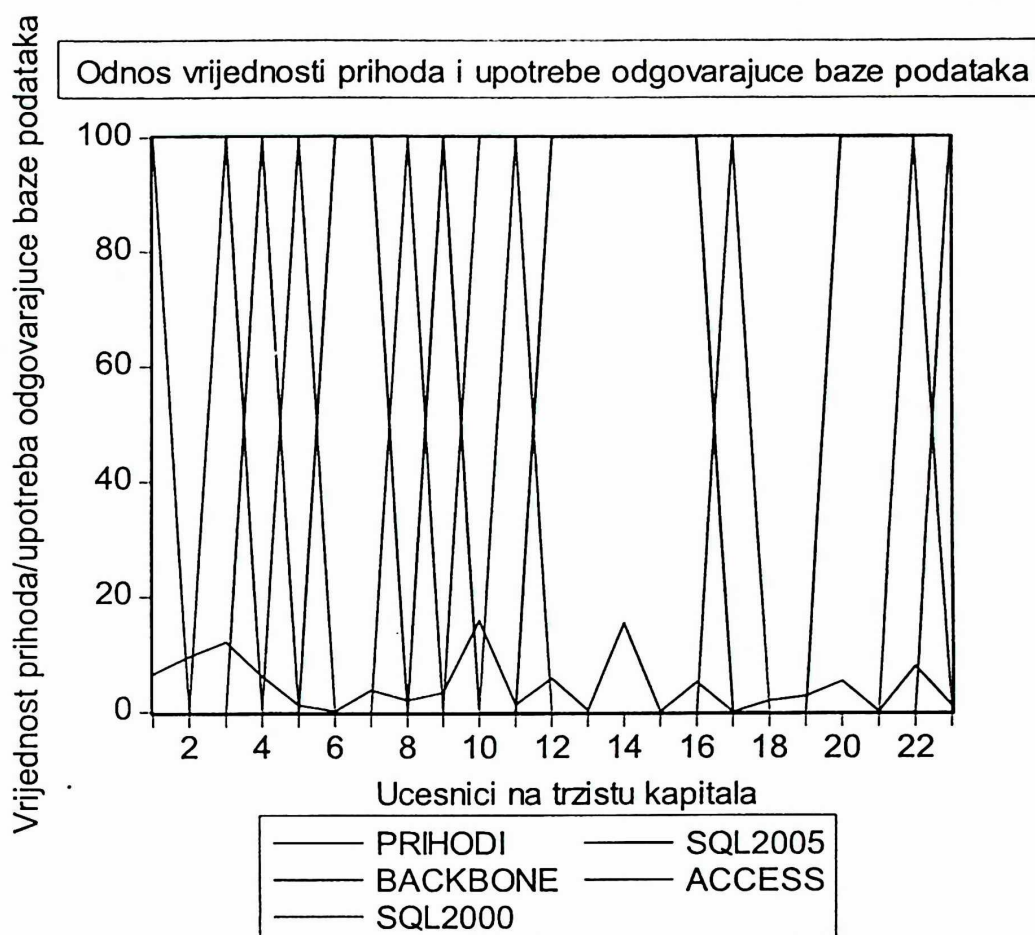
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IT_RAZVOJ)	2.193332	0.829965	-2.642679	0.0296
BR_ZAPOSLENIH	1.388448	0.221622	6.264942	0.0002
C	4.958207	1.808681	-2.741338	0.0254
R-squared	0.845260	Mean dependent var		5.736021
Adjusted R-squared	0.806574	S.D. dependent var		5.201729

S.E. of regression	2.287729	Akaike info criterion	4.719997
Sum squared resid	41.86964	Schwarz criterion	4.828514
-			
Log likelihood	22.95999	F-statistic	21.84974
Durbin-Watson stat	1.939246	Prob(F-statistic)	0.000573

Dakle, procenat objašnjenosti varijacija zavisne varijable, odnosno vrijednosti godišnjeg prihoda, varijacijama stope rasta ulaganja u IT razvoj i broja zaposlenih iznosio bi 84.526%. Regresija je statistički značajna, kao i ocijenjeni parametri u regresiji uz rizik greške od 5%. U modelu je pristuna negativna autokorelacija, koja bi se mogla neutralizirati povećanjem veličine uzorka.

Rezultati ocijenjene regresije ukazuju na činjenicu da povećanje stope ulaganja u IT razvoj bi, barem u početku, uticalo na smanjenje godišnje vrijednosti prihoda berzi i brokersko-dilerskih kuća, ali da bi povećanje broja zaposlenih uticalo na povećanje vrijednosti prihoda.

g) upotrebe odgovarajuće vrste baze podataka



Ovaj grafik gotovo da ukazuje na odsustvo bilo kakve povezanosti između uspješnosti poslovanja brokersko-dilerskih kuća i berzi, i upotrebe odgovarajuće vrste baze podataka. Ipak, matrica koeficijenata korelacije ukazuje na činjenicu da ipak postoji odgovarajuća veza između vrijednosti prihoda i upotrebe SQL 2000 baze podataka. Ta veza je djelimično jaka i pozitivna, te za rezultat ima uključivanje ove varijable u prethodno ocijenjeni model.

	PRIHODI	BACKBONE	SQL2000	SQL2005	ACCESS
PRIHODI	1.000000	-0.069317	0.421417	-0.082575	-0.249315
BACKBONE	-0.069317	1.000000	-0.141598	-0.295468	-0.162650
SQL2000	0.421417	-0.141598	1.000000	-0.439298	0.036274
SQL2005	-0.082575	-0.295468	-0.439298	1.000000	-0.293590
ACCESS	-0.249315	-0.162650	0.036274	-0.293590	1.000000

Na početku je izvršena ocjena jednostavnog modela, gdje je eksplanatorna varijabla predstavljala upotrebu SQL2000 baze podataka i rezultati ocjene ukazali su na to da ovu varijablu treba uključiti u model.



Dependent Variable: PRIHODI

Method: Least Squares

Date: 06/24/08 Time: 21:21

Sample: 1 23

Included observations: 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SQL2000	0.051745	0.024299	2.129504	0.0452
C	3.800967	1.013340	3.750931	0.0012
R-squared	0.177592	Mean dependent var		4.700878
Adjusted R-squared	0.138430	S.D. dependent var		4.758681
S.E. of regression	4.417045	Akaike info criterion		5.891760
Sum squared resid	409.7160	Schwarz criterion		5.990499
Log likelihood	65.75524	F-statistic		4.534786
Durbin-Watson stat	2.852379	Prob(F-statistic)		0.045206

Model je proširen i dat u sljedećoj tabeli:

Dependent Variable: PRIHODI
Method: Least Squares
Date: 06/24/08 Time: 21:25
Sample (adjusted): 2 23
Included observations: 11 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SQL2000	0.024556	0.020388	-1.204437	0.2676
D(IT_RAZVOJ)	2.500246	0.846782	-2.952644	0.0213
BR_ZAPOSLENIH	1.608018	0.282366	5.694804	0.0007
C	5.987222	1.956218	-3.060610	0.0183
R-squared	0.871823	Mean dependent var	5.736021	
Adjusted R-squared	0.816890	S.D. dependent var	5.201729	
S.E. of regression	2.225892	Akaike info criterion	4.713480	
Sum squared resid	34.68217	Schwarz criterion	4.858169	
Log likelihood	21.92414	F-statistic	15.87063	
Durbin-Watson stat	1.841355	Prob(F-statistic)	0.001665	

Dakle, vrijednost godišnjeg prihoda berzi i brokersko-dilerskih kuća zavisi od stope ulaganja u IT razvoj, broja zaposlenih i upotrebe SQL2000 baze podataka u njihovom radu. Koeficijent determinacije je izuzetno visok i iznosi 0.871823. I sama regresija i parametri koji su ocijenjeni su statistički značajni te se model može prihvatiti kao validan. I dalje je prisutna autokorelacija. Ovoga puta ona je pozitivna.

Dio podataka koji su u radu prezentirani kroz istraživanje Instituta za strateške studije i projekcije iz Podgorice¹²⁹, a odnose se na upotrebu IT u domaćinstvima, zatim u preduzećima, kao i podaci o broju isporučene kompjuterske opreme (koji obuhvataju moguće postojeće i potencijalne učesnike na tržištu hartija od vrijednosti) ukazuju na solidnu osnovu za dalji razvoj sektora informacionih djelatnosti i upotrebe personalnih računara za obavljanje poslovnih djelatnosti. Kada se tome dodaju podaci dobijeni kroz istraživanje koje smo sprovedi na uzorku od 24 institucije - učesnice na tržištu kapitala Crne Gore - sigurni smo da će u budućem periodu razvoj i primjena informacionih tehnologija i djelatnosti zasnovanih na njima, imati značajne pozitivne efekte na razvoj infrastrukture, poslovanja institucija i sveukupnog razvoja tržišta kapitala u Crnoj Gori.

¹²⁹ Vidi: str. 149

2.2. UKLJUČIVANJE U MEĐUNARODNE SISTEME ELEKTRONSKOG TRGOVANJA SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Kao uslov za usklađivanje regulativa tržišta hartija od vrijednosti pojedinih zemalja, potrebno je da su nacionalna zakonodavstva koncipirana na način da je na kvalitetan i pravičan način riješen kontrolni, edukativni i efikasan domaći sistem. Samo na taj način moguće je uspostaviti međunarodnu saradnju među institucijama, razmjenjivati informacije i međusobna iskustva. Efikasno nadgledanje međunarodnih transakcija i razmjena informacija podrazumijeva i usvajanje i primjenu međunarodnih standarda. Poseban akcenat je u primjeni međunarodnih standarda kojima se regulišu procesi elektronske razmjene podataka i na njima zasnovanih trgovanja sa hartijama od vrijednosti.

U doba povećanja konkurencije i takvih ekonomskih stagnacija kada je ponuda instrumenata za trgovanjem nadmašivala tražnju¹³⁰, počelo se razmišljati u pravcu razvoja poslovnih strategija, unapređenju poslovnih procesa i fleksibilnijih odnosa na tržištu. Došlo je do razvijanja koncepta korporativnog upravljanja kako bi se na kvalitetniji način upravljalo kompanijama, a sa druge strane udovoljilo sve većim zahtjevima klijenata- investitora. Razvojem tehnoloških rješenja u komunikacijama dolazi do procesa globalizacije u razmjeni informacija, konkurencije i obavljanja poslovnih procesa. Kao posljedica toga javlja se sve veća potreba za umrežavanjem kompanija i formiranjem virtuelnih institucija kako bi se na što kvalitetniji način upravljalo informacijama kao osnovnim resursima.

Devedesetih godina prošlog vijeka uz mrežno povezivanje i usljed rastuće upotrebe Internet tehnologije razvijaju se i sve više primjenjuju elektronski načini poslovanja. Tako se nakon perioda u kojima su u prvi plan stavljani proizvodnja, zatim prodaja, ušlo u eru informacija kao osnovnog fokusa za realizaciju poslovnih procesa. Procesi brzog razvoja i primjene elektronskog poslovanja, stavljaju u prvi plan informacije i na njima stečeno znanje i vještine koje su generalno okrenute ka klijentu. To je razlog orijentacije ka poslovanjima na globalnom tržištu, odnosno preusmjeravanje procesa sa lokalnih na globalni nivo i, samim tim na globalne kupce i prodavce, odnosno investitore. Kapital se seli veoma brzo iz neproaktivnih u produktivna tržišta, što se posebno odnosi na tržišta kapitala.

Imajući to u vidu, na prostoru bivše SFRJ u organizaciji lokalnih institucija sa tržišta kapitala pojedinih država, a usljed nepostojanja regionalne saradnje, došlo je do ideje razvoja projekta informacionog povezivanja berzi. S obzirom da je regulativa zemalja iz okruženja uglavnom usaglašena sa regulativom IOSCO-a, ne postoje značajnije razlike u zakonskim rješenjima. Iste institucije su nadzorna tijela, a to su Komisije za hartije od vrijednosti, osim Republike Hrvatske gdje je bivša Komisija (sada HANFA), inkorporirana u nacionalno tijelo za regulativu cjelokupnog finansijskog sektora. Berze posluju na sličnim principima i softverskim platformama. Članovi berzi na sličan način posluju i, imaju saradnju i komunikaciju sa Centralnim registrima. Ono što karakteriše uglavnom sva regionalna tržišta odnosi se na nedostatak informacija o emitentima hartija od vrijednosti, njihovim poslovanjima i budućim projekcijama. To

¹³⁰ To je bio period sedamdesetih godina prošlog vijeka kada je na globalnoj ekonomskoj sceni došlo do završetka perioda velikog ekonomskog rasta i ulaska u recesione periode.

ukazuje na nemogućnost sagledavanja kvalitetnih informacija o njima, o tržištima na kojima se kotiraju, o potencijalnim rizicima trgovanja. Osnovni cilj projekta upravo jeste obezbjeđivanje generisanja i regionalne razmjene podataka i protoka informacija. Te informacije treba da imaju ovlašćeni učesnici kako bi mogli da ih prezentuju zainteresovanim investitorima koji učestvuju na pojedinim tržištima. Tako je i određen osnovni zadatak projekta regionalnog povezivanja berzi – distribucija podataka. Da bi se takav projekat sa uspjehom mogao realizovati neophodno je bilo da svi učesnici u njemu pripreme standardizovani oblik informacija koje se razmjenjuju. Da bi se informacije prenosile potrebno je bilo uspostaviti kvalitetnu tehnološku platformu na osnovu koje se uspostavlja komunikacija među berzama i ovlašćenim učesnicima. Takva tehnička rješenja treba da doprinose minimiziranju troškova učesnika. Sa druge strane, tehnologija je trebala da uspostavi protok informacija na maksimalnom nivou količine i brzine distribucije. Takav projekat je, osim razmjene informacija, za sve korisnike obezbijedio i direktne međusobne komunikacije. Razmjena informacija se u neposrednoj komunikaciji poboljšala i kvalitet poslovne saradnje podigao na viši nivo, što je dovelo do boljeg upoznavanja sa pojedinim tržištima. Sakupljene informacije o pojedinim tržištima, načinima poslovanja na njima, zakonskoj regulativi, emitentima i ostalim elementima za kvalitetno odlučivanje investitora, su prezentovane na zajedničkom Internet portalu. Za uspjeh ovog projekta neophodno je bilo uspostaviti uzajamno povjerenje učesnika, visoka tehnološka rješenja, koja u konačnom dovode do zadovoljenja klijenata.

Projekat koji je prezentovan na zajedničkom Internet portalu pod nazivom SEM-ON.NET¹³¹, jeste informaciona platforma berzi Jugoistočne Evrope. U projekat su uključene berze regiona i to: Ljubljanska berza, Sarajevska berza, Makedonska berza, Beogradska berza, Montenegroberza, NEX Montenegro berza, Banjalučka berza i, do skoro, Varaždinska berza. Na portalu se mogu dobiti informacije o preko 2.200 akcija kojima se trguje na berzama učesnicama, i više od 170 brokersko-dilerskih društava. Preko portala SEM-ON.NET mogu se dobiti informacije o stanju na svim tržištima na kojima posluju berze učesnice portala. To su podaci o realizovanim trgovinama, cijenama hartija od vrijednosti, ponudi i potražnji svih hartija od vrijednosti, berzanskim indeksima, statističkim pregledima i prezentacijama, najnovijim vijestima sa svih berzi, kao i regulatornim rješenjima.

Danas, u zemljama sa razvijenim tržišnim privredama, gotovo da ne postoji tržište hartija od vrijednosti koje ne posluje na elektronskim sistemima razmjene podataka i trgovanja. Procesi globalizacije usloveli su informatizaciju i automatizaciju postojećih sistema za trgovanje hartijama i njihova međusobna povezivanja. Na taj način se brišu granice poslovanja i ukidaju biznis barijere za slobodan protok kapitala. Elektronski sistemi za trgovanje osim vremenskih skraćenja protoka informacija i novčanih sredstava, doprinose smanjenju transakcionih troškova i jeftiniji su od klasičnih metoda trgovanja. Brokери dobijaju više klijenata i imaju interesa za smanjenjem provizija za posredničke usluge. Širi se broj učesnika na tržištima, brži je i lakši pristup raznim berzama, koriste se usluge kako domaćih tako i stranih posrednika i olakšava se promet sredstava i plaćanja transakcija. Programima za analize baza podataka, zasnovanih prije svega na kretanjima cijena hartija i količina koje su predmet transakcija, koje se mogu naći na internet stranicama brokerskih kuća i berzi, investitori imaju mogućnost da prave svoje analize i

131 "SEM" - *The Stock Exchange Monitor*

istraživanja vezano za određeno tržište ili određenu kompaniju. Na taj način mogu mnogo kvalitetnije da donose investicione odluke.

Šta neka brokersko-dilerska kuća, berza, centralni registar ili neki drugi učesnik na tržištu kapitala treba da osmisli i primjeni da bi mogli postati dio globalnih tržišta kapitala? To je prije svega znanje i kadrovska osposobljenost da se može vladati i uspješno primjenjivati savremena informaciona tehnologija. Zatim su to tehnološke platforme i na njima razvijena softverska i hardverska rješenja za kvalitetno umrežavanje. Kompanija treba da analizira šta od takve globalne uvezanosti ima, odnosno kakave su za nju povoljnosti takvog načina poslovanja. Naravno, prije svega treba znati kakve su to zakonodavne i druge pravne neusaglašenosti (ako postoje) za realizaciju takvih projekata, kako u domaćoj sredini, tako i kod zemalja u kojima posluju slične institucije. Uporedo sa tim aktivnostima, neophodno je upoznavati domaću i inostranu javnost sa pogodnostima koje investitori mogu dobiti u saradnji sa tom institucijom. To će sa jedne strane dovesti nove klijente, a istovremeno će se otvoriti prostor za širenje saradnje sa novim partnerima iz oblasti poslovanja sa hartijama od vrijednosti.

Kada je u pitanju kategorija klijenata-investitora, kao nezaobilaznog dijela tržišta kapitala bez kojeg ono ne bi moglo da postoji, neophodno je na nivou države učiniti sve da informatička tehnologija postane potrošna roba. Pružanjem povoljnosti, prije svega u poreskim olakšicama, najširi sloj građana će doći u priliku da priušti sebi personalni računar. Tada se sa nivoa osnovnih internet komunikacija, slanja i čitanja poruka i informacionog pretraživanja, prelazi na korišćenje tehnologije za realizaciju poslovnih aktivnosti. Na taj način će se postići kvalitetnija edukacija i bolji poslovni rezultati investitora. Suština je da informaciona tehnologija preraste, od elementa tehničke podrške ka osnovnom pokretaču donošenja odluka i realizovanja poslovnih procesa.

3. DEFINISANJE KONCEPTA REGULATIVE TRŽIŠTA KAPITALA U CRNOJ GORI, ZASNOVANE NA KONCEPTIMA MODERNIH INFORMACIONIH TEHNOLOGIJA

Informacione tehnologije predstavljaju skup različitih elemenata i procesa za proizvodnju, obradu i prenos informacija. Osnov informacionih tehnologija predstavljaju računari. Razvojem računarske tehnologije i razvojem i primjenom digitalnih komunikacija omogućen je efikasan, pouzdan i jeftin način razmjene informacija. Da bi bili konkurentni i uspješno razvijali svoj biznis, institucionalni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti koriste informacione tehnologije.

Konceptualni pristup regulacije tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori zasniva se na dostizanju savremenih standarda iz ove oblasti koji karakterišu razvijena tržišta kapitala. Svakako da je neophodno pojedina savremena dostignuća prilagoditi uslovima i modalitetima koji važe na crnogorskom tržištu a koji su različiti od drugih zemalja, što je i razumljivo. Ne mogu se baš svi principi koji se primjenjuju i važe desetinama godina u razvijenim tržišnim privredama, olako primjeniti na našem tržištu. Postoji niz činioca za takvu konstataciju. Prije svega treba imati u vidu doskorašnji period kroz koji je prošla Crna Gora i zemlje bližeg okruženja. Tranzicioni procesi i prelazak iz socijalističkog u kapitalistički sistem nosi sa sobom i određene poteškoće. Prilagođavanja novonastaloj situaciji i prihvatanje promjena ide sporo. Potrebno je bilo (i još uvijek je) izgraditi institucije sistema i obrazovati kadrove koji su nosioci promjena i razvoja.

Razvoj digitalnih, informacionih tehnologija omogućava bolju komunikaciju i razmjenu informacija. Imajući u vidu da organizacija tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori zasnovana velikim dijelom na elektronskoj komunikaciji pruža prednosti, ali sa sobom nosi i velike rizike, neophodno je definisati adekvatan koncept i pripremiti se na najbolji mogući način. Kao osnovnim se smatra izgradnja informatičkog društva i implementacija tehnoloških platformi. Istovremeno se mora raditi na unapređenju tehnologija na kojima se zasniva razmjena informacija i realizacija trgovanja sa hartijama od vrijednosti, sa edukacijom na širem planu. To podrazumijeva, ne samo edukaciju najvećih investitora, već taj posao treba da obuhvati najširi sloj stanovništva Crne Gore, počev od učenika osnovnih i srednjih škola. Važno je omogućiti nabavku kompjuterske opreme na osnovu olakšica koje će omogućiti uvođenje računara kako u urbana, tako i ruralna područja. Mjere koje bi država morala da preduzme treba da se koncentrišu na finansijski sektor kao okosnicu razvoja privrede Crne Gore. To će omogućiti pristupanje naše zemlje i njenog tržišta kapitala globalnim trendovima.

Kao partneri državnom sektoru, privatna društva – ovlašćeni učesnici, berze, Centralna depozitarna agencija, investicioni i privatni penzioni fondovi, banke, osiguravajuća društva, imaju posebnu ulogu u jačanju tržišnih kapaciteta. Učesnici na tržištu imaju obavezu da ponude širok spektar usluga investitorima kroz nove informacione tehnologije. Upravo kroz saradnju i jačanje privatnog sektora iz oblasti tržišta kapitala, neophodno je uspostaviti jednake uslove poslovanja za sve učesnike tržišta. Tada se može govoriti o uspostavljanju tržišnih uslova poslovanja.

Regulativa tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori treba da u svoje norme inkorporira iskustva zemalja koje imaju dugogodišnju tradiciju u primjeni informacionih

tehnologija na tržištima kapitala. Regulatorni organi imaju obavezu da uspostave adekvatne pravne uslove za razvoj tržišta hartija od vrijednosti na osnovama novih tehnoloških dostignuća i elektronskih komunikacija. Ti činioци stvaraju uslove da učesnici na tržištu stvaraju široke modalitete poslovanja za investitore. Raznolikost usluga iz oblasti trgovanja sa hartijama od vrijednosti treba da bude predmet posebne pažnje zbog mogućih zloupotreba. Potrebno je edukacijom i upoznavanjem javnosti sa mogućim malverzacijama na tržištu, učiniti sve da do toga ne dolazi, ili da se takvi vidovi zloupotrebe elektronskih komunikacija svedu na najmanju moguću mjeru. Primjena regulative će zasigurno obezbijediti da se mogući negativni efekti svedu na minimum. To se postiže propisivanjem standarda iz oblasti elektronskih komunikacija kojih se svi učesnici na tržištu hartija od vrijednosti moraju pridržavati. Kontrolnim mjerama od strane licenciranih stručnjaka neophodno je provjeravati stepen primjene informacione tehnologije kod učesnika. Permanentno pratiti zbivanja na svjetskom tržištu koja se odnose na dostignuća iz ove oblasti i brzim izmjenama i dopunama pravila koja tu oblast uređuju omogućiti učesnicima da takva dostignuća primjenjuju. Univerzalni standardi su osnov za razvoj i kontinuiranu nadogradnju informatičke tehnologije koju koriste učesnici na tržištu. Jedino saradnjom regulatornih organa, međusobnim dopunjavanjem propisa, kompatibilnosti platformi za trgovanje, kliring i saldiranje, koncept regulative tržišta hartija od vrijednosti zasnovan na elementima modernih informacionih tehnologija može imati puni smisao. Zadatak Komisije za hartije od vrijednosti prilikom davanja licenci za rad učesnicima na tržištu hartija od vrijednosti, jeste da propiše visoke tehničko-tehnološke standarde koji moraju biti sastavni dio njihovih poslovnih procesa. Institucionalni učesnici treba da osiguraju kvalitetnu opremu i njen visok stepen međusobne kompatibilnosti. Zaštita privatnosti podataka, posebno investitora, postiže se propisivanjem zabrane zloupotreba ličnih podataka dobijenih od klijenata i korišćenih prilikom davanja naloga za trgovanje i otvaranja računa za trgovanje kod Centralne depozitarne agencije.

4. EKONOMSKA OPRAVDANOST I INFORMACIONA EFIKASNOST UVOĐENJA SISTEMA ELEKTRONSKOG REALIZOVANJA TRGOVANJA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

Informacioni sistem neke institucije objedinjava hardver, softver i obučeno osoblje, koje koristeći odgovarajuće procedure unose i obrađuju podatke i prezentiraju informacije. Da bi se obezbijedila kvalitetna informacija neophodno je da postoje odgovarajući uređaji i alati za rad sa podacima koji se obrađuju i sa informacijama koje se eksploatišu. Procedure predstavljaju definisana pravila ponašanja i rada vezano za informacioni sistem koji je u upotrebi.

Praksa poslovanja sa hartijama od vrijednosti na tržištu kapitala Crne Gore pokazuje da su učesnici uvidjeli da informacione tehnologije i na njima zasnovan elektronski način trgovanja pruža veliku šansu za njihov rast i razvoj. Istraživanje koje je sprovedeno na tržištu hartija od vrijednosti ukazuje da su sve anketirane institucije pokazale spremnost za ulaganje u razvoj svojih informacionih tehnologija i edukaciju kadra za korišćenjem istih. Neke od njih intenzivno rade na unapređenju postojeće infrastrukture (nabavkom i instaliranjem novih oprema) i instalacijom naprednih aplikacija i softverskih rješenja. Ono što je jako bitno jeste da se kod menadžmenta tih kompanija mijenja i svijest i poslovna filozofija kod prihvatanja naprednih rješenja iz oblasti elektronskih komunikacija.

Pri donošenju odluka za uvođenje novih informacionih tehnologija, osim finansijskih mogućnosti, učesnici na tržištu moraju voditi računa i o konačnom izgledu aplikacijskog i softverskog dizajna. Ukoliko uvođenje novih rješenja nije izvodljivo odmah i na kratak rok, potrebno je odrediti i segmentirati pojedine procese i njihovu dinamiku primjene. Takvom primjenom će praksa pokazati u kom pravcu eventualno treba neke elemente usmjeravati a neke od njih mijenjati, sve u cilju dugoročnih poslovnih efekata.

Informaciona efikasnost uvođenja sistema elektronskog poslovanja sa hartijama od vrijednosti podrazumijeva automatizovanje procesa između klijenata, ovlašćenih učesnika, berzi, Centralne depozitarne agencije, poslovnih banaka, odjeljenja kastodi banaka, Komisije za hartije od vrijednosti. Sve te aktivnosti se realizuju preko Internet protokola i veb-aplikacija. Ono što čini prednost učesnika na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore jeste da su to uglavnom institucije koje su počele svoje poslovanje sa solidnom informacionom infrastrukturom. To im daje mogućnost za stalno unapređenje arhitekture elektronskih komunikacija sa ostalim učesnicima - partnerima - u poslu. Prirodno je da svi učesnici teže optimizaciji poslovanja, a ovakav način umrežavanja sigurno će imati takve efekte. Na taj način se dobijaju integrisana rješenja na tržištu koja će osim prednosti za institucionalne učesnike, omogućiti pružanje kvalitetnijih usluga investitorima. Osim pružanja usluga prilikom realizovanja ideja investitora, kupovine i prodaje hartija od vrijednosti, jako je važno da oni dobiju brzu, kvalitetnu i sigurnu informaciju. Institucionalni učesnici prikupljaju, organizuju, analiziraju i obrađuju podatke i prezentuju ih putem informacionih sistema klijentima. Kada dobiju određene podatke o kretanjima na tržištu, finansijskim pokazateljima emitenata, cijenama njihovih hartija, količinama koje se, ili će se trgovati, investitori takve podatke procjenjuju i

donose investicione odluke. Može se slobodno reći da se radi o informacionim sistemima za pomoć u odlučivanju pri donošenju poslovnih odluka. Oni predstavljaju viši kvalitet u razvoju informacionih sistema, i u stvari su baze podataka koje, osim toga što klijentima čine dostupnim informacije koje su im potrebne za donošenje odluka, omogućavaju im metode korišćenja informacija.

Dinamično tržište, kao što je tržište hartija od vrijednosti zahtijeva da se aktivnosti unaprijedenja elektronskog poslovanja moraju odvijati brzo i kvalitetno. Informaciona efikasnost uvođenja elektronskog sistema trgovanja sa hartijama od vrijednosti, za institucije koje se odlučuje za takvu poslovnu strategiju, omogućava:

- brzu i preciznu obradu podataka,
- ažuriranje dobijenih podataka,
- brzu razmjenu podataka,
- onlajn pristup informacijama,
- automatizaciju poslovnog procesa.

Navedeni elementi predstavljaju nekvantifikovane (nemjerljive) rezultate u zaradama i profitu. Ali, indirektno doprinose:

- kvalitetnom pružanju usluga klijentima – investitorima,
- kvalitetnoj informacionoj povezanosti sa ostalim učesnicima na tržištu,
- efikasnom korišćenju informacione tehnologije i njenih resursa,
- efikasnom, kvalitetnom, brzom i sigurnom realizovanju kupoprodajnih transakcija,
- efikasnom, kvalitetnom, brzom i pouzdanom realizovanju prenosa novčanih sredstava klijentima koji učestvuju na strani prodaje,
- kvalitetnim metodama izrade analiza i procjena o stanju na tržištu i mogućnost pružanja kvalitetnih informacija svojim klijentima,
- mogućnosti inovacija u svojim poslovnim aktivnostima.

Da bi imali projekciju isplativosti uvođenja i razvoja informacionih tehnologija i njenih nadogradnji, učesnici na tržištu hartija od vrijednosti treba da analiziraju uticaj troškova nabavke opreme (projekcije treba da budu takve da će biti veći efekti od troškova), internog umrežavanja, korišćenje internet usluga i komunikacija, izrade portala (veb-sajtovi koji se koriste kao ulaz za podatke koje institucija želi predstaviti), eksternog povezivanja i slično.

Ekonomska opravdanost poslovnog sistema (gledano kroz prizmu mrežnog uvezivanja učesnika koji koriste informacionu tehnologiju na tržištu hartija od vrijednosti, i posmatrano sa aspekta pojedinačnih institucija), ogleda se kroz:

- Smanjenje troškova poslovanja i samim tim ekonomičnije poslovanje;
- Smanjenje provizija;
- Povećanje konkurentnosti;
- Smanjenje troškova kontrole poslovanja i evidencija;
- Povećanje produktivnosti i profitabilnosti.

Međutim, veoma je teško precizno odrediti ekonomsku opravdanost velikih izdataka za instaliranje i primjenu savremenih informacionih tehnologija. Nije lako projektovati koliko će primjena novih tehnologija i na njima zasnovane poslovne aktivnosti stvarno doprinijeti kvalitetnijem poslovanju. Svaki poslovni potez, počev od kvalitetne komunikacije sa klijentima, brzog i efikasnog odradivanja poslova kupoprodaje hartija od vrijednosti, i efikasnosti pri isplati i transferu novčanih sredstava

treba da ima efekat izražen u profitu, koji se očekuje kao rezultat tih aktivnosti. To je osnov ocjene isplativosti korišćenja informacionog sistema učesnika na tržištu hartija od vrijednosti.

Razmjena informacija među učesnicima dovodi do objedinjavanja njihovih poslovnih sistema. Zbog toga je potrebno da podaci o unešenim i realizovanim nalogima na berzi, zatim podaci o kliringu i saldiranju, kao i informacije o prenosu i protoku novčanih sredstava kroz sisteme poslovnih banaka (banke za saldiranje) budu u uvezanom informacionom sistemu. Da bi informacioni sistem pojedinačnih učesnika na tržištu hartija od vrijednosti bio kvalitetan, i da bi omogućio brzu i efikasnu realizaciju procesa trgovine u lancu: klijent - broker - berza - CDA - banka, mora biti potpun, što znači da generiše sve očekivane rezultate. Aplikacije koje se instaliraju kroz, prije svega brokerske i berzanske sisteme, kao i softver CDA, moraju ukazivati na eventualne greške prilikom unosa broja depoa (tzv. trgovački broj), količina i cijena hartija, brojeva žiro-računa, i nekih drugih elemenata. To se kod ovlašćenih učesnika rješava instaliranjem kvalitetnih bek-ofisa, koji signaliziraju takve i slične greške. Berzanski sistem takođe upozorava ako je došlo do nekih nepodudaranja elemenata trgovine, a softver CDA neće izvršiti kliring i saldirati transakcije koje su eventualnom greškom importovane kroz berzanske fajlove. Informacioni sistem treba da bude jednostavan i lak za upotrebu, održavanje i eventualnu nadogradnju ili povezivanje sa drugim sistemima. Ali, takav sistem ne smije da bude nepouzdan. U slučaju kvarova, ispada iz šireg sistema, ili u slučaju pokušaja zloupotrebe od strane hakera (krađa informacija ili ubacivanje virusa), sistem mora da ima rezervne hard-diskove i rezervna - dislocirana - mjesta gdje se čuvaju kopije podataka.

VI ZAKLJUČAK

Finansijski sistem realitvno male privrede kakva je crnogorska, izgrađuje se u skladu sa pozitivnim iskustvima zemalja razvijenih privreda i finansijskih sistema. Pri tome se koriste svjetska dostignuća iz oblasti zakonodavstva i privrednih djelatnosti. Međutim, s obzirom na veličinu zemlje i njene privredne potencijale i resurse sa kojima raspolaže, u našoj zemlji se moraju pronaći modaliteti koji se konkretno mogu primjeniti. Postepeno prilagođavanje i usvajanje standarda jeste način da se dostigne željeni cilj, a to je ravnopravno uključenje u svjetske ekonomske tokove.

Praksa pokazuje da su privredni sistemi zasnovani na slobodnom tržištu efikasni, ali jedino ako postoje snažne državne institucije koje ga podržavaju. Uspjeh u kvalitetu i brzini održivog rasta zemlje velikim dijelom zavisi od stabilnih institucija i pravnih normi (sigurnost privatne svojine, dugoročno orijentisani zakonski propisi, ugovorna zaštićenost, i slično), a manje od gotovih rješenja koja nude međunarodne, prije svega, finansijske institucije. Svakako, preporuke međunarodnih finansijskih organizacija kao što su: stabilizacija, liberalizacija, privatizacija, slobodan protok roba, usluga i kapitala su prihvatljive i neophodne.

Prioritetan zadatak finansijskog sistema Crne Gore sastoji se u primjeni principa ekonomske nauke i prakse koja funkcioniše u zemljama razvijenih ekonomskih sistema. Uređen finansijski sistem, na kome počiva tržište novca i tržište kapitala, predstavlja sistem koji se uspostavlja u Crnoj Gori. Koncept ekonomskih reformi i razvoja društva se bazira na trajnom uspostavljanju stabilnih finansijskih sistema, bez koga je teško zamisliti opstanak crnogorske privrede, pa shodno tome i tržišta kapitala. Sadašnji institucionalni, normativni i bezbjednosni sistem tržišta kapitala u Crnoj Gori predstavlja dobru osnovu za njegovu nadgradnju.

Bitne odlike tržišta hartija od vrijednosti su brzina pristupa informacijama i njihova analiza, i predstavljaju osnovu za kvalitetnu odluku, koja se odnosi na investiranje na berzi. Da bi investitor mogao donijeti kvalitetnu i prije svega efikasnu odluku o investiranju putem berzanskog sistema, on mora raspolagati dovoljnim brojem činjenica i podataka na kojima temelji takvu odluku. To može ostvariti jedino korišćenjem informacione tehnologije kao podrške donošenju odluka. Brz pristup raspoloživim informacijama koje se nalaze na različitim mjestima, njihovo sistematizovanje i analiziranje, daju mogućnost investitoru da na kvalitetan način donese svoju poslovnu odluku.

Berzanske transakcije na crnogorskom tržištu kapitala se, zahvaljujući savremenim informatičkim tehnologijama, realizuju on-lajn. Komunikacija investitora i brokera se odvija korišćenjem internet tehnologije. Isto tako brokeri realizuju dobijene naloge putem direktne kompjuterske komunikacije sa berzanskim sistemima i sistemima centralnih registara. Prenos novčanih sredstava neophodnih za investiranje u kupovinu hartija od vrijednosti, kao i isplata sredstava se takođe vrši korišćenjem kompjuterskih tehnologija, u realnom vremenu.

Sprovedeno empirijsko istraživanje, o dosadašnjem razvoju, trenutnom nivou informatičke razvijenosti učesnika na tržištu hartija od vrijednosti Crne Gore, propustima, potrebi usvajanja standarda, i potrebnim pravcima daljeg razvoja ukazuje na sljedeće:

- i pored toga što je tržište hartija od vrijednosti Crne Gore relativno malo tržište u odnosu na teritorijalno velike zemlje, i samim tim, velika tržišta kapitala (broj institucionalnih učesnika, broj investitora, vrste i broj hartija od vrijednosti kojima se trguje, realizovanim prometima, i sl.), na nacionalnom nivou se uspostavljaju standardni moduli elektronskog poslovanja;
- subjekti tržišta kapitala u Crnoj Gori su primjenom informacione tehnologije značajno standardizovali i učinili efikasnijim svoje poslovanje;
- navedeni standardi uz određena usklađivanja mogu se implementirati prilikom uspostavljanja saradnje domaćih institucija tržišta hartija od vrijednosti (berze, ovlašćeni učesnici, CDA, poslovne banke) na globalnom nivou;
- primjenom informacione tehnologije danas je jedino moguće implementirati regulative na tržištu kapitala kako u globalnom smislu tako i u pogledu lokalnih tržišta;
- upotrebom informaciono-tehnoloških tehnologija i automatizacijom poslovnih procesa uspostavljaju se mehanizmi uređenog tržišta koje podrazumijeva pružanje jednakih uslova za sve učesnike na tržištu;
- primjenom informacione tehnologije na tržištu kapitala umnogome se doprinosi podizanju informatičke kulture u cjelokupnom društvu.

Poseban imperativ za regulatorne organe predstavlja donošenje kvalitetnih regulativnih normi i propisa kojima se uređuje poslovanje na tržištu kapitala Crne Gore, a koje sa druge strane treba da na najmanju moguću mjeru ograniče slobodu i efikasnost tržišnog poslovanja.

Prilog:

U P I T N I K

I. OSNOVNE INFORMACIJE O INSTITUCIJI
1. Koliko trenutno ima zaposlenih u vašoj firmi?
2. Koliko je zaposlenih bilo pri osnivanju firme?
3. Kakva je obrazovna struktura zaposlenih u vašoj firmi? – Osnovna škola _____ – SSS _____ – VSS _____ – Visoka SS _____ – Zvanje Magistra nauka _____ – Zvanje Doktora nauka _____
4. Na koji način su zaposleni u vašoj firmi sticali znanja iz oblasti informatike/korišćenja računara? – Kroz sistem redovnog školovanja _____ – Pohađanjem kurseva koje je finansirao zaposleni _____ – Pohađanjem kurseva koje je finansirala naša firma _____ – Samostalno se obučavli _____
5. Da li u vašoj firmi imate zaposlene (stalni radni odnos ili po ugovoru) na poslovima razvoja i primjene informacione tehnologije, i koliko ih ima? – DA, na poslovima razvoja i primjene IT radi _____ zaposlenih – NE _____
6. Koliko zaposlenih ima računar koji aktivno koristi na radnom mjestu za obavljanje radnih zadataka?
7. Koliko zaposlenih u vašoj firmi na radnom mjestu koristi elektronsku poštu (E-mail)?
II. INTERNET
8. Koju vrstu internet pristupa koristite?

- DIAL UP _____ - ADSL _____ - MIPNET _____ - ADSL i MIPNET _____
9. Da li imate svoj web site? - DA _____ - NE _____
III. IT INFRASTRUKTURA
10. Koju vrstu tehnologije ste instalirali i koje operativno-tehničke karakteristike su odlikovale tehnološku platformu kada je vaša firma počela sa radom na tržištu hartija od vrijednosti? - telefonske linije _____ - faks komunikacije _____ - bežične komunikacije _____ - radne stanice _____ - serveri _____ - hardveri _____
11. Na koji način ste u međuvremenu unaprijeđivali svoju tehničko-tehnološku platformu? - Instalacijom nove opreme _____ - Nabavkom novih softvera _____ - Izradom savremenih aplikativnih rješenja _____ - Ostalo (navesti) _____
12. Da li postojeća informaciono-tehnološka infrastruktura i aplikativna rješenja zadovoljavaju poslovne potrebe institucije u kojoj radite? Ocijenite od broja 1 do 5 - 1 _____ - 2 _____ - 3 _____ - 4 _____ - 5 _____
13. Na koji način ste informaciono povezali interno poslovanje vaše firme (na koji način se vrši komunikacija i obavljanje posla)?
14. Na koji način ste povezani i integrisani sa ostalim učesnicima na tržištu? - Telefonskim komunikacijama _____ - Fax aparatima _____

- MIPNET mrežom _____ - E-mailom _____ - Ostalo (navesti) _____
15. Da li obavljanje poslovnih aktivnosti i razmjenu podataka sa klijentima obavljate u elektronskom obliku i na koji način? - DA _____ - NE _____
16. Koje baze podataka koristite za poslovanje? - BACKBONE _____ - MS SQL express 2000 _____ - MS SQL express 2005 _____ - MS ACCESS _____ - Ostalo (navesti) _____
17. Koje aktivnosti sprovodite na unapređenju svojih baza podataka? - kvalitet informacija _____ - ažuriranje i tačnost podataka _____ - dizajniranje i primjena savremenih tehnoloških rješenja _____ - unapređenje back-office aplikacija _____ - ostalo (navesti) _____
18. Koliko (procentualno) u odnosu na Ukupni Prihod izdvajate sredstava i ulažete u razvoj informacionih tehnologija na godišnjem nivou?
19. Kako obezbjeđujete IT podršku u slučaju mrežnih, sistemskih i drugih problema? - Dominantno uslugama sopstvenog kadra _____ - Od strane isporučioaca opreme _____ - Od strane specijalizovanih stručnjaka i firmi _____
20. Da li imate pismene implementirane IT polise i procedure koje se odnose na sigurnost, back-up, hardverske konfiguracije, operativni sistem, pravila imenovanja fajlova, pravila pristupa zasnovanim na rolovima itd.? - DA za sigurnost _____ NE _____ - DA za back-up procedure _____ NE _____ - DA za rad na hardverskim konfiguracijama _____ NE _____ - DA za rad na operativnom sistemu _____ NE _____ - DA za pravila imenovanja fajlova _____ NE _____ - DA za pravila pristupa zasnovanim na rolovima _____ NE _____ - Ostalo _____

IV. BUDUĆE AKTIVNOSTI

21. U kom pravcu će ići dalje unapređenje elektronskog poslovanja i razvoja informacionih tehnologija u vašoj firmi u budućem periodu?

22. Na koji način ćete ostvariti planirane ciljeve?

23. Da li po vašem mišljenju neke od institucija sa tržišta kapitala nemaju zadovoljavajući nivo tehnoloških rješenja i aplikacija (i koja su to), koje se primjenjuju za poslove sa hartijama od vrijednosti?

- CDA: DA _____ NE _____ DJELIMIČNO (navesti koja) _____
- BERZE: DA _____ NE _____ DJELIMIČNO (navesti koja) _____
- OVL. UČESNICI: DA _____ NE _____ DJELIMIČNO (navesti koja) _____
- Ostali (navesti) _____

Literatura

1. Crnković J., *Informacioni softver i novi izbor aplikativnog softvera*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1991.
2. Cvjetičanin, Marijan, *Burzovno trgovanje*, Masmedia, Zagreb, 2004.
3. Čerčić, Vlatko, Varga, Mladen, *Informacijska tehnologija u poslovanju*, Udžbenici sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, 2004.
4. Čosić B., Jorgić B., Pujić P., *Berza hartija od vrijednosti i berzansko poslovanje*, Jugoslovensko tržište kapitala, Beograd, 1991.
5. Dabić S., Moris K., Siegel A., *U obliku novca – vodič kroz hartije od vrijednosti*, IQ-media, Beograd, 1995.
6. Dabić, Stojan *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga, Beograd, 1990.
7. David S. Kedwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell, David A. Whidbee, *Financial Institutions, Markets and Money*, John Wiley and Sons, New York, 2003.
8. Dugalić, Veroljub, Štimac, Milko, *Osnove berzanskog poslovanja*, Stubovi kulture, Beograd, 2006.
9. Đukić Đorđe, *Monetarna vlast i stabilnost novca*, Litopapir, Čačak, 1992.
10. Đukić Đorđe, Zečević P., *Utvrdjivanje cena hartija od vrednosti i zaštita investitora*, BMG, Beograd, 1999.
11. Foley, J. Bernard, *Tržišta kapitala*, "MATE", Zagreb, 1998.
12. Graham, Benjamin, *Inteligentni investitor*, Masmedia, Zagreb, 2006.
13. Gralla, Preston, *Kako funkcionira Internet*, Zagreb, 2004.
14. Greuning, Van Hennie, *International financial reporting standards*, The world bank, Washington, D.C., 2008.
15. Kindleberger, P. Charles, Aliber, Robert, *Najveće svjetske finansijske krize*, Masmedia, Zagreb, 2006.
16. Lazović, Vujica, *Projektovanje opšteg modela informacionog sistema na primjeru trgovinskog preduzeća*, Univerzitet Crne Gore, Podgorica, 1998.
17. Milojević, M. Miroslav, Tomić, Momčilo, Kelečević, Leposava, Dukanac, Snežana, Andžić, Milenko, *Poslovanje novčanim hartijama od vrednosti*, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, 1996.
18. Mishkin S. Frederic, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley, New York, 2004.
19. Panian, Željko, *Poslovna informatika za ekonomiste*, Masmedia, Zagreb, 2005.
20. Pastore, Mike, Dulaney, Emmet, *Security +*, Kompjuter biblioteka, Čačak, 2007.
21. Ristić Života, *Tržište kapitala*, Privredni pregled, Beograd, 1990.
22. Ristić Života, *Tržište novca*, Privredni pregled, Beograd, 1990.
23. Saunders, Anthony, Cornett, Marcia Millon, *Finansijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, 2006.
24. Srića, Velimir, Muller Josip, *Put k elektroničnom poslovanju*, Sinergija, Zagreb, 2001.
25. Šljivančanin, Mladen, *Banka-finansijsko preduzeće*, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet, Podgorica, 1999.
26. Van Horne J., *Finansijski menadžment*, MATE, Zagreb, 1993.

WEB SITES:

<http://www.iosco.org>

<http://www.worldbank.org>

<http://www.oecd.org>

<http://www.cato.org>

<http://www.sec.gov>

<http://www.hksfc.org.hk>

<http://www.scmn.cg.yu>

<http://www.cclsr.low.unimelb.edu.au>

<http://www.isspm.org>

<http://www.sem-on.net>

PODACI POTREBNI ZA DIGITALIZACIJU DOKTORSKE DISERTACIJE

Ime i prezime autora: Kenan Hrapović

Godina rođenja: 1963.

E-mail: kenanhrapovic63@gmail.com

Organizaciona jedinica Univerziteta Crne Gore: Ekonomski fakultet Univerziteta Crne Gore

Naslov doktorske disertacije: "Uticaj informacione tehnologije na funkcionisanje i razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori"

Prevod naslova na engleski jezik: "The impact of Information Tehnology on the Functioning and Development of the Capital Market in Montenegro"

Datum odbrane: 21.03.2009.

Signatura u Univerzitetskoj biblioteci¹: 29.09.2008. br.09-384 Univerzitetska biblioteka

Naslov, sažeci, ključne riječi (priložiti dokument sa podacima potrebnim za unos doktorske disertacije u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore):

Izjava o korišćenju (priložiti potpisanu izjavu):

Napomena:

¹ Podatak o signaturi (lokaciji) može ispuniti biblioteka organizacione jedinice/Univerzitetska biblioteka

PODACI POTREBNI ZA UNOS DOKTORSKE DISERTACIJE U DIGITALNI ARHIV UNIVERZITETA CRNE GORE

Prevod naslova disertacije na engleski jezik: "The impact of Information Technology on the Functioning and Development of the Capital Market in Montenegro"

Mentor i članovi komisija (za ocjenu i odbranu):

1. Prof.dr Vujica Lazović – mentor
2. Prof.dr Stojan Dabić – član
3. Prof.dr Mladjen Šljivančanin - član

Sažetak ²: U radu su određene granice istraživanja, identifikovani zadaci i cilj istraživanja, definisane i obrazložene hipoteze i metodologija rada. Prezentovan je istorijat trzista kapitala, teorijske osnove i početak funkcionisanja i način organizovanja finansijskog trzista i trzista kapitala. Istraživani su načini i metode realizovanja kupoprodajnih transakcija sa hartijama od vrijednosti. Urađeno je empirijsko istraživanje, na kom nivou se primjenjuju informacione tehnologije kod ucesnika na trzistu hartija od vrijednosti i osnovni principi i uloga regulative u zemljama sa razvijenim trzistima kapitala. Takođe je prikazan razvoj trzista kapitala i stepen primjene informacione tehnologije na trzistima kapitala zemalja u regionu koje koriste iste ili slične softverske module za trgovanje. Detaljno je analiziran nastanak trzista kapitala i dostignuti nivo razvoja i primjene informacione tehnologije na trzistu kapitala u Crnoj Gori. U radu su definisani dalji pravci i prenosenje iskustava iz razvijenih zemalja kroz elemente širenja trzista, uklanjanje institucionalnih barijera, smanjenje transakcionih troškova, efikasniju regulativu, sve kroz prizmu koncepta modernih informacionih tehnologija.

² Ukoliko je predviđeni prostor za polja Sažetak, Sažetak na engleskom jeziku, Ključne riječi i Ključne riječi na engleskom jeziku nedovoljan, priložiti ih u posebnom prilogu.

Sažetak na engleskom (njemačkom ili francuskom) jeziku:

The paper defines the scope of research, identifies research tasks and objectives, and outlines and explains the hypotheses and research methodology. It presents the history of the capital market, the theoretical foundations, and the beginning of the functioning and organization of the financial and capital markets. The study examines the methods and procedures used to carry out trading transactions with securities.

An empirical study was conducted to determine the level at which information technologies are applied by participants in the securities market, as well as the basic principles and role of regulation in countries with developed capital markets. The paper also presents the development of the capital market and the degree of application of information technology in the capital markets of countries in the region that use the same or similar software modules for trading.

A detailed analysis was carried out on the emergence of the capital market and the achieved level of development and application of information technologies in the capital market of Montenegro. The paper defines future directions and the transfer of experiences from developed countries through elements such as market expansion, removal of institutional barriers, reduction of transaction costs, and more efficient regulation — all viewed through the prism of modern information technology concepts.

Ključne riječi: Finansijsko tržište, Tržište kapitala, Komisija za hartije od vrijednosti, Berza, Centralna depozitarna agencija, Broker, Elektronski novac, Centralni registar, Poslovna banka

Ključne riječi na engleskom jeziku: Financial Market, Capital Market, Securities and Exchange Commission, Stock Exchange, Central Depository Agency, Broker, Electronic Money, Central Register, Commercial Bank

Naučna oblast/uža naučna oblast: Finansijska tržišta

Naučna oblast/uža naučna oblast na engleskom jeziku: Financial Markets

Ostali podaci:

IZJAVA O KORIŠĆENJU

Ovlašćujem Univerzitetsku biblioteku da u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore unese doktorsku disertaciju pod naslovom

“Uticaj informacione tehnologije na funkcionisanje i razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori”

koja je moj autorski rad.

Doktorska disertacija, pohranjena u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore, može se koristiti pod uslovima definisanim licencom Kreativne zajednice (Creative Commons), za koju sam se odlučio/la³.

Autorstvo

Autorstvo – bez prerada

Autorstvo – dijeliti pod istim uslovima

Autorstvo – nekomercijalno

Autorstvo – nekomercijalno – bez prerada

Autorstvo – nekomercijalno – dijeliti pod istim uslovima

Potpis autora

Dr Kenan Hrapović



U Podgorici, 22.10.2025.

³ Odabrati (čekomati) jednu od šest ponuđenih licenci (kratak opis licenci dat je na poledini ovog priloga)

Autorstvo

Licenca sa najširim obimom prava korišćenja. Dozvoljavaju se prerade, umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio).

Djelo se može koristiti i u komercijalne svrhe.

Autorstvo – bez prerada

Dozvoljava se umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Djelo se ne može mijenjati, preoblikovati ili koristiti u drugom djelu.

Licenca dozvoljava komercijalnu upotrebu djela.

Autorstvo – dijeliti pod istim uslovima

Dozvoljava se umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Ukoliko se djelo mijenja, preoblikuje ili koristi u drugom djelu, prerade se moraju distribuirati pod istom ili sličnom licencom.

Ova licenca dozvoljava komercijalnu upotrebu djela i prerada. Slična je softverskim licencama, odnosno licencama otvorenog koda.

Autorstvo – nekomercijalno

Dozvoljavaju se prerade, umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio).

Komercijalna upotreba djela nije dozvoljena.

Autorstvo – nekomercijalno – bez prerada

Licenca kojom se u najvećoj mjeri ograničavaju prava korišćenja djela. Dozvoljava se umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Djelo se ne može mijenjati, preoblikovati ili koristiti u drugom djelu.

Komercijalna upotreba djela nije dozvoljena.

Autorstvo – nekomercijalno – dijeliti pod istim uslovima

Dozvoljava se umnožavanje, distribucija, javno saopštavanje i prerada djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Ukoliko se djelo mijenja, preoblikuje ili koristi u drugom djelu, prerada se mora distribuirati pod istom ili sličnom licencom.

Djel“Uticaj informacione tehnologije na funkcionisanje I razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori”o i prerade se ne mogu koristiti u komercijalne svrhe.