Prof. dr Slavomir Kaličanin

BERZE I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Prof. dr Slavomir Kaličanin
Berze i finansijska tržišta

Izdavač:
"Visoka škola strukovnih studija za računovodstvo i berzansko poslovanje", Beograd, Imotska 1, tel/fax: 011-30-98-184, 30-98-185, 30-98-198
e-mail: office@rafin.edu.rs

Recenzent:
Dr Slobodan Slović
Dr Nikola Orlić

Urednik:
Vesna Ivetić, dipl. pravnik

Tehniči urednik:
Vladimir Knežević

Štampa:
Megraf, Beograd

Tiraž: *500*

Prof. dr Slavomir Kaličanin

BERZE I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Beograd, 2011.

SADRŽAJ

PREDGOVOR **13**

Deo prvi

I. INFRASTRUKTURA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA **17**
1. OSNOVE FUNKCIONISANJA FINANSIJSKIH SISTEMA 17
1.1. ZNAČAJ FINANSIJSKIH SISTEMA I NJIHOVA ULOGA 20
2. POJAM I TIPOLOGIJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA 21
3. ZNAČAJ I FUNKCIJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA 24
4. STRUKTURA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA I REGULATORNO OKRUŽENJE 27
4.1. REGULACIJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA 30
5. ASPEKTI EFIKASNOSTI FINANSIJSKIH TRŽIŠTA 32
5.1. ZNAČAJ EFIKASNOSTI FINANSIJSKIH TRŽIŠTA 32
5.2. MODEL "FER IGRE" I HIPOTEZA "SLUČAJNOG HODA" 35
5.3. IZRAŽAJNE FORME EFIKASNOSTI TRŽIŠTA 36

II. INSTITUCIJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA **39**
1. EMITENTI I INVESTITORI NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA 39
2. INSTITUCIONALNI INVESTITORI 41
2.1. INVESTICIONI FONDOVI 41
2.1.1. Mesto, uloga i značaj investicionih fondova 41
2.1.2. Neto vrednost imovine fonda 44
2.1.3. Investicioni fondovi u Srbiji 50
2.1.4. Vrste investicionih fondova 55
2.2. BANKE 58
2.2.1. Osnovna uloga i podela banaka 58
2.3. OSIGURAVAJUĆE KOMPANIJE 61
2.4. PENZIONI FONDOVI 62
2.5. DRUGE FINANSIJSKE INSTITUCIJE 63
3. BROKERSKO-DILERSKA DRUŠTVA 65
3.1. POJMOVNO ODREĐENJE 65

3.1.1. Broker ... 65
3.1.2. Diler ... 66
3.2. VRSTE BROKERSKO-DILERSKIH DRUŠTAVA ... 66
3.2.1. Delatnosti brokersko-dilerskih društava ... 68
3.3. NEOPHODNI USLOVI ZA OBAVLJANJE BROKERSKO-DILERSKIH POSLOVA ... 70
3.3.1. Osnovni kapital ... 70
3.3.2. Kadrovski, organizacioni i tehnički uslovi ... 70
3.4. ZABRANA UPOTREBE NAZIVA ... 71
3.5. NORMATIVNI AKTI I UPRAVA BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA ... 72
3.6. ZAŠTITA OD RIZIKA OBAVLJANJA DELATNOSTI BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA ... 73
3.7. NAČELA SIGURNOG I DOBROG POSLOVANJABROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA I UGOVORI SA KLIJENTIMA ... 75
3.8. NALOZI KLIJENTA ZA KUPOVINU I PRODAJU HARTIJA OD VREDNOSTI ... 77
3.8.1. Odbijanje prijema naloga za kupovinu i prodaju i obaveštavanje klijenata ... 78
3.9. RAČUNI BROKERSKO-DILERSKIH DRUŠTAVA ... 78
3.9.1. Novčani račun brokersko-dilerskog društva i klijenata ... 78
3.9.2. Vođenje računa hartija od vrednosti ... 79
3.9.3. Upravljanje hartijama od vrednosti ... 79
3.10. ODNOS BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA PREMA KOMISIJI ZA HARTIJE OD VREDNOSTI ... 80
3.10.1. Izveštavanje komisije ... 80
3.10.2. Nadzor Komisije nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava ... 81
3.11. PRESTANAK OBAVLJANJA DELATNOSTI BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA ... 82
3.11.1. Oduzimanje dozvole za obavljanje delatnosti ... 82
3.11.2. Posebna pravila u pogledu likvidacionog i stečajnog postupka ... 82
4. BERZE ... 83
4.1. USLOVI ZA RAD BERZI ... 83
4.1.1. Kapital potreban za osnivanje berze ... 83
4.1.2. Potrebni kadrovi ... 83
4.1.3. Organizacija i tehnika ... 84
4.2. UPRAVA BERZE ... 84
4.2.1. Opšta akta ... 84
4.2.2. Postupak dobijanja dozvole za rad ... 85
4.2.3. Nadzor Komisije za HOV nad poslovanjem berze ... 85

4.2.4. Nadzor berze nad svojim članovima 86
4.2.5. Organi i zaposleni..... 87
4.2.6. Članovi berze 89
4.3. PRESTANAK RADA BERZE 90
4.3.1. Prestanak članstva 91
4.3.2. Odgovornost berze 91
5. CENTRALNI REGISTAR 92
5.1. ZNAČAJ CENTRALNOG REGISTRA HOV 92
5.2. POSLOVI KOJE OBAVLJA CENTRALNI REGISTAR 92
5.3. KAPITAL, ORGANI UPRAVLJANJA, POSLOVNA AKTA I FUNKCIJE CENTRALNOG REGISTRA HARTIJA OD VREDNOSTI 93
5.4. MODEL ORGANIZOVANJA CENTRALNOG REGISTRA HARTIJA OD VREDNOSTI 95
5.5. NAČIN VOĐENJA CENTRALNOG REGISTRA HARTIJA OD VREDNOSTI 97
5.6. EMISIONI RAČUNI I UPIS EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI 98
5.7. RAČUNI HARTIJA OD VREDNOSTI ČLANOVA CENTRALNOG REGISTRA 100
6. REVIZORSKE KUĆE I REJTING AGENCIJE 103
6.1. ZNAČAJ REVIZORSKIH USTANOVA ZA DONOŠENJE RELEVANTNIH INVESTICIONIH ODLUKA 103
6.2. DOPRINOSI REJTING AGENCIJA U IDENTIFIKACIJI NEIZVESNOSTI KOJE SA SOBOM NOSE INVESTICIONI PROCESI 104
III. FINANSIJSKI INSTRUMENTI 107
1. HARTIJE OD VREDNOSTI 107
2. INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA 110
2.1. KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI 110
2.2. KOMERCIJALNI ZAPISI 111
2.3. BLAGAJNIČKI ZAPISI 112
2.4. DEPOZITNI SERTIFIKATI 112
2.5. BLAGAJNIČKI ZAPISI CENTRALNE BANKE 113
2.6. INSTRUMENTI REOTKUPA 116
3. INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA 118
3.1. KORPORATIVNI (VLASNIČKI) INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA 118
3.1.1. Obične akcije 120
3.1.2. Elementi akcijskog kapitala 122
3.1.3. Vrednovanje akcija 123
3.2. INSTRUMENTI DUGA 125

3.2.1. Obveznice ... 125
3.2.2. Dugoročne hartije – instrumenti duga ... 126
3.2.3. Klasifikovanje obveznica ... 127
3.2.4. Cena obveznica ... 129
3.2.5. Državne i agencijske obveznice ... 131
3.2.6. Osnovna svojstva državnih obveznica ... 133
3.2.7. Municipalne obveznice ... 135
3.2.8. Obveznice privrednih društava i preduzeća ... 136
3.2.9. Podela korporativnih obveznica i njihova obeležja ... 136
4. PRAVO PREČE KUPOVINE ... 140
5. VARANTI ... 141
IV. FINANSIJSKI DERIVATI ... 143
1. POJAM I VRSTE DERIVATA ... 143
2. FORVARD UGOVORI ... 144
3. FJUČERSI ... 145
3.1. OSNOVNA PODELA FJUČERS UGOVORA ... 146
3.1.1. Robni fjučersi ... 146
4. OPCIONI UGOVORI ... 151
4.1. VRSTE OPCIJA ... 153
4.2. KOMBINOVANI KUPOVNI I PRODAJNI OPCIJSKI POSLOVI ... 158
5. SVOP ... 159

Deo drugi

I. OSNOVNA OBELEŽJA BERZANSKOG POSLOVANJA ... 163
1. NASTANAK, RAZVOJ I FUNKCIJE BERZE ... 163
1.1. POJMOVNO ODREĐENJE ... 163
1.2. VRSTE BERZI ... 166
1.3. PREDUSLOVI ZA RAD BERZI I OSNIVAČI BERZI ... 170
1.4. OSNOVNA DELATNOST I ZNAČAJ BERZI ... 170
1.4.1. Organizacioni oblici ... 173
1.4.2. Principi funkcionisanja berzi ... 173
1.4.4. Kontrolna uloga berze ... 174
2. OSNOVNE FUNKCIJE BERZE ... 175
2.1. LISTING I PREDMETI PRIJEMA ... 176
2.2. NEOPHODNA DOKUMENTACIJA ZA LISTING ... 177
2.3. KRITERIJUMI ZA LISTING AKCIJA I OBVEZNICA ... 179
2.4. ISKLJUČENJE HARTIJE OD VREDNOSTI SA LISTINGA ... 181
3. TRGOVANJE NA BERZI ... 183
3.1. CIKLUSI TRGOVINE NA BERZI ... 184

3.2. RAČUNI NOVČANIH SREDSTAVA I HARTIJA OD VREDNOSTI ... 184
3.3. OSNOVNI BERZANSKI POSLOVI ... 188
3.4. PROCES BERZANSKOG POSLOVANJA ... 190
3.5. ELEMENTI BERZANSKOG I REGULISANOG VANBERZANSKOG TRŽIŠTA ... 191
3.6. SEKUNDARNA TRGOVINA ... 193
3.6.1. Metod preovlađujuće cene ... 194
3.6.2. Metod kontinuirane trgovine ... 195
3.6.3. Metod minimalne cene ... 196
3.7. NALOZI ZA TRGOVANJE ... 198
3.7.1. Vrste naloga ... 198
3.8. ZAKLJUČENJE BERZANSKOG POSLA ... 200
3.8.1. Kliring i saldiranje ... 200
3.8.2. Zaključnice ... 200
3.9. BERZANSKO IZVEŠTAVANJE ... 202
3.10. VANBERZANSKO TRGOVANJE ... 203
3.11. INFORMISANJE - MARKETING ... 204
3.12. BERZANSKI INDEKSI ... 206
4. KARAKTERISTIKE NEKIH SVETSKIH FINANSIJSKIH BERZI ... 213
II. PROCESI NA TRŽIŠTU KAPITALA ... 219
1. PRIMARNI PLASMANI ... 219
2. PREDNOSTI I NEDOSTACI PRISTUPA PREDUZEĆA NA PRIMARNO TRŽIŠTE AKCIJA ... 221
3. PRVA (INICIJALNA) JAVNA PONUDA AKCIJA ... 222
4. JAVNI PLASMANI ... 223
5. PRIVATNI PLASMANI ... 224
6. PRIVILEGOVANI PLASMANI (EMISIJA PRAVA) ... 225
7. PRIMARNA EMISIJA OBVEZNICA ... 227
7.1. JAVNI PLASMANI OBVEZNICA ... 227
7.2. PRIVATNI PLASMANI OBVEZNICA ... 228
III. REGULATORNI I NADZORNI ORGANI ... 229
1. KOMISIJA ZA HOV ... 229
1.1. POLOŽAJ, OVLAŠĆENJA I ODGOVORNOST KOMISIJE ZA HOV ... 230
1.1.1. Nadležnosti Komisije ... 230
1.1.2. Ovlašćenja Komisije ... 232
1.2. AKTA KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI ... 233
1.3. SASTAV KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI I NADZOR NAD NJENIM RADOM ... 234

1.4. PODNOŠENJE ODGOVARAJUĆIH IZVEŠTAJA
OD STRANE KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI 236
1.5. PRINCIPI RADA, ODLUČIVANJE I REGISTRI
KOJE VODI KOMISIJA ZA HOV 236
1.6. MEĐUNARODNA KOMISIJA ZA HOV - IOSCO 238
1.6.1. Principi Međunarodne komisije za HOV 240
2. NARODNA BANKA SRBIJE 243
2.1. OSNOVNE FUNKCIJE NARODNE BANKE 243
2.2. ORGANI NARODNE BANKE 244
2.3. SPROVOĐENJE MONETARNE POLITIKE I
KONTROLNE AKTIVNOSTI NARODNE BANKE SRBIJE 245
3. SAMOREGULATORNE ORGANIZACIJE 247
IV. FINANSIJSKA ANALIZA 249
1. FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA
KAO OSNOVE ZA DONOŠENJE INVESTICIONIH ODLUKA 249
1.1. FUNDAMENTALNA ANALIZA 250
1.1.1. Osnovni finansijski pokazatelji 253
1.1.2. Smisao i vrste racia prinosa akcionara 254
2. TEHNIČKA ANALIZA 255
3. OSNOVI ANALIZE PRINOSA I RIZIKA
NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA 262
3.1. PRINOS I RIZIK 263
3.2. MODELI RIZIKA NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA 265
3.2.1. Sistemski i nesistemski rizik 266
3.2.2. Rizik likvidnosti 268
3.2.3. Rizik zemlje 268
3.2.4. Tehnološki i operativni rizik 269
3.2.5. Kreditni i ostali rizici 269
3.3. MERE PRINOSA I RIZIKA 271
4. PORTFOLIO TEORIJA I DIVERSIFIKACIJA RIZIKA 274
4.1. MERE PRINOSA I RIZIKA ZA PORTFOLIO OD DVE HARTIJE . 279
4.2. UTICAJ INDIVIDUALNIH RIZIKA
HARTIJA NA RIZIK PORTFOLIA 281
4.3. KARAKTERISTIKE PRINOSA I
RIZIKA PORTFOLIA OD DVE HARTIJE 291
4.4. PORTFOLIO SASTAVLJEN OD VIŠE ELEMENATA 293
4.5. KONCEPT EFIKASNOG PORTFOLIA I EFIKASNOG SKUPA 295
4.6. KRIVE INDIFERENCIJE I OPTIMALNI PORTFOLIO 297
V. ZAŠTITA UČESNIKA U BERZANSKOM POSLOVANJU 303
1. ZABRANJENE MANIPULACIJE NA TRŽIŠTU 303

2. PRIVILEGOVANE – INSAJDER INFORMACIJE 307
2.1. POJAM POVLAŠĆENE INFORMACIJE 307
2.2. INSAJDER 308
3. RAVNOPRAVNOST UČESNIKA 309
4. INFORMACIONA ASIMETRIJA 310
4.1. JAVNA DOSTUPNOST INFORMACIJA U FUNKCIJI ZAŠTITE INVESTITORA 310
5. ODGOVORNOST EMITENTA 313
5.1. MANE PROSPEKTA 314
6. FINANSIJSKA ETIKA U FUNKCIJI ZAŠTITE INVESTITORA 317
6.1. ETIČKI PRINCIPI 317
VI. GLOBALIZACIJA TRŽIŠTA I FINANSIJSKE KRIZE 321
1. GLOBALIZACIJA EKONOMIJE 321
2. FINANSIJSKE KRIZE I IMPLIKACIJE U TRANZICIONIM EKONOMIJAMA 325
3. UTICAJ EKONOMSKE KRIZE U SRBIJI I ZEMLJAMA U TRANZICIJI 329
VII. PRILOZI 331
VIII. LITERATURA 339

PREDGOVOR

Berze i finansijska tržišta predstavljaju veoma važne segmente ekonomskih sistema svake nacionalne ekonomije i imaju značajne pokretačke snage i efikasne mehanizme za adekvatnu alokaciju finansijskih sredstava. Sa tog aspekta, autor je imao nameru da analizira naučna i praktična iskustva u razvijenim zemljama, da ukaže na moguće perspektive i pravce razvoja i mogućnost inplementacije u našoj nacionalnoj ekonomiji.

Berze i finansijska tržišta kao naučna oblast ne pripadaju fundamentalnim naukama, već svoje uporište nalaze u primenjenim naukama, odnosno grupi ekonomskih metodologija uz oslanjanje na opštu ekonomsku teoriju. Primenjene nauke se bave praktičnim problemima, te sa metodološkog aspekta težište usmeravaju na prikupljanju, klasifikovanju, analizi, i komparaciji podataka. Korišćenje matematičko-statističkih metoda i drugih instrumenata u analizi i ocenjivanje raspoložive naučne građe, doprinosi racionalnom donošenju poslovnih-investicionih odluka. Odnos između opšteg i specijalnog donekle se podudara sa odnosom između fundamentalnog i primenjenog.

Autora je od samog početka opterećivala dilema u pogledu naziva ove knjige, ali rešenje je postalo jednostavno kada se naziv knjige identifikovao sa nastavnim predmetom.

Ova knjiga je nastala kao rezultat dugogodišnjeg rada autora u oblastima koje se odnose na Finansijska tržišta, Berze i Hartije od vrednosti. Takođe i višegodišnje aktivno učešće u nastavnom i naučnom procesu doprineli su ovakom koncepcijskom i sistemskom pristupu u obradi sadržaja knjige.

U knjizi "Berze i finansijska tržišta" dat je opšti osvrt na probleme kreiranja novih institucija i finansijskih instrumenata, kao institucija koje funkcionišu u tržišnim ekonomijama. Knjiga je pre svega namenjena studentima Visoke škole za računovodstvo i berzansko poslovanje, kao i drugim studentima visokih škola i fakulteta na kojima se ova disciplina izučava.

Knjiga može biti od koristi i portfolio menadžerima, analitičarima, brokerima, kao i vlasnicima akcija i drugih finansijskih instrumenata. Namena knjige opredelila je i pristup u obradi pojmova, definicija, kategorija, uslova i odnosa koji se u njoj obrađuju. Teorijska razmatranja su svedena na potrebnu meru, a težište je preneto na praktičnu primenu.

Ovaj rad omogućiće studentima, i drugim korisnicima, sažet i praktičan na nauci zasnovan pristup ovoj složenoj materiji sa namerom da budu osposobljeni u teorijskom i praktičnom smislu i da dobiju šansu da postanu lideri u ovoj oblasti. Bila bi to posebna nagrada svima nama koji učestvujemo teorijski i praktično u tim procesima. Autor je nastojao da izbegne izricanje apodiktičkih tvrdnji i opširnih deskripcija, već je naglašena želja za argumentacijom koja može izazvati raspravu, sa kojom bi cilj knjige bio postignut.

Beograd, 2011. godine

Autor

D E O P R V I

I. INFRASTRUKTURA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

1. OSNOVE FUNKCIONISANJA FINANSIJSKIH SISTEMA

Nema jedinstvene definicije finansijskog sistema, ali je neosporno da on predstavlja deo ekonomskog i privrednog sistema svake nacionalne ekonomije, sastavljen od više elemenata koji imaju krucijalnu funkciju da obezbede permanentan i nesmetani tok finansijskih sredstava među njegovim učesnicima.

Finansijski sistem ima ulogu da poveže heterogene učesnike koji deluju u privrednom životu nacionalnih ekonomija i da omogući nesmetani transfer sredstava između njih.

Sa tog aspekta svakom finansijskom sistemu daju posebna obeležja tri važna segmenta koja ga sačinjavaju i to:

- institucije
- finansijska tržišta
- finansijski instrumenti

Kako zakoni u prirodi tako i u ekonomskoj nauci potvrđuju međusobne odnose i uticaje između različitih elemenata, događaja i pojava, tako se određene zakonitosti mogu uočiti i u tome, da što je privreda razvijenija i što se u njenoj osnovi nalaze osnovni ekonomski i tržišni postulati poslovanja, to implicira razuđeniji i efikasniji finansijski sistem.

Nebitna je činjenica da postoji uzročno-posledična veza između ove dve makroekonomske kategorije, a iz njihovih odnosa proističe i stepen razvijenosti privrednog sistema svake zemlje. U osnovi koncepta makroekonomskog aspekta finansijskog sistema nalaze se sa jedne strane štednja, a sa druge strane investicije.

Ako u hipotetičkom primeru, percepciji prepustimo samo teorijski model, koji nema potvrdu prakse, u vidokrugu privrednog sistema neke zemlje imali bi smo zatamnjenu sliku. Stvarnosti da postoji jednakost između dohodovnih i potrošnih dobara, odnosno da sve što se stvori, istovremeno se i potroši.

U tim okolnostima nema štednje, a kao konsekvenca se izvlači zaključak da nema ni investiranja, a ako nema investiranja nema ni napretka i razvoja te privrede.

U okolnostima da ne postoji odložena potrošnja (štednja), zadatak je finansijskog sistema da obezbedi efikasnu mobilizaciju i adekvatnu alokaciju sredstava od onih subjekata koja ta sredstva imaju kao višak, prema onim akterima kojima ta sredstva nedostaju.

Suština makroekonomskog aspekta finansijskih sistema i jeste u tome da se usklade i sučele suficitarni i deficitarni finansijski tokovi. Oni koji su u situaciji da daju sredstva, javljaju se na strani ponude sredstava i za to dobijaju izvesna „obećanja“ u zamenu za pozajmljeni novac. Ta „obećanja“ moraju imati takva obeležja koja su dovoljno privlačna, kao što su to finansijski instrumenti, akcije, obveznice, zapisi i polise osiguranja i dr.

Ovi finansijski instrumenti, svaki posebno, obećava onom ko je dao sredstva za njih, neke novčane prilive u budućnosti (novčani tok) izražene u formi dividende, kapitalne dobiti, kamate ili nekog drugog prinosa. Svakako da na ovom tržištu ne postoji apsolutna sigurnost, odnosno potpuna izvesnost da će ono što se očekuje biti i ostvareno, a nauka i praksa to registruju kao rizik sa kojim se susreću svi učesnici na ovim tržištima.

Davaoci sredstava ne samo da očekuju da im se vrate uložena sredstva, već očekuju i prinos odnosno zaradu kao nagradu za čekanje i preuzeti rizik, da se možda očekivanja i ne ostvare. Odavde sledi zaključak da zarada koja se očekuje, a koja se iskazuje kao prinos i predstavlja procenat u odnosu na uložena sredstva, ima pozitivnu korelaciju sa preuzetim rizikom. Jedan od važnih zadataka finansijskih sistema je i stvaranje poverenja između njegovih učesnika uz afirmaciju i primenu etičkih principa, kako bi se antagonistički odnosi koji po prirodi stvari imaju u osnovi ovi odnosi, oplemenili na zadovoljstvo učesnika u njima.

Stepen razvijenosti finansijskih sistema korelira sa razvojem privrednih sistema svake nacionalne ekonomije, sa definisanom vlasničkom strukturom, sa produkcionim odnosima koji karakterišu tu nacionalnu ekonomiju, sa društveno-političkim odnosima i tradicionalnim vrednostima koje su karakteristične za to geografsko područje.

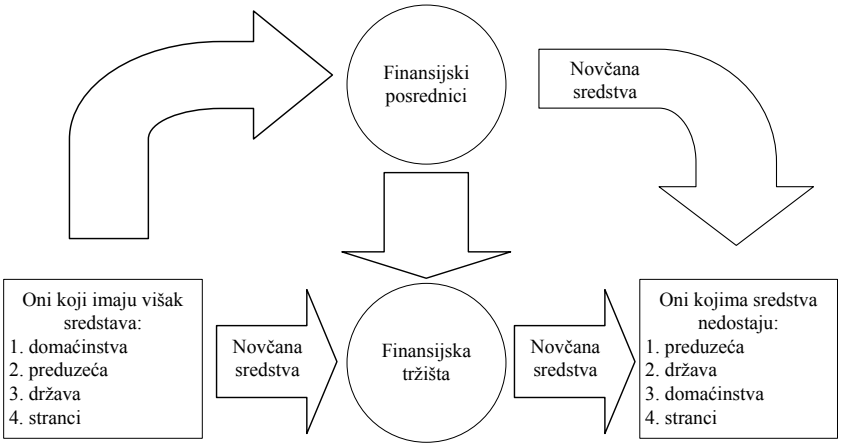
Iz svega ovoga može se izvršiti podela finansijskih sistema na dve velike grupe, po osnovu konceptualnih postavki na kojima počivaju, a to su:

– finansijski sistemi u čijoj osnovi se nalazi slobodno tržište i tržište sa hartijama od vrednosti
– finansijski sistemi u čijoj osnovi dominaciju imaju banke

Kao izraziti predstavnici ove podele mogu se navesti finansijska tržišta Sjedinjenih američkih država i Engleske, koja počivaju na otvorenoj ekonomiji i tržištu Nemačke i Japana, gde tradicionalno bankarski sistem ima dominaciju. Naša zemlja je pripadala grupi zemalja gde je vodeću ulogu imao bankarski sistem, s obzirom da finansijsko tržište nije ni postojalo. Najnovija vremena to menjaju kako kod nas tako i šire. Opšti procesi globalizacije sve više brišu granice nacionalnih ekonomija, težeći unificiranosti i stvaranju globalnog svetskog tržišta.

Kao što smo to ranije naglasili svaki finansijski sistem sačinjava veći broj institucija (Centralna banka, poslovne banke, penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije, brokersko-dilerska društva, investicioni fondovi i drugi) uz značajan broj finansijskih tržišta (tržište kapitala, tržište novca, devizno tržište, tržište efekata i dr.), kao i finansijskih instrumenata (instrumenti duga, korporativni instrumenti, izvedene hartije – derivati).

Na kraju ne treba izgubiti iz vida ni značajnu ulogu institucija koje imaju regulatornu ulogu u ovim sistemima o kretanju novčanih sredstava u okviru finansijkih sistema[1].



Zahvaljujući razvoju finansijskih sistema i njegovih elemenata koji ga sačinjavaju, privredni subjekti dolaze do neophodnih sredstava za svoj rad, razvoj i napredak.

[1] Izvor: Mishkin F. S., The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Addison Wesley, Boston, 2003.

1.1. ZNAČAJ FINANSIJSKIH SISTEMA I NJIHOVA ULOGA

O značaju finansijskih sistema i njihovoj ulozi takođe postoje različita mišljenja između stručnjaka, ali za ovu priliku navodimo deset[2] osnovnih funkcija finansijskog sistema u savremenoj privredi.

- 1. *Funkcija štednje* – Finansijske institucije i finansijska tržišta predstavljaju kanale za javnu štednju. Akcije, obveznice, kao i drugi finansijski instrumenti tržišta novca i tržišta kapitala, su profitabilni i srazmerno nisko rizični okviri za javnu štednju. Ostvarena štednja se može putem finansijskog tržišta usmeriti u investicije, koje donose više dobara i usluga u narednom periodu. Tako se povećava i životni standard stanovništva. Kada štednja pada, nema investicija i kolektivno pada i životni standard. Funkcija štednje je posebno značajna jer obezbeđuje privrednom sistemu vitalni element, sredstva za investiranje, na osnovu kojih privreda raste.
- 2. *Funkciju bogatstva* – I privredni subjekti i pojedinci koji se odluče za štednju ulažući u finansijske instrumente bilo tržišta kapitala ili tržišta novca, predstavlja odličan način za očuvanje buduće kupovne snage – bogatstva, za razliku od drugih „stvari“ (nekretnine, umetnička dela i slično)koje su izložene obezvređivanju, ulaganja u finansijske instrumente ne nestaju tokom vremena, već generišu dohodak i manje su izloženi gubitku od drugih oblika bogatstva.
- 3. *Funkcija likvidnosti* – Razvijen finansijski sistem obezbeđuje mogućnost konverzije finansijskih instrumenata za novac i obrnuto. Na taj način finansijski sistem obezbeđuje likvidnost štedišama koji imaju u posedu finansijske instrumente, a treba im novac.
- 4. *Kreditna funkcija* – Finansijska tržišta daju kredite kojima se finansira potrošnja i investicije. Krediti predstavljaju pozajmljena sredstva u zamenu za neke obećane isplate u budućnosti. Svim privrednim subjektima ili pojedincima to je pogodna prilika da dođu do neophodnih finansijskih sredstava, kada im se za to ukaže potreba.
- 5. *Funkcija plaćanja* – Finansijski sistem obezbeđuje određene mehanizme za plaćanje dobara i usluga, a kao zamena za plaćanja

[2] Dr. Dejan Erić, Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja štampa, Beograd, 2003.

gotovim novcem (čekovi, kartice, elektronski i bezgotovinski načini plaćanja). To sve doprinosi pojednostavljivanju načina plaćanja, a sa druge strane pospešuje i olakšava promet roba i usluga.

- 6. *Funkcija rizika* – Finansijski sistem pruža mogućnost zaštite od mogućih rizika kako u svakodnevnom životu, tako i na finansijskom tržištu počev od polisa osiguranja do zaštite od promena kamatnih stopa, promene cena finansijskih instrumenata, do promena hedžinga.
- 7. *Makroekonomska funkcija* – Mehanizmima koji postoje u razvijenim finansijskim sistemima, organi vlasti sprovode mere ekonomske politike i na taj način ostvaruju određene makroekonomske ciljeve.
- 8. *Funkcija prenosa resursa* – Mogućnost prenosa finansijskih sredstava na udaljena geografska područja.
- 9. *Funkcija obezbeđenja informacija* – Za sve učesnike privrednog života i rada finansijski sistem može obezbediti neophodne informacije pod jednakim uslovima sa namerom da se umanji informaciona asimetrija.
- 10. *Funkcija kreiranja novca* – Finansijski sistem obezbeđuje i potrebno kreiranje novca u okvirima nacionalnih ekonomija.

2. POJAM I TIPOLOGIJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Nema jedinstvene definicije finansijskih tržišta, ali se zato može govoriti o različitim pristupima i njegovom definisanju. Polazeći od najoriginalnijeg i najšireg tumačenja tržišta uopšte, to upućuje na pojam fizičkog prostora gde se susreću zainteresovani kupci i prodavci. Bilo bi to ipak dosta pojednostavljeno poimanje finansijskih tržišta, s obzirom na veliki broj različitih definicija od različitih autora do stava našeg zakonodavca u Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine. Evo nekoliko koje treba apostrofirati.

– Mehanizam preko koga se finansijska aktiva kupuje, prodaje i njom trguje[3],

[3] Frank J. Fabozzi, Franco Modiglliani and Michel G. Ferri „Fundations of Financial market and Institutions“, Prentice Hall Englewood Clifts, NJ, 1994.

- Organizovano mesto na kome se susreće ponuda i tražnja za različitim oblicima finansijskih instrumenata (ili aktive)[4]
- Finansijska tržišta predstavljaju „medijum“ putem koga korporacije pribavljaju dodatna sredstva za svoje investicione projekte ali i mogućnost za investitore da adekvatno upošljavaju svoja slobodna sredstva, kako u borbi za njihovo realno očuvanje protiv inflacije, tako i u nastojanju da kroz visoke stope oplodnje obezbede i njihovo realno uvećanje[5]

U Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine u članu 10. umesto finansijskih tržišta koristi se pojam „organizovano tržište“ koje se bliže definiše:

- Organizovano tržište je tržište HOV i drugih finansijskih instrumenata koje je dostupno javnosti i na kome se po unapred propisanom pravilu trguje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima, a koje organizuje organizator tržišta i nad kojim nadzor vrši Komisija.[6]

Finansijska tržišta postoje i funkcionišu u tržišnim ekonomijama u ambijentu u kome se kreiraju finansijska potraživanja i realizuje ponuda i tražnja za finansijskom aktivom.

Ta uspešna alokacija viškova sredstava sa kojima raspolažu određeni subjekti usmerava se prema subjektima kojima ta sredstva nedostaju, zahvaljujući „kanalima“ koje obezbeđuju finansijska tržišta.

Sa „ekonomskog“[7] aspekta finansijska tržišta podrazumevaju mehanizme koji omogućavaju krajnjim korisnicima da direktno ili preko posrednika trguju finansijskim instrumentima sa namerom da prikupe odgovarajuća finansijska sredstva u cilju investiranja u razvoj i opšti napredak društvene zajednice.

Sa „pravnog“ aspekta finansijska tržišta uključuju procedure, procese, postupke i metode za utvrđivanje cena predmeta trgovanja, za zaključivanje kupoprodajnih ugovora, za postupke zaštite investitora kao i očuvanje poverenja za celokupno tržište.

Na finansijskim tržištima se finansijski instrumenti mogu lako pretvoriti u novac kada to njihovim vlasnicima zatreba. U uslovima slobodne po-

---

[4] Branko Vasiljević, Osnovi finansijskog tržišta, Beograd, 2002.

[5] Dr Dejan Šoškić, Hartije od vrednosti, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.

[6] Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Službeni glasnik RS br. ____, Beograd, 2006.

[7] Komisija za hartije od vrednosti, Finansijsko tržište, Beograd, 2005.

nude i tražnje, na finansijskim tržištima se formira cena kao kompromis ili ravnoteža na kojoj su se „našli“ oni koji instrumente nude i oni kojima ti instrumenti trebaju.

Pored otkrivanja i utvrđivanja cena, finansijska tržišta obezbeđuju i odgovarajuće informacije svim učesnicima pod jednako dostupnim uslovima i na taj način se izbegava informaciona asimetrija.

Svakako da finansijska tržišta predstavljaju važan faktor za celokupan privredni i ekonomski razvoj onih zemalja u kojima vladaju tržišni principi poslovanja.

Kako na finansijskim tržištima učestvuje veoma heterogena struktura učesnika, tipologiju finansijskih tržišta moguće je vršiti po različitim kriterijumima. Kao najčešće korišćene podele navode se:

- Prema ciljevima tržišta
- Prema obliku organizovanja
- Prema potrebi za učešćem posrednika
- Prema roku dospeća nastalih transakcija
- Prema ulozi prodavca na tržištu

- *1. Prema cilju* finansijska tržišta se razlikuju po tome sa kojom vrstom finansijskih instrumenata se trguje na njima, pa se sa tog aspekta mogu razlikovati tržišta kapitala, tržišta novca, devizna tržišta i tržišta derivata. Na tržištima kapitala se trguje vlasničkim i dužničkim instrumentima, a na tržištima novca trguje se novcem i njegovim surogatima i čiji je rok dospeća do jedne godine.

  Na deviznim tržištima se trguje devizama, a na derivatnim tržištima se trguje izvedenim instrumentima u čijoj osnovi se nalaze hartije od vrednosti, ili neka druga aktiva.
- *2. Prema obliku organizovanja* razlikuju se organizovana i slobodna tržišta;
- *3. Prema ulozi posrednika* finansijska tržišta mogu biti direktna i intermedijarna;
- *4. Prema ulozi prodavca* moguća je podela na primarna i sekundarna tržišta;
- *5. Prema roku dospelosti obaveza* finansijska tržišta se dele na spot i terminska tržišta. Kod spot tržišta obaveze se izvršavaju odmah, a kod terminskih obaveze se izvršavaju u nekom budućem periodu.

3. ZNAČAJ I FUNKCIJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

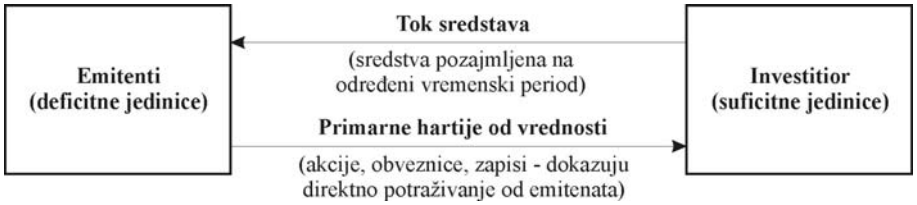
Jedna od osnovnih funkcija finansijskog tržišta je povezivanje suficitarnih i deficitarnih subjekata u okviru finansijskog i ekonomskog sistema. Na taj način se omogućava nesmetana cirkulacija finansijskih sredstava između raznih privrednih grana i sektora, povećava se efikasnost privrednih aktivnosti, omogućava se rast i razvoj privrednih subjekata, a to sve zajedno doprinosi rastu životnog standarda pojedinaca i opšteg blagostanja društvene zajednice.

Transfer sredstava između suficitarnog i deficitarnog sektora, finansijska tržišta mogu izvršiti na tri moguća načina i to:[8]

- 1) Direktno finansiranje,
- 2) Poludirektno finansiranje,
- 3) Indirektno finansiranje

Direktno investiranje predstavlja najjednostavniji način finansijskih transakcija, s obzirom da se sredstva ili hartije od vrednosti transferišu bez posrednika između emitenta i investitora. Ovaj vid finansiranja ima određene prednosti, ali i nedostatke koji se ublažavaju primenom drugih oblika finansiranja.

Slika 1. *- Direktno finansiranje*



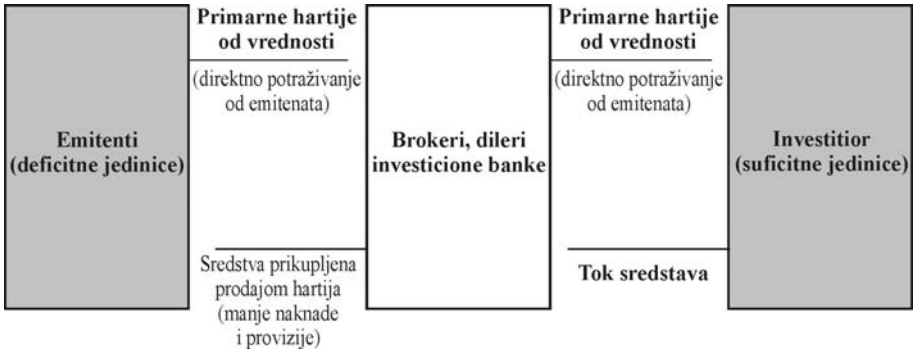
Izvor: Rose P.S., Marquis M.H., Money and Capital Markets, McGraw-Hill Irwin, Boston, 2006., str.40

Poluindirektno finansiranje podrzumeva uključivanje finansijskih posrednika u realizaciju finansijskih transakcija. To je u stvari povezivanje su-

[8] Rose P.S., Marqius M.H., Money and Capital Markets, Megraw-Hill Irwin, Boston, 2006.

bjekata koji imaju viškova sredstava sa subjektima koji ta sredstva nemaju. U ulozi posrednika najčešće se nalaze brokersko-dilerska društva i investicione banke ili dileri. Svojim aktivnostima doprinose smanjenju transakcionih i informacionih troškova koji prate direktno finansiranje, a doprinose efikasnijem sprovođenju celokupnog transakcionog postupka.

***Slika 2**. -Poludirektno finansiranje*



Izvor: Rose P.S., Marquis M.H., Money and Capital Markets, McGraw-Hill Irwin, Boston, 2006., str.41

Indirektno finansiranje se obavlja uz učešće posrednika. Posrednici se inače razlikuju po ulozi koju imaju u posredovanju prilikom transfera finansijskih sredstava na tržištu.

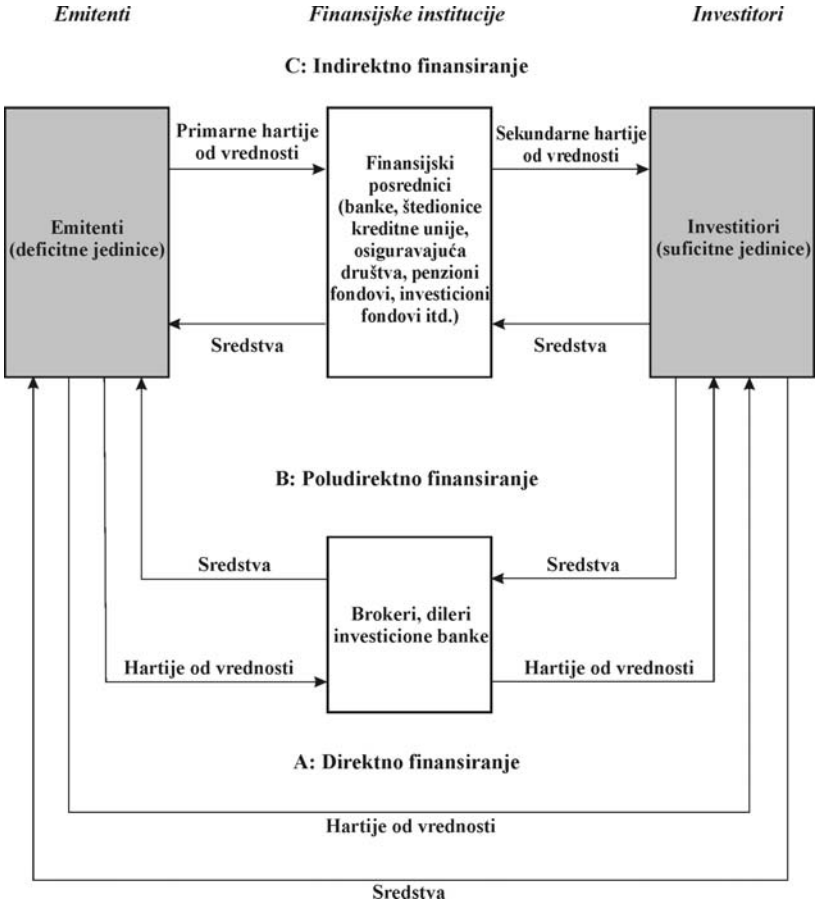
Kod indirektnog finansiranja otklanjaju se neki nedostaci koje sobom nose direktno i poludirektno finansiranje. U oba modela kao problem se javlja veliki broj hartija koje nudi emitent i koji nisu uvek privlačni za veliki broj investitora. U takvim okolnostima uloga finansijskih posrednika se usložnjava na taj način što oni ne samo da povezuju zainteresovane subjekte u ovim transakcijama već vrše transformaciju finansijske aktive iz jednog oblika u drugi. Oni u stvari izdaju hartije od vrednosti koje su privlačnije investitorima, kako u pogledu cena, količina, tako i u roku dospeća, prinosa i slično od onih hartija koje nude emitenti. U ovom procesu hartije koje su izdali emitenti nazivaju se primarne hartija, a hartije koje su izdali posrednici nazivaju se sekundarne[9] hartije od vrednosti, zato što su pokrivene primarnim hartijama od vrednosti koje su izdate od strane emitenta.

[9] Rose P.S., Marqius M.H., Money and Capital Markets, Megraw-Hill Irwin, Boston, 2006.

Slika 3. *- Indirektno finansiranje*

Izvor: Rose P.S., Marquis M.H., Money and Capital Markets, McGraw-Hill Irwin, Boston, 2006., str. 42

Slika 4. *- Mogući načini transfera aktive na tržištu hartija od vrednosti*



Pored navedenih funkcija finansijsko tržište vrši i sledeće funkcije.

- *Funkciju povezivanja* – Finansijska tržišta funkciju povezivanja realizuju kroz susretanje ponude i tražnje za različitim oblicima finansijske aktive kako kod direktnog, tako i kod indirektnog finansiranja.
- *Alokativna funkcija* finansijskih tržišta nastaje kao mogućnost da se izvrši alokacija slobodnih novčanih sredstava od onih subjekata koji raspolažu viškovima prema onim subjektima kojima ta sredstva nedostaju.
- *Funkcija razvoja* – Finansijska tržišta doprinose privrednom razvoju jer dovode do povećanja mobilnosti finansijskih sredstava. Takođe prikupljanje sredstava za važne infrastrukturne projekte koji su nosioci privrednog razvoja nije moguće bez finansijskih tržišta.
- *Funkcija efikasnosti* – Zahvaljujući efikasnom korišćenju slobodnih finansijskih sredstava preko finansijskih tržišta postojeći kapital u privredi se maksimalno efikasno koristi, podižući na taj način nivo društvenog bogatstva i opšteg blagostanja stanovništva.
- *Funkcija pouzdanosti* – Finansijska tržišta su razvila mehanizme putem kojih se može smanjivati rizik iz poslova koji se obavljaju na ovim tržištima.

4. STRUKTURA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA I REGULATORNO OKRUŽENJE

Kao što nema jedinstvene definicije o finansijskim tržištima tako ne postoji ni univerzalni kriterijum za njihovu podelu. Kako u nauci, tako i u praksi, može se govoriti o različitim načinima i različitim aspektima njihovog posmatranja, pa sa tog stanovišta mogu se praviti različite podele i to:

- 1) Ako se kao kriterijum posmatranja uzme mesto na kome se obavljaju transakcije, tada razlikujemo geografski prostor koji određuje finansijska tržišta:
    - lokalna, obuhvataju određeno područje ili deo zemlje,
    - nacionalna, obuhvataju prostor jedne zemlje,
    - internacionalno, obuhvataju međunarodna finansijska tržišta
- 2) U zavisnosti od karaktera i prava koja se nalaze u osnovi instrumenata sa kojima se trguje, finansijska tržišta se mogu podeliti na:

– tržišta dugovnih finansijskih instrumenata,
– tržišta vlasničkih finansijskih instrumenata

Na tržištima dugovnih finansijskih instrumenata, trguje se obveznicama, certifikatima i zapisima, notama, bondovima i dr. Instrumenti duga su takva vrsta hartija od vrednosti koji odražavaju dužničko-poverilačke odnose, tj. kreditni odnos. Za razliku od njih na tržištima vlasničkih instrumenata trguje se akcijama koje imaju drugačiji karakter od instrumenata duga. Razlika je u tome što njihovi investitori (kupci) ne postaju poverioci (kreditori) kao kod kupovine dužničkih hartija, već stiču deo vlasništva odnosno svojine kompanije koja emituje akcije.

Istovremeno razliku izražavaju i vrste prava koja se nalaze u osnovi ovih instrumenata. Umesto kreditnog odnosa, akcije daju pravo nad svojinom i budućim prihodima. Za razliku od instrumenata duga, vlasnički instrumenti nemaju rok dospeća, a prava koja nose svojim vlasnicima su srazmerna (proporcionalna) učešću akcija u ukupnom akcijskom kapitalu kompanije.

- 3) Po kriterijumu roka dospeća finansijskih instrumenata, finansijska tržišta se mogu podeliti na:
  – tržište novca,
  – tržište kapitala

  Tržište novca predstavlja deo finansijskog tržišta gde se trguje žiralnim novcem, hartijama od vrednosti čiji je izdavalac država ili njene ovlašćene institucije i čiji je rok dospeća kraći od jedne godine.

  Ovo tržište je dosta sigurno sa aspekta malih oscilacija cena.

  Tržište kapitala je segment finansijskih tržišta na kome se trguje dugoročnim instrumentima, odnosno kapitalom.
- 4) Ako se kao kriterijum posmatra vreme plaćanja i isporuke finansijske aktive, finansijska tržišta se dele na:
  – promptna,
  – terminska tržišta

  Na promptnom tržištu (gotovinsko, spot) sve transakcije i zaključeni poslovi se realizuju u kratkom roku, odnosno odmah. Sama transakcija obuhvata istovremeno isplatu novčanih sredstava i isporuku finansijske aktive učesnicima transakcije. Uobičajeni vremenski period koji prati ovu transakciju iznosi od 2 do 5 dana koliko je inače potrebno za obračun i saldiranje nastalih potraživanja.

Na terminskim tržištima zaključuju se ročni (terminski) poslovi koji podrazumevaju postizanje saglasnosti volja različitih učesnika za realizaciju određenih finansijskih transakcija u budućnosti. Na ovim tržištima se trguje izvedenim hartijama – derivatima. Ova tržišta imaju određene prednosti kao i nedostatke koji se pre svega ogledaju u:

- nižim transakcionim troškovima,
- većoj brzini u obavljanju transakcija

Kao nedostatak na terminskim tržištima javlja se problem neizvršavanja ugovornih obaveza od strane učesnika u transakciji, pa je po tom osnovu rizik posebno naglašen. Svakako na terminskim tržištima su kreirani mehanizmi zaštite od mogućih rizika za sve učesnike, uvođenjem klirinške kuće kao garanta za izvršenje transakcije i uvođenjem sigurnosnih margina, marži i posebnih računa.

- 5) Kada se kao kriterijum koristi i to koji se put trguje finansijskim instrumentima, tada se finansijska tržišta dele na:
  - primarna,
  - sekundarna

  Na primarnom finansijskom tržištu vrši se primarna emisija pojedinih hartija od vrednosti. Ova tržišta se vezuju za uvođenje novih hartija na tržištu, odnosno sa njima se vrši prva transakcija.

  Na primarnom tržištu, emitenti dolaze do neophodnih sredstava potrebnih za njihov dalji rad i razvoj. Sa druge strane, investitori odnosno kupci ovih instrumenata postaju vlasnici tih hartija i oni očekuju prihod u budućnosti koji bi trebalo da prevaziđu izdatke za otkup primarne emisije. Primarna emisija ne mora biti javna i može se vršiti putem privatnih plasmana.

  Na sekundarnom tržištu se trguje već emitovanim HOV. Ova tržišta obezbeđuju likvidnost finansijskih instrumenata i karakteriše ih stroga normativna uređenost i javnost u radu.
- 6) U zavisnosti od vrste tržišnog materijala kojim se trguje na finansijskim tržištima, razlikujemo:
  - specijalizovana finansijska tržišta (akcije, obveznice),
  - univerzalna finansijska tržišta (svi oblici tržišnog materijala)
- 7) Ako se kao kriterijum koristi mesto i način kako se promet obavlja, možemo razlikovati:

– berzanska tržišta,
– vanberzanska tržišta

Berzansko tržište obuhvata berze na kojima se vrši kupovina i prodaja različitih oblika berzanske robe ili finansijskih instrumenata, po unapred precizno utvrđenim pravilima, preko za to ovlašćenih subjekata – brokersko-dilerskih kuća ili drugih finansijskih posrednika.

Vanberzansko tržište znači da se transakcije mogu obavljati i van berze. Ta druga mesta mogu biti banke ili druge finansijske institucije, a mogu biti kreirana u formi elektronskih mreža i kompjuterskih sistema.

- 8) Sa aspekta nacionalne ekonomije, finansijska tržišta mogu biti:
  – interna,
  – eksterna finansijska tržišta

  Interno ili domaće tržište je ono na kome domaći subjekti emituju različite finansijske instrumente kojima se uglavnom na tom tržištu i trguje.

Inostrano tržište je ono na kome se pojavljuju i učesnici iz inostranstva.

4.1. REGULACIJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Jedan od osnovnih ciljeva koje se ostvaruje regulacijom finansijskih tržišta je jačanje poverenja kako između učesnika tako i u samo tržište. U okvirima nacionalnih ekonomija, države nastoje da stvore ambijent, a zakonskom normativom regulišu rad finansijskih tržišta i njegovih učesnika kako bi na taj način:

- a) zaštitila učesnike,
- b) održavala makroekonomsku stabilnost,
- c) održavala konkurentnost,
- d) održavala likvidnost finansijskih institucija,
- e) obezbedila opšti rast i privredni razvoj

Glavni događaj u kome se nalazi osnova za osnivanje i rad regulatornih tela je velika ekonomska kriza iz 1933. godine u SAD. Tada je došlo do nezapamćenih padova kurseva HOV na berzama i do velikih gubitaka koje su pretrpeli investitori i to pre svega zbog neizvesnosti na tržištima, zbog prevara i neregulisanih odnosa na tržištu HOV. Tada je i formirana Komisija

za hartije od vrednosti i berzansko poslovanje, *Securities and Exchange Comision,* a ubrzo su usvojena i akta za njen rad. Osnova rada ove komisije se nije značajno promenila ni do današnjih dana, izuzev onih delova uslovljenih tehnološkim i elektronskim načinima rada.

Osnovni ciljevi definisani 1933. godine bili su:

- da investitorima budu dostupne tačne informacije za prodaju akcija,
- da se spreče prevare pri prodaji hartija od vrednosti

Komisije za hartije od vrednosti koje su kasnije formirane u drugim državama, imaju približno iste osnovne principe rada kao i komisija iz SAD.

Zaštita učesnika na finansijskim tržištima ima za cilj da ojača međusobno poverenje učesnika, da se poveća efikasnost ekonomskih sistema, da se smanje moguće prevare i protivzakonite radnje i da se obezbedi zaštita investitora i celokupnog tržišta.

U pogledu konkurencije, država mora da ojača konkurentnost finansijskih institucija na domaćem tržištu, uz istovremenu pripremu za rad na globalnom finansijskom tržištu. Zbog toga se nastoji da što veći broj finansijskih institucija uzme učešće na tržištu, da su svi učesnici nezavisni samostalni, da niko od učesnika nema dominantan položaj, da su uslovi za ulazak na tržište relativno laki i jednostavni, a da su osnovni motivi sadržani u visini prinosa koje finansijski instrumenti donose.

Održavanjem makroekonomske stabilnosti država doprinosi stabilnosti privređivanja i ekonomskom razvoju.

U održavanju solventnosti (prvenstveno banaka), obezbeđuju se stabilnost ekonomskog sistema i finansijskim tržištima. Država i centralna banka to obezbeđuju primenom mehanizama obaveznih rezervi, osiguranjem depozita, nivoom eskontne stope i drugim propisima.

Potreba za unificiranjem rada regulatornih tela nameće ideju za formiranjem jedinstvenog regulatornog tela na nivou Evropske unije. U sadašnjoj fazi vrši se samo harmonizacija rada Komisija za HOV.

U našoj zemlji tek 1989. godine donet je Zakon o preduzećima i Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala, koji su predstavljali pravni okvir za izgradnju finansijskih tržišta. Kasnije je donet Zakon o berzama i berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima i Zakon o tržištu HOV i drugih finansijskih instrumenata. Ovi zakoni kao i Zakon o investicionim fondovima, omogućili su stvaranje Beogradske berze, brokersko-dilerskih društava, investicionih fondova i drugih posrednika i učesnika na finansijskom tržištu Srbije.

5. ASPEKTI EFIKASNOSTI FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

5.1. ZNAČAJ EFIKASNOSTI FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Finansijska tržišta postoje i funkcionišu na taj način što vrše povezivanje učesnika na tržištu, omogućavajući razmenu finansijske aktive između subjekata koji imaju viškove finansijskih sredstava sa subjektima kojima ta sredstva nedostaju. Finansijska tržišta olakšavaju proces povezivanja između različitih sektora privrede. Na finansijskom tržištu se formira stopa prinosa, kao specifična cena po kojoj će se plaćati sredstva razmene. Visina ove stope je parametar za tokove alokacije kapitala i transfera resursa između sektora. Ova tržišta su složenija od drugih tržišta, a njihova efikasnost sve više dobija na značaju. Pojam "efikasno tržište" u kontekstu finansijskih tržišta prvi put se definiše 1969. godine[10] u radu pod nazivom "Prilagođavanje cena akcija novim informacijama". Pod efikasnim tržištem podrazumeva se tržište koje se brzo prilagođava novim informacijama. U kasnijim radovima, vršene su izvesne dopune, ali zajednički imenitelj ostao je nepromenjen tj. da efikasno tržište predstavlja ono tržište gde cene finansijske aktive uključuju sve dostupne informacije. Važno je naglasiti da informativna efikasnost ne doprinosi smanjenju transakcionih troškova.

Postoje tri podele koje bliže opisuju efikasnost finansijskih tržišta i to: alokativnu, operativnu i cenovnu efikasnost.

Za alokativnu efikasnost se može reći da finansijska tržišta obezbeđuju takve informacije investitorima tako da cene finansijskih instrumenata izjednačavaju stopu rizika i stopu prinosa. Za neko tržište će se reći da ima veću alokativnu efikasnost ako se sredstva opredele u one grane privrede, gde postoje najbolje mogućnosti za ostvarivanje profita.

Na razvijenim finansijskim tržištima postoje posebne finansijske institucije, na osnovu čijih se podataka mogu plasirati sredstva u one privredne grane gde se ostvaruju najbolji prihodi.

Operativna efikasnost znači da će troškovi finansijskih posrednika biti najniži, a usluge brze i tačne.

---

[10] Fama E. F. Fisher L. Jensen M. C. and Roll R. "*The adjustment of stock prices to now information*" 1969.

Na stepen operativne efikasnosti utiče više faktora kao što su: broj učesnika i međusobna konkurencija, tehničko-tehnološka opremljenost, obrazovna struktura i stručnost neposrednih učesnika.

Cenovna efikasnost podrazumeva visoku fleksibilnost cena finansijskih instrumenata na pojavu svih informacija relevantnih za njihovo vrednovanje. Stepen cenovne efikasnosti finansijskog tržišta odražava brzinu kojom cene reaguju na pojavu novih informacija. Efikasno tržište je ono tržište na kome cene odmah i u potpunosti uključuju sve raspoložive informacije. Jasno je da sve informacije nemaju isti značaj za različite privredne grane (informaciju o novim tehnološkim otkrićima u oblasti vazduhoplovstva, na proizvođače vina i sl.). Cenovna efikasnost finansijskih tržišta posebno je istraživana u oblasti tržišta kapitala odnosno na kretanje cena akcija na berzama.

Na osnovu značajnih istraživanja nastala je teorija ili hipoteza o efikasnosti tržišta.

Hipoteza o efikasnosti tržišta inplicira nekoliko bitnih momenata.[11]

- cene odražavaju, odnosno reflektuju sve relevantne informacije,
- usled velike brzine reagovanja cena na informacije, na efikasnom tržištu nema mogućnosti za ostvarivanje velikih dobitaka, abnormalnih ili ekstra profita u kratkom roku,
- razlika između stvarnih i predviđenih prinosa je jednaka nuli,
- pošto se ne zna kakve će se informacije pojaviti u budućnosti cene finansijskih instrumenata imaju karakter slučajnosti, a tako kretanje cena se naziva "random walk", nasumični hod, što inplicira veliki stepen rizika u njihovom kretanju

Kako tržište reaguje na novu informaciju prikazaćemo na jednom hipotetičkom primeru.[12]

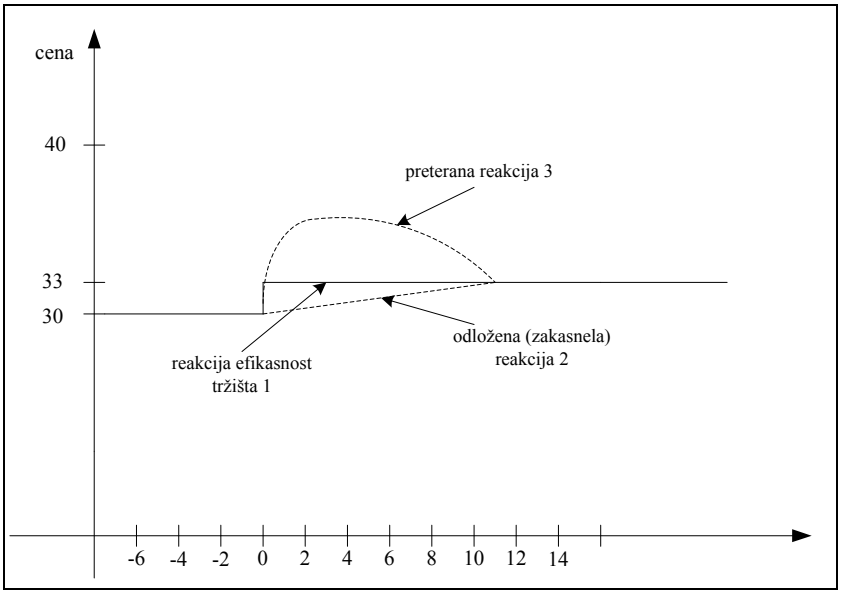
Ako pretpostavimo da je cena neke konkretne hartije 30 novčanih jedinica i da se na tržištu pojavila nova, za tu hartiju od vrednosti, relevantna informacija. Informacija je pozitivnog sadržaja i imaće uticaja na rast cene te hartije od 3 novčane jedinice. Treba naglasiti da je reč o idealizovanom slučaju, gde se pretpostavlja da tokom svih dana posmatranja pristiže samo jedna relevantna informacija.

Reakcija tekuće cene na tu informaciju biće prikazana na sledećem grafikonu.

---

[11] Dejan Erić, Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja štampa, Beograd, 2003.
[12] Saša Popović, Portfolio analiza, Modus, Podgorica, 2000.

Grafik 1. *- Reakcija efikasnog i neefikasnog tržišta na nove informacije*



Linija broj 1 odražava reakciju tržišta tako što u trenutku pojavljanja informacije, istu uključuju u cenu i cena odlazi na 33 novčane jedinice. Tako formirana cena ostaje nepromenjena u narednom periodu, obzirom da ne pristižu nove informacije koje bi imale uticaja na cenu.

Druge dve linije predstavljaju moguću reakciju na neefikasnom tržištu.

Linija broj 2 posle prijema informacije ima blagu reakciju, tako da se tokom narednih dana prilagođava i tek nakon 10 dana dolazi na nivo od 33 novčane jedinice. Zašto je putanja linije broj 2 usporena? Objašnjenje je sledeće.

U danima kada se informacija pojavila, ona je bila dostupna ograničenom broju korisnika na tržištu. Protekom nekoliko dana informacija postaje dostupna još većem broju učesnika koji imaju uticaj na cenu hartije. Na kraju kada ova informacija bude inkorporirana u investicione odluke svih aktera, ova informacija deluje na tekuću cenu koja dostiže visinu od 33 novčane jedinice.

Linija broj 3 odražava veoma optimistički uticaj ove informacije na cenu, i ona premašuje iznos od 33 novčane jedinice.

Protokom vremena uvećava se broj investitora koji na ovaj način reaguju, pa se istovremeno smanjuje broj onih koji su spremni da plate više od 33 novčane jedinice. U periodu od 10 dana cena ove hartije se svodi na pravu cenu, a da je ovo tržište bilo efikasno, ne bi bilo potrebno objašnjavati linije 2 i 3.

Ukoliko je tržište efikasno, promena današnje cene konkretne hartije od vrednosti nebi trebalo da ima veze sa njenim jučerašnjim ili promenama

iz predhodnih dana.Osnovni uslov efikasnosti tržišta je da očekivana promena u ceni bilo kojeg dana mora biti nezavisna od promena cena iz prošlih serija.Sposobnos investitora da ostvari abnormalne-veće prinose od očekivanih, a na osnovu novih informacija , direktno je povezana sa brzinom i efikasnošću tržišta da apsorbuje novu informaciju.U okolnostima u kojima se vrši efikasna i brza apsorpcija novih informacija, nije moguće ostvariti veće prinose od očekivanih (abnormalne), tada se može govoiti da tržište funkcioniše po principu „fer igre“

5.2. MODEL "FER IGRE" I HIPOTEZA "SLUČAJNOG HODA"

Kada se govori o efikasnom tržištu, promena cena neke hartije od vrednosti ne bi trebala da bude povezana sa promenama koje su se dogodile prethodnih dana. Kada se informacije koje stižu iz okruženja primaju brzo, sveobuhvatno i efikasno, tada nije moguće ostvariti abnormalne prinose na hartije koje su predmet našeg interesovanja.

U tim uslovima se može reći da tržište funkcioniše po principu "fer igre". Međutim, definicija koja govori o tome da cene na efikasnom tržištu u potpunosti odražavaju raspoložive informacije, previše je uopštena, pa je potrebno bliže razmotriti termin "u potpunosti odražavaju".

Ako se pođe od izraza[13] koji označava abnormalni prinos, na neku hartiju i uslova da je očekivana stopa prinosa u funkcije skupa informacija relevantnih za datu hartiju od vrednosti jednaka $E_{(et+1)} \cdot Q = 0$, tada se može reći da (0) informacija ne omogućava trgovinu na osnovu koje bi se ostvario prinos, veći od onoga koji bi se očekivao na osnovu rizika koji nosi sama hartija od vrednosti.

$$E_{t+1} = R_{t+1} - E_{(et+1)}$$

Model za fer igru podrazumeva uslov

$$E_{(et+1)} \cdot Q_A = 0$$

E_{t+1} = abnormalni prinos na neku hartiju u narednom periodu

R_{t+1} = stvarna stopa prinosa u narednom periodu

$E_{(et+1)}$ = očekivana stopa prinosa u narednom periodu

Q_A = skup informacija koje su relevantne za određenu hartiju od vrednosti

[13] Saša Popović, Portfolio analiza, Modus, Podgorica, 2000.

Na osnovu uspostavljenih relacija model "fer igre" podrazumeva da je očekivani abnormalni prinos jednak nuli. U tom slučaju investitori su sigurni da tekuće cene uključuju sve raspoložive informacije i da su one u skladu sa rizikom koje proističu iz same hartije.

Teorija „slučajnog hoda“ nastala je pedesetih godina prošlog veka, a polazi od stanovišta "da su uzastopne promene cena" nezavisne i da su te "promene normalno raspoređene".[14]

Istraživanja koja su kasnije rađena, putem praćenja cena akcija nekih kompanija na berzi, pokazala su da cene nisu imale neki pravilan predviđeni tok, te je tada i nastao termin "slučajni hod". Stav o slučajnom hodu govori da se cene akcija kreću po slučajnom obrascu. Sve neočekivane informacije iz okruženja stižu slučajno (neočekivano), a cene akcija se prilagođavaju tim informacijama, ma kakve one bile.[15]

Kada je u pitanju efikasno tržište, da bi iznenadna informacija imala uticaja na tekuću cenu, ona zaista mora biti slučajna i da se ranije nije mogla uočiti. To znači da je tok promena cena takođe nepredviđen. Efikasno tržište podrazumeva brzo prilagođavanje tekućih cena sa pristiglom informacijom, tako da investitor nije u mogućnosti da po tom osnovu ostvari ekstra profit. Značajno je naglasiti i da u zavisnosti od toga koje se informacije uzimaju u obzir, a koje utiču na cene finansijskih instrumenata, moguće je napraviti tri forme efikasnosti tržišta (slaba, srednja i jaka forma).

5.3. IZRAŽAJNE FORME EFIKASNOSTI TRŽIŠTA

Istraživanja koja su vršena u vezi sa teorijom o efikasnosti finansijskih tržišta imala su za cilj da daju odgovor da li se sa sigurnošću može tvrditi da cene u svemu odražavaju sve pristigle relevantne informacije. Odgovori nisu jedinstveni, ali i dalje nema boljih objašnjenja za zbivanja na finansijskim tržištima.

Uslovi koji moraju postojati za cenovnu efikasnost tržišta su:[16]

- učešće velikog broja investitora koji žele da ostvare što veći profit, koji aktivno učestvuju u analizi, vrednovanju i trgovanju akcijama,
- informacije su raspoložive za sve investitore i približno u isto vreme i skoro su besplatne,

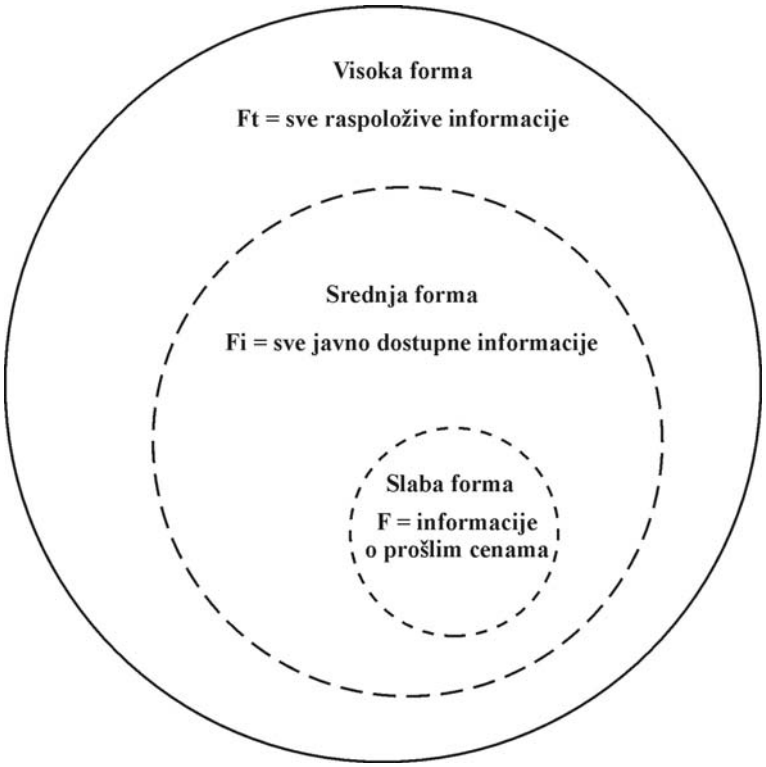
[14] Eugen Fama, Efficient Capital Markets, A. Review of Teory and Empirical Work, Journal of finance
[15] Strong Robert, Portfolio Construction, Management and Procetion, West Publishing
[16] Jones C.P., Investments Analysis and Management, John Wiley Sons, Inc New York, 2000.

– informacije pristižu na tržištu prema vremenu svog nastanka, nezavisno jedna od druge,
– investitori reaguju odmah i u potpunosti saglasno novim informacijama utiču da se cene hartija prilagode pristiglim informacijama

Informacije koje su relevantne i koje utiču na cene hartija od vrednosti potiču iz veoma različitih izvora. U zavisnosti iz kojih izvora informacije potiču, ko su im nosioci i kakve implikacije imaju na efikasnost finansijskih tržišta, mogu se napraviti tri forme efikasnosti:

– slaba ili niska efikasnost,
– srednja ili polujaka efikasnost,
– jaka forma efikasnosti

Slika 5. *- Oblici efikasnosti tržišta*



Slaba forma je oblik efikasnosti tržišta gde cene reaguju na osnovu istorijskih informacija. Odluke se samo donose na osnovu informacija o do-

gađajima iz prošlosti. Takođe kretanje cena u budućnosti bazirano je na osnovu cena ostvarenih u prošlosti.

Srednja efikasnost tržišta je takva efikasnost gde cene reaguju na sve informacije javno objavljene kao što su: računovodstveni izveštaji, planovi poslovanja, informacije o dividendi i dobiti, spajanje i akvizicije i druge informacije uključujući i one za slabu formu.

Za njihovu analizu potrebna je stručnost i odgovarajuće obrazovanje.

Jaka forma efikasnosti je oblik efikasnosti gde cene reaguju na sve raspoložive informacije.

Ona ustvari predstavljaju najviši nivo tržišne efikasnosti. To su takva tržišta na kome cene hartija od vrednosti uključuju ne samo javno dostupne, već i informacije koje su dostupne insajderu. Ova forma efikasnosti odražava stav da ni jedna grupa investitora ne može da ostvari značajne prinose iznad proseka. Ipak je to ideal kome se teži i teorijski model koji se koristi za modeliranje efikasnosti tržišta.

Sva istraživanja ukazuju da tržišta hartija od vrednosti uglavnom funkcionišu u slaboj i srednjoj formi efikasnosti.

Poznavanje tržišne efikasnosti od velike je važnosti za sve učesnike na finansijskom tržištu, a posebno za investitore i portfolio menadžere, sobzirom da predstavljaju osnovu za primenu odgovarajućih strategija za upravljanje portfoliom hartija od vrednosti i za donošenje relevantnih investicionih odluka.

II. INSTITUCIJE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

1. EMITENTI I INVESTITORI NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

Svi učesnici na finansijskim tržištima mogu se posmatrati sa različitih aspekata. Ako se kao jedan od kriterijuma za njihovu podelu tretiraju razlozi i motivi za njihovo uključivanje na finansijko tržište, tada se mogu razlikovati dve velike kategorije učesnika:

- Emitenti, i
- Investitori

EMITENTI su subjekti na finansijskim tržištima koji se nalaze na strani tražnje za finansijskim sredstvima ili kapitalom. Naime, reč je o učesnicima koji imaju manjak sredstava, koji pokušavaju da zatvore kroz emisiju najrazličitijih hartija od vrednosti. U ulozi emitenta se mogu naći mnogi kako nefinansijski, tako i finansijski učesnici na finansijskim tržištima. Primera radi, ukoliko državi, njenim organima ili agencijama trenutno nedostaju finansijska sredstva za različite potrebe, mogu ih zadovoljiti emisijom hartija od vrednosti različite ročnosti, kao što su državni zapisi, kratkoročne ili dugoročne obveznice itd.

Ukoliko se u ulozi emitenata nađu preduzeća, tada je lepeza finansijskih instrumenata koje mogu da emituju značajno šira. Oni mogu biti ili kratkoročni (komercijalni zapisi) ili dugoročni (obveznice, konvertibilne obveznice, preferencijalne akcije, obične akcije itd.). U ulozi emitenata se mogu naći i mnogi od finansijskih učesnika. Na primer, banke, investicione kompanije, osiguravajuća društva i druge institucije mogu putem emisije svojih hartija od vrednosti da sakupljaju kapital neophodan za finansiranje svojih aktivnosti i veće angažovanje u poslovima na finansijskim tržištima.

Videli smo da su emitenti učesnici na finansijskim tržištima koji emituju različite finansijske instrumente, putem kojih prikupljaju finansijska sredstva za finansiranje svojih potreba. Ta uloga ih svrstava na strani učesnika koji imaju potrebu za traženjem novca, kapitala ili deviza. Svako finansijsko tržište je organizovano tako da na njemu dolazi do susretanja ponude i tražnje za različitim oblicima finansijskih instrumenata.

Svaka tražnja trebala bi da ima i svoju ponudu.

Samo adekvatna ponuda usklađena sa tražnjom predstavlja osnov za razvoj finansijskih tržišta.

Na strani ponude na finansijskom tržištu nalaze se svi oni subjekti koji u određenom trenutku vremena raspolažu viškovima finansijskih sredstava koja žele i mogu uspešno da investiraju.

Investicije po svojoj suštini predstavljaju odricanje od potrošnje u sadašnjosti radi ostvarivanja većih efekata u budućnosti. Na našim prostorima još uvek je prisutan dosta sužen pogled na kategoriju investicija. Naime, one se najčešće vezuju za raznovrsna ulaganja u pretežno realne oblike aktive, kakvi su zemlja, zgrade, fabrike, postrojenja, mašine i slično. U oblasti finansijske teorije investicije imaju potpuno drugačije značenje. One se vezuju za ulaganja novca u različite finansijske instrumente, posebno one dugoročne. Tokom poslednjih tridesetak godina afirmisala se kao posebna naučna disciplina – investicije u hartije od vrednosti ili analiza investicija u hartije od vrednosti (security investment analysis).

INVESTITORI – Uobičajeno je da se svi investitori dele u dve osnovne kategorije:

- Individualni, i
- Institucionalni

Individualni investitori predstavljaju pojedinačne investitore koji dolaze iz različitih sektora: stanovništva, privrede, vanprivrede, inostranstva (iako su mnogobrojni, predstavljaju kategoriju manjih učesnika na finansijskim tržištima).

Institucionalni investitori su subjekti i institucije iz redova finansijskih učesnika sa finansijskih tržišta (za razliku od individualnih predstavljaju tzv. „velike igrače“ na svetskim berzama i finansijskim tržištima) čija uloga raste kao i njihov broj, uporedo sa porastom iznosa sredstava kojima raspolažu i žele da ulažu, a to su: investicione kompanije, penzioni fondovi, banke, osiguravajuća društva, itd.

Institucionalni investitori, u većini razvijenih zemalja predstavljaju ujedno i najznačajnije učesnike na finansijskim tržištima.

Ova kategorija investitora, u velikoj meri, kontroliše poslovanje mnogih najvećih svetskih kompanija odnosno korporacija.

Njihova pojava i nagli rast finansijske snage su osetno smanjili ulogu individualnih investitora iz reda sektora stanovništva (relativno učešće iznosa ulaganja, u strukturi, iz godine u godinu, se smanjuje).

Zato se često u izveštajima o finansijskom poslovanju i strukturi vlasništva vodećih svetskih kompanija, kao vrlo bitni podaci, objavljuju i podaci o vlasništvu institucionalnih investitora.

Preko ogromnog učešća u vlasništvu, institucionalni investitori, na taj način preko svojih predstavnika u upravnim odborima velikih kompanija značajno utiču na njihovo efikasnije poslovanje. Dakle, trend ogromnog uticaja institucionalnih investitora se nastavlja i produbljuje širenjem i jačanjem finansijskih tržišta širom sveta, odnosno na globalnom finansijskom tržištu.

2. INSTITUCIONALNI INVESTITORI

2.1. INVESTICIONI FONDOVI

2.1.1. MESTO, ULOGA I ZNAČAJ INVESTICIONIH FONDOVA

Osnovni uslov razvoja finansijskog tržišta uopšte je izvršena privatizacija sa jasno izraženom svojinskom strukturom. Doprinos razvoju tržišta kapitala država obezbeđuje i odgovarajućom pravnom regulativom, a važna pretpostavka za uvođenje investicionih fondova u finansijski sistem zemalje je i postojanje finansijskih instrumenata u formi hartija od vrednosti na finansijskom tržištu, kao i drugih neophodnih finasijskih institucija.

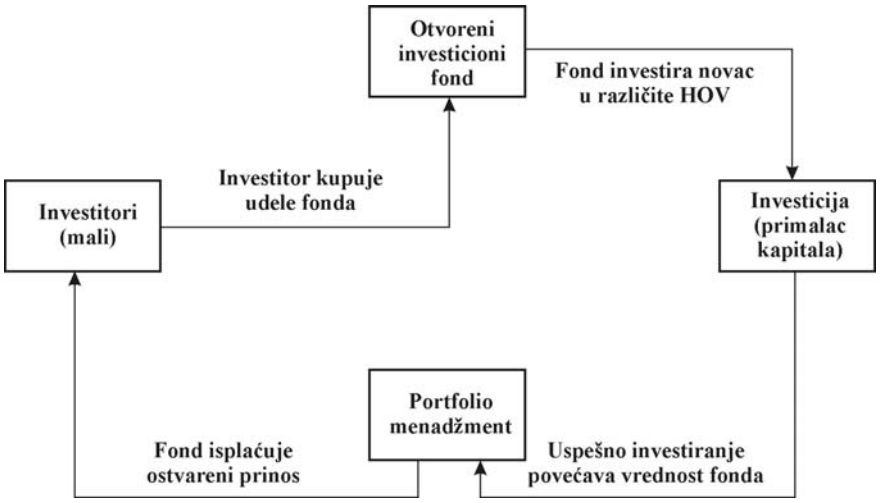
Uloga investicionih fondova je posebno značajna u domenu alokacije štednje i to zbog toga što su bankarski sistemi u nekim zemljama jugoistočne Evrope izgubili poverenje štediša, a u razvijenim tržišnim ekonomijama, bankarski sektor pruža manje šanse individualnim investitorima u odnosu na neke druge finansijske institucije. Mali investicioni fondovi

nude veće prinose, što ih čini privlačnijim u odnosu na klasične bankarske usluge i atraktivnijim zbog veće likvidnosti uloženih sredstava. Zemlje u tranziciji koje su u finansijski sistem uključile i investicione fondove postigle su veći stepen efikasnosti, što je doprinelo i bržem prelaska na tržišnu ekonomiju.

Druga važna uloga investicionog fonda je u procesu korporativne kontrole.

U nekim zemljama u tranziciji (Poljska) uvedeni su glavni fondovi u već privatizovane firme. U zavisnosti od usvojene pravne regulative, zavisila je i regularnost rada ovih fondova, odnosno svođenje mogućih zloupotreba na najmanju moguću meru.

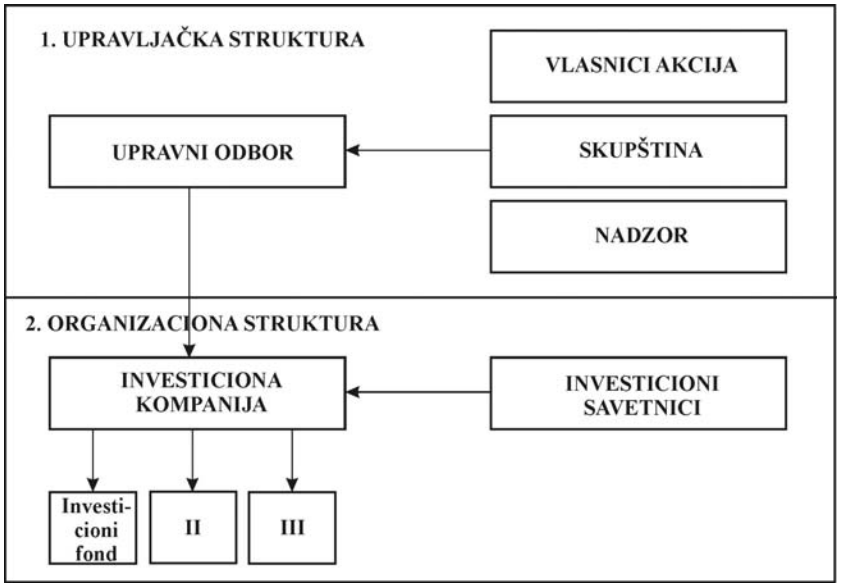
Slika 6. *- Tokovi kapitala u otvorenom investicionom fondu*



Osnovna zamisao i koncept na kome se baziraju investicioni fondovi su dosta jednostavni. Radi se o tome da se velikom broju malih investitora omogući korišćenje profesionalnog upravljanja imovinom, za relativno male troškove i mala početna ulaganja. Investitori na taj način ne moraju da poseduju posebna berzanska znanja za svoje investiranje.

Kupovinom akcija ili udela investicionog fonda, mali investitor indirektno kupuje akcije znatnog broja firmi lociranih na određenom geografskom prostoru. S obzirom da su investicioni fondovi namenjeni širokom sloju stanovništva koji raspolažu pojedinačno sa malim novčanim sredstvima i nemaju dovoljno znanja o pojedinačnim finansijskim instrumentima, investicioni fondovi kroz diversifikaciju svode rizike na minimum.

Slika 7. - *Organizaciona šema investicione kompanije*



Investicioni fondovi moraju imati odgovarajuću organizaciono-upravljačku strukturu koju čine sledeći elementi:

- Skupština akcionara - vlasnici investicionih jedinica,
- Upravni odbor - organizatori zaštite vlasnika investicionih jedinica i nosioci odgovornosti za rezultate rada,
- nadzor,
- finansijski analitičar i investicioni savetnik,
- prodajna i distributivna mreža,
- praćenje i kontrola plasmana i ocena rizika

Svi delovi ovako koncipirane organizacije imaju svoju ulogu, ali se ipak izdvajaju ulagači i zadaci investicionih savetnika i finansijskih analitičara. Oni imaju direktan uticaj na finansijski rezultat fonda. S obzirom da prate, analiziraju i predviđaju tržišna kretanja, donose investicione odluke, kreiraju i održavaju portfolio, vrše merenje prinosa i rizika i dr, njihova uloga posebno dobija na značaju.

Samom kupovinom udela ulagači postaju posredno vlasnici finansijskih instrumenata emitenata. Na taj način ulagači obezbeđuju prihod koji bi trebalo da je znatno veći od kamata na oročena sredstva u banci ili kamata na obveznice, a ostvaruju i potencijalnu kapitalnu dobit uz onaj rizik koji su spremni da prihvate.

Kupovinom udela u investicionom fondu, mali investitor kupuje "*know -how*" profesionalnih portfolio menadžera investicione kompanije koja upravlja fondom.

Profesionalni portfolio menadžeri, koristeći svoja znanja, stalno prate stanje na tržištu i plasiraju primljena sredstva saglasno politici fonda, vodeći računa o optimalnom portfoliu kroz selekciju hartija od vrednosti u koje ulažu. Na taj način obezbeđuje se maksimalni prihod Fondu, a time i investitoru uz definisane troškove i rizik koji su investitori prihvatili ulažući sredstva.

2.1.2. NETO VREDNOST IMOVINE FONDA

Cena po kojoj se vrše transakcije kod otvorenih investicionih fondova (prodaja i kupovina), određuje se na bazi neto vrednosti aktive (NAV) po jednoj akciji. Portfolio hartija od vrednosti otvorenih investicionih fondova se sastoji od velikog broja različitih finansijskih instrumenata. Neto vrednost aktive po jednoj akciji koju je emitovao investicioni fond je promenljiva i zavisna je od tržišnih oscilacija cena finansijskih instrumenata u portfoliu.

Neto vrednost portfolia fonda se dobija tako što se na osnovu tekuće tržišne cene pojedinačnih finansijskih instrumenata ona uvećava za gotovinu sa kojom fond raspolaže kao i druga aktiva izvan portfolia i tako se dolazi do ukupne aktive fonda. Kada se ukupna aktiva fonda umanji za obaveze fonda, i razlika podeli sa brojem akcija koje je fond emitovao, dobija se neto vrednost aktive po jednoj akciji (NAV).

$$NAV = \frac{\text{(tržišna vrednost aktive + godovina + ostala aktiva) - obaveze}}{\text{broj emitovanih akcija}}$$

NAV - neto vrednost jedne emitovane akcije fonda

Ako je fond određenog dana imao tržišnu vrednost finansijskih instrumenata od 10.000 novčanih jedinica i gotovinu od 1.000 novčanih jedinica, a ima i ostalu aktivu od 1.000 novčanih jedinica, njegova ukupna tržišna vrednost aktive iznosi 12.000 novčanih jedinica. Ako obaveze fonda iznose 1.000 novčanih jedinica, neto vrednost aktive je 11.000 novčanih jedinica.

Ako je broj akcija koje je fond emitovao 100, tada je

$$NAV = \frac{11.000}{100} = 110 \text{ novčanih jedinica na taj dan}$$

Cene akcija otvorenih fondova se kotiraju po principu kotacionih raspona, odnosno cena po kojoj je fond spreman (*bid*) da otkupi akcije od investitora i cena (*ask*) po kojima fond nudi svoje akcije na prodaju zainteresovanim investitorima. Cena po kojoj fond nudi akcije na prodaju je jednaka (NAV) neto vrednosti fonda po jednoj akciji uvećanoj za proviziju koju fond naplaćuje.

Praćenje NAV-a je ocena vrednosne stabilnosti ili nestabilnosti portfolia.

Promene i reforme koje su započele zemlje u tranziciji i koje su još u toku omogućile su razvoj i rast tržišta kapitala sa infrastrukturom. Inkorporiranje ovih ekonomskih sistema u globalizovanu svetsku ekonomiju, prema mišljenju nekih ekonomista, trajaće narednih nekoliko godina. Taj period biće potreban za afirmaciju svih aspekata tržišne ekonomije. U dosadašnjoj fazi promena došlo je do formiranja i funkcionisanja tržišta kapitala, negde više, negde manje, uz umnožavanje finansijskih instrumenata kojima se trguje na ovim tržištima. Istovremeno su konstituisane i značajne finansijske institucije kao neodvojivi elementi u ovim procesima. Uključivanje finansijskih kompanija i fondova na tržištu kapitala, donosi i jednu značajnu funkciju - portfolio menažment - koja će posebno omogućiti produbljivanje ovih tržišta i uvoditi nove oblike investicione kulture u oblasti finansijskih tržišta.

U stvarnosti to je jedna specijalizovana institucija za upravljanje portfoliom i najčešće predstavlja podružnicu neke komercijalne i investicione banke ili brokersko-dilerske kuće i osiguravajuće kompanije. Portfolio menadžment upravlja investicijama u hartije od vrednosti, zahtevanim od individualnih ili institucionalnih investitora.

Tu odgovornu funkciju obavljaju posebno obučeni pojedinci ili timovi. Rade za investicione fondove, osiguravajuće kompanije, penzione fondove i individualne investitore.

Portfolio menadžer u svom poslu obavlja nekoliko grupa poslova. Vodi dnevnik obaveza fonda i potrebne administrativne poslove. Konstruiše strukturu portfolia, uz prethodno izvršene analize pojedinih hartija od vrednosti sa aspekta prinosa i rizika. Vrši stalnu reviziju performansi portfolia i adaptaciju sa novonastalim okolnostima, a sve prema definisanim ciljevima iz prospekta fonda i zacrtane investicione politike.

Kod otvorenih investicionih fondova investitori su istovremeno i akcionari fonda. Oni biraju Upravni odbor (board of directors). Upravni odbor je odgovoran za rad fonda i realizaciju investicionih ciljava i politike. U svojoj nadležnosti Upravni odbor ima obavezu da nadgleda rad portfolio menadžmenta i investicionih savetnika, da odlučuje o njihovom budućem radnom angažovanju, kao i o promenama koje se odnose na menadžment provizije.

Upravni odbor preuzima na sebe rizike koji nastaju u ovom poslovanju, a svoje aktivnosti u potpunosti usmerava na zaštitu interesa akcionara. Predsednik Upravnog odbora je u većini slučajeva i izvršni direktor investicione kompanije, dok su članovi Upravnog odbora uključeni iz firmi sa kojima fond sarađuje kao što su advokatske ili računovodstvene firme.

Menadžment kompanije (portfolio menažment i investicioni savetnik) u ulozi investicionog savetnika upravlja portfoliom fonda, saglasno investicionim ciljevima prezentovanim u prospektu fonda. Za svoj rad portfolio menadžeri naplaćuju proviziju ali imaju i veliku odgovornost za izbor profitabilnog portfolia, kao i za ostvarenje klijentovih očekivanja. Provizija se naplaćuje iz aktive fonda i to pre računanja NAV. Iznos provizije je fiksan i obračunava se na ukupnu aktivu fonda. Obzirom da su troškovi upravljanja portfoliom takođe fiksni i nisu u vezi sa vrednošću aktive, sledi da je interes menadžmenta kompanije da upravlja fondom sa što većom vrednošću, jer na taj način ostvaruje i veći profit.

Za privlačenje potencijalnih investitora, veoma su važne performanse fonda, a na njihove parametre direktan uticaj ima uspešno upravljanje portfolio menadžera.

U prospektu fonda sadržani su investicioni ciljevi i razna ograničenja sa investicionim strategijama i investicionom politikom fonda. Menadžeri fonda vrše odabir konkretnih hartija od vrednosti koje će kupiti ili prodati vodeći računa da to bude u skladu sa definisanom strategijom i postavljenim ciljevima fonda. Takođe zacrtana politika i eventualna ograničenja propisana u prospektu, moraju se poštovati.

U nekim kompanijama portfolio menadžeri upravljaju samo jednim fondom, a u drugim sa više fondova. Kada se radi o upravljanju u više fondova, uobičajeno je da to budu fondovi iz iste privredne grane i da imaju približno identične investicione ciljeve.

Kada otvoreni fond vodi tim portfolio menadžera, jedan ili dva menadžera biće na poziciji lidera tima. Sa te pozicije u situaciji su da nadgledaju rad nižih menadžera u hijerarhiji. Ako se javlja potreba za neka posebna znanja ili iskustvo koje ovi menadžeri ne poseduju, otvoreni fondovi mogu angažovati kompanije koje pružaju usluge iz oblasti investicionog odlučivanja. Angažovani pod-savetnici mogu da izvrše dodatna istraživanja i analize koje se odnose na specifične grane privrede ili sektore (bioenergija, dragoceni metali i dr.) i da daju podatke koje će portfolio menadžeri koristiti kod donošenja svojih investicionih odluka. Koliki značaj imaju portfolio menadžeri na privlačenje budućih investitora i rast performansi fonda, govori i podatak da u SAD u prospektu mora biti navedeno iskustvo portfolio

menadžera. U posebnom delu prospekta, koji govori o upravljanju fondom, obavezno se navode podaci o iskustvu i obrazovanju portfolio menadžera kao i radne pozicije u toku radne karijere. Naglašava se samostalanost u radu ili timski rad, i u kojim fondovima je ranije radio.

Ovi podaci daju značajne informacije potencijalnim investitorima. Tako mogu da utvrde prethodnu uspešnost portfolio menadžera i da li imaju iskustva u radu sa naglo rastućim tržištima - *bull market*, ili sa naglo opadajućim tržištima - *bean market*.

Takođe u godišnjim izveštajima otvoreni fondovi reklamiraju svoje uspešne portfolio menadžere. Uspešni portfolio menadžeri za otvoreni fond mogu biti u dvostrukoj ulozi. Mogu povećati poverenje u taj fond, povećati broj akcionara, a time i priliv novca u fond. U slučaju da uspešni menadžer napusti fond i pređe da radi u drugi fond, moguće je "seljenje" investitora iz starog u novi fond.

U zemljama u razvoju posebna pažnja se poklanja edukaciji kadrova za rad na finansijskom tržištu. Na strukovnim i akademskim studijama iz oblasti ekonomije, nalaze se nastavni sadržaji iz oblasti finansijskih tržišta, berzi, portfolio menadžment i drugo. Određene oblike edukacije sprovode i nadležna regulatorna tela zadužena za nadzor i kontrolu rada tržišta kapitala u ovim zemljama.

Kada racionalni investitor želi da kupi akcije nekog fonda, on to može uraditi na dva načina:

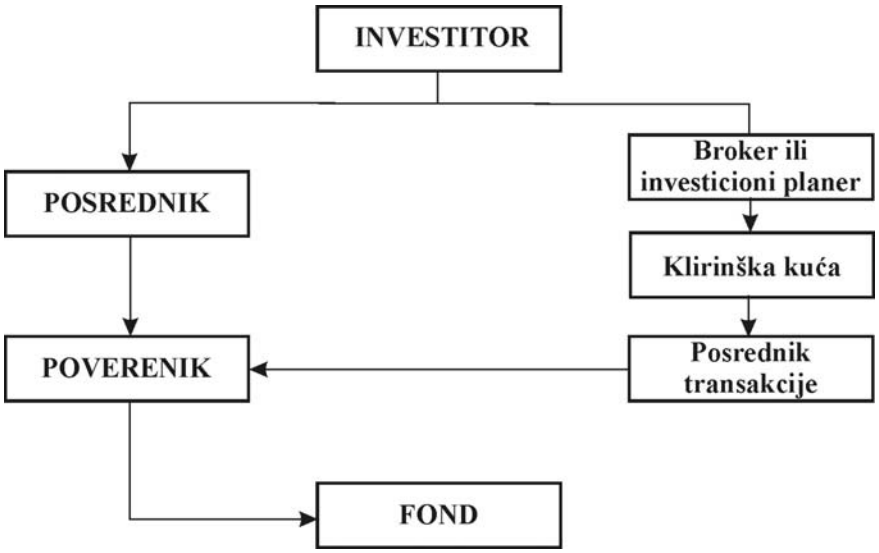
- može direktno stupiti u kontakt sa posrednikom transfera,
- može se opredeliti da transakciju obavi preko brokera ili investicionog planera

Opredeljenje investitora zavisi od njegovih ličnih sklonosti. U slučaju da se opredeli da direktno stupi u kontakt sa posrednikom transfera, posrednik transfera će izvršiti promenu vlasništva nad akcijama fonda u svojim dokumentima. Istovremeno će izvršiti prijem uplate ili dati isplate po osnovu akcija fonda i dokumentaciju će dalje proslediti povereniku.

U drugom slučaju investitor može transakciju sa akcijama fonda da izvrši posredno, konsultujući se sa investicionim planerom ili brokerom, o njihovoj kupovini ili prodaji.

Broker će u tom slučaju ispostaviti odgovarajući nalog posebnoj instituciji (u SAD - *fund serve*) koja ima ulogu klirinške kuće za akcije investicionih kompanija. Klirinška kuća prosleđuje podatke posredniku transakcije koji ih registruje u svojoj dokumentaciji i vrši prijem uplata ili daje isplate po osnovu akcija fonda.

Slika 8. *- Transakcije vezane za kupovinu akcija fonda od strane investitora*



Portfolio menadžer investicione odluke donosi sam. U postupku selekcije hartija posebno mora voditi računa o vremenu investiranja, uzimajući u obzir stanje na finansijskom tržištu, kao odgovarajuću diversifikaciju portfolia u smislu izbora onih hartija koje uzete zajedno minimiziraju rizik za investitora. Rukovodeći se investitorovim zahtevima, a pridržavajući se definisanih ciljeva, portfolio menadžer opredeljuje i određene kategorije hartija koje će se uzeti u razmatranje prilikom konkretne konstrukcije portfolia.

Investicioni ciljevi fonda sadrže:

– metode po kojima portfolio menadžeri mogu da ostvaruju prinose za akcionare (kamata, dividenda, apresijacija) i klase aktive (akcije, obveznice, kratkoročne hartije) vrste - hartija od vrednosti koje menadžeri mogu da kupuju ili prodaju (akcije brzog rasta, akcije usmerene na prihod, obveznice lokalnih organa upravljanja, korporativne obveznice i sl.).

Pre donošenja investicionih odluka portfolio menadžer mora izvršiti znatan broj analiza koje se odnose na privredna kretanja i opšte stanje ekonomije,da izvrši analizu stanja u pojedinim privrednim grananama i sektorima, kao i analizu određenih kompanija i da sagleda neke druge prateće informacije. Koristeći svoja znanja i iskustva doneće odluku o uključivanju određenih hartija ili njihovo isključenje iz kreiranog portfolija.

Prilikom donošenja investicionih odluka portfolio menadžer nastoji da:

- pomogne investitoru da odredi svoje investicione ciljeve i oblikuje portfolio u skladu sa tim ciljevima,
- diversifikuje portfolio sa ciljem eliminisanja nesistemskog rizika,
- vrši adaptaciju portfolia radi održavanja definisane klase rizika,
- ostvari rezultate prilagođene riziku,
- registruje podatke o troškovima i transakcijama,
- daje informacije o obavezama prema porezu i vrši reinvestiranje dividende po potrebi,
- održava etički standard portfolija

Same tehnike koje koristi portfolio menadžer kao i statističke analize, uvek su prilagođene konkretnom zahtevu i trenutku vremena.

U razvijenim tržišnim privredama funkcija portfolio menadžera je jedna od najznačajnijih i koriste je svi oni koji su u poziciji da svoj novac i kapital adekvatno uposle kroz finansijske instrumente u formi hartija od vrednosti.

Ukoliko se ovom prilikom isključe problemi koji su pratili proces tranzicije, može se reći da je u Srbiji prvi Zakon koji je nagovestio promenu vlasničke strukture privrede u stvari bio Zakon o promeni društvenog kapitala iz 1991. godine i Zakon o pretvaranju društvene svojine u druge oblike svojine iz 1992. godine. Oni su dali mogućnost da zaposleni u društvenim preduzećima mogu, saglasno zakonu, kupovati deonice svojih firmi i na taj način postati suvlasnici sa preostalim društvenim kapitalom. Te godine inače su poznate po burnim političkim događajima, po teritorijalnoj razgradnji bivše države i po disciplinovanju od strane Međunarodne zajednice, po modelu ekonomskih sankcija.

Tek 1997. godine Zakon o svojinskoj transformaciji definiše akcionarstvo i bliže definiše načine i postupke vlasničke transformacije društvenih preduzeća. Subjekti privatizacije su posle izvršene procene vrednosti kapitala, po propisanoj proceduri delili besplatno 60% kapitala svojim zaposlenim radnicima, bivšim radnicima, kao i drugim zainteresovanim građanima. Preostali kapital od 40% morao se preneti nadležnim državnim organima i to Akcijskom fondu, Fondu za penzijsko-invalidsko osiguranje, Fondu za tržište rada. Postojala je i mogućnost kupovine akcija u II krugu sa popustom ili bez popusta i to na period od 6 godina.

U toku 2001. godine donet je Zakon o privatizaciji koji privrednim subjektima daje pravo do 30% kapitala besplatno podele svojim zaposlenima i bivšim zaposlenima. Preostali kapital od 70% Agencija za privatizaciju kao nadležna državna institucija prodavala je zainteresovanim kupcima putem

aukcijske ili tenderske prodaje. Paralelno sa promenama vlasničke strukture i pojavom akcija i akcionarstva razvijaju se i drugi segmenti tržišta kapitala (berza, Centralni registar, Akcijski fond, brokersko dilerska društva, Komisija za HOV i dr.).

Prema odredbama Zakona o privatizaciji celokupan postupak privatizacije bivših društvenih preduzeća i dela javnih privrednih društava trebao je biti završen do kraja 2008. godine.

2.1.3. INVESTICIONI FONDOVI U SRBIJI

U Srbiji je 11.12.2006. godine donet Zakon o investicionim fondovima. Zakonom je utvrđeno:

- Osnivanje i upravljanje zatvorenim investicionim fondovima
- Osnivanje i upravljanje privatnih investicionih fondova
- Organizovanje i upravljanje otvorenim investicionim fondovima
- Osnivanje i delatnost društva za upravljanje investicionim fondovima
- Poslovi i obaveze kastodi banke u vezi sa ovim zakonom
- Nadležnost Komisije za hartije od vrednosti
- Druge odredbe koje bliže definišu pojedina pitanja iz oblasti investicionih fondova

Pored toga Zakon o investicionim fondovima bliže definiše određene pojmove i kategorije:

- kastodi banke,
- društva za upravljanje investicionim fondovima
  - kadrovska osposobljenost
  - utvrđivanje prinosa fonda i oblik izveštavanja
- vrste investicionih fondova,
- ulaganja investicionih fondova

➢ *Investicioni fond* - investicija kolektivnog investiranja u okviru koje se prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarivanja prihoda i smanjenje rizika ulaganja,

➢ *Društvo za upravljanje investicionim fondovima* - privredno društvo koje organizuje, osniva i upravlja investicionim fondovima u skladu sa zakonom,

➢ *Kastodi banka* - banka koja vodi račun investicionog fonda i obavlja druge kastodi usluge za račun investicionog fonda, a u pogle-

du sredstava investicionog fonda postupa samo po nalozima društva za upravljanje koji su u skladu sa zakonom i prospektom investicionog fonda,

- *Član - akcionar investicionog fonda* - fizičko ili pravno lice na čije ime su registrovane investicione jedinice, odnosno akcije investicionog fonda,
- *Investiciona jedinica* je srazmeran obračunski udeo u ukupnoj neto imovini investicionog fonda,
- *Prospekt* je osnovni dokument investicionog fonda koji potencijalnom investitoru pruža pojedine i jasne informacije za donošenje odluke o ulaganju,
- *Povezana lica* su pravna lica koja su međusobno povezana upravljanjem kapitalom ili na drugi način, radi postizanja zajedničkih poslovnih ciljeva, tako da poslovanje ili rezultati poslovanja jednog lica mogu bitno uticati na poslovanje, odnosno rezultate poslovanja drugog lica

Kastodi banka

U članu 7. Direktiva 85-611/EEZ[17] postoji obaveza poveravanja imovine fonda na čuvanje i evidenciju posebnim kastodi bankama. U članu 10. Direktive 85-611/EEZ propisano je da društvo za upravljanje investicionim fondom ne sme imati tretman tzv. povezanog lica sa kastodi bankama.

Zakon o investicionim fondovima se dosledno pridržavao postavljenih principa iz Direktiva EEZ i u članu 77. taksativno naveo funkcije i ovlašćenja kastodi banke:

- otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu otvorenog fonda kod Centralnog registra, depoa i kliringa HOV u svoje ime, a za račun članova otvorenog fonda (zbirni kastodi račun),
- otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu zatvorenog fonda kod Centralnog registra, u ime i za račun zatvorenog fonda,
- otvara novčani račun investicionog fonda, vrši prikupljanje uplata investicionih jedinica, vrši prenos novčanih sredstava prilikom ulaganja imovine i vrši otkup investicionih jedinica,
- obaveštava društvo za upravljanje o neophodnim kooperativnim aktivnostima u vezi sa imovinom investicionog fonda,

[17] Direktova EU (85-611/EEZ)

- izvršava naloge društva za upravljanje za kupovinu i prodaju imovine investicionog fonda, u koliko nisu u suprotnosti sa zakonom i prospektom fonda,
- kontroliše i potvrđuje obračunatu neto vrednost imovine otvorenog i zatvorenog fonda, vrednost investicione jedinice, odnosno neto vrednost imovine po akciji,
- kontroliše obračun prinosa otvorenog fonda,
- obaveštava Komisiju o uočenim nepravilnostima u poslovanju društva za upravljanje, odmah nakon što uoči takve nepravilnosti,
- obaveštava društvo za upravljanje o izvršenim nalazima i drugim preduzetim aktivnostima u vezi sa imovinom investicionog fonda,
- podnosi u ime investicionog fonda, Komisiji i drugim nadležnim organima prigovor protiv društva za upravljanje, za štetu nastalu nečinjenjem ili neadekvatnim upravljanjem fonda

Kastodi usluge za jedan investicioni fond može obavljati isključivo jedna kastodi banka, ali jedna kastodi banka može obavljati poslove za više investicionih fondova.

Za kastodi banku je karakteristično da u sklopu svoje delatnosti može obavljati i poslove trgovine sa izvedenim hartijama (opcije, fjučersi i svopovi). Kastodi banka kao i drugi učesnici na finansijskim tržištima mora se pridržavati načela ravnopravnosti klijenata, kao i čuvanje evidentiranih podataka kao poslovnu tajnu.

Zakonom je takođe predviđeno da u slučaju da banka izgubi dozvolu za obavljanje kastodi poslova, društvo za upravljanje je dužno da odmah raskine Ugovor o obavljanju kastodi usluga, i da zaključi Ugovor sa novom kastodi bankom i o tome obavesti Komisiju za hartije od vrednosti.

Društvo za upravljanje

Društvo za upravljanje investicionim fondovima je privredno društvo (organizovano kao zatvoreno akcionarsko društvo) koje organizuje, osniva i upravlja investicionim fondovima u skladu sa zakonom. Ovakvo pojmovno definisanje društva, proističe takođe po ugledu na definicije date u Direktivi 2001-107/EEC.[18]

Zakon o investicionim fondovima je propisao da društva za upravljanje fondovima ne mogu obavljati druge poslove osim onih za koje su regi-

[18] Međunarodna Direktiva EU 2001-107/EEC (od 13.02.2002.). Evropska unija je u periodu od 1985. do 2005. godine donela nekoliko ključnih direktiva u kojima su sadržani principi i rešenja za formiranje i rad investicionih fondova.

strovana. U pogledu novčanog iznosa osnivačkog kapitala u zakonu je definisan iznos od 200.000 EUR u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate. Postoji propisana obaveza da društvo ovaj nivo kapitala stalno održava ili uvećava. Novčani deo kapitala se može držati i u hartijama od vrednosti čiji je rok dospeća do jedne godine, a čiji je izdavalac Narodna banka ili Republika Srbija.

Druge zemlje iz neposrednog okruženja takođe su u pogledu minimalnog osnivačkog kapitala ovih društava imale približan stav, kao i naš zakonodavac.[19]

Komisija za hartije od vrednosti ima ulogu nadzornog organa nad sprovođenjem Zakona o investicionim fondovima, a društva za upravljanje su dužna da Komisiju redovno izveštavaju o svom radu.

Zakonom je predviđeno da pored organizacionih i tehničkih uslova, svaki fond koji društvo osnuje mora da ima i jednog portfolio menadžera i internog revizora. Takođe, zakon nalaže društvu da dva puta godišnje objavljuje prinose, a oni se izražavaju kao neto prinosi. Prinos mora biti objavljen na internet stranici društva i u dnevnoj novini koja ima tiraž od preko 100.000 primeraka.

Društvo je dužno da stopu prinosa fonda obračuna za svaki fond kojim upravlja.

Stopa prinosa fonda za poslednjih dvanaest meseci obračunava se prema sledećoj formuli:

$$R_a = \frac{(A - B + D_a)}{B}$$

R_a = stopa prinosa fonda za poslednjih 12 meseci

A = vrednost investicione jedinice otvorenog investicionog fonda, poslednjeg dana perioda od 12 meseci za koji se obračunava prinos fonda

B = vrednost investicione jedinice otvorenog investicionog fonda, poslednjeg dana perioda od 12 meseci koji prethodi periodu koji se obračunava prinos fonda

D_a = iznos koji je fond isplatio investitorima po osnovu prihoda od kamata, dividendi i kapitalne dobiti od hartija od vrednosti u portfoliu fonda u toku poslednjih 12 meseci, po investicionoj jedinici

[19] www.eurolex.com. Direktiva 2001-107 EEC. EU propisuje minimum od 125.000 EUR; Hrvatska - 135.000 EUR; Slovenija - 200.000 EUR; Mađarska - 380.000 EUR

Stopa prinosa fonda za period od pet godina obračunava se prema sledećoj formuli:

$$R_5 = \left(\frac{(A + D_5)}{C} \right)^{\frac{1}{5}} - 1$$

R_5 = stopa prinosa fonda za period od 5 godina

A = vrednost investicione jedinice otvorenog investicionog fonda poslednjeg dana perioda od pet godina za koji se obračunava prinos fonda

D_5 = iznos koji je fond isplatio investitorima po osnovu prihoda od kamata, dividendi i kapitalne dobiti od hartija od vrednosti u portfoliu fonda u toku poslednjih pet godina po investicionoj jedinici

C = vrednost investicione jedinice otvorenog investicionog fonda poslednjeg dana perioda koji prethodi periodu za koji se obračunava prinos fonda

Stopa prinosa od početka njegovog poslovanja obračunava se prema sledećoj formuli:

$$R_n = \left(\frac{(A + D_n)}{D} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

R_n = stopa prinosa fonda od početka njegovog poslovanja

A = vrednost investicione jedinice otvorenog investicionog fonda, poslednjeg dana perioda za koji se obračunava prinos fonda

D_n = iznos koji je fond isplatio investitorima po osnovu prihoda od kamata, dividendi i kapitalne dobiti od hartija od vrednosti u portfoliu fonda od svog osnivanja, po investicionoj jedinici

D = početna vrednost investicione jedinice

n = količnik broja dana za koji se obračunava stopa prinosa fonda i broja 365,25 (broj dana u godini)

Prinos fonda očuvanja vrednosti imovine se može obračunavati (i objavljivati) za periode kraće od godinu dana, odnosno za periode od 30 i 90 dana.

Prinos obračunat za periode kraće od dvanaest meseci se svodi na godišnji nivo upotrebom sledeće formule:

Tekući prinos: $R_t = \left(\frac{Rn \cdot 365.25}{k} \right) \cdot 100$

Efektivni prinos: $R_e = \left[(Rn+1)^{\frac{365.25}{k}} - 1 \right] \cdot 100$

pri čemu je:

R_n = stopa prinosa fonda ostvarenog u periodu kraćem od godinu dana

k = broj dana za koje je izračunat prinos u skladu sa stavom 1

Tekući prinos predstavlja godišnji prinos koji investitor ostvari ulaganjem u novčani fond, pod uslovom da fond ne reinvestira prihode od kamata tokom perioda za koji se prinos izračunava.

Efektivni prinos predstavlja godišnji prinos pod uslovom da fond reinvestira sav prihod od kamate koji dobije tokom perioda za koji se prinos izračunava.

2.1.4. VRSTE INVESTICIONIH FONDOVA

U Zakonu o investicionim fondovima Republike Srbije predviđene su tri vrste investicionih fondova:

- otvoreni fondovi,
- zatvoreni fondovi,
- privatni fondovi

Zakon pravi podelu i na druge tipove fondova, a koji se odnose na otvorene i zatvorene fondove, ali ne i na privatne, a to su fondovi rasta, fondovi prihoda, fondovi očuvanja vrednosti imovine, balansirani fondovi i dr.

- **1. Otvoreni fond** funkcioniše po principu prikupljanja novčanih sredstava putem izdavanja investicionih jedinica i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda. Ulažući sredstva u otvoreni investicioni fond, investitori postaju vlasnici investicionih jedinica koje je fond dužan da otkupi. Dan za otkup određuje sam investitor, a cena po kojoj će fond otkupiti investicionu jedinicu je cena aktuelna za taj dan.

  Otvoreni fond nema svojstvo pravnog lica, imovina je u vlasništvu članova fonda i vodi se odvojeno na računu kod Kastodi banke, odvojeno od imovine Društva za upravljanje investicionim fondovima.

  Otvoreni i zatvoreni fond prema Zakonu, a saglasno preporukama Direktive 85-611/EEZ, član 28 - 34 imaju obavezu da izrađuju i objaljuju prospekte, dokument koji sadrži sve važne informacije o poslovanju fonda, strukturi tih fondova, ciljevima i politici ulaganja.

U zavisnosti od opredeljene politike i ciljeva, otvorene fondove u Srbiji moguće je podeliti u nekoliko grupa:

- *fond rasta vrednosti imovine* - to je fond koji donosi visoke prinose uz preuzimanje i visoke stope rizika. Ovaj fond ulaže 75% vrednosti imovine u vlasničke HOV,
- *fond očuvanja vrednosti imovine* - to su fondovi sa najnižim rizikom, a ovaj fond ulaže u kratkoročne dužničke HOV i novčane depozite,
- *fond prihoda* - ovaj fond ulaže 75% svoje imovine u dužničke HOV. Namena je da se investitorima ponude veći prinosi nego što to nude fondovi očuvanja vrednosti. Rizici su u direktnoj vezi sa kretanjem kamatnih stopa. Rizik zavisi i od izdavaoca hartija u koje fond ulaže,
- *balansirani fond* - namenjen je investitorima koji žele umerenu stopu prinosa uz umerenu stopu rizika. Politika ulaganja je u dužničke i vlasničke HOV.

- **2. Zatvoreni investicioni fond** je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo. Novčana sredstva prikuplja prodajom akcija putem javne ponude. Kupljenim akcijama može se trgovati na organizovanom tržištu po tržišnoj ceni tih akcija.
- **3. Privatni investicioni fond** je pravno lice organizovano kao društvo sa ograničenom odgovornošću, a saglasno Zakonu kojim se uređuju privredna društva. Namenjen je iskusnim investitorima.

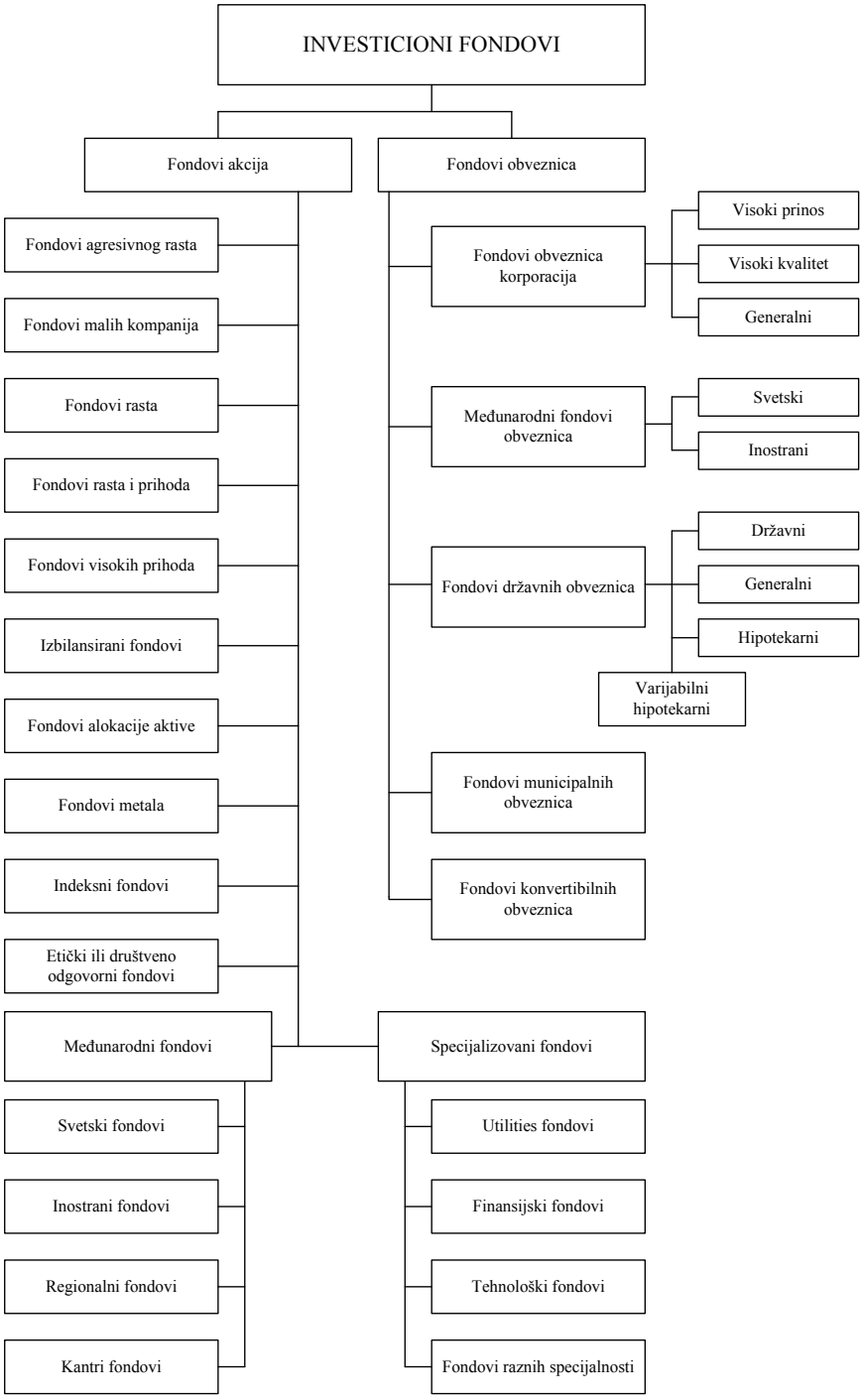
Donošenjem Zakona o investicionim fondovima u Srbiji počinje i njihovo osnivanje, a time i uključivanje malih investitora na tržištu hartija od vrednosti. Investicioni fondovi po suštini rada i po svojoj prirodi predstavljaju alternativu štednji u bankama. Period pre pojave investicionih fondova na finansijskom tržištu Srbije jedina sredstva za razvoj bila su dodeljeni krediti banaka i reinvestirani profiti kompanija. U postojećim uslovima domaće finansijsko tržište otvara vrata hartijama od vrednosti, kao značajnom alternativnom načinu finansiranja.

Za izbor investicionog fonda ne postoji neki univerzalni model za opredeljenje. Svaki investitor se mora dobro informisati o ponudi, uslovima i troškovima koji se javljaju kod ovakvog načina ulaganja u HOV. Zakonska je obaveza investicionog fonda da potencijalne investitore informiše o ostvarenim rezultatima, o investicionim ciljevima i o politici fonda.

Podaci o investicionim fondovima mogu se naći na web stranici investicionifondovi.com.

Izbor će zavisiti i od tipa fonda, odnosno njegove politike, kao i od rizika koje je investitor spreman da prihvati (preuzme).

Slika 9. *- Vrste investicionih fondova*



2.2. BANKE

Na finansijskom tržištu se pojavljuju razni investitori koji se globalno mogu svrstati u nekoliko grupa. Prvu čine poslovne banke, koje vrše investicijsku funkciju putem neposrednog ulaganja (investiranja) ili putem kreditiranja koje u pravnom smislu nije investiranje, a u ekonomskom ima investicionu funkciju.

Drugu grupu čine razni oblici investicionih fondova i finansijskih asocijacija, koje plasiraju sopstvena i tuđa sredstva sa ciljem da se ostvari profit ili u nekim slučajevima drugi ekonomski interesi.

Treću grupu čine ostali privredni subjekti koji u investicione svrhe plasiraju svoje dugoročno ili kratkoročno neuposlene kapitale.

Posebnu grupaciju čine zadužbine, fondacije i fondovi koji učestvuju na finansijskim tržištima, poslujući najčešće sa hartijama od vrednosti, ali i drugim finansijskim instrumentima[20], a sve u cilju uvećanja svoje imovine.

Banka je institucija koja prikuplja slobodna novčana sredstva (depozite) odobrava kredite i obezbeđuje plaćanja. Banka predstavlja najznačajniju depozitnu finansijsku instituciju. Prikupljanje sredstava ona vrši različitim vrstama depozita:

- po viđenju,
- oročenom štednjom,
- na osnovu tekućih računa,
- štednih računa i dr.

2.2.1. OSNOVNA ULOGA I PODELA BANAKA

Postoji više kriterijuma za podelu banaka. Ako se kao kriterijum uzme kreiranje i trgovina finansijskim instrumenatima, onda je banke moguće podeliti na:

- univerzalne,
- komercijalne,
- investicione banke, i
- specijalizovane banke

Univerzalne banke predstavljaju tradicionalni oblik organizovanja banke. Pored kreditno-depozitnih poslova univerzalne banke rade i sa hartijama od vrednosti, a ponekad se bave osiguranjem i poslovima sa nekretninama.

---

[20] Prof. Dr Petar Bojović, Finansije Zadužbina, fondacija i fondova, Vukova zadužbina, Beograd, Bonart iz Nove Pazove, 2003.

Komercijalne ili depozitne banke su jedan od najrasprostranjenijih oblika bankarskog organizovanja. Primarni posao depozitnih banaka je prikupljanje sredstava iz depozita privrednog sektora, stanovništva i neprivrede. Prikupljena sredstva se usmeravaju za određene komercijalne aranžmane privrednih subjekata, pa otuda i naziv komercijalne banke.

Investicione banke se posebno bave hartijama od vrednosti, kao i drugim oblicima investiranja.

Na tržištu hartija od vrednosti banke se mogu naći u dvostrukoj ulozi, kada obavljaju poslove čistog posredovanja - agenta (u ime i za račun klijenta) i komisionara kada obavljaju poslove u svoje ime, a za račun klijenta. Posrednička uloga na tržištu hartija od vrednosti prvenstveno obuhvata investiciono bankarstvo. Poslovi investicionog bankarstva obuhvataju organizaciju emisija hartija od vrednosti, garantovanje i distribuciju hartija od vrednosti na tržištu, promenu vlasničke strukture preduzeća, investiciono savetovanje, upravljanje investicijama i hedž fondovima, trgovinu hartijama od vrednosti i upravljanje portfoliom HOV svojih klijenata. Investiciona banka prikuplja sredstva i obezbeđuje savete za kompanije i državu.

Osnovna funkcija ovih banaka je da pruže pomoć preduzećima i da prikupe potrebna sredstva emisijom hartija od vrednosti (akcija, obveznica i drugih finansijskih instrumenata) na primarnom tržištu.

Investiciono bankarstvo se uključuje u aktivnost dugoročnog finansiranja za razliku od komercijalne banke koja prikuplja depozite i daje kredite pojedincima i preduzećima najčešće na kratak rok.

Zbog prirode posla investiciono bankarstvo je riskantnije od komercijalnog bankarstva, ali je i profitabilnije.[21]

Za razliku od komercijalne banke koja najveći deo prihoda ostvaruje od razlika u kamatnim stopama, investiciona banka prihode ostvaruje naplatom provizije za pružene usluge ili u obliku kapitalne dobiti (razlika između nabavne i prodajne cene finansijskog instumenta).

Ako se investiciona banka javlja u ulozi agenta emisije bez obaveze da otkupi neprodate hartije od vrednosti, sav rizik uspeha emisije i rizik da se ne mogu naplatiti plasirana sredstva snosi emitent kome se vraćaju neprodate hartije.

Investiciona banka zbog rizika koji sobom nosi pokroviteljstvo naplaćuje znatno veću proviziju, pa je to inače skuplja usluga za emitenta.

---

[21] Rose P.S. Hudgins S.C. Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data Status, Beograd, 2005. god.

Kada je banka preuzela ulogu pokrovitelja ona vrši opsežnu analizu poslovanja emitenta (*Due diligence*[22]), a sve u cilju sveobuhvatne informisanosti budućih investitora.

Due diligence analiza je istraživanje poslovanja emitenta kroz sagledavanje komercijalnih, finansijskih, pravnih i drugih aspekata rada emitenta. Zbog odgovornosti prema investitorima, investiciona banka može biti odgovorna za eventualne štete nastale kod investitora, a kao posledica neobjavljivanja ili plasiranja netačnih informacija.

Jedna od najznačajnijih strukturnih promena koja se javlja danas u bankarstvu jeste konvergencija.[23]

Pod procesom konglomeracija podrazumeva se sjedinjavanje različitih finansijskih delatnosti. Danas se banke značajno razlikuju od nekadašnjih tradicionalnih banaka. Došlo je do jake konkurencije između banaka i kompanija koje posluju sa hartijama od vrednosti, osiguravajućih kompanija i drugih finansijskih institucija.

Konkurencija između banaka i drugih finansijskih institucija koje pružaju usluge na finansijskom tržištu se posebno intenzivirala u proteklim godinama uslovljavajući i jedne i druge da se koncentrišu u manji broj, ali mnogo većih multiuslužnih organizacija, dovodeći do drugog procesa – konglomeracije (ukrupnjavanja).[24]

Uloga banaka na tržištu kapitala zemalja u tranziciji je od velike važnosti, s obzirom na razvijenost bankarske mreže, tehničku opremljenost i kadrovsku osposobljenost.

Podsticajna uloga banke na relativno malim i "plitkim tržištima" od posebnog je značaja kako sa aspekta plasmana u različite projekte, tako i sa stanovišta kreiranja novih finansijskih instrumenata.

U većini zemalja u razvoju, najveći broj banaka obavlja tradicionalne bankarske poslove. Još uvek nema ili su u početnoj fazi nastanka investicione banke, koje bi svojim učešćem značajno unapredile finansijska tržišta ovih zemalja.

U Srbiji, banke su takođe organizovane da pružaju tradicionalne bankarske usluge, izuzev Agrobanke koja je namenski organizovana da pomaže i podržava projekte iz oblasti agrara.

Odluka Evropske investicione banke za otvaranje ekspoziture u Beogradu (maj 2009. god.) je povoljna okolnost za njihovo otvaranje i aktivno

---

[22] Finansijsko tržište, institucije, procesi, analiza regulativa, Komisija za HOV, Beograd, 2005. god.
[23] Rose P.S. Marquis M.H. Maney and Capital Markets, Megrow - Hill Irwin, Boston, 2006.
[24] Dr Slađana Rakočević, Uloga banaka na tržištu HOV u Srbiji, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2008. go.

učešće na tržištu kapitala. Sve ukupno će to doprineti finansiranju profitabilnih projekata, širenju asortimana, povećanju produktivnosti, a u krajnjoj instanci i povećanju izvoza i opšteg rasta i razvoja privrednih aktivnosti.

Investicione kompanije

Investicione kompanije se bitno razlikuju od depozitnih institucija (banaka, štedionica, štedno-kreditnih organizacija) s obzirom da do sredstava dolaze emisijom svojih hartija od vrednosti, prvenstveno akcija i udela. U depozitnim institucijama depoziti dominiraju u strukturi njihovih izvora finansiranja. Investicione kompanije i fondovi su veoma pogodni za razvoj tržišta kapitala pre svega zbog dugoročnog poslovnog horizonta. Takođe, nisu podložni monetarnoj regulativi, ne vrše plaćanja i nemaju depozite, pa ne mogu vršiti kreditne multiplikacije, niti imaju uticaj na kreiranje novca u opticaju.

Investicione kompanije imaju posredničku ulogu prvenstveno između emitenta i investitora. Generalna ideja na kojoj su nastale investicione kompanije u stvari je smanjenje rizika kojem je izložen investitor putem diversifikovanja investicionih plasmana. One vrše "prepakivanje" drugih oblika finansijske aktive[25] (instrumente koje emituje država, lokalni organi vlasti, preduzeća itd.) u svoje hartije od vrednosti, koje zatim prodaju zainteresovanim investitorima. Poslovanje investicionih kompanija regulisano je zakonskim aktima svake države. Takođe, investicione kompanije su profesionalno vođene institucije od strane posebno obrazovanih portfolio menadžera, koji investiraju sredstva u portfolio hartija od vrednosti, sa ciljem da se ona usmere u one kompanije i projekte gde se može ostvariti ekstra profit.

2.3. OSIGURAVAJUĆE KOMPANIJE

Osiguravajuće kompanije su u savremenom svetu značajni investitori posebno kada se radi o dugoročnom – životnom osiguranju. Suština je u tome da oni vrše redistribuciju rizika i da prikupljaju novčana sredstva po pravilu pre nastanka osiguranog rizika. Prema tome, po logici stvari one se uvek javljaju u poziciji da imaju na raspolaganju novčana sredstva prikupljena iz osnova osiguranja, pa su baš ta sredstva značajan finansijski izvor za investicione plasmane. Iz tih razloga osiguravajuće kompanije svoj finansijski menadžment baziraju na ročnoj optimalizaciji plasmana prikupljenih iz osiguravajućih poslova slično kao što i banke moraju da vode računa o

[25] Dr Dejan Ergić, Dr Petar Bojović, Menadžment hartijama od vrednosti, Izdavački centar za industrijski menadžment, Kruševac, 2005. god.

plasmanima prikupljenim iz pri- mljenih depozita. Po logici stvari plasmani u hartije od vrednosti koji potiču iz rezervi – životnog osiguranja se mogu plasirati na duži rok, a plasmani koji potiču iz prikupljenih kratkoročnih sredstava se plasiraju u kratkom roku.

Osiguravajuće kompanije daju osiguranicima polise osiguranja, kao ugovor za koju njen vlasnik plaća premiju u zamenu za obavezu osiguravajuće kompanije da će u slučaju izvesnog događaja platiti ugovorenu sumu.

Gledano, sa ekonomskog aspekta, osiguranje predstavlja udruženje svih onih koji su izloženi zajedničkom riziku, da bi zajednički podneli štetu koja će zadesiti samo nekog od njih.

Osiguravajuća društva svoje prihode ostvaruju kao razliku između prikupljenih i isplaćenih premija i prihoda ostvarenih od investiranja na tržištu hartija od vrednosti. Iz tih razloga portfolio menadžeri ovih kompanija vode računa o likvidnosti hartija od vrednosti u koje investiraju. Osiguravajuće kompanije se javljaju kao veliki investitori u hartije od vrednosti, a posebno u državne obveznice, korporativne obveznice, prioritetne i obične akcije kao i multicipalne obveznice. One investiraju u sigurne i izvesne projekte. Rad osiguravajućih kompanija izložen je riziku likvidnosti i riziku rasta kamatnih stopa, pa se kao metod zaštite od tih rizika koristi metod upravljanja portfoliom poznat kao imunizacija.

Učešće osiguravajućih kompanija na finansijskom tržištu zemalja u tranziciji postaje značajno zbog podizanja likvidnosti i drugih performansi, a u budućnosti i kroz internacionalizaciju sa aktivnostima na ino-tržištima.

Reforme ekonomskih sistema u zemljama u tranziciji obuhvatile su i reforme penzionih sistema i fondova. Funkcionisanje ovih fondova kao u razvijenim zemljama biće moguće kada se stvore svi neophodni uslovi za razvoj i funkcionisanje tržišta kapitala.

2.4. PENZIONI FONDOVI

Penzioni fondovi su finansijske institucije koje obezbeđuju pojačanu sigurnost i stabilnost prihoda posle završetka radnog veka.[26]

Učešće penzionih fondova na tržištu kapitala takođe doprinosi njegovom razvoju i povećavanju likvidnosti.

Za razliku od drugih učesnika na tržištu kapitala za penzijske fondove nije bitna likvidnost aktive u koju ulažu, koliko je važno dugoročno očuvanje i rast vrednosti imovine u koju su uložili.

[26] Dr Mirko Kulić, Finansijska tržišta, Megatrend Univerzitet primenjenih nauka, Beograd 2003. god

Investicione strategije penzionih fondova su različite i zavise od više faktora. Oni ulažu u dugoročne hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom i sa malim rizikom, kao što su državne obveznice i lokalne obveznice, kao i u nekretnine za koje se oceni da će u budućnosti cena rasti.

Penzioni fondovi doprinose ukupnom razvoju i rastu finansijskih tržišta zemalja u tranziciji, ali da bi se dostigao nivo kada penzioni fondovi i drugi institucionalni investitori imaju značajnu ulogu na finansijskom tržištu, potrebno je vreme i preduslovi kao što su privredni razvoj, stabilnost bankarskog sistema, razvijena regulatorna normativa, usklađena zakonska regulativa, kao rast i učešće penzionih fondova u odgovarajućem procentu u društvenom proizvodu svake zemlje u tranziciji.

2.5. DRUGE FINANSIJSKE INSTITUCIJE

Štedno-kreditne asocijacije se bave trgovanjem različitih finansijskih instrumenata i pojavljuju se kao emitenti svojih hartija od vrednosti, a kao investitori odobravaju kredite, kupuju nekretnine i investiraju u hipotekarne i državne hartije od vrednosti.[27]

Oni su u nekom smislu substituti ili surogati poslovnog bankarstva.

Štedionice po svojoj prirodi veoma su slične štednim i kreditnim asocijacijama. Ponekad se one poistovećuju i ne prave se jasne i precizne razlike između njih. Štedionice imaju korene iz Škotske sa početka XIX veka. To su institucije koje su pomagale siromašnim slojevima da finansiraju svoje potrebe. Bile su popularne u Engleskoj i Nemačkoj (gde i danas imaju veliku ulogu) a u SAD su se pojavile tek sredinom XIX veka. Štedionice imaju veliku moć iako su malobrojne u odnosu na štedno-kreditne asocijacije. Plasmani štedionice su uglavnom u hipotekarne kredite i državne hipotekarne hartije od vrednosti.

U SAD zakonska regulativa ovih institucija dozvoljava veći stepen diversifikacije plasmana, pa one investiraju i u različite druge hartije od vrednosti, pre svega obveznice privrednih društava, obveznice lokalnih organa vlasti, akcije itd. Najvažniji izvor sredstava su depoziti, iako je moguće da se ove institucije pojave i u ulozi emitenta svojih akcija.

Delatnost štedionice vezana je za poslove sa fizičkim licima. Štedionica može da i pravnim licima daje kredite za potrebe unapređenja stambene izgradnje, komunalne delatnosti i razvoja preduzetništva. Ako štedionica ima neiskorišćenih sredstava može ih koristiti i za davanje kredita pravnim

[27] Miskin F. Eakins, S. Financial Markets + Institutions, Addison Wesley, 2003. god

licima (bez posebne namene) u skladu sa odlukom organa štedionice. Ovakve kredite štedionice ne mogu davati neposredno već samo preko banaka.

Štedno-kreditne organizacije su organizacije koje obavljaju finansijske poslove za svoje osnivače. One su pravna lica koja vrše delatnost usluga za svoje članove. Kao i štedionice, štedno-kreditna organizacija može imati filijale, ekspoziture i druge organizacione delova, a oni ne mogu imati svojstvo pravnih lica.

Štedno-kreditna organizacija obavlja određene poslove i to:

- prikuplja sredstva za finansiranje prometa određenih roba i usluga u okviru delatnosti njenih osnivača,
- prikuplja dinarske štedne uloge radnika zaposlenih u pravnim licima koja su je osnovala,
- daje i uzima kredit za potrebe njenih osnivača,
- platni promet u skladu sa zakonom,
- obavlja druge bankarske poslove za potrebe zaposlenih u pravnim licima koja su je osnovala

Štedno-kreditna zadruga je finansijska organizacija koju osnivaju zemljoradničke, zanatske, stambene i druge zadruge kao i pravna i fizička lica tih zadruga. Osnivački ulog za ove organizacije određen je Zakonskom regulativom.

Ovakve organizacije mogu imati organizacione delove kao filijale, ekspoziture i druge organizacione delova, a obavljaju sledeće poslove:

- prikupljaju dinarske namenske štedne uloge i depozite fizičkih lica,
- daju i uzimaju kredite u okviru delatnosti njenih osnivača,
- obavljaju platni promet u skladu sa Zakonom,
- vrše druge bankarske poslove za potrebe fizičkih lica u skladu sa Zakonom

Štedne i kreditne asocijacije u zemljama u razvoju i ranije su imale ulogu da odloženu potrošnju građana usmere u važne projekte turističkog, zdravstvenog ili rekreativnog karaktera, sa ciljem da zainteresovanim korisnicima pruže mogućnost većeg izbora ponuda i povoljnijeg korišćenja objekata.

Nastankom uslova za razvoj finansijskih tržišta, ova grupacija finansijskih institucija, kao i investicioni fondovi, posebno dobijaju na značaju obzirom da animiraju veliki broj malih investitora i da prikupljena sredstva plasiraju u raznovrsne oblike finansijske aktive, vršeći na taj način povećanje broja učesnika na finansijskom tržištu, kreiranjem novih finansijskih instrumenata i plasmana kapitala u one projekte koji donose veće prinose.

3. BROKERSKO-DILERSKA DRUŠTVA

Organizovano tržište hartija od vrednosti, bilo berzansko ili vanberzansko, razlikuje se od drugih tržišta. Njegova posebnost uočava se već u odnosu na subjekte koji učestvuju na njemu. Za razliku od drugih tržišta, prodavci i kupci hartija od vrednosti ne mogu se neposredno uključiti u trgovinu i odrediti uslove pod kojima će se vršiti kupoprodaja.

Jedna od osnovnih odlika organizovanja tržišta hartija od vrednosti je da se zaključivanje i izvršavanje berzanskih poslova vrši preko ovlašćenih učesnika, a po propisanim pravilima koje utvrdi organizator tih tržišta. Ovi ovlašćeni učesnici na organizovanom tržištu hartija od vrednosti imaju isključivo pravo da izvršavaju berzanske transakcije. Njihov značaj se ogleda u posredničkoj ulozi koja im je dodeljena.

3.1. POJMOVNO ODREĐENJE

Berzanski posrednici predstavljaju veoma značajnu ali heterogenu grupu učesnika na berzi, tj. na finansijskim tržištima, a najpoznatiji su pod nazivom brokersko-dilerske kuće (brokeri, dileri).

Najveći broj berzanskih posrednika istovremeno vrši poslove brokera i dilera, pa otuda i sledi uobičajeni naziv za njih, brokersko-dilerska društva.

Brokersko-dilerska društva na finansijskim tržištima pružaju sledeće usluge:

- pružaju usluge kupovine i prodaje svih finansijskih instrumenata
- mogu vršiti i kratkoročna kreditiranja svojih klijenata
- pružaju usluge čuvanja hartija od vrednosti
- mogu se baviti savetodavnim i konsultantskim uslugama

3.1.1. BROKER

Pojam brokera vodi poreklo od francuske reči – *broacier*, (engleski – *broacher*) što bi opisno značilo – neko ko iznosi nešto na videlo.

Pored toga što se može naći više pojmova za naziv *brokera* ipak se za njih može reći da predstavljaju lica koja se isključivo bave posredovanjem na berzi između kupca i prodavca. Oni nisu vlasnici finansijskih instrumenata koji su predmet kupo-prodaje, ali nezavisno od vrste i obima obavljenih transakcija, brokeri za svoj rad naplaćuju proviziju. Rade u tuđe ime i za tuđ račun. U većini zemalja, moraju biti registrovani za ovakav rad, a sva-

kako moraju posedovati i odgovarajuću licencu, kao dokaz da su to profesionalni trgovci finansijskih instrumenata. Dileri usko sarađuju sa brokerima i drugim dilerima i ne radeći za proviziju, već ostvarujući prihode iz uspešnog sopstvenog poslovanja, a koje je sadržano u razlici cena predmeta trgovanja.

Ako se trgovina odnosi na kupoprodaju nekretnina, broker predstavlja lice koje naplaćuje proviziju tek kada proda predmetnu nekretninu. U poslovima osiguranja broker je osoba koja pronalazi najbolji aranžman za svog klijenta, a zatim mu prodaje polisu osiguranja.

3.1.2. DILER

Dileri takođe predstavljaju značajnu kategoriju berzanskih posrednika, a sam pojam diler označava:

- lice koje kupuje i prodaje hartije od vrednosti u svoje ime i za svoj račun
- lice koje kupuje robu ili usluge, a u cilju prodaje krajnjim korisnicima (dileri automobila, dileri tehničkom robom, i sl.)
- prodavci deviza (trgovina devizama)

Za razliku od brokera, dileri nisu samo posrednici u kupoprodajnim transakcijama, već su i vlasnici finansijskih instrumenata koji su predmet trgovine. Njihovu zaradu čini razlika u ceni koju ostvaruju kupujući ili prodajući finansijske instrumente.

Dileri svoje prihode ostvaruju po nekoliko osnova:

- na osnovu razlike u ceni hartija od vrednosti koje kupuje, a zatim prodaje – ostvaruje kapitalnu dobit,
- na osnovu arbitraže – kupuje finansijske instrumente na jednom tržištu, a zatim prodaje na drugom tržištu i to uobičajeno po višoj ceni
- na osnovu razlike u visini stope troškova kapitala i stope prinosa

3.2. VRSTE BROKERSKO-DILERSKIH DRUŠTAVA

Sva brokersko-dilerska društva mogu se klasifikovati na veoma različite načine i po različitim kriterijumima.

- 1) Ako je kriterijum obim i veličina tržišta na kome društvo radi, tada govorimo o malim i velikim brokersko-dilerskim društvima:
  - mala društva obuhvataju lokalno i uže geografsko područje,
  - velika društva obuhvataju šire geografsko područje i imaju karakter vanberzanskog tržišta

- 2) Prema vrsti poslova koje obavljaju, brokersko-dilerska društva mogu se deliti na:
  - eskontna društva, odnosno poslovi otkupa, eskonta, reeskonta finansijskih instrumenata,
  - lombardna društva[28], poslovi otkupa, lombarda i relombarda hartija od vrednosti,
  - žiro društva, poslovi bezgotovinskog plaćanja i klirinškog platnog prometa,
  - menjačka društva, odnosno kupoprodaja deviza,
  - založna društva, poslovi odobravanja kredita na osnovu zaloge,
  - otkupna društva, tj. poslovi otkupa emisije hartija od vrednosti
- 3) Prema orijentaciji klijenta mogu se podeliti na male investitore i na velike investitore;
- 4) Prema kriterijumu kako nastupaju na finansijskim tržištima, brokersko-dilerska društva se mogu podeliti na:
  - a) brokerske kuće:
    - > nastupaju kao komisionari – u svoje ime i za svoj račun,
    - > nastupaju kao zastupnici – u ime i za račun svojih klijenata,

---

[28] Lombardni krediti

Polazeći od odredbi Zakona o obligacionim odnosima, može se tvrditi da *lombard* predstavlja vrstu bankarskog posla. Lombardni krediti predstavljaju spoj Ugovora o kreditu i Ugovora o zalozi na pokretne stvari (hartije od vrednosti i dragocenosti). Lombardni krediti po svojoj ročnosti pripadaju redu kratkoročnih bankarskih kredita.

Za lombardne kredite je karakteristično da je manje važna kreditna sposobnost korisnika kredita, nego što je važan bonitet zaloge. Kao predmet zaloge na lombardnom tržištu najčešće se javljaju: hartije od vrednosti, zlato i druge dragocenosti, roba koja je uskladištena u javno skladište, roba koja se nalazi na putu.

Prema domicilnim zakonskim propisima u zalogu se mogu uzeti sledeće vrste hartija od vrednosti: akcije, obveznice, blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, razni certifikati.

Posle odobrenog zahteva za lombardni kredit, podnosilac zahteva vrši prenos hartija od vrednosti na davaoca kredita, radi obezbeđenja povratka kredita. Banku (davalac kredita) interesuje da ona postane zakoniti imalac hartija od vrednosti i da može sa istom raspolagati u okviru založnog prava. Lombardni krediti su više prisutni na primarnom nego na sekundarnom tržištu.

Lombardni krediti se mogu odobriti na osnovu zaloge zlata i drugih dragocenosti. Zlato se može založiti u vidu: novca (zlatnici), zlatne poluge i zlatni nakit. Dragocenosti se mogu založiti u obliku plemenitih metala, dragog kamenja, umetničkih slika i skupocenih umetničkih dela.

Prednost lombardnih kredita je u činjenici da vlasnici robe (korisnici kredita) dolaze do neophodnih novčanih sredstava, a da pri tome ne vrše nikakvu prodaju po nižim cenama. Oni se obično odobravaju na period od 3 do 6 meseci.

Lombardni kredit se davaocu kredita vraća sa kamatom i ostalim troškovima i to jednokratno po njegovom dospeću.

Ukoliko se kredit ne bi uredno vratio, davalac kredita ima pravo da izvrši prodaju založenih hartija od vrednosti, te da na taj način naplati svoje potraživanje.

Založene pokretne stvari se mogu prodati samo na javnoj aukciji ili licitaciji.

> posredovanja – obavljaju poslove za tuđ račun

– b) dilerske kuće:
  > nastupaju kao principali – u svoje ime i za svoj račun,
  > nastupaju kao komisionari – u svoje ime i za račun svojih klijenata,
  > nastupaju kao zastupnici – u ime i za račun svojih klijenata,
  > ako se zastupnik obaveže da u ime i za račun emitenta organizuje emisiju hartija od vrednosti, bez obaveze otkupa neprodatih hartija, tada ga naše pravo naziva *agentom emisije*
  > nastupa kao pokrovitelj – organizuje distribuciju hartija od vrednosti sa obavezom njihovog otkupa od izdavaoca radi dalje prodaje ili sa obavezom otkupa od izdavaoca neprodatih hartija od vrednosti
– c) market mejkeri (u isto vreme daje ponudu i tražnju za određenim hartijama od vrednosti, o čemu sa organizatorom tržišta zaključuje poseban ugovor)

Kada brokersko-dilersko društvo obavlja trgovinu sa hartijama od vrednosti, ono posreduje u kupoprodaji i radi u ime i za račun klijenta (brokerski poslovi). Tada ono samo naplaćuje proviziju za svoje usluge u skladu sa svojim tarifnikom.

Kada brokersko-dilersko društvo kupuje i prodaje hartije od vrednosti u svoje ime i za svoj račun, zarađujući na razlici u ceni, ono obavlja dilerske poslove.

Kada brokersko-dilersko društvo obavlja kupovinu hartije od vrednosti u svoje ime i za svoj račun, po ceni koja je unapred utvrđena i po ugovoru zaključena sa organizatorom tržišta, tada ono obavlja poslove market mejkera.

3.2.1. DELATNOSTI BROKERSKO-DILERSKIH DRUŠTAVA

Prema zakonu brokersko-dilerska društva mogu obavljati sledeće delatnosti:

- 1) posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i kupovina i prodaja tih instrumenata u ime i za račun nalogodavca (brokerski poslovi);
- 2) kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata u svoje ime i za svoj račun, radi ostvarivanja razlike u ceni (dilerski poslovi);

- 3) obavezna kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata u svoje ime i za svoj račun po ceni koju unapred objavljuje brokersko-dilersko društvo (poslovi market mejkera);
- 4) upravljanje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima u ime i za račun nalogodavca (poslovi portfolio menadžera);
- 5) organizovanje distrubucije hartija od vrednosti, bez obaveze otkupa neprodatih hartija od vrednosti, odnosno organizovanje uključivanja hartija od vrednosti na organizovano tržište (poslovi agenta emisije);
- 6) organizovanje i distribucija hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, sa obavezom njihovog otkupa od izdavaoca radi dalje prodaje, ili sa obavezom otkupa neprodatih hartija od vrednosti (poslovi pokrovitelja emisije);
- 7) pružanje savetodavnih usluga u vezi sa poslovanjem hartijama od vrednosti (poslova investicionog savetnika);

Poslove investicionog savetnika brokersko-dilersko društvo ne može obavljati kao jedinu delatnost.

Pored navedenog brokersko-dilersko društvo može obavljati i poslove koje inače obavlja i kastodi banka, i to:

- otvara i vodi račune hartija od vrednosti kod Centralnog registra HOV u ime i za račun zakonitih imalaca, tj. za svoje klijente otvara vlasničke račune hartija od vrednosti,
- izvršava naloge za prenos prava iz hartija od vrednosti i naloge za upis prava trećih lica na hartijama od vrednosdti i stara se o prenosu prava iz tih hartija,
- naplaćuje potraživanja od izdavalaca po osnovu dospelih hartija od vrednosti, kamata i dividendi za račun zakonitih imalaca tih hartija i stara se o ostvarivanju drugih prava koja pripadaju zakonitim imaocima hartija koji su njeni klijenti,
- pruža usluge pozajmljivanja hartija od vrednosti,
- obaveštava akcionare o godišnjim skupštinama akcionarskih društava i zastupa ih po potrebi na tim skupštinama

Poslove investicionog savetnika brokersko-dilersko društvo ne može obavljati kao jedinu delatnost.

Odredbe koje se odnose na delatnost brokersko-dilerskih društava odnose se i na poslovanje sa finansijskim derivatima, kao i sa drugim finansijskim instrumentima, ako je to propisano posebnim zakonima.

3.3. NEOPHODNI USLOVI ZA OBAVLJANJE BROKERSKO-DILERSKIH POSLOVA

Brokersko-dilersko društvo je pravno lice, organizovano kao akcionarsko društvo, koje delatnost obavlja na organizovanom tržištu u skladu sa zakonom.

Brokersko-dilersko društvo može osnovati pravno ili fizičko lice, a za obavljanje delatnosti neophodna je dozvola za rad koju daje Komisija za hartije od vrednosti.

3.3.1. OSNOVNI KAPITAL

U zavisnosti od karaktera delatnosti za koju se opredeli brokersko-dilersko društvo, zavisi i minimalni iznos kapitala za njegov rad:

- 50.000 EUR-a u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate, za obavljanje brokerskih poslova,
- 100.000 EUR-a u dinarskoj protivvrednosti, za obavljanje dilerskih poslova,
- 200.000 EUR-a u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate, za obavljanje poslova market mejkera, portfolio menadžera i agenta emisije
- 300.000 EUR-a u dinarskoj protivvrednosti za obavljanje poslova pokrovitelja emisije

3.3.2. KADROVSKI, ORGANIZACIONI I TEHNIČKI USLOVI

Da bi brokersko-dilersko društvo moglo da obavlja poslove za koje je organizovano, mora ispunjavati pored osnovnog kapitala i određene kadrovske, organizacione i tehničke uslove. Smatra se da je brokersko-dilersko društvo kadrovski osposobljeno ako ima najmanje jedno lice zaposleno na neodređeno vreme, sa licencom za zvanje brokera.

Brokersko-dilersko društvo može obavljati poslove portfolio menadžera, ako ima najmanje jedno lice zaposleno na neodređeno vreme sa položenim stručnim ispitom za zvanje portfolio menadžera.

Brokersko-dilersko društvo može obavljati i poslove investicionog savetnika, ako pored ostalih uslova ima najmanje jedno lice zaposleno na neodređeno vreme sa položenim stručnim ispitom za zvanje investicionog savetnika.

Komisija za hartije od vrednosti pripisuje bliže uslove koji se odnose na organizacionu osposobljenost i tehničku opremljenost.

U svakom slučaju, poslove brokera, investicionog savetnika i portfolio menadžera, mogu obavljati samo fizička lica koja imaju dozvolu da se tim poslom bave. Da bi neko fizičko lice dobilo dozvolu za rad od Komisije, ono mora saglasno zakonskim propisima ispuniti određene uslove, na osnovu kojih Komisija izdaje dozvolu i vodi registar lica koja su tu dozvolu dobila.

Pored posebnih uslova koje moraju ispunjavati lica koja obavljaju neke od navedenih delatnosti brokersko-dilerskih društava, moraju ispunjavati i opšte uslove, odnosno da nisu:

- 1) pravosnažno osuđivana za krivična dela protiv radnih odnosa, privrede, pravosuđa, pranja novca, javnog reda, pravnog saobraćaja i službene dužnosti, kao ni za krivična dela propisana Zakonom o tržištu HOV;
- 2) izvršila težu povredu Zakona i pravila sigurnog i dobrog poslovanja, o zabrani korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija, odnosno o zabrani manipulacija, pravila poslovnog morala, savesnog poslovanja i pravila o upravljanju rizicima ili na drugi način teže ugrozilo interese učesnika na organizovanom tržištu;
- 3) da nisu obavljala poslove za koje nisu dobila dozvolu

U slučaju da izvrše povredu navedenih opštih uslova, Komisija za HOV oduzeće im dozvolu za obavljanje poslova za koje su je i dobili.

Brokersko-dilersko društvo može obavljati delatnost i u okviru delova brokersko-dilerskog društva koji nemaju status pravnih lica, ali imaju ovlašćenja u pravnom prometu poseban obračun rezultata poslovanja i poseban podračun – ako ti delovi ispunjavaju uslove za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva.

3.4. ZABRANA UPOTREBE NAZIVA

Nazivi *brokersko-dilersko društvo*, *broker*, *investicioni savetnik* ili *portfolio menadžer*, su zakonom zaštićeni. Saglasno tome, pravno lice koje nije dobilo dozvolu za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom, kao ni preduzetnik, ne mogu biti upisani u Registar privrednih subjekata i ne mogu koristiti u pravnom prometu naziv brokersko-dilersko društvo, broker, investicioni savetnik ili portfolio menadžer, niti reči izvedenog značenja, osim ako je to propisano posebnim zakonom.

3.5. NORMATIVNI AKTI I UPRAVA BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA

Opšti akti brokersko-dilerskog društva su osnivački akt, Statut, pravila poslovanja, tarifnik i druga opšta akta.

Pravilima poslovanja brokersko-dilerskog društva uređuju se naročito:

- vrste poslova i način njihovog obavljanja u brokersko-dilerskom društvu,
- međusobna prava i obaveze brokersko-dilerskog društva i njegovih klijenata,
- vrste naloga klijenata i načini njihovog izvršenja,
- druga pitanja od značaja za rad brokersko-dilerskog društva

Brokersko-dilersko društvo je dužno da od Komisije za hartije od vrednosti pribavi prethodnu saglasnost na osnivački akt, izmene Statuta i pravila poslovanja.

Brokersko-dilersko društvo naknade za svoje usluge sme da naplaćuje najviše po tarifi koju samo objavljuje i donosi. Ono ne sme da počne da primenjuje novu tarifu dok je ne dostavi Komisiji za hartije od vrednosti i na propisan način ne objavi.

Upravu privrednog društva čine direktor, Upravni odbor i izvršni odbor direktora. Direktor je uvek obavezni organ u društvu, Upravni odbor u propisanim slučajevima, a konstituisanje izvršnog odbora direktora zavisi od odluke direktora društva.

Zakonodavac je propisao uslove koje treba da ispunjava određeno lice da bi moglo da bude član uprave brokersko-dilerskog društva. Prema odredbama našeg Zakona o tržištu hartija od vrednosti, članovi uprave brokersko-dilerskog društva mogu biti samo fizička lica:

- 1) koja su stručno osposobljena,
- 2) koja imaju odgovarajuće iskustvo od najmanje tri godine, stečeno u radu sa hartijama od vrednosti, i to:
  - a) u brokersko-dilerskom društvu
  - b) na berzi
  - c) u banci
  - d) u društvu za upravljanje investicionim fondovima ili dobrovoljnom penzijskom fondu
  - e) u osiguravajućim društvima, Centralnom registru, Narodnoj banci, u privrednim društvima na finansijskim poslovima

ili na poslovima naučnog radnika iz oblasti hartija od vrednosti, privrednim pravom, računovodstva i revizije

- 3) koja nisu pravosnažno osuđivana za krivična dela protiv privrede, imovine, pravosuđa, javnog reda i pravnog saobraćaja

Saglasnost na odluku o izboru i imenovanju članova Uprave brokersko-dilerskog društva, daje Komisija za hartije od vrednosti. Komisija takođe propisuje i sadržinu zahteva za davanje te saglasnosti.

Komisija za hartije od vrednosti donosi odluku o davanju saglasnosti na odluku o izboru članova Uprave brokersko-dilerskog društva, kada utvrdi da su ispunjeni zakonom predviđeni uslovi i uslovi iz akata brokersko-dilerskog društva, uz priloženu odgovarajuću dokumentaciju.

Komisija za hartije od vrednosti oduzima saglasnost na odluku o imenovanju članova uprave brokersko-dilerskog društva kada utvrdi:

- da je odluka o davanju saglasnosti doneta na osnovu neistinitih podataka,
- da je lice za koje je data saglasnost pravnosnažno osuđeno za neko od navedenih krivičnih dela, koja ga čine nepodobnim za izbor i imenovanje za člana Uprave,
- da je lice za koje je data saglasnost izvršilo težu povredu odredaba Zakona o pravilima sigurnog i dobrog poslovanja, o zabrani korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija, odnosno o zabrani manipulacija i pravila poslovnog morala ili na drugi način teže ugrozilo interese učesnika na organizovanom tržištu

3.6. ZAŠTITA OD RIZIKA OBAVLJANJA DELATNOSTI BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA

Brokersko-dilersko društvo je u svom poslovanju izloženo riziku, pa je zbog toga potrebno da ima određeni iznos kapitala koji bi obezbedio moguće pokriće gubitka zbog rizika kojim je brokersko-dilersko društvo izloženo u svom poslovanju. Cilj je da se spreči njegova nelikvidnost i insolventnost, te na taj način se obezbeđuje sigurnost njenih klijenata i drugih učesnika na finansijskom tržištu.

Izloženost riziku brokersko-dilerskog društva prema jednom licu ili više povezanih lica, jeste zbir svih potraživanja i uslovnih potraživanja prema tom licu, odnosno tim licima, računajući i obligacione hartije koje je izdalo to lice i učešće u kapitalu tog lica.

Izloženost riziku brokersko-dilerskog društva prema jednom licu, odnosno prema više povezanih lica, ne sme prelaziti 25% kapitala brokersko-dilerskog društva.

Brokersko-dilersko društvo može obrazovati rezerve za opšte rizike namenjene pokriću eventualnih gubitaka zbog rizika koji proizilaze iz celokupnog njegovog poslovanja.

Posebne rezerve smatraju se rezerve koje brokersko-dilersko društvo obrazuje, s obzirom na poseban rizik naplativosti potraživanja po osnovu garancije za potraživanje klijenata u slučaju stečaja drugog brokersko-dilerskog društva. Iznos i način izračunavanja posebnih rezervi propisuje Komisija za hartije od vrednosti.

Kako bi se zaštitilo od rizika likvidnosti, brokersko-dilersko društvo je dužno da utvrdi i sprovodi politiku upravljanja likvidnošću koja obuhvata:

- a) planiranje očekivanih priliva i odliva novčanih sredstava,
- b) redovno praćenje likvidnosti,
- c) preduzimanje odgovarajućih mera za sprečavanje, odnosno otklanjanje uzroka nelikvidnosti

Brokersko-dilersko društvo je dužno da dnevno izračunava koeficijent likvidnosti sredstava i u slučaju da nije u mogućnosti da izmiruje dospele novčane obaveze odmah o tome obavesti Komisiju za hartije od vrednosti.

Zbog potrebe stalne kontrole rizika, brokersko-dilersko društvo je obavezno da Komisiji za hartije od vrednosti dostavlja mesečne izveštaje sa podacima o kapitalu, izloženosti riziku i likvidnosti.

Brokersko-dilersko društvo je dužno da dnevno izračunava koeficijente likvidnosti sredstava. Komisija za hartije od vrednosti propisuje način izračunavanja koeficijenta likvidnosti sredstava i najmanji obim likvidnosti koji mora obezbediti brokersko-dilersko društvo. Ono je dužno da prema stanju poslednjeg dana u mesecu, mesečno izračunava i propisuje:

- 1) visinu kapitala
- 2) visinu kapitala potrebnog za obavljanje pojedinih poslova
- 3) adekvatnost kapitala
- 4) izloženost riziku

Kad kapital brokersko-dilerskog društva ne dostiže minimalni kapital iz zakona, Uprava brokersko-dilerskog društva mora odmah doneti mere za obezbeđenje minimalnog kapitala za koje je sama nadležna.

Ako Komisija za hartije od vrednosti pri vršenju nadzora utvrdi da brokersko-dilersko društvo ne dostiže minimalni kapital iz zakona, može tom društvu privremeno zabraniti obavljanje svih ili pojedinih poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u trajanju od tri meseca.

3.7. NAČELA SIGURNOG I DOBROG POSLOVANJA BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA I UGOVORI SA KLIJENTIMA

Način rada i poslovanja brokersko-dilerskog društva propisan je zakonom koji tretira tržište hartija od vrednosti, kao i propisima sadržanim u aktima društva.

- 1) Jedno od osnovnih načela kojeg se mora pridržavati brokersko-dilersko društvo je načelo ravnopravnosti klijenata, a to zapravo znači da se ne sme dogoditi da klijenti brokersko-dilerskog društva mogu imati različiti tretman. Mora se uvek imati u vidu da u strukturi klijenata mogu biti lica koja su potpuni laici u ovoj oblasti, pa do vrhunskih poznavalaca, koji nalaze zadovoljstvo da upotpune svoju radoznalost u ovom poslovnom odnosu. Sa tog stanovišta tretmani klijenata ne smeju biti različiti;
- 2) Drugo načelo je dominacija interesa klijenata

  U svom poslovanju brokersko-dilersko društvo se mora rukovoditi isključivo interesima klijenata. To praktično znači da se poslovanje mora obaviti tako da ako je u pitanju prodaja hartija od vrednosti za klijenta, transakciju mora tako izvršiti da to bude najpovoljnije za klijenta (prodaja po najvećoj mogućoj ceni). A ako je u pitanju kupovina hartija od vrednosti, one se moraju kupiti po najnižoj mogućoj ceni što je interes klijenta. Takođe, brokersko-dilersko društvo ne može svoje interese stavljati ispred interesa klijanata. Iz tih razloga brokersko-dilersko društvo je dužno da upozna klijenta sa mogućim sukobima interesa kako klijenta i društva, tako i između samih klijenata. Zbog toga je brokersko-dilersko društvo obavezno da organizuje takvo poslovanje da ti sukobi interesa budu svedeni na najmanju moguću meru.

  U situaciji da ipak dođe do nekih neugodnosti za klijenta, brokersko-dilersko društvo mora iste tumačiti u interesu klijenta.
- 3) Treće načelo u poslovanju brokersko-dilerskog društva je načelo transparentnosti poslovanja društva.

  Brokersko-dilersko društvo je dužno da u prostorijama u kojima radi sa klijentima, omogući uvid u pravila poslovanja i tarifnik.
- 4) Četvrto načelo je načelo čuvanja tajnosti podataka.

  Zaposleni i članovi Uprave brokersko-dilerskog društva dužni su da čuvaju kao poslovnu tajnu sve podatke o stanju i prometu na

računima hartija od vrednosti kod tog društva, kao i druge podatke o klijentu do kojih su došli i iste ne smeju saopštavati trećim licima, niti im omogućiti da ih koriste.

Izuzetno ovi podaci se mogu staviti na uvid trećim licima samo u sledećim slučajevima:

- na osnovu pismenog odobrenja klijenta,
- prilikom nadzora o zakonitosti rada koju sprovodi Komisija za hartije od vrednosti,
- na osnovu naloga suda ili nadležnog organa Uprave

- 5) Peto načelo je načelo očuvanja stabilnosti organizovanog tržišta.

  Brokersko-dilersko društvo ne može, prema zakonu, obavljati poslove sa hartijama od vrednosti koji bi ugrozili stabilnost organizovanog tržišta, a naročito ne može:

  - davati investitorima pogrešne informacije o ceni hartija od vrednosti,
  - širiti lažne informacije radi promene cena hartija od vrednosti,
  - raspolagati hartijama od vrednosti koje su u vlasništvu klijenta bez njegove pismene saglasnosti,
  - izvršavati naloge klijenata na način koji nije u skladu sa ovim zakonom i drugim aktima kojima se uređuje način izvršavanja naloga klijenata brokersko-dilerskog društva,
  - kupovati, prodavati ili pozajmljivati za sopstveni račun iste hartije od vrednosti koje su predmet naloga klijenta pre postupanja po nalogu klijenta,
  - kupovati, prodavati ili pozajmljivati hartije od vrednosti po osnovu ugovora o upravljanju hartijama od vrednosti isključivo radi naplate provizije,
  - podsticati klijente na učestalo obavljanje transakcija isključivo radi naplate provizije

Međusobni odnosi između brokersko-dilerskog društva i klijenta se uređuju ugovorom koji se zaključuje u pisanom obliku.

Zakon propisuje da se u ovaj ugovor obavezno unosi odredba da su pravila poslovanja brokersko-dilerskog društva bila dostupna klijentu, kao i *izjava klijenta daje upoznat sa mogućim rizicima koje nosi proces trgovanja na berzi*.

Ukoliko dođe do promena pravila poslovanja, brokersko-dilersko društvo je dužno da klijente obavesti o tim promenama pre njihovog stupanja na snagu.

Pored zaključenog ugovora brokersko-dilersko društvo sačinjava i posebnu izjavu. Naime, ono je dužno upoznati klijenta sa mogućim rizicima koji mogu nastati trgovinom određenim hartijama. Brokersko-dilersko društvo sačinjava na osnovu izjave klijenta o njegovom predznanju i iskustvu *izjavu o upozorenju na moguće rizike* koji mogu proisteći iz trgovine određenim hartijama od vrednosti. Oblik i forma izjave o upozorenju propisani su od strane Komisije za hartije od vrednosti.

Ugovor sadrži i odredbu da je sastavni deo ugovora izjava klijenta da je upoznat sa pravilnikom i tarifnikom brokersko-dilerskog društva.

3.8. NALOZI KLIJENTA ZA KUPOVINU I PRODAJU HARTIJA OD VREDNOSTI

Brokersko-dilersko društvo radi na osnovu naloga klijenta. Zbog toga je zakonom propisano više pravila u vezi sa izvršavanjem dobijenih naloga.

Tako je društvo dužno da:

- 1) naloge klijenata izvršava onako kako oni glase i odmah čim se steknu uslovi za njihovo izvršenje;
- 2) vodi posebnu knjigu naloga, u koju se upisuju nalozi klijenata za kupovinu ili prodaju hartija od vrednosti i opozivi tih naloga;
- 3) naloge klijenata prima samo u poslovnim prostorijama u svom sedištu, odnosno u poslovnim prostorijama mesta obavljanja delatnosti svog organizacionog dela, kao i u poslovnim prostorijama pravnog lica koje na osnovu zaključenog ugovora u njegovo ime i za njegov račun prima naloge klijenata;
- 4) naloge klijenata za kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti izvršava po redosledu utvrđenim pravilima poslovanja brokersko-dilerskog društva;
- 5) najkasnije narednog radnog dana od dana prijema naloga izda klijentu potvrdu o prijemu naloga;
- 6) na zahtev klijenta, izda overeni izvod iz knjige naloga svih poslova koji se odnose na realizovane naloge klijenata

Brokersko-dilersko društvo je dužno da dobijene naloge upisuje u knjigu naloga i to na način koji onemogućava naknadne izmene unetih podataka.

Pored toga, brokersko-dilersko društvo je dužno da naloge klijenata za kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti na organizovanom tržištu izvršava upisivanjem sadržine naloga u centralnu informacionu bazu berzanskog informacionog sistema.

3.8.1. ODBIJANJE PRIJEMA NALOGA ZA KUPOVINU I PRODAJU I OBAVEŠTAVANJE KLIJENATA

Izuzetno, brokersko-dilersko društvo može da odbije:

- 1) prijem naloga za kupovinu kada utvrdi da na novčanom računu klijenta nema dovoljno sredstava za izmirenje njegovih obaveza koje bi nastale na osnovu izvršenja naloga za kupovinu hartija od vrednosti;
- 2) prijem naloga za prodaju kada utvrdi da na računu hartija od vrednosti klijenta nema dovoljno hartija od vrednosti koje su predmet naloga

O izvršavanju naloga brokersko-dilersko društvo je dužno da, najkasnije narednog dana od dana zaključenja kupovine, odnosno prodaje hartija od vrednosti, obavesti klijenta.

Klijent se ne može odreći prava na ovo obaveštavanje.

3.9. RAČUNI BROKERSKO-DILERSKIH DRUŠTAVA

3.9.1. NOVČANI RAČUN BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA I KLIJENATA

Prema zakonu, brokersko-dilersko društvo dužno je da kod ovlašćene banke, odnosno banke – člana Centralnog registra hartija od vrednosti ili kod Centralnog registra hartija od vrednosti otvori novčani račun klijenta i svoj novčani račun.

Sredstva koja se nalaze na novčanom računu klijenta brokersko-dilersko društvo može da koristi samo za plaćanje obaveza na osnovu naloga klijenata. Ta sredstva nisu vlasništvo brokersko-dilerskog društva i ne ulaze u njegovu imovinu, ne mogu se uključiti u likvidacionu ili stečajnu masu, niti koristiti za plaćanje obaveza brokersko-dilerskog društva prema trećim licima. Brokersko-dilersko društvo je po zakonu dužno je da vodi računa da na novčanom računu klijenata ima dovoljno sredstava na dan saldiranja.

Otvaranje novčanog računa je obavezan preduslov za pristup tržištu hartija od vrednosti. Shodno tome, obaveza klijenta pre davanja naloga brokeru ili dileru je:

- da ima otvoren vlasnički račun hartija od vrednosti kod Centralnog registra,
- da ima otvoren novčani račun,
- da ovlasti brokersko-dilersko društvo da vrši prenos i upis prava na hartije od vrednosti i da vrši isplate i uplate povodom raspolaganja hartijama od vrednosti

3.9.2. VOĐENJE RAČUNA HARTIJA OD VREDNOSTI

Vođenje računa hartija od vrednosti se vrši na osnovu ugovora koji brokersko-dilersko društvo zaključuje sa klijentom. Ugovorom o vođenju računa hartija od vrednosti brokersko-dilersko društvo se obavezuje da će kod Centralnog registra hartija od vrednosti otvoriti račun hartija od vrednosti (u daljem tekstu: vlasnički račun) i na tom računu, u ime i za račun klijenta, voditi stanje hartija od vrednosti i izvršavati naloge za prenos prava iz hartija od vrednosti između računa imalaca kod Centralnog registra hartija od vrednosti, a klijent se obavezuje da će za to platiti proviziju.

Hartije od vrednosti koje se nalaze na vlasničkom računu, brokersko-dilersko društvo može koristiti samo na osnovu naloga klijenta.

Pošto brokersko-dilersko društvo ima i račune svojih hartija od vrednosti, dužno je da račune svojih hartija od vrednosti (račun člana Centralnog registra hartija od vrednosti) vodi odvojeno od računa hartija od vrednosti svojih klijenata.

Kao i novčana sredstva klijenta, tako i hartije od vrednosti na vlasničkom računu klijenata brokersko-dilerskog društva nisu vlasništvo brokersko-dilerskog društva i ne ulaze u njegovu imovinu, ne mogu se uključiti u likvidacionu ili stečajnu masu, niti koristiti za izmirivanje obaveza brokersko-dilerskog društva prema trećim licima. Isto kao kod novčanog računa, brokersko-dilersko društvo je dužno da vodi računa da na vlasničkom računu klijenta ima dovoljno hartija na dan saldiranja.

3.9.3. UPRAVLJANJE HARTIJAMA OD VREDNOSTI

Uz ugovor o vođenju računa hartija od vrednosti u odnosima između brokersko-dilerskog društva i klijenta se javlja i ugovor o upravljanju hartijama od vrednosti. Tim ugovorom brokersko-dilersko društvo se obavezuje da će, u svoje ime a za račun klijenta, novčana sredstva klijenta ulagati u ha-

rtije od vrednosti, odnosno da će primiti na upravljanje hartije od vrednosti klijenta, a klijent se obavezuje da će za to platiti proviziju.

Ako se ovakav ugovor zaključi, brokersko-dilersko društvo je dužno da kod Centralnog registra hartija od vrednosti otvori i vodi poseban račun za klijenta tzv. Račun upravljanja.

Ugovorom o upravljanju hartijama od vrednosti se po zakonu uređuju sledeća pitanja i to:

- 1) iznos novčanih sredstava, odnosno vrsta i količina hartija od vrednosti koje klijent stavlja na raspolaganje brokersko-dilerskom društvu radi kupovine, odnosno prodaje tih hartija;
- 2) politika ulaganja u hartije od vrednosti (određivanje vrsta hartija od vrednosti koje će se kupiti iz sredstava klijenta, karakteristike izdavalaca hartija od vrednosti, najveći dozvoljeni iznos ulaganja u hartije od vrednosti jednog izdavaoca i sa njim povezanih lica, kao i druge okolnosti značajne za određivanje stepena rizika ulaganja);
- 3) uslovi pod kojima klijent hartije od vrednosti poverava na upravljanje brokersko-dilerskom društvu;
- 4) visina provizije i osnovica za obračun i naplatu provizije;
- 5) druga međusobna prava i obaveze

Novčana sredstva klijenta brokersko-dilersko društvo može ulagati u hartije od vrednosti samo u skladu sa ugovorom zaključenim s klijentom.

Zakonom je predviđena i mogućnost tzv. p*ozajmljivanja* hartija od vrednosti jednog brokersko-dilerskog društva drugom.

3.10. ODNOS BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA PREMA KOMISIJI ZA HARTIJE OD VREDNOSTI

3.10.1. IZVEŠTAVANJE KOMISIJE

U izvršavanju svoje obaveze izveštavanja, brokersko-dilersko društvo dužno je da Komisiji za hartije od vrednosti dostavlja:

- 1) godišnji račun sa izveštajem revizora i godišnji izveštaj o poslovanju – do 15. jula tekuće godine za prethodnu godinu;
- 2) mesečne izveštaje o poslovanju – do 15-og dana u mesecu za prethodni mesec;

- 3) podatke o svakoj promeni propisanih uslova za obavljanje delatnosti za koje je dobijena dozvola za rad – u roku od osam dana od dana nastanka promene;
- 4) druge podatke i informacije po zahtevu Komisije za hartije od vrednosti

Sadržinu podataka propisuje Komisija za hartije od vrednosti.

3.10.2. NADZOR KOMISIJE NAD POSLOVANJEM BROKERSKO-DILERSKIH DRUŠTAVA

Komisija za hartije od vrednosti ostvaruje nadzor nad zakonitošću rada brokersko-dilerskog društva. Taj nadzor se ostvaruje najmanje dva puta godišnje. Prilikom nadzora ovlašćeno lice Komisije za hartije od vrednosti može:

- 1) pregledati akte, poslovne knjige, izvode sa računa i druge dokumente brokersko-dilerskog društva;
- 2) zahtevati informacije o pojedinim pitanjima značajnim za poslovanje brokersko-dilerskog društva

O utvrđenom stanju sastavlja se zapisnik.

Ako se utvrde nezakonitosti, odnosno nepravilnosti u poslovanju, Komisija za hartije od vrednosti donosi rešenje kojim će brokersko-dilerskom društvu naložiti da utvrđene nepravilnosti otkloni u odgovarajućem roku i preduzeće jednu ili više sledećih mera:

- 1) oduzeće saglasnost na imenovanje direktora i članova upravnog odbora i dati nalog za imenovanje novih lica na ta mesta;
- 2) daće nalog za privremenu zabranu obavljanja pojedinih ili svih poslova iz dozvole za obavljanje delatnosti – u trajanju do tri meseca;
- 3) daće nalog za privremenu zabranu raspolaganja sredstvima s novčanih računa i računa hartija od vrednosti i drugom imovinom – u trajanju do tri meseca;
- 4) daće nalog za privremenu zabranu isplate članovima organa uprave i zaposlenima dela dobiti koja pripada akcionarima, odnosno naknada;
- 5) izreći će javnu opomenu;
- 6) oduzeće dozvolu za obavljanje delatnosti;
- 7) preduzeće druge mere u skladu sa ovim zakonom i aktom koji ona donosi

3.11. PRESTANAK OBAVLJANJA DELATNOSTI BROKERSKO-DILERSKOG DRUŠTVA

3.11.1. ODUZIMANJE DOZVOLE ZA OBAVLJANJE DELATNOSTI

Dozvolu za obavljanje delatnosti Komisija za hartije od vrednosti oduzima brokersko-dilerskom društvu:

- 1) ako delatnost za koju mu je data dozvola ne obavlja duže od tri meseca;
- 2) ako je dozvola za obavljanje delatnosti pribavljena na osnovu neistinitih podataka;
- 3) ako poslove u vezi sa hartijama od vrednosti ne obavlja u skladu sa ovim zakonom;
- 4) ako prestane da ispunjava uslove propisane za dobijanje dozvole za obavljanje delatnosti;
- 5) ako prekrši obavezu zabrane manipulacije;
- 6) ako ne ispunjava uslove za poslovanje u skladu sa odredbama ovog zakona o otklanjanju rizika;
- 7) ako se ne pridržava odluke o privremenoj zabrani obavljanja delatnosti;
- 8) ako u roku utvrđenom aktom Komisije za hartije od vrednosti ne postupi po nalogu za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti, odnosno nepravilnosti

U slučaju da brokersko-dilersko društvo obavesti Komisiju za hartije od vrednosti o prestanku obavljanja delatnosti brokersko-dilerskog društva i podnese zahtev za brisanje iz registra dozvola izdatih za obavljanje te delatnosti, Komisija će oduzeti tom društvu dozvolu za obavljanje delatnosti samo ako je ono izmirilo sve obaveze prema svojim klijentima.

3.11.2. POSEBNA PRAVILA U POGLEDU LIKVIDACIONOG I STEČAJNOG POSTUPKA

Ako brokersko-dilerskom društvu oduzme dozvolu za rad, Komisija za hartije od vrednosti po službenoj dužnosti pokreće postupak likvidacije, odnosno stečaja u skladu sa zakonom. Istovremeno u danu donošenja rešenja o oduzimanju dozvole za rad brokersko-dilerskom društvu, Komisija

za hartije od vrednosti daje nalog banci kod koje se vode računi ovog društva da izvrši blokadu tih računa.

Od trenutka otvaranja stečajnog postupka sa brokersko-dilerskim društvom se ne može zaključiti prinudno poravnanje.

Tokom stečaja stečajni upravnik ne može odustati od ugovora o kupovini i prodaji hartija od vrednosti koje je zaključilo brokersko-dilersko društvo.

Iz stečajne mase brokersko-dilerskog društva izlučuju se potraživanja klijenata tog društva po osnovu ulaganja u hartije od vrednosti, kao i potraživanja države i Narodne banke po tom osnovu.

4. BERZE

4.1. USLOVI ZA RAD BERZI

Berze predstavljaju organizovan prostor na kome se vrši kupoprodaja veoma različite aktive(novac, hartije od vrednosti, derivatne hartije ili neke robe). Ono po čemu se posebno razlikuje trgovanje na berzi od drugih oblika trgovine je u tome što za berzansko trgovanje mora biti definisan prostor, vreme, predmet trgovanja, način-pravila trgovanja i učesnici trgovanja.

Protekom vremena, trgovanje na berzi uključuje i novine koje sobom nosi razvoj informatičkih tehnologija. Osnivanje berzi, i drugi uslovi koji se moraju ispuniti za bavljenje ovim poslovima definisani su Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o hartijama od vrednosti i drugim finasijskim instrumentima.

4.1.1. KAPITAL POTREBAN ZA OSNIVANJE BERZE

Kapital - Novčani deo osnovnog kapitala berze po Zakonu o tržištu hartija od vrednosti mora da bude najmanje 1.000.000 evra u dinarima po zvaničnom srednjem kursu Narodne banke na dan uplate. Berza nije dužna da održava svoj kapital na nivou adekvatnom rizicima. Kapital berze ne sme da padne ispod propisanog minimalnog iznosa.

4.1.2. POTREBNI KADROVI

Kadrovi - Berza mora da ima najmanje tri stalno zaposlenih službenika, sa položenim brokerskim ispitom i najmanje tri godine iskustva u poslovanju

sa hartijama (tzv. brokeri berze). Osim njih, berza mora da ima dovoljan broj ostalih zaposlenih lica, odgovarajućih struka i iskustava, kako bi uspešno mogla da obavlja svoju delatnost (računovođe, pravnici, programeri i sl.).

4.1.3. ORGANIZACIJA I TEHNIKA

Organizacija i tehnika - Berza mora da bude organizaciono i tehnički opremljena, na način koji propisuje Komisija, kako bi efikasno obavljala svoju delatnost. Organizacija podrazumeva da berza ima odgovarajuća odeljenja (npr. za trgovinu i aukcije, pravna služba, računovodstvo, kontrola, informatika, ...), upravu i sistematizaciju radnih mesta, koji odgovaraju potrebama njene delatnosti. Posebno se zahteva da berza ima odgovarajuću računarsku opremu i uspostavi takav sistem informisanja, koji omogućava svim učesnicima u trgovini hartijama da istovremeno, ravnopravo i pod jednakim uslovima daju i primaju kupovne i prodajne naloge, kao i da svi učesnici berzanske trgovine u istom trenutku imaju jednak pristup svim podacima o hartijama, kojim se trenutno trguje.

4.2. UPRAVA BERZE

Uprava - Član uprave i nadzornog odbora berze može da bude samo fizičke lice, sa čijim imenovanjem odnosno izborom se saglasi Komisija. Ono mora da bude stručno osposobljeno, iako se zakonom ne traži da ima položeni stručni ispit za brokera, savetnika ili upravljača, da ima tri godine iskustva u vođenju poslovanja hartijama od vrednosti i da nije osuđivano za propisana dela (vid. razloge oduzimanja dozvole brokeru brokersko-dilerskog društva). Član uprave mora Komisiji da podnese zahtev za davanje saglasnosti, uz dokaze da ispunjava propisane uslove i plan organizovanja i vođenja poslova berze. Iako u Zakonu o tržištu hartija nije baš jasno, izgleda da Komisija mora da se saglasi sa imenovanjem odnosno izborom člana uprave, koji ispunjava propisane uslove, te da nema pravo da diskreciono uskrati saglasnost, ako, recimo, posumnja u poštenje člana uprave, ili se ne složi sa planom vodenja poslova, koji joj je podneo.

4.2.1. OPŠTA AKTA

Opšti akti - Berza mora da ima statut i pravila poslovanja u času dobijanja dozvole za rad od Komisije. Pored toga, berza je dužna da usvoji i pravilinik o listingu, tarifnik i druge opšte akte. Komisija daje saglasnost na

statut, pravila poslovanja i tarifnik, kao i na njihove izmene. Pravila poslovanja i tarifnik se objavljuju u Službenom glasniku. Najviši iznos naknada koje berza sme da naplaćuje za svoje usluge utvrđen je tarifnikom. Primena novog tarifnika može otpočeti po dobijanju saglasnosti Komisije i objavljivanju u Službenom glasniku.

4.2.2. POSTUPAK DOBIJANJA DOZVOLE ZA RAD

Postupak - Pre nego što otpočne poslovanje hartijama od vrednosti, zainteresovano lice mora da dobije dozvolu za rad od Komisije, inače čini privredni prestup. Zainteresovano lice podnosi zahtev za izdavanje dozvole za rad Komisiji, kad ispuni propisane uslove, uz dokaze da ih je ispunilo. Komisija donosi odluku (rešenje) u roku od 60 dana od dana prijema zahteva. Ako podnosilac zahteva ispunjava uslove, Komisija je dužna da mu izda dozvolu, jer nema diskreciono ovlašćenje da je odbije. Ako Komisija protivzakonito odbije izdavanje dozvole, podnosilac ima pravo da pokrene protiv Komisije upravni spor, podnošenjem tužbe Vrhovnom sudu Srbije. Ako sud nađe da je tužbeni zahtev osnovan, presudom izdaje dozvolu tužiocu, umesto Komisije, ili nalaže Komisiji da mu izda dozvolu. Kad je podnosilac dobio dozvolu, dužan je, u roku od 30 dana od njenog prijema, da podnese prijavu za upis osnivanja odnosno delatnosti berze u registar kod trgovinskog suda na čijem području joj je sedište. Tek kad joj sud dostavi rešenje o upisu u registar, berza sme da otpočne da posluje hartijama. Upis u sudski registar se objavljuje u Službenom glasniku.

4.2.3. NADZOR KOMISIJE ZA HOV NAD POSLOVANJEM BERZE

Nadzor - Berze se nalaze pod pojačanim nadzorom države, zbog rizičnosti berzanske trgovine i mogućnosti izazivanja poremećaja u celom finansijskom i privrednom sistemu zemlje. Komisija je dužna da proverava najmanje dva puta godišnje, po svom nahođenju, zakonitost poslovanja berze, preko svojih kontrolora u njenim prostorijama. Ako utvrdi da je berza povredila propise, naložiće joj otklanjanje povreda u primerenom roku. Osim toga, može da:

- 1) javno opomene berzu;
- 2) ukine saglasnost na imenovanje direktora ili izbor člana uprave ili nadzornog odbora berze i da joj naloži imenovanje odnosno izbor novih lica;

- 3) privremeno zabrani trgovinu određenim hartijama u berzi, dok se ne otkloni poremećaj;
- 4) isključi iz kotacije (sa listinga) pojedine hartije;
- 5) privremeno (do tri meseca) zabrani berzi raspolaganje sredstvima;
- 6) privremeno zabrani isplatu dobiti akcionarima, članovima uprave i zaposlenima berze;
- 7) privremeno (do tri meseca) ili trajno zabrani rad berzi;
- 8) izrekne drugu meru, radi otklanjanja uočene nepravilnosti.

Berza je dužna da Komisiji podnosi:

- 1) izveštaj o trgovini hartijama sa kursnom listom na kraju svakog radnog dana;
- 2) izveštaj o prijemu u članstvo, odbijanju i prestanku članstva u roku od tri dana od donošenja odluke;
- 3) izveštaj o prijemu hartija u kotaciju, odbijanju i isključenju iz kotacije u roku od tri dana od dana donošenja odluke;
- 4) godišnji račun sa izveštajem revizora i godišnji izveštaj o poslovanju do 15. jula tekuće godine za prethodnu godinu;
- 5) mesečne izveštaje o poslovanju do 15. u mesecu za prethodni mesec;
- 6) izveštaj o promeni ispunjenosti uslova za obavljanje delatnosti u roku od sedam dana od nastupanja promene,
- 7) druge podatke koje zatraži Komisija.

4.2.4. NADZOR BERZE NAD SVOJIM ČLANOVIMA

Berza je, sa svoje strane, preko svojih službenika (tzv. kontrolora) je nadležna da nadzire poslovanje svojih članova i da ih disciplinuje, kad uoči da povređuju propise o poslovanju.

Berza je takođe dužna da nadzire trgovinu koju organizuje. Najvažniji je nadzor nad kotiranjem hartija od vrednosti, koji se sprovodi na tri načina. Prvi je kontrola pri prijemu hartija u kotaciju. Berza je dužna da odbije prijem u kotaciju hartija, koje ne ispunjavaju propisane uslove. Time sprečava trgovanje lažnim ili lošim hartijama. Ako uoči da izdavalac ne ispunjava uslove za kotaciju hartija, koje je već primila, dužna je da ih isključi iz kotacije, kako bi sprečila štetu investitorima. Drugi način je kontrola pri utvrđivanju kurseva. Berza preko svojih službenika (tzv. rukovodilaca kotacije) organizuje trgovinu hartijama od vrednosti, koje je primila u kotaciju. Tu

berza utvrđuje kurseve koji odgovaraju stvrarnoj tržišnoj vrednosti hartija od vrednosti. Time sprečava trgovinu po nerealnim (previsokim ili preniskim) cenama (kursevima). Treći način se sastoji u kontroli suštine berzanskih poslova, nastojeći da spreči berzanske smicalice (manipulacije) jednih učesnika trgovine na štetu drugih. Tu posebno nadzire da li svi učesnici poštuju u trgovini niz zabrana,i da li se pridržavaju prava i dužnosti utvrđenih njenim pravilima. Ako uoči zabranjeni posao, zabranjuje zaključenje ili ispunjenje takvog posla, uz izricanje sankcija svojim članovima. Osim toga, može da im zabrani da posluju sa određenim klijentima, kao i da ih prijavi Komisiji i organima krivičnog gonjenja u slučaju težih povreda zakona (krivičnih dela i privrednih prestupa). Berzanska pravila o poslovanju hartijama i nadzor berze nad članovima redovno su stroža po učesnike berzanske trgovine, nego državni propisi, jer time berza obezbeđuje poverenje investitora.

4.2.5. ORGANI I ZAPOSLENI

Organi i zaposleni - Organi berze su:

- 1) skupština, kao organ vlasnika berze;
- 2) upravni odbor, sa najmanje tri člana, kao stručni organ upravljanja, koji je obavezan ako je berza javno akcionarsko društvo, ili ako ima više od 100 zaposlenih,
- 3) nadzorni odbor, sa najmanje tri člana, ako berza ima više od 100 zaposlenih,
- 4) direktor, kao organ poslovođenja i zastupanja berze, koji izvršava odluke upravnog odbora;
- 5) izvršni odbor direktora, ako ga direktor uspostavi od niže rangiranih direktora, kao svoj izvršni i savetodavni organ.

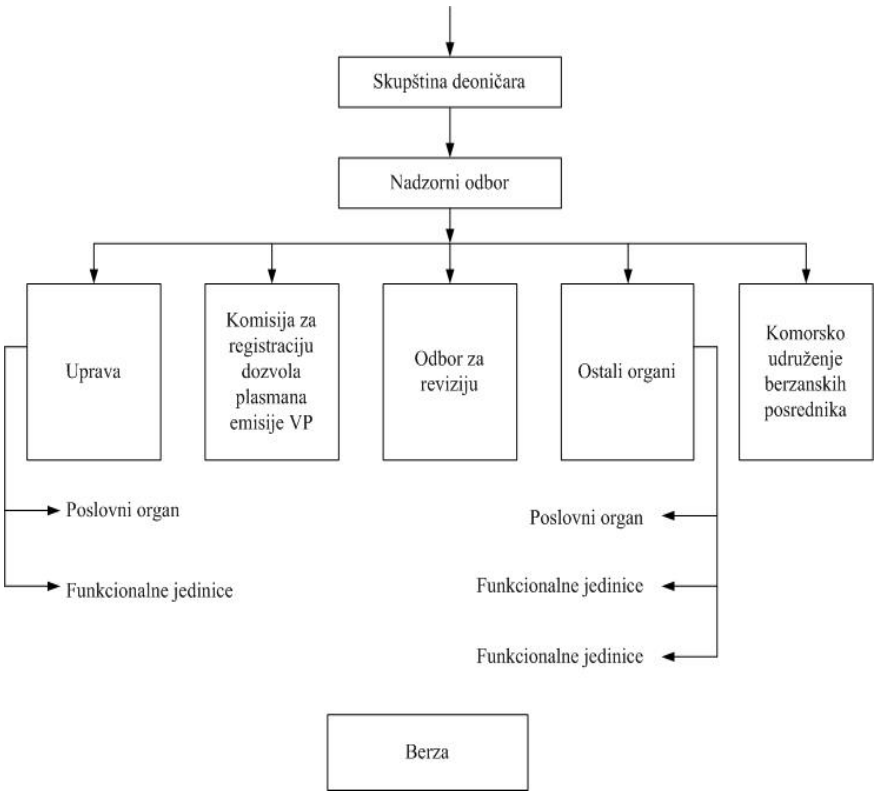
Na organe berze analogno se primenjuju pravila o odgovarajućim organima akcionarskog društva sadržana u Zakonu o privrednim društvima. Osim nabrojanih organa, berza mora da ima arbitražu, kao stalni izbrani sud, čiju listu arbitara sastavlja skupština berze i komisiju za kotaciju, kao organ nadležan da odlučuje o prijemu i isključenju hartija iz kotacije. Njene članove imenuje i postavlja upravni odbor, ako ga berza ima, a ako ga nema, onda direktor.

Komisija za HoV može da ukine saglasnost, koju je dala članovima uprave i nadzornog odbora berze, ako su je ishodili na osnovu neistinitih podataka, ili ako budu pravnosnažno osuđeni za propisana teža krivična dela ili ako povrede zakonska pravila o poštenom i sigurnom poslovanju, usled

čega se može ugrozti solventnost ili likvidnost berze i klijentima naneti šteta. Tada društvo mora da promeni odnosnog člana uprave, ili mu Komisija izriče oštriju upravnu meru, uključujući i mogućnost oduzimanja dozvole za rad.

Lica zaposlena na berzi ne smeju istovremeno da budu članovi organa, niti zaposleni u brokersko-dilerskim društvima, bankama i emitentima, čije su hartije primljene na kotaciju. Direktor berze i članovi njenog upravnog i nadzornog odbora ne smeju da budu članovi arbitraže berze. Najzad, zaposleni i članovi uprave i nadzornog odbora berze su dužni da čuvaju kao poslovnu tajnu podatke o prometu u berzi, koji nisu objavljeni, kao i druge poverljive podatke, čijim saopštavanjem mogu da izazovu štetu berzi, njenim članovima ili emitentima, čije se hartije kotiraju na berzi, ili se može izazvati poremećaj na tržištu. Izuzetno, oni su oslobođeni od dužnosti čuvanja tajne u postupku nadzora Komisije ili drugog organa uprave, kao i u postupku sudske istrage. Zaposleni i članovi organa berze ne smeju da savetuju o ulaganju u hartije, niti da klijentima preporučuju brokersko-dilerska društva.

Slika 10. *- Organi upravljanja i rukovođenja berzama*



4.2.6. ČLANOVI BERZE

Pojam - Članovi berze su lica, koja imaju pravo da kupuju i prodaju kotirane hartije i da vrše usluge klijentima u vezi sa kupoprodajom hartija u skladu sa njenim pravilima, ali i dužnost da joj plaćaju članarinu i proviziju za usluge koje im pruža organizovanjem trgovine. Ostala lica, koja nisu članovi, mogu da posluju na berzi samo preko članova. Članovi su ravnopravni te berza ne sme da jedne povlašćuje, a druge da "ugnjetava".

Član berze je samo onaj trgovac hartijama, koga primi berza u članstvo. U suprotnom može da trguje samo van berze. Berze obično svojim pravilima zabranjuju članovima da budu istovremeno i članovi drugih berzi, kako bi time obezbedile njihovu odanost i sprečile narušavanje svoje konkurentske moći na tržištu berzanskih usluga. Član berze ne treba da se poistovećuje sa vlasnikom berze (akcionarom). Akcionari su lica koja imaju pravo na učešće u kapitalu (akcije, udele), u upravljanju i u dobiti društva, po osnovu svojih uloga, koje su mu preneli u svojinu. Ako član berze nije istovremeno i njen akcionar, on nema navedena prava, i obratno, akcionar berze koji nije njen član, nema pravo da posluje u njoj. Kako Zakon o tržištu hartija dopušta samo registrovanim trgovcima, uz državu i Narodnu banku, da budu akcionari berze, većina akcionara su njihovi članovi, kako bi u njoj mogli da posluju.

Sticanje članstva - U našem pravu berza samostalno odlučuje o prijemu u članstvo, pod uslovima i u postupku uređenim statutom. Sloboda regulisanja uslova i odlučivanja ograničena je samo pravilom da za člana može da primi samo brokersko-dilersko društvo i banku ovlašćenu za poslovanje hartijama. Izuzetno, Državna i Narodna banka mogu da trguju na berzi i bez učlanjenja. Zainteresovani trgovac stiče članstvo na osnovu zahteva, koji podnosi berzi, uz isprave, kojim dokazuje da ispunjava uslove za učlanjenje. Naše pravo obavezuje berzu da primi u članstvo svakog podnosioca zahteva, koji dokaže da ispunjava uslove predviđene njenim statutom. Stoga ona nema diskreciono ovlašćenje pri odlučivanju o tom pitanju. Berza je dužna da donese odluku (rešenje) po zahtevu i da ga dostavi podnosiocu i Komisiji u roku od 15 dana od dana prijema zahteva. Ako berza odbije da primi u članstvo podnosioca, ili ako mu ne dostavi rešenje po njegovom zahtevu u roku od 15 dana od dana kad joj je podnet, podnosilac ima pravo da pokrene upravni spor protiv berze, pred nadležnim sudom, tražeći da ga presudom učlani ili da naloži berzi da ga primi u članstvo.

4.3. PRESTANAK RADA BERZE

Prestanak - Berza može da prestane voljno (sopstvenom odlukom) ili prinudno. Voljni prestanak može da bude stvarni ili pravni. Stvarni je kad se ona konačno gasi i kao ekonomski i kao pravni subjekt. Nije značajno da li prestaje potpuno ili u statusnoj promeni. U statusnoj promeni, ona stvarno prestaje kad se podeli na više pravnih lica ili se pripoji nekom pravnom licu ili se sa njim spaja u novo pravno lice, koje ne obavlja delalnost berze. Berza samo pravno prestaje a ne ekonomski kad se podeli na više berzi, ili se pripoji drugoj berzi ili se sa njom spoji u novu berzu. Za statusnu promenu berze nužna je saglasnost Komisije. O odluci o prestanku berza obaveštava Komisiju i podnosi joj zahtev za brisanje iz registra izdatih dozvola za rad. Komisija na osnovu tog zahteva oduzima dozvolu za rad i pokreće postupak likvidacije berze, ako je solventna, ili stečaja, ako je insolventna, podnošenjem odgovarajućeg predloga trgovinskom sudu sedišta berze.

Berza prinudno prestaje, kad joj Komisija oduzme dozvolu za rad iz zakonom predviđenih razloga:

- 1) lažni podaci pri pribavljanju dozvole za rad,
- 2) prestanak ispunjavanja uslova za rad,
- 3) neobavljanje delatnost, duže od tri meseca.
- 4) kršenje Zakona o tržištu hartija,
- 5) nepostupanje po nalogu Komisije za otklanjanje utvrđenih nepravilnosti,
- 6) obavljanje zabranjene manipulacije.

Na osnovu opštih propisa berza prestaje i kad joj kapital padne ispod propisanog minimuma i kad joj broj akcionara padne ispod propisanog broja (ako se prihvati da je minimalan broj osnivača dva). Sud po službenoj dužnosti dostavlja Komisiji rešenje o otvaranju likvidacije odnosno stečaja. Zakonom je zabranjeno da se berza prinudno poravna sa poveriocima nakon otvaranja stečaja. To znači da može da se sa njima prinudno poravna van stečaja ili u prethodnom stečajnom postupku pre njegovog otvaranja. Obaveze iz zaključenih berzanskih poslova, koje nisu ispunili do prestanka berze članovi berze, dužni su da ispune saugovornicima, kao da berza ne prestaje. U uporedno-pravnoj praksi to se pitanje obično rešava tako što postojeći članovi osnivaju novu berzu ili se učlanjuju u drugu postojeću berzu, u kojoj nastavljaju da rade, prenoseći tekuće poslove u nju.

4.3.1. PRESTANAK ČLANSTVA

Prestanak članstva - Članstvo u berzi prestaje istupanjem člana, njegovim prestankom (stečaj, likvidacija, statusne promene) ili isključenjem člana. Berza je ovlašćena da statutom uredi razloge, uslove i način prestanka članstva. U slučaju kada trgovcu prestaje članstvo njegovim prestankom, kao pravnog lica, njegova "lebdeća" obaveze prema klijentima po tekućim berzanskim poslovima (onim koje je zaključio, a nije još ispunio), ne ulaze u njegovu likvidacionu odnosno stečajnu masu, već se izlučuju i prelaze na nekog drugog člana, koji će ih ispuniti prema klijentima. Ako članstvo prestaje isključenjem ili istupanjem, tako da trgovac nastavlja da posluje van berze ili kao član neke druge berze, berza uređuje svojim pravilima da li on zadržava prava i obaveze po tekućim berzanskim poslovima prema klijentima ili ona prelaze na nekog drugog člana berze. Ako pravila ništa ne predviđaju, on zadržava lebdeća prava i obaveze do njihovog ispunjenja prema klijentima. Posle istupanja ili isključenja iz berze, bivši član berze nema više prava da u njoj posluje, osim preko drugih članova.

4.3.2. ODGOVORNOST BERZE

Odgovornost - Berza odgovara celokupnom imovinom za obaveze koje preuzima prema trećim licima (npr. iz ugovora o kupovini opreme, o građenju svoje poslovne zgrade, za poreze koje je dužna da plaća). Akcionari (ne i članovi) odgovaraju trećim licima za obaveze berze, ali ograničeno, do visine svojih udela u kapitalu berze, a ne i imovinom, koju nisu uneli u njen kapital. Ugovorom koji su zaključili sa berzom ili njenim poveriocem (npr. ugovor o jemstvu, o zalozi) moguće je da se njihova odgovornost prema poveriocima berze uredi drugačije (npr. da odgovaraju solidarno do određenog iznosa sa berzom za njene dugove). Akcionari i članovi uprave berze, ipak, mogu da odgovaraju za dugove poveriocima berze i svojom privatnom imovinom, ako sud zanemari, pravni subjektivitet berze, primenom instituta "privida pravnog lica". To može da učini kad akcionari ili članovi uprave berze zloupotrebljavaju berzu radi ličnog bogaćenja, podmećući je kao dužnika, a prisvajajući sredstva poverilaca u poslovima koje su zaključili sa berzom.

Berza retko odgovara za dugove ili štetu koja nastane učesnicima njenog tržišta, jer ne preuzima obaveze u berzanskim poslovima svojih članova. Ipak, moguće je da odgovara za štetu svojim članovima, pa i njihovim klijentima, ako je pretrpe zbog lošeg organizovanja trgovine (npr. zbog prijema u kotaciju hartija koje ne ispunjavaju propisane uslove (lažne i nesolidne hartije), zbog greške kotera u vođenju aukcije, zbog pogrešno utvrđenih kurseva).

5. CENTRALNI REGISTAR

5.1. ZNAČAJ CENTRALNOG REGISTRA HOV

Centralni registar hartija od vrednosti je saglasno Zakonu o tržištu HOV organizovan je kao akcionarsko društvo i to tako da državno učešće u kapitalu ne može biti manje od 51%. Centralni registar se bavi aktivnostima koje prethode trgovanju na berzi, kao i aktivnostima koje slede posle završenih transakcija. Važnost Centralnog registra ogleda se pre svega u tome što obavlja poslove jedinstvene evidencije o zakonitim imaocima hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao i o pravima koja proističu iz tih hartija i poslove kliringa i saldiranja obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu nastalih po osnovu transakcija ili drugih aktivnosti saglasno zakonu.

Sam čin upisa hartija od vrednosti u Centralni registar daje odgovor na dva važna pitanja, ko je vlasnik hartija i šta je vlasništvo hartija.

Odgovor na pitanje ko je vlasnik dobija se uvidom u stanja otvorenim na računima HOV kod Centralnog registra, a odgovor na pitanje šta je vlasništvo i koja prava imaju zakoniti imaoci HOV, dobija se na osnovu identifikacionih oznaka koje Centralni registar dodeljuje tim hartijama i iste unosi u svoj informacioni sistem. To je najbolja informacija o pravima koja proističu iz tog finansijskog instrumenta, a koja mogu biti predmet interesovanja budućih investitora.

Zakonom je propisano i da je za osnivanje Centralnog registra potrebno 50.000 EUR-a u dinarskoj protivvrednosti po kursu na dan uplate. Takođe, Centralni registar mora imati odgovarajući prostor, kadrovsku i tehničku opremljenost, kao i Upravu. Za rad Centralnog registra neophodna su i određena normativna akta kao što su: Statut, pravila poslovanja, tarifnik, šifrarnik, korisnička uputstva i dr. Na Statut i tarifnik Centralnog registra odgovarajuću saglasnost daje Komisija za hartije od vrednosti. Centralni registar mora dobiti dozvolu za rad od strane Komisije za hartije od vrednosti, ali mora se upisati i u registar kod Agencije za privredne registre, kako bi dobio status pravnog lica.

5.2. POSLOVI KOJE OBAVLJA CENTRALNI REGISTAR

Centralni registar hartija od vrednosti obavlja sledeće poslove:

- vođenje šifrarnika vrsta hartija od vrednosti i dodeljivanje CFI koda i ISIN broja,

- vođenje registracije hartija od vrednosti,
- vođenje evidencije hartija od vrednosti, na računima emitenata,
- vođenje evidencije računa hartija od vrednosti članova Centralnog registra i njihovih klijenata,
- upis prava trećih lica na hartije od vrednosti,
- čuvanje materijalizovanih hartija od vrednosti,
- vođenje novčanih računa članova Centralnog registra,
- preknjižavanje materijalizovanih HOV u dematerijalizovanoj formi,
- kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu, između članova Centralnog registra i njihovih klijenata,
- kliring i saldiranje inostranih hartija od vrednosti sa kojima se trguje na tržištima u Srbiji,
- prenos i preknjižavanje hartija od vrednosti na računima vlasnika po osnovu pravnosnažnih sudskih odluka,
- drugi poslovi u vezi sa hartijama od vrednosti,
- obavlja i poslove u vezi sa korporativnim radnjama:
  - > isplata kupona i glavnica obveznica,
  - > isplata dividendi,
  - > izdavanje jedinstvene evidencije o zakonitim imaocima HOV,
  - > aktivnosti oko preuzimanja, otkupa sopstvenih akcija i sl.
- saradnja sa međunarodnim organizacijama koje se bave poslovima registracije, kliringa i saldiranja hartija od vrednosti,
- obračun poreza na prenos apsolutnih prava na hartije od vrednosti,
- drugi poslovi

5.3. KAPITAL, ORGANI UPRAVLJANJA, POSLOVNA AKTA I FUNKCIJE CENTRALNOG REGISTRA HARTIJA OD VREDNOSTI

Novčani deo osnovnog kapitala Centralnog registra ne može biti manji od 50.000 evra u dinarskoj protiv vrednosti po zvaničnom srednjem kursu Narodne banke na dan uplate.

Organi upravljanja centralnog registra su:

- 1) Skupština,
- 2) Upravni odbor centralnog registra.

Upravni odbor centralnog registra broji 5 članova od čega je jedan u funkciji predsednika, drugi u funkciji zamenika predsednika i tri su članovi Upravnog odbora. Imenovanje i razrešavanje Upravnog odbora je u nadležnosti Skupštine centralnog registra. Karakteristično je da centralni registar treba da ima i internog revizora koji obavlja poslove kontrole rada registra (najmanje jednom godišnje se podnosi izveštaj kontrole Skupštini centralnog registra). Statut predstavlja najvažniji poslovni akt centralnog registra. Pored statuta prisutna su i druga opšta akta koja se odnose na:

- (1) pravila poslovanja,
- (2) pravilnik o tarifi,
- (3) šifarnik vrsta hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata,
- (4) uputstvo o dodeljivanju CFI koda i ISIN broja i načinu upisa hartija od vrednosti u centralni registar,
- (5) druga uputstva i opšta akta kojima se na opšti način uređuju pitanja bitna za rad centralnog registra.

Opštim aktima utvrđuju se dokumenti ili podaci koji predstavljaju poslovnu tajnu centralnog registra. Saopštavanje istih neovlašćenim licima bilo bi u suprotnosti sa poslovanjem centralnog registra i štetilo bi njegovim poslovnim interesima, njegovom ugledu i njegovim klijentima. Karakteristično je, da pojedinačni akti treba da budu u skladu sa Statutom i drugim opštim aktima. Zakonom se definišu pitanja kojima se uređuju radno-pravni odnosi, utvrđuju zarade, naknade i druga primanja iz radnog odnosa. Komisija za hartije od vrednosti ima obavezu da nadzire i reguliše rad kako čitavog finansijskog tržišta, tako i centralnog registra hartija od vrednosti. Komisija za hartije od vrednosti daje saglasnost na Statut, Pravila poslovanja i pravilnik o tarifi centralnog registra hartija od vrednosti.

Centralni registar hartija od vrednosti je kao nacionalna agencija nadležna za dodeljivanje oznaka hartijama od vrednosti na teritoriji Srbije, i ispunjava obavezu dostavljanja svih dodeljenih CFI kodova i ISIN brojeva međunarodnoj numeričkoj agenciji (ANNA). Podaci se dostavljaju svakodnevno za sve emitovane hartije od vrednosti i to elektronskim putem. Na ovaj način strani investitori imaju mogućnost uvida u emitovane hartije od vrednosti na domicilnom finansijskom tržištu.

Za visoko razvijene zemlje je karakteristično, da imaju organizovan centralni registar kao jedinstvenu klirinšku kuću, radi obavljanja poslova sa hartijama od vrednosti. Treba istaći, da centralni registar za svoje usluge naplaćuje proviziju, koja je do sada bila na niskom nivou, jer se isključivo usmeravala za

pokriće osnovnih troškova rada registra. Takođe treba naglasiti, da centralni registar hartija od vrednosti predstavlja neprofitnu instituciju, jer je u funkciji podsticanja razvoja finansijskih transakcija i finansijskog tržišta.

Pravilima poslovanja centralnog registra definiše se:

- način vođenja centralnog registra,
- način vođenja računa hartija od vrednosti,
- način vođenja novčanih računa,
- način čuvanja HOV,
- način kliringa i saldiranje obaveza i potraživanja nastalih sa poslovima HOV,
- način prenosa prava iz HOV i način preknjižavanja HOV,
- način formiranja i korišćenja garantnog fonda

Tarifnikom centralnog registra definiše se visina članarine i naknade koje se naplaćuju po obavljenim uslugama centralnog registra. Saglasno Zakonu o tržištu HOV i drugih finansijskih instrumenata, članovi centralnog registra mogu biti: država, Narodna banka, brokersko-dilerska društva, ovlašćene banke, kastodi banke, banke, berze, društva za upravljanje fondovima i strana pravna lica koja obavljanju poslove kliringa i saldiranja HOV.

Da bi neko postao član centralnog registra, potrebno je da podnese zahtev sa odgovarajućom dokumentacijom, koja je propisana opštim aktima centralnog registra.

Centralni registar ima obavezu da kontroliše poslovanje svojih članova, posredno i neposredno, uvidom u dokumentaciju i da o tome informiše Komisiju za HOV.

5.4. MODEL ORGANIZOVANJA CENTRALNOG REGISTRA HARTIJA OD VREDNOSTI

Članovi centralnog registra mogu biti: Republika Srbija, Narodna banka Srbije, brokersko-dilerska društva, poslovne banke, kastodi banke, organizatori tržišta, društva za upravljanje fondovima, inostrana pravna lica koja obavljaju poslove kliringa i saldiranja hartija od vrednosti.

Prijem u članstvo centralnog registra podrazumeva podnošenje pismenog zahteva koji sadrži: naziv i sedište podnosioca zahteva, potpis ovlašćenog lica podnosioca zahteva (odnosno njegovog zastupnika). Prijem u članstvo centralnog registra hartija od vrednosti podrazumeva podnošenje i drugih dokumenata, kao i dokaza o izvršenoj uplati potrebnog iznosa novča-

nih sredstava na ime Garantnog fonda centralnog registra. Neophodno je uplatiti iznos od 40.000 EUR-a na račun Narodne banke Srbije a u korist deviznog računa koji je centralni registar otvorio kod Narodne banke Srbije. Svi članovi centralnog registra su u obavezi (osim Republike Srbije i Narodne banke Srbije) da uplate sredstva u garantni fond centralnog registra. Članovima centralnog registra se na uplaćena devizna sredstva obračunava i isplaćuje kamata u skladu sa Odlukom Narodne banke Srbije.

Sredstva koja su uplaćena u garantni fond centralnog registra ne mogu se oročavati odnosno koristiti u investiranje, već se mogu držati samo kao depozit po viđenju kod Narodne banke Srbije. Sredstva uplaćena u Garantni fond centralnog registra drže se u valuti u kojoj je i izvršena uplata. Član centralnog registra pored uplaćenih sredstava dužan je da obezbedi i menice kao sredstvo obezbeđenja za blagovremeno saldiranje hartija od vrednosti i novca za transakcije zaključene sa hartijama od vrednosti.

Zakonskim aktima je regulisano da članovima centralnog registra hartija od vrednosti prestaje članstvo u sledećim situacijama:[29]

- 1) na pismeni zahtev člana, pod uslovom da su njegove obaveze u celini izmirene po zaključenim poslovima sa hartijama od vrednosti,
- 2) ako je članu trajno oduzeta dozvola za rad,
- 3) ako član ne ispunjava uslove na osnovu kojih je primljen u članstvo,
- 4) ako član ne izvršava obaveze prema centralnom registru,
- 5) ako član ne postupa u skladu sa opštim aktima centralnog registra,
- 6) na osnovu odluke o likvidaciji člana centralnog registra

Centralni registar je dužen doneti rešenje o prestanku članstva i preneti sredstva na novčani račun dotičnog člana registra. Uslov za prenos sredstava se odnosi na izmirenje svih obaveza člana registra po osnovu zaključenih poslova sa hartijama od vrednosti.

Zbog toga se upravo danas (u savremenim tržišnim uslovima privređivanja) sve više koriste oblici centralnog registra organizovanog kao centralnog registra pravnog vlasništva. Ovako organizovan centralni registar može da izvrši sve funkcije tradicionalnog centralnog depoa, s tim da može obavljati i funkciju registrovanja pravnog vlasništva individualnog investitora (akcionara). Praktična iskustva pokazuju, da je najbolji organizacioni model centralnog registra upravo onaj koji je registrovan kao akcionarsko društvo. Prema Statutu centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti (član 19) on treba da ima sledeće organizacione jedinice:

---

[29] Statut Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti, Službeni glasnik RS br. 113/2006, član 44

- 1) sektor za kliring i saldiranje,
- 2) sektor za administriranje računa,
- 3) sektor za informacionu tehnologiju,
- 4) pravni i kadrovski sektor,
- 5) finansijski i opšti sektor,
- 6) sektor za nadzor i internu reviziju

Ovakav centralni registar poseduje svoj kapital u akcijama koji se može prenositi samo uz odobrenje Komisije za hartije od vrednosti.

5.5. NAČIN VOĐENJA CENTRALNOG REGISTRA HARTIJA OD VREDNOSTI

Postupak vođenja centralnog registra izgleda na prvi pogled dosta jednostavan, jer se isti realizuje elektronskim upisom hartija od vrednosti i odobravanjem računa vlasnika uz istovremeno zaduženje računa emitenta hartija od vrednosti. Bez obzira na jednostavnost tehnike vođenja centralnog registra, isto predstavlja izuzetno odgovoran posao sa nesagledivim negativnim posledicama u odnosu na vlasnika i emitenta hartija od vrednosti. Postupak registracije u centralnom registru vrši se po osnovu naloga emitenta uz dostavljanje odgovarajuće dokumentacije (u originalu) i proveru potpisa ugovora sa centralnim registrom. Ispunjavanjem navedenih uslova vrši se upis hartija od vrednosti putem odobravanja računa vlasnika (kupca) hartija od vrednosti, uz istovremeno zaduživanje računa emitenta hartija od vrednosti.

Nakon podnetog zahteva, centralni registar hartija od vrednosti vrši kontrolu ispravnosti popunjenog zahteva, uz ispravljanje nepravilnosti ukoliko iste postoje. Centralni registar posebnu pažnju posvećuje podacima o: visini osnovnog kapitala, broju akcija, broju akcionara i nominalnoj vrednosti akcija. Ako se utvrdi da su podaci o vlasnicima hartija od vrednosti i podnetom zahtevu ispravni, tada se otvara račun emitenta, potpisuje ugovor i vrši registracija hartija od vrednosti prve emisije. Otvaranje računa podrazumeva određivanje broja računa vlasnika hartija od vrednosti (isti se automatski određuje). Za centralni registar je karakteristično, da vlasnici hartija od vrednosti mogu imati samo jedan račun, koji sadrži podatke o vlasniku hartija od vrednosti i podatke o svim hartijama od vrednosti.

Sve promene nad hartijama od vrednosti evidentiraju se u centralnom registru na računu vlasnika hartija od vrednosti. Promene se mogu vršiti po osnovu izveštaja berze, rešenja suda o nasleđu ili nekim drugim zakonskim aktivnostima. Članovi centralnog registra su: direktno povezani sa centralnim registrom putem linije za prenos informacija i poruka, kao i putem lini-

je za upite o stanju na računima članova registra. Svaki centralni registar treba da funkcioniše na jedinstvenim softverskim komunikacionim programima, uz postojanje odgovarajuće zaštite podataka usaglašene sa međunarodnim standardima za hartije od vrednosti. Za emitenta hartija od vrednosti je važno, da se nakon sprovedene procedure obaveštava od strane centralnog registra: da mu je otvoren račun, da je izvršena registracija hartija od vrednosti i da je otvoren račun vlasnika hartija od vrednosti.

5.6. EMISIONI RAČUNI I UPIS EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI

Centralni registar hartija od vrednosti može da otvori jedan ili više računa za hartije od vrednosti svom članu. Na računima se vodi stanje hartija od vrednosti koje pripadaju članovima centralnog registra i koje pripadaju njihovim klijentima. U principu je moguće sve račune podeliti u tri grupe:

- 1) emisioni računi,
- 2) računi hartija od vrednosti članova centralnog registra,
- 3) novčani računi

Karakteristično je da član centralnog registra podnosi zahtev centralnom registru (u ime i za račun izdavaoca hartija od vrednosti) radi dodele CFI koda i ISIN broja, kao i za otvaranje emisionog računa i upisa hartija od vrednosti na račun izdavaoca kod člana centralnog registra. Uslov otvaranja emisionog računa odnosi se na sklapanje Ugovora o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti između brokera i hartija od vrednosti. Zahtev za dodelu CFI koda i ISIN broja se podnosi u elektronskom obliku. Pored pismenog zahteva i napred navedenog zahteva za kod i broj, član centralnog registra dostavlja registru i sledeću dokumentaciju:

- 1) zahtev za dodelu CFI koda i ISIN broja štampan preko korisničke WEB aplikacije centralnog registra, sa pečatom i potpisom člana centralnog registra,
- 2) ugovor o vršenju korporativnih radnji zaključenih između dotičnog člana i emitenta hartija od vrednosti,
- 3) odluku o izdavanju hartija od vrednosti ili drugi odgovarajući akt emitenta hartija od vrednosti

CFI kod se sastoji iz šest slovnih znakova preko kojih se identifikuju vrste hartija od vrednosti, pojedinačna prava koja proističu iz tih hartija od vrednosti i sl. Ako su u pitanju akcije kao vlasničke hartije od vrednosti, tada će prvo slovo CFI koda nositi oznaku (E), a ako su obične akcije onda

će nositi oznaku (S). Četiri naredna slova odrediće se na osnovu četiri osobine koje nose sa sobom dotične hartije od vrednosti (akcije).

Prva osobina akcija se odnosi na glasačko pravo:

- 1) slovo (*V*) znači da svaka akcija ima jedan glas,
- 2) slovo (*R*) znači umanjeno pravo glasa (više akcija nosi jedan glas),
- 3) slovo (*E*) znači uvećano pravo glasa (jedna akcija nosi više glasova)

Druga osobina akcija se odnosi na ograničen prinos vlasništva:

- 1) slovo (*T*) znači da je ograničen prenos vlasništva u zavisnosti od određenih uslova,
- 2) slovo (*U*) znači da prenos vlasništva nije ograničen

Treća osobina akcija se odnosi na status otplate:

- 1) slovo (*O*) znači u potpunosti neotplaćeno,
- 2) slovo (*P*) znači delimično otplaćeno,
- 3) slovo (*F*) znači u potpunosti otplaćeno

Četvrta osobina se odnosi na formu:

- 1) slovo *(R*) znači da akcije glase na ime i da su registrovane u centralnom registru,
- 2) slovo (*A*) znači da su akcije registrovane u centralnom registru kao depozitne potvrde

Potrebno je kod svake osobine izabrati jedno slovo, tako da se sa ova četiri slova i početna dva slova dobija CFI kod (koji sadrži šest slova). Za svako odabrano slovo je neophodno definisati podatke koji se unose u formular. Da bi se dobio ISIN broj, neophodno je da član centralnog registra unese podatke u formular u vezi:

- 1) broja dokumenta (ugovora o vršenju korporativnih radnji),
- 2) datuma dokumenta,
- 3) opisa emisije akcija (obične akcije ili prva emisija akcija),
- 4) oznake emisije akcija (prva, druga, treća i sl.)
- 5) oznaka serije akcija (serija A, B, C i sl.),
- 6) broja akcija i broja glasova (1 akcija 1 glas ili 1 akcija 10 glasova i sl.)

Na osnovu unetih podataka centralni registar dodeljuje svom članu i ISIN broj. Ovaj broj se sastoji od niza slovnih znakova i brojeva preko kojih se identifikuje država, gde su emitovane akcije, emitent akcija, vrste akcija i druga njihova obeležja. Primera radi, ISIN broj RSSOKO E21837 znači, RS (Republika Srbija), SOKO (Soko a.d.), E (akcije), 21837 (brojeve dodaje

centralni registar po svojoj evidenciji). Dostavljanjem odluke emitenta o distribuciji hartija od vrednosti i Ugovora o vršenju korporativnih radnji, centralni registar preko brokera dodeljuje konačno rešenje CFI koda i ISIN broja. Na osnovu rešenja, centralni registar vrši otvaranje emisionog računa i upis hartija od vrednosti na emisioni račun emitenta kod člana centralnog registra (brokera koji predstavlja emitenta hartija od vrednosti).

Nakon otvaranja emisionog računa, vrši se upis hartija od vrednosti na račun zakonitih imaoca (pojedinačnih akcionara). Upis hartija od vrednosti na račune hartija od vrednosti zakonitih imalaca vrši se na osnovu knjiga registra akcija u elektronskom i pisanom obliku. Proveru evidencije akcija u knjigama ili registru akcija sprovodi komisija od tri člana predstavnika centralnog registra i jednog predstavnika člana centralnog registra (brokera). Emitent hartije od vrednosti (akcije) odgovara za tačnost podataka navedenih u knjizi ili registru. Članovi komisije proveravaju podatke dostavljene u knjizi, kao i štampani sadržaj sa CD-a. Ako su podaci istovetni svaki list sadržaja se overava pečatom i potpisom, te se sastavlja zapisnik o primopredaji u tri primerka. Potpisivanjem zapisnika od strane članova komisije primopredaja je završena.

5.7. RAČUNI HARTIJA OD VREDNOSTI ČLANOVA CENTRALNOG REGISTRA

Centralni registar otvara račun hartija od vrednosti članu centralnog registra (brokeru ili dileru) i njegovom klijentu na osnovu ugovora o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti koji je zaključen između dotičnog člana (brokera ili dilera) i njegovog klijenta. Da bi klijent kao domaće fizičko lice sklopio ugovor o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti, neophodno je da ima važeći lični dokument. Klijent treba da ima kao dokument izvod iz Agencije za privredne registre koji nije stariji od 3 meseca, kao i potvrdu o poreskom identifikacionom broju (PIB broj). Za klijente koji su u svojstvu stranih lica, pored napred navedenih ličnih dokumenata, neophodno je da se registruje i određeno domaće lice u poreskoj upravi kao poreski opunomoćenik.

Član centralnog registra je u obavezi da Ugovor o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti, kao i kopiju pomenutih dokumenata čuva u svojoj dokumentaciji i da iste na zahtev centralnog registra stavi na uvid.

Ugovor o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti koji je potpisan od strane klijenta predstavlja i nalog za otvaranje računa hartija od vre-

dnosti kod člana centralnog registra. Račun hartija od vrednosti se u centralnom registru otvara korišćenjem korisničke WEB aplikacije ili dostavljanjem elektronskih fajlova za otvaranje računa hartija od vrednosti putem "Beoklijent" aplikacije. Obaveza je člana centralnog registra (brokera ili dilera) da na zahtev klijenta sa kojim ima zaključen Ugovor o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti prezentira stanje na njegovom računu hartija od vrednosti.

Račun hartija od vrednosti, koji se nalazi u centralnom registru može imati sledeću sadržinu: XXXXX (oznaka depozitara) – XXX (račun hartija od vrednosti) – XXXXXXXXXX (partija računa) – XX (kontrolni broj). Primera radi, to bi konkretno značilo: 81700-919-1234567890-55. Polje označeno za depozitara sadrži pet mesta, koja su određena u centralnom registru nakon potpisivanja Ugovora o članstvu sa centralnim registrom. Navedeni broj u prezentiranom primeru (81700) predstavlja šifru depozitara, "Broker" a.d. Beograd, Polje koje se odnosi na račun hartija od vrednosti sadrži tri mesta koja su određena saglasno Planu računa hartija od vrednosti. Polje koje se odnosi na partije, sadrži 10 mesta i ista se popunjavaju na osnovu jedinstvenog matičnog broja za pravna lica, odnosno jedinstvenog matičnog broja građana za fizička lica. Treba istaći, da je polje u kojem se upisuje partija računa jedinstvena za isto pravno odnosno fizičko lice, bez obzira na depozitara i na račun hartija od vrednosti koji je otvoren kod tog klijenta. Polje koje se odnosi na kontrolni broj sadrži dva mesta i određuje se po modelu 97.

Plan računa hartija od vrednosti koji obuhvata klasu 8 i klasu 9 ima sledeću sadržinu.

Računi klase 8

- *802 - račun emisije hartija od vrednosti u toku* (račun izdavaoca na kojem se vodi emisija u toku za emitovanje hartija od vrednosti),
- *803 - račun okončanja emisije hartija od vrednosti* (račun na kome se vodi okončana emisija hartija od vrednosti),
- *818 - račun posebnih obaveza* (račun posebnih prava inicijalnog vlasnika koji predstavlja kontra stav računu posebnih prava konto 912)

Računi klase 9

- *901 - račun za specijalne namene* (račun preko koga se evidentira prevremena isplata obveznica devizne štednje)
- *902 - emisioni račun hartija od vrednosti* (račun centralnog registra na kome se evidentira konverzija devizne štednje)

910 - *račun usaglašavanja sa trezorom* (račun na kome se evidentira konverzija devizne štednje)

911 - *privremeni račun vlasnika hartija od vrednosti* (račun vlasnika hartija od vrednosti na kome se vode hartije od vrednosti za zakonite imaoce hartija od vrednosti koji nemaju otvoren vlasnički račun hartija od vrednosti kod člana centralnog registra)

912 - *račun posebnih prava* (račun na kome se evidentira pravo inicijalnog vlasnika obveznica devizne štednje, odnosno pravo na njihovu isplatu pre roka dospeća)

914 - *privremeni račun za isplatu u roku dospeća* (račun na kome se evidentira pravo na isplatu obveznica devizne štednje o roku dospeća),

919 - *račun hartija od vrednosti klijenata kod člana centralnog registra* (vlasnički račun klijenta kod članova centralnog registra),

920 - *račun deponovanih hartija od vrednosti* (račun na kome se evidentiraju hartije od vrednosti koje su predmet deponovanja),

921 - *založni račun hartija od vrednosti* (račun na kome se evidentiraju ograničenja prava imalaca hartija od vrednosti),

923 - *račun upravljanja* (račun na kome se evidentiraju hartije od vrednosti klijenata za koje član centralnog registra obavlja poslove portfolio menadžera),

924 - *račun upisanih a neotplaćenih hartija od vrednosti* (račun na kome se evidentiraju upisane a neotplaćene hartije od vrednosti)

925 - *zbirni kastodi račun* (račun na kome se evidentiraju hartije od vrednosti koje član centralnog registra vodi u svoje ime a za račun svojih klijenata),

926 - *račun zabrane raspolaganja hartija od vrednosti* (račun na kome se evidentiraju hartije od vrednosti nad kojima postoji zabrana raspolaganja),

927 - *račun suvlasništva* (račun na kome se vode suvlasničke hartije od vrednosti),

929 - *depozitni račun hartija od vrednosti* (račun na kome se evidentiraju hartije od vrednosti koje su položene u slučaju kada se plaćanje vrši u hartijama od vrednosti)

Zbirni račun za klijente je u funkciji transfera hartija od vrednosti na direktan račun centralnog registra hartija od vrednosti. Zbirni računi nisu vezani za novčana sredstva, već su obračunskog karaktera. Zbirni računi se kod institucionalnih investitora koriste za svoje obavljanje transakcija u okviru dotične institucije.

6. REVIZORSKE KUĆE I REJTING AGENCIJE

6.1. ZNAČAJ REVIZORSKIH USTANOVA ZA DONOŠENJE RELEVANTNIH INVESTICIONIH ODLUKA

Revizor - oditor (eng. auditor) predstavlja lice koje je odgovorno da vrši pregled finansijskih izveštaja i proveru da li su oni urađeni saglasno prihvaćenim Međunarodnim nacionalnim računovodstvenim standardima. Revizija je posebno važna kod korporativnih vlasničkih odnosa, kao što su akcionarska društva, gde dolazi do podele funkcija kontrole i vlasništva. Vlasništvo kompanije je podeljeno u akcijama koje su u posedu velikog broja malih akcionara, a kontrolu nad radom kompanije vrši menadžment. Uloga revizora i jeste u tome da izvrši pregled finansijsko-računovodstvenih izveštaja kako bi proverili da se ne javljaju određene greške i propusti koji bi mogli akcionare, buduće investitore i javnost da dovedu u zabludu.

Revizori poseban akcenat stavljaju na pregled i ocenu bilansa stanja i bilansa uspeha emitenta određene hartije od vrednosti. Bilans stanja pokazuje odnos sredstava i njihovih izvora (aktiva i pasiva), a bilans uspeha je vezan za ocenu finansijskog rezultata.

Revizorski izveštaji treba da potvrde iskaze ili da odbace iskaze da su prezentirani računi istiniti i pravilno prikazani. Prema Međunarodnim standardima revizije, oditori su dužni da reviziju planiraju i obave na način koji omogućuje da se revizija u razumnoj meri uveri da računovodstveni izveštaji ne sadrže pogrešne informacije od materijalnog značaja.

Revizija uključuje ispitivanje dokaza na bazi provere uzoraka, kojima se potkrepljuju iznosi i informacije obelodanjeni u računovodstvenim izveštajima, kao i ocenu računovodstvenih načela i opštu ocenu prezentovanih računovodstvenih izveštaja.

Revizori sastavljaju poseban dokument koji se naziva revizijski izveštaj. U ovom izveštaju revizor konstatuje da li su poslovne promene izražene u bilansu stanja i bilansu uspeha pravilno metodološki sačinjene i da li su sve prikazane pozicije "pokrivene" odgovarajućom poslovnom dokumentacijom.

Mišljenje revizora može biti:

- 1) u obliku uzdržanosti po pojedinim stavkama izveštaja,
- 2) u obliku neslaganja sa načinom obračuna pojedinih vrednosti,

- 3) u obliku sumnje u ispravnost knjiženja pojedinih stavki ili zakonitost određenih postupaka ili pozitivno mišljenje.

Revizori mogu dati i posebna upozorenja vezana za određene nejasne transakcije.

Mišljenja revizora su posebno značajna i ona odražavaju profesionalni pogled revizora na izveštaje i materijale koji su im prezentirani i koje su analizirali.

Kako bi investitori i akcionari bili što objektivnije informisani, regulative mnogih zemalja zahtevaju da revizorski izveštaji budu javno objavljeni.

6.2. DOPRINOSI REJTING AGENCIJA U IDENTIFIKACIJI NEIZVESNOSTI KOJE SA SOBOM NOSE INVESTICIONI PROCESI

Veoma važno mesto na finansijskim tržištima pripada i rejting agencijama. One pružaju veoma važne informacije kako investitorima tako i emitentima. Informacije rejting agencija investitori koriste za potencijalnu procenu rizika i procenu prinosa po određenim hartijama od vrednosti. Za emitente, informacije rejting agencija su značajne sa aspekta atraktivnosti emisije HOV i rizika da li će emisija u potpunosti biti realizovana. Rejting u statističkom smislu podrazumeva rang HOV. Zbog toga se rejting agencije u svom radu pridržavaju visokih etičkih principa, a koji se odnose na: neizvesnost, objektivnost i javnost u radu. Mišljenja rejting agencija su mnogo važna i skupa, ali jednom izgubljeno poverenje znači i kraj za rejting agenciju.

Rejting agencije imaju dugu tradiciju u SAD. Tri najpoznatije agencije koje se bave rejtingom emitenata i investitora su:

- 1) Moody's Investitors Service, jedna od najvećih rejting agencija na vetu,
- 2) Standard & Poor's
- 3) Fitch Investor Service, bavi se rejting uslugama od 1923. godine

Kada se vrši rangiranje obveznica u razmatranje se uzima veći broj faktora koji daju odgovore na važna pitanja: o zaduženosti emitenta, o dinamici kretanja prihoda, o proceni rizika naplate, o pravnoj analizi izdavaoca i sl.

Rangiranje hartija od vrednosti daje najbolju ocenu: o kvalitetu HOV, o bonitetu emitenta i o stepenu rizika HOV.

U rejtingovanju obveznica koriste se skale od A do D. Rangovi obveznica se sastavljaju od osnovnih informacija koje se dobijaju iz više izvora. Na-

jčešće su to informacije od emitenta, pre svega iz njihovih finansijskih izveštaja, zatim podaci od kreditora, banaka ili potpisnika emisije, podaci sa berze i sl.

Tabela – Rejtingovanje obveznica[30]

	Vrlo visok kvalitet			**Visok kvalitet**			**Špekulativne**			**Vrlo slave**		
S&P	*AAA*	*AA*	*A*	*BBB*	*BB*	*B*	*CCC*	*CC*	*C*	*DDD*	*DD*	*D*
Moodz's	*Aaa*	*Aa*	*A*	*Baa*	*Ba*	*B*	*Caa*	*Ca*	*C*	*D*		
Fitch	*AAA*	*AA*	*A*	*BB*	*BB*	*B*	*CCC*	*CC*	*C*	*DDD*	*DD*	*D*

Ako se govori o visokom rejtingu neke obveznice to podrazumeva realnu verovatnoću da će se naplatiti prihodi od prodatih obveznica. Špekulativne obveznice stvaraju mogućnost investitorima da ih kupe po veoma niskim cenama i da iste prodaju po visokim cenama. Obveznice vrlo slabog rejtinga nose veliki rizik i veliki prinos.Svakako uspeh investitora zavisi od njegove spremnosti da ulaže visoko rizične i istovremeno profitabilne hartije od vrednosti.

Rejting agencije sve do sredine 70-tih godina XX veka nisu bile pod jurisdikcijom SEC. Od tada veća pažnja se posvećuje njihovom radu. Posle skandala sa firmama Enron, Worldcom i drugim u SAD je tokom 2002. godine pokrenuta velika istraga uloge rejting agencija. Pokazalo se da one nisu doprinele manipulativnoj praksi.

[30] Dr Dejan Erić, Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja Štampa, Beograd, 2003.

III. FINANSIJSKI INSTRUMENTI

1. HARTIJE OD VREDNOSTI

Hartije od vrednosti su bez ikakve sumnje najveća i najznačajnija grupa finansijskih instrumenata kojima se trguje na finansijskim tržištima. Iako korene nalazimo dosta davno, njihova pojava u obliku kakvom ih danas srećemo istorijski se vezuje za srednji vek. U početku, kreirane su sa svrhom da olakšaju obavljanje platnog prometa. Na tim osnovama nastao je i papirni novac, kao posebna vrsta vrednosnih papira. Takođe, jedna od prvih hartija je bila menica, o čemu je već bilo reči ranije. Međutim, vremenom emisija hartija od vrednosti je postajala način za prikupljanje sredstava za finansiranje različitih poslovnih poduhvata. Primera radi, kolonijalna putovanja brodova u Velikoj Britaniji u XVI i XVII veku su finansirana upravo emitovanjem određenih hartija koje su ličine na današnje obveznice ili akcije. Snažniji razvoj hartije od vrednosti doživljavaju sa opštim privrednim razvojem, da bi u zadnjih tridesetak godina došlo do pravog buma u njihovom razvoju. Na taj način, poslednjih par decenija XX veka biće zapamćene po pojavi mnogih novih hartija od vrednosti, koje su bile rezultat velikih finansijskih inovacija, o čemu je takođe ranije već bilo reči.

Prilikom definisanja hartija od vrednosti (ili vrednosnih papira) mogu se pojaviti određene teškoće. Naime, ne postoji jedinstvena i univerzalna definicija. Sem toga, mogu postojati različiti uglovi posmatranja. Zbog toga je u procesu objašnjavanja fenomena vrednosnih papira bitno poći od njihove suštine. Najprostije, hartije od vrednosti možemo objasniti kao "*pisani dokument, ispravu ili u novije vreme elektronski zapis koji svojim vlasnicima daje određena prava*". Preciznija definicija bi mogla da glasi: "*Hartije od vrednosti su pisani dokument ili isprava koja svom držaocu (imaocu) daje određena imovinska prava koje može da iskoristi samo pod uslovima zakonitog vlasništva nad tom hartijom od vrednosti*".[31]

[31] Dr Goran Pitić, Dr Goran Petković, Dr Dejan Erić, Mr Dejan Šoškić i Milko Štimac, "Berzanski pojmovnik", II izmenjeno i dopunjeno izdanje, Beogradska berza, Beograd, 1996, str. 81

Naravno, ukoliko na takav način definišemo hartiju od vrednosti, u prvi plan ističemo aspekt investitora, odnosno vlasnika (ili pravnim rečnikom rečeno imaoca) hartije od vrednosti. Međutim, ono što smo do sada sigurno zapamtili je da kod hartija od vrednosti postoji i druga strana – to su emitenti, odnosno oni koji izdaju datu hartiju. Polazeći iz ugla emitenta, hartije od vrednosti bi mogli da definišemo i kao "*ispravu kojom se jedno lice (izdavalac, dužnik) obavezuje da ispuni upisanu činidbu prema svakom drugom licu koje je njihov zakoniti imalac (poverilac)*".[32]

Generalno posmatrano, prilikom objašnjavanja suštine hartija od vrednosti treba voditi računa o nekoliko bitnih momenata. To su pre svega:

- Hartije od vrednosti, predstavljaju formalne dokumente, odnosno pisane isprave – do skoro su postojale isključivo u materijalnom obliku. Međutim, poslednjih godina je prisutna tendencija dematerijalizacije. To konkretnije znači, hartije od vrednosti se više ne štampaju u fizičkom obliku, već se samo vode određena prava i obaveze po njima u nekom elektronskom sistemu, kao što je na primer institucija Centralnog registra hartija. Takva tendencija je prisutna u gotovo svim zemljama sveta, pa i našoj; Nema usmenih hartija.
- Hartije od vrednosti sadrže određena imovinska ili lična prava , odnosno sadrže imovinsko subjektivno pravo njegovog imaoca, koje je na njima upisano.– pri tome se prave razlike između prava na hartiju i prava iz hartije. Pravo na hartiju se odnosi na pravo posedovanja određenog dokumenta koji oličava hartija, naravno ukoliko postoji u fizičkom obliku. Mnogo važnija su prava iz hartije, koja označavaju ono što je u samoj hartiji;
- Treća osobina hartija je utelovljenost-inkorporisanost imovinskog prava u hartiju.
- Korišćenje prava iz hartije od vrednosti povereno je njihovim vlasnicima – što drugim rečima znači da je vlasništvo nad hartijama od vrednosti svetinja i da se prava vlasniku moraju štititi. Sam vlasnik, sa svoje strane ima slobodnu volju da sa hartijom uradi šta želi – da je otuđi – proda, pokloni, itd. Ova osobina se uobičajeno naziva prenosivost.

Za vlasnike, odnosno investitore hartije od vrednosti predstavljaju specifičan oblik finansijske aktive, odnosno sredstava. Pri tome, sam papir, odnosno fizičko dobro (ukoliko postoji certifikat hartije ili izvod iz centra-

[32] Dr Nebojša Jovanović, "Emisija vrednosnih papira – pravna razmatranja", PS Grmeč – Privredni pregled, Beograd, 2001, str. 17-8

lnog registra) ima izuzetno malu, čak bi slobodno mogli reći gotovo zanemarljivu vrednost. Hartije od vrednosti se smatraju vrstom finansijske aktive, pošto svojim vlasnicima daju određena prava, koja su povezana sa mogućnošću naplate očekivanih finansijskih sredstava u budućnosti.

Postoje shvatanja po kojima se u osnovne karakteristike hartija od vrednosti mogu ubrojati:[33]

- *Prihod* – reč je o novčanim iznosima anticipiranim (očekivanim) prinosa, što predstavlja jedan od osnovnih motiva za posedovanje hartija od vrednosti,
- *Vremenski period* – odnosi se na vreme u budućnosti u kome će prihodi biti isplaćeni. Kod svih hartija od vrednosti postoji određeni vremenski period od momenta kupovine do momenta naplate prihoda. Na osnovu toga vrši se podela svih hartija od vrednosti prema roku dospeća na kratkoročne, srednjoročne i dugoročne. Međutim, mora se istaći da postoje i hartije koje nikada ne dospevaju, drugim rečima važe onoliko dugo koliko postoji subjekt koji ih je i emitovao,
- *Rizik* – svaku hartiju prati određena doza rizika koja je povezana sa verovatnoćom da preuzete obaveze emitenta neće biti izvršene, ili u predviđenom roku, ili u potpunosti. Uz prinos, rizik predstavlja drugi osnovni parametar na bazi koga se donose odluke o investiranju u pojedine hartije od vrednosti.
- *Mogućnost dogovaranja ostalih karakteristika* – vrlo bitna karakteristika hartija od vrednosti, koja podrazumeva da mnoga prava vlasnika, to jest obaveze emitenata mogu se regulisati njihovim međusobnim dogovorima. Na toj osnovi je nastao jako veliki broj finansijskih inovacija, o čemu će i na stranicama ove knjige biti pomalo reči.

Pored pomenute četiri osnovne karakteristike hartija od vrednosti, pojedini autori pominju još neke:[34]

- *Deljivost i denominacija* – znači da se hartije mogu deliti u manje delove. Svaki deo ima svoju nominalnu vrednost koja se označava pojmom denominacija. Ona pak, za različite vrste hartija ima različit značaj. Za instrumente duga i preferencijalne (povlašćene) akcije izuzetno je značajna, dok recimo kod običnih akcija značajna je

[33] Hendrik S. Houthakker and Peter J. Williamson "The Economics of Financial Markets", Oxford University Press, Oxford, 1996, str. 49

[34] Frank J. Fabozzi and Franco Modigliani "Capital Markets – Institutions and Instruments", 3th edition, Prentice Hall, Upper Saddle River NJ, 2003, str. 6

samo u momentu emisije, a ponekad čak ni tada (kada se emituju akcije bez nominalne vrednosti).

- *Likvidnost* – podrazumeva mogućnost da se kroz trgovanje u relativno kratkom roku mogu pretvoriti u gotovinu.
- *Konvertibilnost* – vezana za karakteristiku dogovaranja, gde se može dati pravo vlasnicima konverzije (zamene) jedne hartije u neki drugi oblik. Najčešći takvi slučajevi su emisija konvertibilnih obveznica i konvertibilnih preferencijalnih akcija koje se mogu konvertovati u obične akcije.
- *Poreski tretman* – različite hartije imaju različite poreske tretmane, i to kako za emitente, tako i za investitore.

Najnoviji domaći Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine prihvata koncept dematerijalizacije hartija od vrednosti. Po odredbama ovoga zakona hartije od vrednosti su "*istovremeno izdati prenosivi elektronski dokumenti izdavaoca koji glase na ime, iz kojih za zakonite imaoce proizilaze jednaka prava i obaveze u skladu sa ovim zakonom i odlukom izdavaoca o distribuciji hartija od vrednosti*". Kao što možemo primetiti, pored dematerijalizacije, napuštena je mogućnost da hartija glasi na donosioca.

2. INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA

2.1. KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI

Tržište novca predstavlja jedno od značajnijih finansijskih tržišta. Na njemu se trguje žiralnim novcem, kratkoročnim hartijama od vrednosti, zlatom i plemenitim metalima.

Glavni kontrolni organ i regulator na tržištu novca je Centralna banka, a kamatna stopa po kojoj se zaključuje kupoprodaja kratkoročnih finansijskih instrumenata je reperna za ostale kamatne stope u bankarstvu.

Hartije od vrednosti koje se susreću na tržištu novca možemo svrstati prema izdavaocima, i to:

- instrumente koje izdaje država (kratkoročne državne obveznice, zapisi državnog trezora, državne menice, blagajnički zapisi države),
- hartije od vrednosti koje izdaje Centralna banka (blagajnički zapis Centralne banke, repo instrumenti),
- bankarski instrumenti (komercijalni zapisi, blagajnički zapisi, depozitni certifikati)

2.2. KOMERCIJALNI ZAPISI

Komercijalni zapis je kratkoročna hartija od vrednosti koju izdaje preduzeće - emitent, u cilju prikupljanja neophodnih sredstava za finansiranje tekućih obaveza.

Izdavalac komercijalnog zapisa se obavezuje da će imaocu zapisa isplatiti nominalni iznos naznačen na komercijalnom zapisu, u određeno vreme i to uvećan za iznos kamate koja je već određena. Izdavanjem komercijalnih zapisa sa rokom dospeća između 7 i 45 dana, emitenti se štite od kratkoročnih kredita banaka, na kojima su kamatne stope veće od kamatnih stopa na komercijalne zapise. Ove kratkoročne hartije nisu osigurane, ali kako su emitenti obično poznata i velika preduzeća sigurnost naplate nije rizična.

Kompanije koje izdaju komercijalne zapise garantuju njihovo uredno izvršavanje nekom dodatnom imovinom. Ispred ovakvih kompanija takođe stoje ocene rejting agencija koje su specijalizovane za hartije od vrednosti. Kako je značaj ocene rejtinga visok, tako su i usluge za njeno objavljivanje takođe visoke. Naravno u ulozi izdavaoca komercijalnih zapisa mogu se pojaviti i kompanije sa mnogo manjim kapitalom i kompanije bez rejtinga. Naziv njihovih vrednosnih papira je poznat kao "junk" papiri i oni nose veliki rizik naplate, ali i veliki prinos.

Korišćenje komercijalnih zapisa u Americi počinje 1970. godine, dok je u Evropi njihova primena počela krajem 80-ih godina prošlog veka.

Izdavanje komercijalnih zapisa je karakteristično i zbog toga što oni predstavljaju deo programa kompanije za održavanje likvidnosti i kreiranja kratkoročnih portfolia, kako bi se nova emisija izvršila pre dospeća stare emisije, pa ovo predstavlja i jedan vid revolving finansiranja.

Uopšteno govoreći komercijalni zapisi predstavljaju zamenu za klasičan kratkoročni bankarski kredit i poseban vid samofinansiranja kompanije. To govori o postepenom i usporenom njihovom prisustvu u državama sa dominantnim bankarskim sistemom.

Komercijalni zapisi predstavljaju zamenu za kratkoročne bankarske kredite, pa zato oni i nisu značajni u zemljama gde je bankarski sistem dominantan u finansijskoj privredi.

$$\text{Cena komercijalnog zapisa na dan dospeća} = N + \frac{N \cdot K \cdot D}{365}$$

Cena komercijalnog zapisa na dan prodaje =

$$= \frac{\text{cena na dan dospeća}}{1+\left(K_1 \cdot \frac{D_1}{365}\right)} = \frac{N + \frac{N \cdot K \cdot D}{365}}{1+\left(K_1 \cdot \frac{D_1}{365}\right)}$$

N = nominalna cena komercijalnog zapisa
D = dan dospeća
K = godišnja kamatna stopa
K_1 = vladajuća kamatna stopa na tržištu novca

Vrši se diskontovanje cena na dan dospeća sa vladajućom kamatnom stopom na tržištu novca.

2.3. BLAGAJNIČKI ZAPISI

Blagajnički zapis je specifična hartija od vrednosti zbog toga što je krug emiteneta ograničen na poslovne banke i predstavlja dosta rasprostranjen instrument na tržištu novca. Poslovne banke koje emituju blagajničke zapise koriste mogućnost da poboljšaju svoju kreditnu aktivnost, i likvidnost.

Ako se dogodi da blagajnički zapis poslovne banke, Centralna banka proglasi instrumentom tržišta novca, tada može biti i predmet kupovine i od strane Centralne banke, mada se to u praksi veoma retko događa. Najčešće se blagajničkim zapisima trguje između banaka, nefinansijskih organizacija i privatnih lica. Blagajnički zapis poslovne banke je u stvari vid neposredne štednje za samu banku emitenta. Za kupca postoji takođe pogodnost zato što je pogodniji od klasične bankarske štednje, a uvek je moguće u sekundarnoj prodaji i pre roka dospeća doći do likvidnih sredstava. Blagajnički zapis je prenosiva potvrda banke-emitenta, koji glasi na određeni novčani iznos deponovan kod banke sa rokom dospeća od 10 dana do jedne godine i sa određenom kamatnom stopom koja se plaća o roku dospeća.

2.4. DEPOZITNI SERTIFIKATI

Depozitni certifikat je bankarska potvrda koju izdaje poslovna banka, glasi na donosioca i na iznos koji je prethodno deponovan u banci. Izdaje se na period do 1 godine uz određenu kamatu koja se plaća po isteku roka dospeća.

Certifikat o depozitu predstavlja najtipičniju HOV koju emituje poslovna banka. Obično se izdaje na rok koji je duži od 7 dana, a kraći od jedne godine. U nekim zemljama rok može biti i duži, kao što je to primer u SAD. Sam postupak izdavanja certifikata, stvara mogućnost kako pravnim, tako i fizičkim licima, da svoja "neuposlena" novčana sredstva deponuju u banku, na određeni rok i uz odgovarajuću kamatu, koja se računa do stvarnog dana dospeća. Depozitne certifikate karakteriše i to što se izdaju na okrugli iznos i mogu se povući pre roka njihovog dospeća. Takođe, depozitni certifikat je lako prenosiv sa prodavca na kupca, visoko je likvidan, da se oročena sredstva po osnovu prethodno emitovanog depozitnog ceritifikata mogu produžiti, da se može emitovati i novi depozitni certifikat i sl.

Depozitni certifikat predstavlja jedno srednje rešenje između depozita po viđenju i oročenog depozita, jer omogućava kupcu kamatu, kao i mogućnost da pre roka povrati uložena sredstva i održi visok nivo sopstvene likvidnosti. Depozitni certifikati su u značajnijoj korelativnoj vezi sa kretanjem kamatnih stopa. Veće kamatne stope povlače njegovo veće emitovanje i obrnuto.

Depozitni certifikat može da glasi na ime ili donosioca, a sadrži sledeće elemente:

- naziv i sedište banke emitenta,
- oznaku da je u pitanju depozitni certifikat,
- nominalni iznos naznačen na certifikatu,
- rok dospeća,
- kamatnu stopu,
- oznaku da glasa na ime ili donosioca,
- potpis ovlašćenog lica i pečat emitenta – izdavaoca

Emitovanje depozitnog certifikata odnosi se na primarno novčano tržište. Cena depozitnog certifikata na sekundarnom novčanom tržištu utvrđuje se na osnovu sadašnje vrednosti i prinosu do roka njegovog dospeća.

Bez obzira što priprema i izdavanje depozitnog certifikata sobom nosi i znatne troškove, njegov efekat likvidnosti je veći, pa je iz tih razloga prihvatljiv kako od strane emitenta, tako i od strane budućeg kupca.

2.5. BLAGAJNIČKI ZAPISI CENTRALNE BANKE

Blagajničke zapise Centralne banke mogu kupovati samo banke koje imaju status člana tržišta novca. Kupujući i prodajući svoje blagajničke zapise Centralna banka sa jedne strane reguliše optimalni nivo novca u opti-

caju, a sa druge strane uravnotežuje ponudu i tražnju i time utiče na cenu novca, na tržištu novca. Kada istekne rok dospeća blagajničkog zapisa Centralna banka otkupljuje ovaj instrument, odobravajući donosiocu nominalni iznos uvećan za pripadajuću kamatnu stopu, ili na zahtev banke prodaje mu novi zapis u pripadajućem iznosu.

Blagajnički zapis Centralne banke u tržišnim ekonomijama predstavlja jedan od najvažnijih instrumenata Centralne banke, jer njime banka artikuliše elemente monetarne politike i politike stabilnog tržišta novca. Prodajući ili kupujući svoje blagajničke zapise Centralna banka reguliše optimalnu količinu novca u opticaju, a sa druge strane utiče na ponudu i tražnju novca, što kao krajnji cilj ima i cenu novca na tržištu novca. Sve relacije koje sprovodi Centralna banka, odnose se sa drugim poslovnim bankama. Plasman sopstvenih blagajničkih zapisa vrši Centralna banka neposredno drugim bankama i to samo onima koje je ona ovlastila da budu članovi tržišta novca, što ovaj instrument čini različitim i specifičnim od svih ostalih instrumenata tržišta novca.[35]

U uslovima kupovine blagajničkih zapisa, Centralna banka neposredno utiče na regulaciju likvidnosti celokupnog bankarskog i finansijskog sistema u okviru nacionalne ekonomije.

Kamatne stope po kojima se emituju blagajnički zapisi Centralne banke uobičajeno su niži od kamatnih stopa koje važe na finansijskom tržištu. Praksa pokazuje da se u razvijenim zemljama ova kamatna stopa pokazuje kao bazna za sve druge kamatne stope na tržištu.

Blagajnički zapis je tipična kratkoročna hartija od vrednosti, koja nosi mali rizik, a investitoru (poslovnoj banci) donosi prinos u obliku kamate. Pored kamate blagajnički zapis može doneti i određene povoljnosti u pogledu poreskih olakšica ili pri odobravanju određenih kredita.

Blagajnički zapis Centralne banke se isplaćuje u roku dospeća ali mogu i ranije uz odgovarajući diskont.

Kao strogo formalni dokument, blagajnički zapis Centralne banke mora sadržati i određene elemente:

- oznaku da je u pitanju blagajnički zapis Centralne banke,
- sedište emitenta i naziv,
- datum i mesto izdavanja,
- nominalni iznos koji glasi na donosioca i koji zapis nosi,
- visinu kamatne ili diskontne stope,
- datum dospeća,
- faksimil potpisa ovlašćenog lica emitenta blagajničkog zapisa

[35] Finansijsko tržište, institucije, procesi, analiza, regulativa, Komisija za HOV, Beograd, 2005.

Rokovi dospeća blagajničkih zapisa izdatih od Centralne banke obično iznose od 7 do 90 dana, a isplata se ostvaruje prostom prodajom iz ruke u ruku. Kako je to instrument koji nosi najmanji rizik i najveću sigurnost, to je i kamata koja se plaća obračunata po najnižoj stopi.

Blagajnički zapisi Centralne banke se štampaju u obliku HOV i predaju se kupcu na čuvanje do roka njihovog dospeća.

Savremeni način poslovanja sa HOV uveo je novine i na ovom tržištu. Umesto klasičnog štampanja blagajničkog zapisa kao HOV, Centralna banka obaveštava kupca blagajničkog zapisa o nominalnom iznosu, roku dospeća i visini kamatne stope. Kupac samo evidentira podatke u svojim poslovnim knjigama i računima.[36]

Kratkoročna državna obveznica

Ovu kratkoročnu hartiju od vrednosti, u ime države izdaje Trezor. Rok dospeća državne obveznice je 6 i 12 meseci, glasi na donosioca i izdaje se sa diskontnom stopom. To je jedna od najsigurnijih kratkoročnih hartija, obzirom da je skoro bezrizična. Emisijom ovih obveznica država prikuplja slobodna sredstva od privrednih subjekata i građana i na taj način pokriva budžetski deficit.

Kamatna stopa na ove obveznice predstavlja regulatornu kamatnu stopu na tržištu novca i od nje zavise sve kamatne stope za druge instrumente na tržištu novca.

Cena kratkoročne državne obveznice može se izračunati po sledećoj formuli

$$\text{Cena na dan dospeća} = N + \frac{N \cdot K \cdot D}{365}$$

N = nominalna vrednost državne obveznice

K = kamatna stopa

D = broj dana dospeća

Tržište kapitala predstavlja institucionalno organizovan prostor, na kojem se u tačno određenom vremenu i po propisanim i utvrđenim pravilima susreću ponuda i tražnja standardizovanih finansijskih instrumenata. Na tržištima kapitala, za razliku od tržišta novca, trguje se dugoročnim finansi-

[36] Dr Nenad Vunjak, Dr Ljubomir Kovačević, Finansijska tržišta i berze, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009.

jskim instrumentima. Do investicionih sredstava se dolazi emitovanjem instrumenata duga (obveznica) i emitovanjem akcija. Na tržištu kapitala vrši se transfer kapitala od subjekata koji imaju viškove prema subjektima kojima kapital nedostaje. U suštini radi se o dugoročnom finansiranju rasta i razvoja emitenata (preduzeća), a time i celokupne nacionalne privrede i društvenog razvoja uopšte. Postoji više vrsta tržišta kapitala, ali osnovna podela posmatrana po mestu na kome se vrši promet hartija od vrednosti može biti: berzanski i vanberzanski promet. U ulozi finansijskih instrumenata najzastupljenije su akcije, dugoročne obveznice i hibridni instrumenti.

Izdavanjem kratkoročnih obveznica država nastoji da reši problem neravnoteže u prilivu i odlivu budžetskih sredstava, naročito zbog sezonskog karaktera prikupljanja pojedinih vrsta poreza. Takvom politikom država isključuje potrebu za kreditima kod Centralne banke, što otklanja mogućnost deficitarnog finansiranja državnog budžeta iz primarne emisije, što je osnovni preduslov inflatornih tendencija.[37]

Plasman i emisija državnih obveznica u ime države preuzima Centralna banka koja vrši prodaju građanima i drugim učesnicima tržišta novca.

Uloga države kao izdavaoca i dužnika je da izmiri sve troškove u emitovanju i prodaji, a Centralna banka se obavezuje da novac dobijen od prodaje obveznica dostavi državi na njen račun. Uloga Centralne banke se svodi na posrednika između države i drugih učesnika tržišta novca kroz obavljanje tehničkih radnji.

Sama prodaja obveznica se vrši putem aukcija koje organizuje Centralna banka ili neka druga finansijska institucija koju ovlasti država. Ovde je reč o primarnom tržištu državnih obveznica.

Sekundarno tržište kratkoročnih obveznica je najveći i najefikasniji segment novčanog tržišta u razvijenim zemljama. Ono je decentralizovano i funkcioniše kao dilersko tržište.

2.6. INSTRUMENTI REOTKUPA

Repoinstrumenti predstavljaju posebne aranžmane i posebne vrste dogovora na tržištu novca. I kupovina i prodaja određene hartije od vrednosti vrši se uz saglasnost prodavca i kupca.

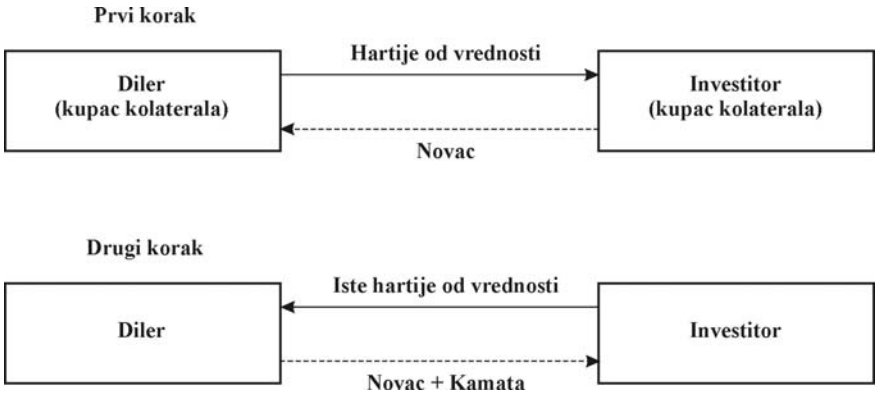
Kupac repo instrumenata plaća prodavcu kupovnu cenu i istovremeno se obavezuje da će kupljenu hartiju od vrednosti ponovo prodati prodavcu, na tačno utvrđeni dan pre roka dospeća dotične HOV.

---

[37] Dr Milenko Dželetović, Finansijska tržišta, Beoprint, Beograd, 2006. god.

Prodavac repo instrumenta je obavezan da za dotičnu hartiju od vrednosti plati kupcu unapred utvrđenu reotkupnu cenu. Reotkupna cena je nešto veća od inicijalne prodajne cene, tako da razlika u ceni pripada prodavcu repo instrumenta.

***Slika 11**. - Struktura tipične Repo transakcije*



Repo transakcije se sastoje iz dva koraka. Prvi korak su odnosi na prodaju hartija od strane dilera, dok se drugi korak odnosi na reotkup dotičnih hartija od vrednosti. S obzirom da diler daje hartije od vrednosti, on predstavlja prodavca kolaterala, a strana koja pozajmljuje novac predstavlja kupca kolaterala. Kupac kolaterala je uvek investitor koji ostvaruje zaradu.

Na repo tržištima egzistiraju i rekupovna i reprodajna tržišta. Diler je učesnik tržišta koji kupuje hartije od vrednosti i koji se obavezuje da će iste prodati prodavcu na osnovu ugovora o reprodaji.

U drugoj ulozi diler prodaje HOV uz obavezu da će iste kupiti na osnovu ugovora o rekupovini hartija od vrednosti.

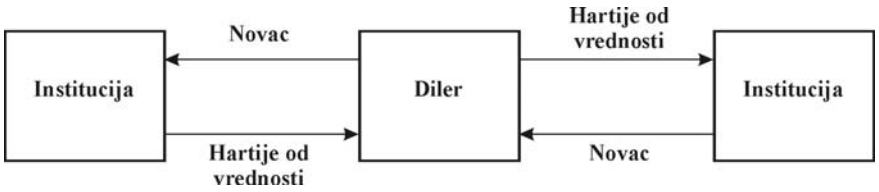
Značaj repo tržišta se nalazi u činjenici da se preko njega vrše operacije na otvorenom tržištu. Obično centralna banka na repo tržištu trguje sa državnim hartijama od vrednosti uz pomoć primarnih dilera.

Preko operacija na otvorenom tržištu Centralna banka utiče na rezerve bankarskog sistema i na eskontne stope. Troškovi repo transakcija obuhvataju: kliring proviziju, transfernu proviziju, proviziju za kastodi usluge i troškove upravljanja repo računima. Na repo tržištima veoma često su prisutna tri učesnika u kojima se javlja kastodi banka kao posrednik.

Kastodi banka upravlja novčanim računima i računom hartija od vrednosti, te tako smanjuje troškove, jer se plaća samo provizija za transfer u

okviru iste banke. Kastodi banka je prema repo ugovoru dužna da dnevno prati kretanje tržišne vrednosti kolaterala i da ukaže na njene eventualne promene. Momentom dospeća repo transakcije, kastodi banka transferiše glavnicu duga i kamatu sa računa dilera na račun investitora. Istovremeno kastodi banka prenosi kolateral sa računa investitora (kupac) na račun dilera (prodavca).

Slika 12. *- Uparivanje novca i hartija od vrednosti*



3. INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA

3.1. KORPORATIVNI (VLASNIČKI) INSTRUMENTI NA TRŽIŠTU KAPITALA

Tržište kapitala predstavlja institucionalno organizovan prostor, na kojem se u tačno određenom vremenu i po propisanim i utvrđenim pravilima susreću ponuda i tražnja standardizovanih finansijskih instrumenata. Na tržištima kapitala, za razliku od tržišta novca, trguje se dugoročnim finansijskim instrumentima. Do investicionih sredstava se dolazi emitovanjem instrumenata duga (obveznica) i emitovanjem akcija. Na tržištu kapitala vrši se transfer kapitala od subjekata koji imaju viškove prema subjektima kojima kapital nedostaje. U suštini radi se o dugoročnom finansiranju rasta i razvoja emitenata (preduzeća), a time i celokupne nacionalne privrede i društvenog razvoja uopšte. Postoji više vrsta tržišta kapitala, ali osnovna podela posmatrana po mestu na kome se vrši promet hartija od vrednosti može biti: berzanski i vanberzanski promet. U ulozi finansijskih instrumenata najzastupljenije su akcije, dugoročne obveznice i hibridni instrumenti.

Vlasnički finansijski instrumenti su hartije od vrednosti koje emituje akcionarsko društvo. Najznačajniji vlasnički instrument predstavljaju akcije. Akcije odražavaju vlasničku poziciju u organizaciji koja ih emituje i istovremeno su najpogodniji način za prikupljanje kapitala neophodnog za finansiranje akcionarskog društva.

Vlasnik akcija, automatski postaje i vlasnik dela akcionarskog društva, u procentu koji odgovara broju posedovanih akcija.

Akcija je instrument bez vremenskog ograničenja i neposredno je vezana za sudbinu emitenta. Vlasnici akcija imaju mogućnost da učestvuju u raspodeli dobiti društva, ali i da imaju i "ograničenu" odgovornost za poslovanje akcionarskog društva, do iznosa uloženog kapitala, odnosno do iznosa nominalne vrednosti posedovanih akcija.

Akcije kao finansijski instrumenti svojim vlasnicima obezbeđuju znatan broj prava, od kojih naglašavamo najvažnije:

Akcija kao korporativna isprava, akcionarima daje širok spektar prava koja se mogu podeliti na imovinska i upravljačka.

Akcija predstavlja ispravu o određenom imovinskom pravu, a novčani iznos uplaćen za njeno posedovanje ili ulog u stvarima predstavlja trajni ulog u imovini akcionarskog društva i kojom akcionar ne može da raspolaže. Ali zato akcionar može slobodno da raspolaže akcijom. Prava iz akcija sa kojima raspolaže akcionar u suštini predstavljaju obaveze akcionarskog društva prema imaocima akcija. Obim i vrste prava su definisani odlukom o emisiji te serije akcija. Posmatrano sa aspekta akcionara, njegova odgovornost prema akcionarskom društvu je ograničena. Ona iznose najviše do visine koja je izdata za posedovanje akcija. S obzirom da je isključeno svako jemstvo akcionara za obaveze društva, to akcionarstvo i oblici takvog načina organizovanja i predstavljaju jednu od prednosti u odnosu na druge oblike organizovanja. Iz do sada rečenog sledi da akcionar može izgubiti najviše do visine koju je investirao u akcije, ali ne i više od toga. U okolnostima kada društvo loše posluje i iskazuje gubitke, dolazi do smanjenja vrednosti imovine, a time i do smanjenja učešća svakog akcionara u imovini društva. Kao posledica toga dolazi i do pada vrednosti akcija na tržištima kapitala. Akcionar i dalje nema obaveze za sanaciju nastalih okolnosti po društvo.

A u slučaju likvidacije društva, akcionaru ostaje pravo na učešće u raspodeli preostale imovine, nakon izmirenja obaveza poverilaca akcionarskog društva. Koliki deo može dobiti uopšte, zavisi od ostatka likvidacione mase. Namirenjem akcionara iz stečajne (likvidacione) mase, dolazi i do gašenja akcija.

Do gašenja akcija može doći još i njenim povlačenjem, kaduciranjem i poništavanjem.

Do povlačenja akcija može doći na osnovu odluke o smanjenju kapitala ili prilikom promene statusne (pravne) forme akcionarskog društva. Povlačenjem akcija dolazi i do prestanka prava koje su te akcije nosile.

Do gašenja akcija kaduciranjem dolazi kada posle smrti vlasnika akcija nema naslednika ili se naslednik odrekne prava nasleđa. U značajnom broju zemalja, zakonodavstva takve akcije prvo proglašavaju ničijom (kadicitet) i poništava se, pa se onda na osnovu nje izdaje nova akcija na ime države, što ukazuje da se prava iz akcija ne gase, već je prenose na novog vlasnika.

Poništavanje akcija može nastati u slučaju da je ona izgubljena, uništena ili oštećena. Poništavanje se vrši sudskom odlukom, a na osnovu koje se može izdati nova akcija. I u ovom slučaju kao i kod kaduciranja, ne dolazi do gašenja prava koje akcija nosi, već se ona prenose na novoizdatu akciju.

3.1.1. OBIČNE AKCIJE

Pravo na upravljanje (pravo glasa)

Ovo pravo omogućava akcionarima da vrše kontrolu nad radom akcionarskog društva i to u formi donošenja najvažnijih odluka o radu društva. Broj glasova za odlučivanje na Skupštini je u proporcionalnoj vezi sa brojem akcija koje akcionar poseduje.

Pravo na deo dobiti

Ako akcionarsko društvo dobro posluje i ima pozitivan finansijski rezultat, akcionarima se isplaćuje dividenda i to proporcionalno broju akcija koje akcionar ima u vlasništvu. Dobar poslovni rezultat za akcionara predstavlja i drugu povoljnost jer obezbeđuje i rast tržišne cene akcija, što obezbeđuje prinos po osnovu razlika u ceni, a naziva se kapitalni dobitak.

Oblici isplate dividende mogu biti različiti i to u gotovom novcu, u novoj emisiji akcija ili kombinovano.

Pravo preče kupovine

Pravo preče kupovine je pravo koje postojećim akcionarima omogućava da zadrže svoje procentualno učešće u akcionarskom društvu, na taj način što će u novoj emisiji akcija imati pravo da kupi nove akcije i to srazmerno broju akcija koje već poseduje.

Na ovaj način postojeći akcionari kupuju nove akcije po ceni koja je niža od tržišne (privilegovani plasman) i tako im se omogućava da zadrže isti udeo u vlasništvu kao što su imali i pre nove emisije. Ponudu da pod ovim uslovima kupuju akcije akcionari mogu da iskoriste, mogu svoje pravo da prodaju ili da uopšte ne koriste ovo pravo.

Pravo na uvid u poslovne knjige

Ovo pravo obezbeđuje vlasnicima akcija uvid u poslovne knjige, odnosno uvid u Bilans stanja, Bilans uspeha kao i uvid u najvažnije finansijske pokazatelje (EPS, P/E). Kod ovog prava mora se voditi računa da se zbog mogućnosti posedovanja važnih informacija ne ugrozi konkurentska pozicija društva.

Pravo na transfer akcija

Transfer akcija podrazumeva pravo akcionara da izvrši prodaju svojih akcija (otuđenje) bez bilo čije saglasnosti (menadžmenta drugih akcionara) zbog toga su akcije kao finansijski instrument, aktraktivne i likvidne.

Pravo na deo likvidacione mase

U slučaju da akcionarsko društvo loše posluje i kada nije u mogućnosti da izmiruje svoje poslovne obaveze, pokreće se postupak likvidacije. Za vlasnika običnih akcija sledi pravo nadoknade dela likvidacione mase srazmerno broju akcija koje poseduje. Ovo pravo biće realizovano tek pošto se iz likvidacione mase prvo namire svi poverioci i vlasnici preferencijalnih akcija. Ovo pravo postoji, ali se retko može ostvariti, zbog male likvidacione mase i velikog broja poverilaca.

Akcije se mogu pokloniti, naslediti i davati u zalog.

Prioritetne akcije

Radi se o drugoj velikoj grupi instrumenata akcijskog kapitala. To su akcije koje se po nekim svojstvima nalaze između običnih akcija i obveznica, pa se često nazivaju hibridni instrumenti. Za razliku od običnih akcija, vlasnici prioritetnih akcija nemaju pravo glasa, odnosno upravljanja akcionarskim društvom. Vlasnicima povlašćenih akcija je zagarantovana fiksna dividenda i povlašćen položaj u pogledu njene isplate.

U poređenju sa običnim akcijama, to zapravo znači da se njima ne sme isplatiti ni jedan deo dividende, dok se ne isplati dividenda vlasnicima prioritetnih akcija. Ove pogodnosti koje sobom nose prioritetne akcije, opredelile su i njihov naziv, kao što je: prioritet, povlastica i preferencije.

Potrebno je naglasiti još jednu specifičnost - pogodnost ovih akcija za svoje vlasnike. Radi se o prioritetu u pogledu izvršenja obaveza u slučaju bankrotstva ili likvidacije akcionarskog društva. Ova prava vlasnika prioritetnih akcija se nalaze negde na „sredini“ između vlasnika običnih akcija i vlasnika obveznica. U stvari oni su u prednosti u odnosu na obične akcije, a

„mlađa“ su u odnosu na vlasnike obveznica. Obzirom na njihov hibridni karakter, one su tako i kreirane da budućim investitorima donose veći prinos od prinosa (kamate stope) koju nose obveznice, ali i veću sigurnost i manji rizik od običnih akcija (usled povlastica u slučaju likvidacije i bankrotstva) A.D.

Kod ispunjavanja obaveza u pogledu isplate dividendi, mogu se razlikovati dve situacija:

- a) kumulativne

  To je situacija kada se sve neisplaćene dividende iz predhodnog perioda akomuliraju i isplaćuju pre isplate dividende običnim akcionarima
- b) neakomulirane

  Tada ne postoji obaveza isplaćivanja dividende iz predhodnih perioda, ali postoji zabrana isplate dividende vlasnicima običnh akcija, do isplate prioritetnih.

Moguće je da preferencijalne akcije budu zamenljive i konvertibilne, što njihovim vlasnicima daje mogućnost da pod povoljnim uslovima mogu iste zameniti za obične akcije.

3.1.2. ELEMENTI AKCIJSKOG KAPITALA

Akcijski kapital se sastoji od tri osnovna elementa:

- nominalna vrednost emitovanih akcija,
- kapitalni višak (emisiona premija - ažio),
- zadržani profit (akumulacija)

Nominalna vrednost predstavlja proizvod pojedinačne nominalne vrednosti akcije i broja svih emitovanih akcija. Ukoliko emitent ima više vrsta ili klasa akcija, isti je postupak izračunavanja, a ukupna nominalna vrednost predstavlja zbir svih vrsta i klasa.

Drugi element akcijskog kapitala naziva se kapitalni višak ili emisiona premija. Njega predstavlja razlika u ceni između nominalne vrednosti pojedinačne akcije i kasnije njene tržišne vrednosti. Za akcionara kao i za emitenta je važno da ova razlika bude što veća, jer jedan od motiva za kupovinu akcija je mogućnost ostvarivanja kapitalnog dobitka, kao drugog važnog prinosa kojeg akcija kao finansijski instrument obezbeđuje.

Treći element akcijskog kapitala predstavlja neraspoređena dobit (akumulacija). Ukoliko akcionarsko društvo dobro posluje ostvarenu dobit može isplatiti akcionarima u obliku dividende ili može zadržati dobit. Zadržana dobit imaće uticaja na povećanje tržišne cene akcija, što akcionarima odgovara jer će ostvariti kapitalni višak.

3.1.3. VREDNOVANJE AKCIJA

U teoriji i praksi postoji više termina kojima se izražava vrednost akcija, a najčešće se koriste:

- nominalna vrednost akcija,
- knjigovodstvena vrednost,
- tržišna vrednost,
- unutrašnja vrednost, i
- fer vrednost

Kada akcionarsko društvo odluči da emituje akcije ono mora odlučiti o visini kapitala koji se treba prikupiti kao i broj akcija koji treba emitovati. Nominalna vrednost jedne akcije je količnik nominalnog kapitala i broja emitovanih akcija. Nominalna vrednost akcije je ona vrednost po kojoj se akcije prodaju investitorima.

Izdavaoc akcija u svom knjigovodstvu vodi emitove akcije po nominalnoj vrednosti. Nominalna vrednost akcija je važna za akcionare zbog utvrđivanja prava glasa na Skupštini akcionara i prava preče kupovine akcija kao i prava na dividendu.

Knjigovodstvena vrednost akcija je računska kategorija koja se vodi u knjigovodstvu akcionarskog društva i dobija se kada se ukupan akcijski kapital (nalazi se u pasivi) kojeg sačinjava nominalna vrednost, ažio i zadržana dobit, podeli sa brojem emitovanih akcija. S obzirom da su elementi akcijskog kapitala promenljivi, sasvim je logično da se i knjigovodstvena vrednost akcija menja.

Knjigovodstvena vrednost akcija je značajan indikator koji utiče kao orijentacija pri donošenju odluka o kupovini pojedinih akcija.

Tržišna cena akcija je cena koja se formira na sekundarnom tržištu na osnovu ponude i tražnje za akcijama. Ona je podložna čestim promenama i na promene utiče veliki broj raznovrsnih faktora. Na promenu cena utiču i faktori iz same firme (emitenta) kao i iz spoljnjeg okruženja. Cilj akcionara je da cena njihovih akcija bude što veća, čime se uvećava i njihovo bogatstvo.

Unutrašnja (suštinska) vrednost akcija pokazuje koliko akcija sa svojom prinosnom snagom i rizikom treba da bude plaćena.

Svakako da se prinosna snaga utvrđuje na osnovu analize svih dostupnih podataka (računovodstvenih, finansijskih i opšte ekonomskih) bez uključivanja ličnih stavova kupca i prodavca u odnosu na njen rizik. Utvrđivanje ovakve vrednosti akcija predstavlja osnovu za ocenu precenjenosti ili potcenjenosti cena akcija na tržištu i značajna je za donošenje važnih investicionih odluka.

Fer vrednost akcija predstavlja iznos za koji akcija može biti razmenjena između dobro obaveštenih i voljnih strana na tržištu u slobodnim transakcijama.

Cena akcija

U određivanju tržišne vrednosti akcija postoji veliki broj teorijskih pristupa i modela. To je složen proces kod koga nema jedinstvenog stava većine ekonomista. Kod drugih finansijskih instrumenata određivanje realne cene je jednostavnije, obzirom da nema nepoznatih elemenata u određivanju budućih prinosa. Kod akcija je ceo postupak teži i neizvesniji, zbog toga što investitori očekuju da neto dobit i dividenda stalno rastu. U stvarnosti dividende mogu da rastu po istoj stopi ili različitoj stopi, ali mogu i da budu manje iz godine u godinu. Jedan od najčešćih korišćenih metoda za određivanje realne vrednosti akcija je metod diskontovanja dividendi.

Osnove ove metode i analizu cena akcija na ovaj način nalazimo kod autora iz ranijih perioda koji navode da se realna vrednost akcija može posmatrati kao sadašnja vrednost svih budućih dividendi.[38]

Suštinu metoda diskontovanja dividendi čini u stvari svođenje budućih iznosa dividendi na sadašnju vrednost, pomoću diskontovane stope koja sadrži:

- vremensku dimenziju ulaganja novca,
- tržišna stopa kapitalizacije

Matematička formula za izračunavanje tržišne vrednosti akcija po ovom modelu glasi:[39]

$$P = \frac{D_{iv1}}{(1+K)} + \frac{D_{iv2}}{(1+K)^2} + \frac{D_{iv3}}{(1+K)^3} + \ldots + \frac{D_{ivt}}{(1+K)^t}$$

$$P = \sum_{1=1}^{n} \frac{D_{ivi}}{(1+K)^i}$$

Tržišna cena akcija zavisi od:

- očekivane cene akcija na kraju perioda,
- očekivane dividende,
- opšteg nivoa kamatnih stopa

[38] John Burr Williams, The Theory of Investment Value, Harvard University Press, Cambridge, 1938.
[39] Finansijska tržišta, investicije, procesi i regulacije, Komisija za HoV, Beograd, 2005.god.

Ako država u okviru monetarno-kreditne politike povećava kamatnu stopu, onda će opadati cena akcija i obrnuto, cena akcija će rasti ako se smanjuje kamatna stopa.

S obzirom da je procenjivanje kretanja dividendi u budućnosti dosta nepouzdano, da stope rasta dividendi nisu fiksne ni jednake, ovu formulu čine teško upotrebljivom u praksi.

3.2. INSTRUMENTI DUGA

3.2.1. OBVEZNICE

Dugoročne hartije od vrednosti (instrumenti duga) se mogu sresti pod više naziva. Uglavnom dominira pojam obveznice, mada se mogu sresti i pojmovi bondovi i debenture. Najčešće u ulozi emitenata ovih instrumenata se pojavljuju državni organi i privredni subjekti, pa dominiraju državne i kompanijske obveznice.

Osnovni razlog za emisiju državnih obveznica se sastoji u činjenici da se na taj način može sakupiti mnogo više sredstava nego putem klasičnog kreditiranja. Slična situacija je i sa emisijom obveznica drugih emitenata. Naime, čak i velike i moćne finansijske institucije (na primer banke) su veoma skeptične prema odobravanju suviše visokih kredita samo jednom emitentu (makar to bila i država). Umesto toga, one nude usluge investicionog bankarstva u prikupljanju sredstava na kreditnoj osnovi, ali putem emisije dugoročnih obveznica. Sa svoje strane, državne obveznice su vrlo atraktivne za investitore iz više razloga:

- *Poseduju izuzetno visok kreditni rejting* - državne obveznice se smatraju najsigurnijim finansijskim instrumentima. Izvršenje obaveze garantuju vlade koje pak imaju čitav arsenal mera kako to i da ostvare - povećanje poreza, smanjivanje budžetskih troškova, itd;
- *Visoka likvidnost* - u većini zemalja sveta tržišta državnih hartija spadaju u red najlikvidnijih tržišta, što omogućava brzo pretvaranje u gotovinu uloženih sredstava;
- *Mali rasponi između kupovinih i prodajnih cena* - što je direktna posledica visokog stepena likvidnosti. Na taj način se minimiziraju transakcioni troškovi i povećava profitabilnost u trgovanju;
- *Transparentne cene* - visok stepen likvidnosti dovodi do brzog određivanja cena koje na taj način postaju javne i svima dostupne;

- *Dematerijalizacija* - gotovo u svim zemljama trgovanje državnim obveznicama je postalo elektronsko. Materijalni oblik državnih hartija ostaje stvar istoričara i kolekcionara. Elektronsko trgovanje donosi niz pogodnosti, kao što su: nepostojanje opasnosti od gubitka, krađe, uništenja, itd. Uz sve to, više investitori ne moraju da brinu ni oko toga ko i kako će da im čuva certifikate;
- *Visok nivo leveridža* - u slučaju da se državne hartije koriste kao kolateralno osiguranje (da podsetimo - u vidu hartija od vrednosti) za emisiju drugih hartija - mogu se dobiti vrlo visoki iznosi - čak do 90% od nominalne vrednosti;
- *Ostalo* - kao što su relativno povoljni poreski tretmani, a kada nisu opozive, tada ne postoji opasnost da ih država otkupi pre krajnjeg roga dospeća, itd.

Posebnu kategoriju državnih hartija od vrednosti predstavljaju obveznice koje emituju niži organi vlasti,pokrajine, okruzi, gradovi, opštine i tome slično. Najčešće se radi o organima lokalne vlasti i za ove hartije koristiti će mo pojam municipalne obveznice (*municipal bonds*). Municipalne obveznice imaju dosta dugu tradiciju i predstavljale su način putem koga su lokalne samouprave prikupljale sredstva za finansiranje različitih potreba - za izgradnju škola, vodovoda, puteva, elektrifikaciju, uređenje okoline, infrastrukture, itd. Municipalne hartije od vrednosti kao finansijski instrumenti ne postoje u domaćoj praksi. To predstavlja veliku prazninu, ali ujedno i veliku šansu za razvoj domaćeg finansijskog sistema.

3.2.2. DUGOROČNE HARTIJE – INSTRUMENTI DUGA

Obveznica je hartija od vrednosti kojom se njen izdavalac (emitent) obavezuje da će licu koje je naznačeno na njoj ili donosiocu iste (zavisno da li se radi o obveznici na ime ili donosioca), isplatiti iznos koji je naveden na njoj (nominalna vrednost obveznice) i platiti kamatu za određeni vremenski period.

Osnovna obeležja obveznica su:

- zakoniti imaoci obveznica su kreditori preduzeća (emitenata), a ne i njegovi vlasnici,
- obveznice kao hartije od vrednosti dospevaju za naplatu posle određenog vremena i tada ih emitent mora otkupiti od njihovog imaoca po nominalnoj vrednosti,
- kamata kao prihod od obveznica predstavlja ugovorenu obavezu emitenta. To znači da se on mora isplatiti, u suprotnom sledi prinudna naplata,

- kamata je unapred ugovorena,
- investitori u obveznice nemaju prava na vlasništvo kod emitenta,
- pravo na deo likvidacione mase je prioritetnije od prava na vlasnike akcija (obične i prioritetne),
- nominalna vrednost obveznica je naznačena na samoj obveznici,
- nominalna vrednost obveznice je ista kao i knjigovodstvena vrednost

Obveznica je finansijski instrument kojim se njen izdavalac obavezuje da u roku dospeća plati kupcu pozajmljeni iznos sa kamatom koja je poznata. Dva osnovna elementa kod obveznica su:

- rok dospeća, odnosno datum do kada se pozajmljena suma novca mora vratiti,
- ugovoreni iznos kamate

Pozajmljeni iznos ili nominalni iznos naznačen na obveznici naziva se glavnica, a kamata koju izdavalac plaća na pozajmljeni iznos naziva se kupon. Kamatna stopa po kojoj se plaća kamata do roka dospeća obveznice naziva se kuponska ili nominalna kamatna stopa.

S obzirom na činjenicu da su emisija i promet dugoročnih hartija od vrednosti u velikoj meri transparentni, radi zaštite investitora, formalna obeležja su značajna i za normalno funkcionisanje tržišta kapitala. Obično su uslovi emisije i prometa obveznica regulisani ugovorom emitenta i investitora, koje reprezentuje specijalna institucija, obično banka, kao i pravilima odgovarajućih regulatornih organa.

3.2.3. KLASIFIKOVANJE OBVEZNICA

Postoji veliki broj kriterijuma za klasifikovanje obveznica.

- *1. Prema emitentu*
  - > a) državne dugoročne obveznice emituje država u cilju finansiranja deficita budžeta, odnosno infrastrukturnih projekata od nacionalnog značaja. Karakterišu ih različiti rokovi dospeća i različite namene. Kao kupci pojavljuju se banke, finansijske institucije i privatni investitori,
  - > b) obveznice lokalnih organa vlasti (municipalne) izdaju lokalni organi vlasti sa ciljem finansiranja značajnih projekata na lokalnom nivou. Ove obveznice su oslobođene poreza pa su dostupne velikom broju investitora. Kamatna stopa kod ovih obveznica je niža od državnih,

> c) korporativne obveznice izdaju preduzeća i druge finansijske organizacije u cilju prikupljanja neophodnih sredstava za sopstveni razvoj i kapitalna ulaganja

- *2. Prema načinu ostvarivanja prava*
  > a) obveznice na ime,
  > b) obveznice na donosioca
- *3. Prema prinosu*
  > a) obveznice sa fiksnom kamatnom stopom,
  > b) obveznice sa promenljivom kamatnom stopom,
  > c) obveznice sa pravom učešća u dobiti emitenta. Obveznica sa opcijom zamenljivosti sa unapred utvrđenim brojem akcija,
  > d) obveznice koje se mogu konvertovati u obveznice sa kraćim rokom dospeća
- *4. Prema registraciji*
  > a) registrovane,
  > b) neregistrovane
- *5. Prema načinu otplate glavnice*
  > a) jednokratne - kada se glavnica isplaćuje u celini u roku dospeća,
  > b) anuitetne - kada se glavnica isplaćuje periodično
- *6. Prema roku dospeća*
  > a) obveznice sa rokom dospeća kraćim od jedne godine su kratkoročne,
  > b) kada je rok dospeća duži od jedne godine, to su dugoročne obveznice
- *7. Prema strukturi otplate*
  > a) opozive obveznice daju emitentu pravo ali ne i obavezu da ih može otkupiti i pre utvrđenog roka dospeća. To je pogodnost za emitenta u slučaju pada kamatnih stopa, jer kroz raniji otkup omogućava se refinansiranje po nižoj kamatnoj stopi,
  > b) obveznice sa prodajnom opcijom su obveznice koje investitoru daju pravo, ali ne i obavezu da prodaje obveznicu emitenta po utvrđenoj ceni i na određeni datum,
  > c) obveznice sa amortizacionim fondom su obveznice gde se deo nominalne vrednosti otplaćuje na ugovoreni datum, ugovorenom iznosu i ugovorenoj ceni. Iznos glavnice koji se otplaćuje, tokom vremena se amortizuje.

- *8. Prema mestu emitovanja*
  - a) domaće obveznice koje su emitovane na domaćem finansijskom tržištu,
  - b) inostrane, koje se emituju u inostranstvu prema propisima zemalja u kojima se emituju,
  - c) evroobveznice

3.2.4. CENA OBVEZNICA

Ulaganje u obveznice motivisano je očekivanjem investitora da ostvari određeni prinos. Prinos može ali i ne mora da bude ostvaren, a može biti veći ili manji od očekivanog.

Za obveznice kao instrumente na tržištu kapitala važi pravilo da su najmanje rizične, ipak one su opterećene brojnim rizicima: rizik naplativosti, kamatni rizik, rizik inflacije, rizik likvidnosti, rizik opoziva, rizik reinvestiranja i rizik promene deviznog kursa.

Kada se govori o vrednosti obveznica treba reći da postoji više tipova vrednosti.

Prva i osnovna vrednost je nominalna vrednost. To je vrednost koja odgovara glavnici duga koju izdavalac mora da isplati investitoru na dan dospeća.

Nominalna vrednost obveznice je i njena knjigovodstvena vrednost. Druga vrednost obveznice koja je takođe važna je tržišna vrednost ili cena obveznice. Ona je različita od nominalne vrednosti jer se formira na bazi ponude i tražnje. Tržišna vrednost se izražava kao procenat nominalne vrednosti. Kada je cena obveznica niža od nominalne vrednosti koristi se termin prodaje uz diskont. Ako je cena obveznice veća od nominalne vrednosti, onda se obveznica prodaje uz premiju.

Na cenu obveznica utiče znatan broj faktora, ali najveći uticaj imaju kamatne stope. Osnovni obrazac za cenu bezkuponske obveznice glasi:

$$P = \frac{Nv}{(1+R)^n}$$

P = sadašnja tržišna cena obveznice
Nv = nominalna vrednost
R = stopa prinosa do dospeća
n = period vremena do dospeća

U slučaju povećanja kamatne stope obavezno dolazi do pada cena obveznica i u slučaju pada kamatnih stopa sledi povećanje cena obveznica. Obzirom da se obveznice bez kupona isplaćuju jednokratno, one se prodaju po ceni koja je niža od nominalne, odnosno uz diskont.

Drugi tip obveznica koji je mnogo češći u praksi je obveznica sa kuponom. Ona investitoru obezbeđuje periodičnu isplatu kamate, a na dan dospeća poslednji iznos kamate i glavnicu tj. nominalnu vrednost obveznice.

Da bi smo odredili sadašnju vrednost obveznice sa kuponima, mora se izvršiti diskontovanje budućih periodičnih primanja po osnovu kamate i glavnice na dan dospeća.

$$P = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \ldots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{Nv}{(1+r)^n}$$

C = plaćanje kamate

$$P = \sum_{1=1}^{n} \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{Nv}{(1+r)^n}$$

Ako se radi o obveznici kada se kamata plaća dva puta godišnje izraz za izračunavanje cene obveznice glasi

$$P = \frac{\frac{C}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)} + \frac{\frac{C}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^2} + \frac{\frac{C}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^3} + \ldots + \frac{\frac{C}{2}}{\left(1+\frac{r}{2}\right)^n} + \frac{Nv}{(1+r)^n}$$

Kada se vrši investiranje u obveznice, osnovno pitanje koje se postavlja kod investitora je ostvarivanje prinosa. Kod većeg broja obveznica možemo razlikovati tri vrste prinosa i to:

- a) nominalni ili kuponski prinos,
- b) tekući prinos,
- c) prinos po dospeću

Tekući prinos je pokazatelj trenutne rentabilnosti ulaganja u obveznice. On se izračunava kao koeficijent vrednosti godišnjih kupona i cene po kojoj je investitor kupio obveznicu.

Prinos do dospeća je prinos koji se izračunava na osnovu trenutne tržišne cene, kupona, nominalne vrednosti i roka dospeća. Jedina nepoznata je diskontna stopa ili prinos do dospeća, a u našem obrascu oznaka "y".

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{r}{(1+y)^n}$$

Opšti zaključci

- kada se obveznica prodaje uz diskont (tržišna cena je < od nominalne), stopa prinosa do dospeća je veća od kuponske stope,
- kada se obveznica prodaje uz premiju (tržišna cena je > od nominalne) stopa prinosa do dospeća je manja od kuponske stope,
- kada je tržišna cena jednaka nominalnoj, stopa prinosa do dospeća je jednaka kuponskoj stopi

Kretanje vrednosti obveznica i kretanje njihovih cena je važno za mnoge učesnike na finansijskom tržištu. Poznavanje ovih kretanja je važno za formiranje portfolia hartija od vrednosti kod portfolio menadžera i finansijskih analitičara. Ovi pokazatelji važni su i za emitente i to posebno za one koji imaju opciju otkupa pre roka dospeća. U slučaju da cena obveznice prevaziđe otkupnu cenu, izdavaocu obveznice se isplati da iskoristi predviđenu (call) opciju i istu otkupi pre roka dospeća. Za profesionalne investitore je takođe važno kretanje cena i prinosa na obveznice jer to ima direktnog uticaja na visinu njihove stope prinosa.

3.2.5. DRŽAVNE I AGENCIJSKE OBVEZNICE

Državne obveznice se smatraju najsigurnijim, odnosno najkvalitetnijim hartijama od vrednosti. Klasične državne obveznice, predstavljaju kuponske obveznice, gde se glavnica isplaćuje o roku njenog dospeća, a kamata u jednakim polugodišnjim anuitetima.

Za perpetualne (stalne – doživotne) obveznice je karakteristično da nemaju rok dospeća i da vlasniku obveznice donose stalni godišnji prinos.

Državne obveznice mogu biti:

- 1. Kuponske obveznice,
- 2. Perpetualne obveznice,
- 3. Amortizacione obveznice,

- 4. Indeksirane obveznice,
- 5. Osigurane obveznice,
- 6. Odrezane obveznice

Za Amortizacione obveznice je karakteristično da vlasnik ostvaruje periodični prinos naplatom kamate i dela glavnice.

Za Osigurane obveznice, kao što im stoji u nazivu, karakteristično je da iza njih stoji državni budžet.

Kod Indeksiranih obveznica važi pravilo da je veličina isplate kamate i glavnice vezana za kretanje indeksa cena na malo.

Odrezane obveznice su u stvari izvedene iz kuponskih obveznica.

Za obveznicu kao finansijski instrument, a posebno za državnu, može se reći da se izdavalac obavezuje da u roku dospeća plati kupcu pozajmljeni iznos sa kamatom. One u suštini odražavaju kreditne, odnosno dužničko-poverilačke odnose.

Za emitenta-obveznica predstavlja hartiju koja mu omogućava da prikupi neophodno sredstvo za finansiranje svojih potreba na kreditnoj osnovi, a koja vlasniku obveznice obezbeđuje isplatu kamate i glavnice po unapred utvrđenom redosledu i određenom vremenskom periodu. Najčešće se kamata isplaćuje dva puta godišnje na osnovu prezentovanog kupona, a glavnica se isplaćuje na dan dospeća.

Rok dospeća je duži od godinu dana, a nominalni iznos pozajmljenih sredstava, putem emisije obveznica, naziva se *glavnica*.

Kamata koju emitent plaća na pozajmljeni iznos naziva se *kupun*, a kamatna stopa po kojoj se plaća kamata do dospeća obveznica naziva se *kuponska stopa*.

Državne obveznice pripadaju dugoročnim hartijama od vrednosti i kao akcije imaju svrhu da se njihovom emisijom prikupljaju slobodna novčana sredstva za potrebe emitenta.

Ovaj instrument se ipak znatno razlikuje od akcija.

Prva razlika se odnosi na status vlasnika instrumenata:

- imalac obveznica je poverilac njenog izdavaoca, dok je akcionar član – suvlasnik emitenta,
- imalac obveznice nema upravljačka prava za razliku od akcija koje akcionaru omogućavaju značajan broj prava,
- potraživanje koje imalac obveznice ima prema izdavaocu je po pravilu fiksno i vezano je za nominalni iznos i utvrđeni iznos kamate, dok su potraživanja akcionara uvek varijabilna,

- imalac obveznice ne snosi nikakav rizik za poslovanje emitenta, dok vlasnik akcija snosi rizik do iznosa svog uloga,
- potraživanje imaoca obveznice može biti obezbeđeno garancijom, dok je ulog akcionara uvek rizičan kapital,[40]
- razlika postoji i u prinosima: kod akcija dividenda je neizvesna, dok je kamata na obveznicu izvesna,
- vlasnik akcija nema pravnu zaštitu u slučaju da emitent ne isplaćuje dividendu, dok vlasnik obveznice može tražiti isplatu kamate

Za izdavanje državnih obveznica nije potrebna saglasnost ni odobrenje bilo kojeg organa, s obzirom da ih sama država izdaje.

Država takođe ima mehanizme da u nekim situacijama privileguje investitora u ove obveznice, tako što ih oslobađa obaveza plaćanja poreza.

Zbog sigurnosti emitenta, njihov rok dospeća može biti veoma dug.

Stav međunarodnih rejting organizacija je da nijedna hartija koju izdaje bilo koja nacionalna kompanija ne može imati bolji rejting od državne obveznice.

3.2.6. OSNOVNA SVOJSTVA DRŽAVNIH OBVEZNICA

- *Emitent* -	to je država, njeni organi ili institucije koje nisu profitno orijentisane;
- *Namena obveznica* -	finansiranje javnih rashoda, odnosno budžetskih deficita;
- *Emisija* -	izdaje se na osnovu planova budžeta;
- *Rizik koji nosi* -	usko je povezana sa stabilnošću države koja emituje obveznice;
- *Ko su kupci* -	najčešće banke i investicioni fondovi;
- *Fiskalni tretman* -	uglavnom su oslobođene plaćanja poreza na kapitalnu dobit;

Nemaju kompleksnu strukturu koju imaju korporativne obveznice (konvertibilnost ili druge oblike suptitucije).

Osnovni razlozi zbog kojih se ove obveznice emituju:

[40] Mirko Vasiljević, Privredna društva, Beograd, 1999. god.

- 1) Povećanje agregatne tražnje ili ponude na tržištu a radi povećanja zaposlenosti i privrednog rasta i razvoja,
- 2) Finansiranje posebnih projekata, kao i finansiranje dugoročnih razvojnih projekata,
- 3) Regulisanje visine kamatne stope i monetarne mase putem povlačenja novca iz opticaja,
- 4) Ostvarivanje određenih otvorenih ili prikrivenih političkih ciljeva i sl.

Rizik koji nosi državna obveznica je sveden na sistemski rizik, jer se država javlja u ulozi emitenta i subjekta koji kontroliše i kreira sistemske rizike. Takođe dobro investiranje i smanjenje budžetskog deficita mogu imati povoljne efekte na buduće zaduženje, odnosno rejting budućih državnih obveznica.

Interes kupca (investitora) u ove obveznice na primarnom tržištu jeste privremeno ili trajno angažovanje viška likvidnih sredstava. Interesi kupca na sekundarnom tržištu su slični interesima kupca na primarnom tržištu uz dopunski motiv za prisvajanje kapitalne dobiti ili ostvarivanja nekog drugog interesa strategijske prirode.

Prema ročnosti državne obveznice su identične podeli drugih dužničkih instrumenata.

Dugoročna državna obveznica se emituje radi pokrića budžetskog deficita ili razvoja projekata u infrastrukturi. Rok njihovog dospeća je duži od 10 godina.

Srednjoročna državna obveznica ili državni zapis emituje se sa rokom dospeća od 1 do 10 godina, a radi finansiranja budžetskog deficita.

Kratkoročna državna obveznica ili državni zapis emituje se sa rokom dospeća od jednog meseca do 1 godine. Nominalna sredstva namenjena su za finansiranje kratkoročnih budžetskih deficita, koji nastaju kao posledica neočekivanih sezonskih ili spoljnih oscilacija.

Obveznice vladinih agencija su slične korporativnim obveznicama. Kod njih je karakteristično i to što se u njihovoj emisiji indirektno pojavljuje i država.

Procedura izdavanja ovih obveznica je slična kao i kod korporativnih obveznica. I osobine ovih obveznica su takođe slične sa korporativnim, izuzev toga da agencijske obveznice ne mogu biti konvertibilne. Ove obveznice mogu biti dugoročne i kratkoročne, a za njihovo izdavanje potrebna je saglasnost Vlade ili Parlamenta, obzirom da imaju tretman javnog duga.

3.2.7. MUNICIPALNE OBVEZNICE

Obveznice lokalnih organa vlasti su dužnički instrumenti koje emituju teritorijalne jedinice, lokalne zajednice, gradovi, okruzi i drugi lokalni organi koji su organizovani da vode i finansiraju lokalne infrastrukturne projekte kao što su (aerodromi, škole, bolnice, lokalni putevi i dr.).

Većina prinosa koja donose municipalne obveznice oslobođeno je poreza na prihod, pa zbog toga tražnja za ovim obveznicama generiše tri grupe investitora, i to:

- široki slojevi stanovništva (individualni investitori),
- komercijalne banke,
- osiguravajuće kompanije

Kao najbrojniji investitori u municipalne obveznice javljaju se investitori iz kategorije stanovništva. Komercijalne banke su takođe značajni investitori, s obzirom da su oslobođeni poreza na prihod, dok su osiguravajuće kompanije zainteresovane za ostvarivanje profita.

Municipalne obveznice mogu biti emitovane u dva osnovna tipa otplate – serijski i standardni (istog datuma).

Prva grupa se definiše tako da obveznice dospevaju odmah nakon prve godine emitovanja, a druga grupa dospeva nakon druge ili treće godine. Kod druge grupe obveznica, sve obveznice jedne emisije dospevaju na naplatu istog datuma. Još jedna specifičnost važi za municipalne obveznice. Za njihove emitente nije potrebna saglasnost Komisije za hartije od vrednosti ili nekog drugog organa, kao što je to potrebno kod korporativnih obveznica.

Osnovna podela municipalnih obveznica može se izvršiti na dve osnovne grupe, i to:

- opšte obveznice,
- prihodovne obveznice

Opšte obveznice emituju teritorijalne jedinice (okruzi, gradovi) koji imaju u odnosu na veličinu duga veliki fiskalni kapacitet. Ove obveznice se isplaćuju iz budžeta emitenta.

Prihodovne obveznice se emituju radi finansiranja određenih projekata. Emitent garantuje investitoru isplatu, prihodom koji će se ostvariti realizacijom projekta. Mnoge od ovih obveznica nose nazive projekata za koje su emitovane (obveznice koledža, obveznice bolnica, obveznice elektro mreže i sl.).

Obveznice lokalnih organa vlasti često su podržane i od strane banaka. Banke podržavaju emisiju lokalnih organa na tri načina:

– izdavanjem akreditiva,
– neopozivom kreditnom linijom,
– opozivom kreditnom linijom

Izdavanje akreditiva predstavlja najizraženiji tip podrške komercijalne banke emitentu municipalnih obveznica.

U slučaju da emitent ne bude u mogućnosti da isplati nastale obaveze, banka je dužna da isplati nastale obaveze emitenta prema investitoru.

Neopoziva kreditna linija ne garantuje emisiju obveznica ali obezbeđuje veći stepen sigurnosti tako što obezbeđuje emitentu dodatna sredstva.

Opoziva kreditna linija znači da naplata obaveza u potpunosti zavisi od boniteta banke.

3.2.8. OBVEZNICE PRIVREDNIH DRUŠTAVA I PREDUZEĆA

Osnovna definicija korporativnih obveznica je da će preduzeće (korporacija) emitent, plaćati unapred definisani kupon i to na tačno utvrđeni datum, kao i glavnicu na dan dospeća obveznice.

Rizik koji opterećuje ovu vrstu obveznica je rizik naplativosti (za razliku od državnih ili municipalnih). Korporativne obveznice pored rizika naplativosti nose i kreditni rizik, pa to uzrokuje modifikaciju procedure emisije ovih obveznica u odnosu na državne.

Te modifikacije se odnose na sledeće:

- pristup emisionom tržištu u regulatornom smislu je znatno složeniji
- emitent kod koga se registruje visok rizik može radi povećanja sigurnosti, budućim vlasnicima ponuditi obezbeđenje za slučaj neizvršavanja obaveza

To može biti realna imovina koja se može prodati i obezbediti za pokriće obaveza ili obezbediti garanciju trećeg lica (najčešće banke) ili hartije od vrednosti koje emitent već poseduje u svom portfoliu.

3.2.9. PODELA KORPORATIVNIH OBVEZNICA I NJIHOVA OBELEŽJA

Korporativne obveznice dele se prema kriterijumu kome pripada preduzeće emitent dotičnih obveznica.

Najčešća podela je sledeća:

- 1) obveznice javnih preduzeća,
- 2) obveznice transportnih preduzeća,

- 3) obveznice industrijskih preduzeća,
- 4) obveznice drugih finansijskih organizacija i poslovnih banaka

Obveznice se dalje mogu podeliti po metodu plaćanja kamate i otplate duga, po roku dospeća, po načinu plaćanja kamate, itd.

Prema obezbeđenju plaćanja kamate i otplate duga, obveznice se dele na:

- hipotekarne obveznice,
- obične obveznice,
- neosigurane obveznice,
- osigurane (garantovane) obveznice

Hipotekarne obveznice se temelje na zalozi koju polažu emitenti radi sigurnosti da će uredno plaćati kamate i isplatiti nominalnu vrednost dotične obveznice.

Neosigurane obveznice nemaju osiguranje drugog lica, a garantovane obveznice počivaju na garanciji nekog drugog lica (banke) da će u slučaju potrebe dotično lice isplatiti investitoru glavnicu osnovnog duga.

Prema roku dospeća obveznice se dele na:

- kratkoročne obveznice,
- dugoročne obveznice

Kratkoročne obveznice imaju rok dospeća do godinu dana, a dugoročne preko godinu dana.

Prema kriterijumu starosti (subordiniranosti) obveznice se dele na:

- starije (senior) obveznce,
- mlađe (junior) obveznice

Prema načinu plaćanja kamate, obveznice se dele na:

- obveznice bez kupona,
- obveznice sa kuponom,
- konsoli obveznice

Obveznice bez kupona su čisto diskontovane obveznice. Svojim vlasnicima donose samo jedno plaćanje i to isključivo o roku njihovog dospeća. Prodaju se uz diskont (po nižoj ceni od nominalne vrednosti) pri čemu se vlasnicima zajedno isplaćuje kamata i glavnica.

Obveznice sa kuponom donose svojim vlasnicima dva puta ili četiri puta godišnje kamatu (uz prezentovanje kupona) emitentu obveznice. Glavnica se naplaćuje na dan dospeća.

Konsoli obveznica predstavlja obveznice koje nikad ne dospevaju. Vlasnicima obveznica se neprekidno isplaćuje kamata (dva puta godišnje), a

glavnica nema rok dospeća. Primer za ove obveznice su obveznice Vlade SAD pri izgradnji Panamskog kanala ili Železnice u Kanadi.

U praksi postoji jedan broj obveznica koje su u upotrebi, a koje se ne mogu svrstati u ove prethodne grupe.

Te obveznice su:

- obveznice na ime,
- obveznice na donosioca,
- devizne obveznice,
- jednokratne i anuitetne obveznice,
- obveznice sa promenljivom kamatnom stopom,
- parcipativne obveznice,
- konvertibilne (zamenljive) obveznice,
- opozive obveznice,
- opcije sa put (prodajne) opcijom

Obveznice koje glase na ime, imaju karakteristiku da je na plaštu naznačeno ime vlasnika obveznice. Kod ovih obveznica kamata se naplaćuje podnošenjem kupona, a glavnica sa podnošenjem plašta obveznice. Obveznice na ime su prenosive i iste se mogu indosirati.

Prenošenjem obveznice na novog vlasnika, kamata i glavnica se naplaćuju podnošenjem emitentu: kupona, plašta i indosamenta.

Za obveznice na donosioca je karakteristično da ih mogu naplatiti lica (kamatu i glavnicu) sa donošenjem kamatnog kupona i plašta obveznice emitenta o roku njihovog dospeća. Obveznice na donosioca se prenose na drugo lice samim činom njihove prodaje. Zato je neophodno ove obveznice čuvati, jer ako se izgube, nove obveznice se ne mogu ponovo emitovati (izdavati). Da ne bi bilo manipulacije sa naplatom kamata po obveznicama, one sadrže onoliko kupona koliko je puta predviđeno plaćanje kamate.

Za devizne obveznice je karakteristično da se emituju u inostranoj konvertibilnoj valuti i iste se mogu prodavati na stranom i domicilnom tržištu.

Za jednokratne obveznice je karakteristično da se glavnica duga isplaćuje u celini i to o roku njihovog dospeća. Ukoliko se glavnica duga po obveznici isplaćuje u anuitetima, tada je u pitanju anuitetna obveznica.

Za obveznice sa promenljivom kamatnom stopom je karakteristično da se visina njihove kamatne stope temelji na kamatnim stopama kratkoročnih hartija od vrednosti (kao što su blagajnički zapisi). S obzirom da kratkoročne hartije od vrednosti imaju mali rizik, onda je kod ovih obveznica i kamatni rizik izuzetno mali. Kamatna stopa na obveznice se formira tako što

se na visinu kamatne stope kratkoročnih hartija od vrednosti dodaje određeni procenat premije. U cilju fleksibilnosti kamatne stope propisano je da se svakih šest meseci vrši redefinisanje postojeće kamatne stope i stope premije.

Za parcitipativne obveznice je karakteristično da svojim vlasnicima daju pravo da naplaćuju fiksnu kamatu i da učestvuju u neto dobitku emitenta obveznice. Posebno su primenljive kod novoosnovanih firmi za koje je karakteristično da imaju visoku profitabilnost i visok rizik u poslovanju. U praksi se ove obveznice često zaobilaze od strane velikih investitora zbog potencijalnog velikog rizika.

Za konvertibilne obveznice je karakteristično, da su zamenljive za određeni broj akcija. Najveći problem je u definisanju indikatora na osnovu koga se vrši zamena obveznice za obične akcije. Konvertibilne obveznice predstavljaju neosigurane hartije od vrednosti, jer njihovo emitovanje nije uslovljeno sa nikakvom zalogom. Pri emitovanju konvertibilnih obveznica upisuje se klauzula da su opozive, što znači da se mogu povući u vremenu do isteka roka njihovog dospeća. Konverzija konvertibilnih obveznica u obične akcije vrši se na osnovu:

- 1) odnosa konverzije,
- 2) cene konverzije,
- 3) vremena konverzije

Odnos konverzije predstavlja količnik između nominalne vrednosti konvertibilne obveznice i cene konverzije. Cena konverzije predstavlja količnik između nominalne vrednosti konvertibilne obveznice i odnosa konverzije. Odnos konverzije se unapred utvrđuje i isti je naznačen u obveznici. Vreme konverzije se odnosi na vremenski period u kojem se može izvršiti konverzija obveznice u obične akcije. Vrednost konverzije predstavlja proizvod tržišne cene obične akcije i odnosa konverzije. Tržišna vrednost konvertibilne obveznice predstavlja proizvod između konverzijske (tržišne) premije i vrednosti konverzije. Ono što je nepovoljno kod konvertibilne obveznice je to, da se ne može neutralisati kreditni, kamatni i inflacioni rizik.

Za opozive obveznice je karakteristično da sadrže *call* (kupovnu) klauzulu koja omogućava emitentu obveznice da istu pre roka dospeća otkupi i to po unapred utvrđenoj ceni. Na ovaj način emitent obveznice može opozvati obveznicu ukoliko su kamatne stope na tržištu smanjene (cena obveznice je u porastu). U tim slučajevima emitent obveznice emituje nove obveznice po nižim kamatnim stopama (smanjuje troškove po osnovu kamata). Za investitora (kupca) obveznice ovakva klauzula nije povoljna, jer gubi potencijalni kapitalni dobitak koji je nastao sa rastom cene opoziva obveznice. Na finansijskom tržištu pojavile su se obveznice sa odloženim opozivom, čiji je opoziv moguć tek po isteku unapred određenog vremenskog roka.

Za obveznice sa *put* (prodajnom) klauzulom je karakteristično da daju mogućnost vlasniku obveznice da iste proda emitentu (izdavaocu) po utvrđenoj ceni. Putem ove obveznice zaštićuje se investitor, a emitent se dovodi u poziciju ponovnog vlasnika obveznice. Investitor će iskoristiti *put* (prodajnu) klauzulu u slučajevima kada se na tržištu smanji vrednost takve obveznice. Rizik ulaganja od strane investitora u ovakve obveznice je minimalan, jer će investitor prodati obveznice emitentu, kada cena obveznice padne na nivo po kojoj je emitent dužan da iste otkupi. Investitor je zaštićen i od rasta kamatne stope, jer je u mogućnosti da proda emitentu obveznice kada je tržišna kamatna stopa veća od nominalne kuponske stope obveznice. Upravo iz napred navedenih razloga, prinos po ovim obveznicama je niži, a cena obveznica viša nego što je to slučaj kod neopozivih obveznica.

4. PRAVO PREČE KUPOVINE

Obične akcije se mogu emitovati na više načina. Jedan od načina koje akcionarsko društvo može da koristi jeste i to da novu emisiju akcija mogu da kupe samo postojeći akcionari.

Odluka koja prethodi novoj emisiji mora sadržati nekoliko važnih elemenata:

- vrednost nove akcije,
- rok za prijavu postojećih akcionara za kupovinu novih akcija
- rok do kada se akcije moraju otkupiti

Pre donošenja odluke, mora se voditi računa o tržišnoj ceni postojećih akcija, kao i očekivanoj stopi prinosa koja će doneti nova emisija akcija. Motivi za kupovinu ovih akcija moraju se naći u očekivanjima akcionara, da će se uvećati tržišna vrednost preduzeća, što znači da će se povećati i tržišna vrednost njihovih akcija, a i buduća dividendna politika kompanije.

Vlasnik prava ima tri mogućnosti:

- da iskoristi pravo kupovine akcija po povlašćenoj ceni,
- da proda pravo,
- da propusti rok i ne iskoristi pravo preče kupovine

Odluka emitenta mora sadržati i cenu po kojoj postojeći akcionari mogu kupiti dodatne akcije, kao i broj prava koji akcionaru pripada.

Kada se ukupan broj postojećih akcija podeli sa brojem akcija koje treba emitovati, dobiće se i broj prava koji pripada svakom akcionaru za kupovinu jedne akcije. Suština prava preče kupovine je u tome da se zadrži nepromenjeno procentualno učešće postojećih akcionara u vlasništvu kompanije.

Na razvijenim tržištima, sve do roka do kada se može iskoristiti ovo pravo, postoji mogućnost za trgovinu sa njim.

Ta vrednost prava utiče na tržišnu vrednost akcija. Smisao trgovanja ovim pravima na berzi je u tome da u periodu do roka dospelosti prava, postoje očekivanju da će u tom periodu doći do porasta tržišnih cena akcija preduzeća.

5. VARANTI

Varanti su slični kupovnim opcijama, jer imaocima daju pravo kupovine fiksnog broja hartija od vrednosti, određenog dana, odnosno u određenom periodu, po unapred određenoj ceni. Varanti se emituju kao dodatak obveznicama i preferencijalnim akcijama, sa namerom da nova emisija hartija od vrednosti, za emitenta bude sprovedena bez značajnih problema u smislu njenog plasmana. Varanti predstavljaju dodatak ili posebnu "poslasticu" koju emitenti koriste, kako bi lakše prodali novu emisiju i to po višim cenama. Sa aspekta investitora, on ne samo da ostvaruje prinos na osnovu sredstava uloženih u osnovnu hartiju od vrednosti, već zahvaljujući varantu dobijaju opciju kupovine hartija od vrednosti po utvrđenoj ceni, odnosno dobijaju mogućnost ostvarivanja profita u slučaju povećanja tržišne cene osnovne hartije od vrednosti. Treba znati da varanti ne daju pravo na dividendu, niti imaju pravo upravljanja, kao što je to slučaj kod vlasnika akcija, izuzev ako zahvaljujući varantima ne postanu vlasnici akcija.[41]

Prilikom nove emisije akcija, akcionarsko društvo obično rezerviše jedan broj za varante. Cena koju vlasnik mora da plati naziva se izvršna cena ili strajk cena.

U trenutku izdavanja varanta strajk cena se određuje tako da je iznad tržišne cene i to obično 10 – 15% iznad.

Varant može biti odvojiv i neodvojiv. Ako je varant odvojiv i emitovan je kao dodatak obveznici, to znači da se posebno može prodati varant, a posebno obveznica.

Rok do kada varant dospeva, odnosno period u kome se može iskoristiti je najčešće do 10 godina, ili možda i bude neodređen, pa se varant može koristiti u bilo kom trenutku.

Broj akcija koje se mogu kupiti korišćenjem jednog varanta naziva se racio zamene i on je unapred utvrđen, kao i cena po kojoj se akcije mogu kupiti.

[41] U pravnoj teoriji postoje različita shvatanja tome, da li se varanti mogu pojaviti (kao u ZTHV) samo kao hartije od vrednosti ili oni mogu biti izraženi i kao posebna prava vezana za sticanje akcija ili obveznica budućih emisija

Za sve one koji postanu vlasnici varanta, postoji i potencijalna prilika da postanu i vlasnici akcija određene kompanije. Status akcionara im nudi veća prava u pogledu prinosa u formi dividende ili kapitalne dobiti, kao i u pogledu odlučivanja na Skupštini akcionara. Varanti postaju posebno atraktivni ako tržišna cena akcija poraste iznad strajk cene, date za varant, jer slede značajne kapitalne dobiti.

Kada se govori o varantima mora se naglasiti i sledeće. Emisija varanta je uvek vezana za postojeće akcionare ili imaoce obveznica. Iz toga sledi zaključak da se na emisiju varanata ne primenjuju pravila i postupci javne emisije (prospekt, odobrenje Komisije za HOV i sl.).

IV. FINANSIJSKI DERIVATI

1. POJAM I VRSTE DERIVATA

Izvedena hartija od vrednosti je Ugovor između dve strane kojim se predviđa transfer neke finansijske aktive, ili novca koji uključuje odloženo izvršavanje obaveza prodavca i kupca za neki budući termin, po utvrđenoj ceni.

Zarada na ovom tržištu ostvaruje se kao razlika u ceni između sadašnje promptne i buduće terminske cene. Nastanak izvedenih hartija od vrednosti vezuje se za mogućnost umanjenja i kontrole različitih vrsta rizika kao što su: rizik promena kamatnih stopa, rizik promena deviznog kursa, rizik promena cena HOV i dr. Ovi finansijski instrumenti dobili su naziv po tome što se njihova vrednost izvodi iz neke druge osnovne aktive koja se nalazi u njihovoj osnovi.

Pojava finansijskih derivata uslovila je značajne promene na finansijskim tržištima. Dolazi do povećanog prometa ovih instrumenata, što ukazuje na sve veći njihov značaj.

Kod trgovanja izvedenim hartijama javljaju se tri značajne kategorije učesnika i to:

- *hedžeri* - lica koje želi da snizi rizik
- *špekulanti* - oni preuzimaju rizik i nadaju se da će ostvariti profit u slučaju promena cena u njihovu korist,
- *arbitražeri* - oni nastoje da zarade trgujući na različitim berzama.Zaradu baziraju na razlici u ceni izvedenih i osnovnih hartija od vrednosti koje drže u svom portfoliu.

Poslovi hedžinga podrazumevaju aranžmane dve strane u kome se potencijalni gubitak jedne strane u većoj ili manjoj meri može eliminisati profitom druge strane.

Drugim rečima, hedžeri žele da smanje rizik i eliminišu mogućnost gubitka, dok nasuprot njima, špekulanti mogu očekivati ostvarivanje potencijalnih dobitaka. Špekulacije na finansijskim tržištima nisu manipulacije i prevare, već su to poslovi gde učesnici pokušavaju da na bazi, koristeći znanja, stručnosti, informacija, osećaja (a često i sreće) ostvare što veći profit u što kraćem roku.

Arbitražeri su malo izloženi cenovnom riziku. Oni formiraju dva portfolia (jedan od izvedenih hartija, a drugi od osnovnih hartija). Oni prate ta dva portfolia i kupuju ili prodaju kada se jave cenovne razlike. U stvari, arbitražeri formiraju portfolio bez investiranja, a sa pozitivnim prilivom u budućnosti ili sa prilivom u sadašnjosti bez obaveza u budućnosti. Cilj je da ostvare korist od negativne korelacije između derivata i portfolia osnovne aktive.Njihove aktivnosti se odvijaju na više berzi.

U osnovne izvedene hartije ubrajamo:

- forvard ugovori,
- fjučersi,
- opcije,
- svopovi

2. FORVARD UGOVORI

Forvard ugovor (terminski ugovori) je Ugovor između dve zainteresovane strane, kupca i prodavca, o prodaji - kupovini određene robe ili finansijske aktive, sa isporukom i plaćanjem u budućnosti. Obe ugovorene strane su saglasne sa dogovorenom cenom, količinom i danom isporuke i plaćanja u budućnosti. Ni jedna od ugovorenih strana ne naplaćuje bilo kakvu proviziju ili premiju po osnovu potpisivanja ugovora. Kod zaključivanja forvard ugovora, ne stoji ni jedna klirinška kuća koja bi imala ulogu posrednika odnosno garanta o njegovoj realizaciji, što kod ovako ugovorenih transfera nosi rizik plaćanja i isporuke aktive.

U postupku zaključivanja forvard ugovora, postoje problemi nalaženja druge ugovorene strane koja ima interes da prihvati ponuđenu aktivu, cenu i rok. Takođe, zbog odsustva bilo kojeg posrednika ili garanta realizacije Ugovorenih obaveza, u slučaju neizmirenja obaveze neke ugovorene strane, druga strana može jedino tužbom i sudskim postupkom doći do izvršenja Ugovora. S obzirom na troškove sudskog postupka kao i neizvesnost njego-

vog ishoda, zainteresovani potpisnici ugovora moraju pre potpisivanja ugovora izvršiti proveru kreditnog rejtinga drugog ugovarača.

Zbog rizika koje sobom nose forvard ugovori i odsustva likvidnosti, na tržištu se više koriste drugi oblici terminskih ugovora.

3. FJUČERSI

Fjučers ugovori se razlikuju od forvard ugovora u pogledu:

- standardizacije aktive koja je predmet Ugovora,
- likvidnost,
- plaćanje,
- sigurnost

Kod fjučers ugovora standardizacija se odnosi na količinu i kvalitet ugovorene aktive, na period isporuke i mesto isporuke. Fjučers ugovorima se može trgovati na berzi i zato oni imaju veći stepen likvidnosti u odnosu na forvard. Kupci i prodavci fjučers ugovora mogu pre isteka roka da prodaju svoje pozicije na berzi i na taj način uđu u neke nove pozicije.

Takođe, kod fjučers ugovora ne postoji fiksiran datum isporuke aktive, već prodavac mora preko posredničke kuće (klirinške) da obavesti kupca za mesec kada će se isporuka izvršiti. Kod forvarda nema plaćanja pre roka dospeća, već na dan isporuke aktive.

Kod zaključivanja fjučers ugovora, ugovorena strana uplaćuje depozit u visini od 5 do 10% od vrednosti ugovora, na ime sigurnosti plaćanja i isporuke aktive.

U momentu sklapanja fjučers ugovora, učesnici transakcija "zauzimanja pozicije" i to:[42]

- pozicija kupca (long position) stvara obavezu kupcu da na dan dospeća kupi finansijsku aktivu,
- pozicija prodavca (short position) obavezuje prodavca da na dan dospeća isporuči ugovorenu finansijsku aktivu

Prodavac ima obavezu da isporuči ugovorenu aktivu, ali ima pravo da dobije ugovorenu cenu. Ukoliko od momenta potpisivanja ugovora, cena osnovne aktive počne da pada, prodavac se nalazi u povoljnoj poziciji da ostvaruje dobit u visini razlike ugovorene cene i tržišne cene aktive.

[42] Dr Branko Novak, Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet, Osijek, 2005. god.

U suprotnoj poziciji nalazi se kupac. Za kupca je povoljnije da cena posle potpisivanja Ugovora počne da raste, jer u tom slučaju ostvaruje dobit koju čini razlika između niže ugovorene i više tržišne cene osnovne aktive. Bez obzira na okolnosti u pogledu cena u kojima se mogu naći kupac i prodavac, kod Forvard i Fjučers ugovora obaveze se moraju izvršiti.

3.1. OSNOVNA PODELA FJUČERS UGOVORA

Zavisno od vrste aktive koja je predmet fjučers ugovora, oni se mogu podeliti na dve osnovne grupe:

- robni fjučersi,
- finansijski

Robni fjučersi se odnose na na različite vrste roba, kao što su: metali, industrijski proizvodi, plemeniti metali, poljoprivredni proizvodi,drvo,nafta, prehrambeni proizvodi i druge.

3.1.1. ROBNI FJUČERSI

Deo Finansijskih tržišta koji se najviše razvijao u poslednjih 20-30 godina odnosi se na tržišta finasijskih "fjučers"ugovora i opcija.U osnovi radi se o tome da se rizik budućih promena tržišnih cena ili prinosa koje donose hartije od vrednasti, prenese na nekoga ko je spreman da preuzeme mogući rizik.Finansijski "fjučers" ugovori i opcije koriste se i na tržištu novca kao i na tržištu kapitala, sa namerom da se zajmoprimci i zajmodavci zaštite od promena kamatnih stopa.

U zavisnosti šta je osnovna aktiva na koju se fjučers kreira, postoji podela fjučersa na Robne i Finasijske fjučerse.Robni fjučersi se koriste na robne berze i obuhvataju veoma različite robe kojima se trguje.Robni fjučersi su stariji i sa njima se trguje od ranije, dok su se Finasijski fjučersi noviji i razvili su se tek posle 1975g.

I ako je zaštita od rizika trgovinom fjučersima i opcijama relativno nova, ona predstavlja stari koncept kad je u pitanju trgovina robama. Poznato je da su odgovarajući fjučers ugovori na poljoprivredne proizvode zaključivani i pre 150 godina a kasnije se razvijaju i berze za metale i proizvode od drveta.

U prvoj polovini 20 veka trgovina fjučersima i opcijama se proširila i na druge poljoprivredne proizvode kao što su kafa, kakao, pirinač, šećer ili drugo industrijsko bilje.

Danas su tržišta fjučersa veoma raznolika i mogu se razvrstati u nekoliko grupa:

- Žitarice: pšenica, kukuruz, zob, soja, sojno brašno, sojno ulje, raž, uljarica, ječam
- Meso: živa stoka, tovljena stoka, svinje itd.
- Naftni fjučersi: sirova nafta, lož ulje, bezolovni benzin, zemni gas, rude, guma
- Drvo: građevinsko drvo
- Metali: bakar, aluminijum, cink, olovo i drugi metali, plemeniti metali

Ono što je karakterisalo početak trgovanja na fjučers berzama je samostalno ugovaranje cena i rokova isporuke robe u nekom budućem periodu.Problemi koji su se javljali sa ovim terminskim poslovima bili su pre svega u tome što ti ugovori nisu bili standardizovani, a nije ni postojao neki institucionalni mehanizam koji bi garantovao njihovo izvršenje.Sobzirom da je reč o Ugovoru između kupca i prodavca i da se transakcija obavlja u nekom budućem trenutku, takav se ugovor nazivao "forvard" ugovor. Dobar odnos između prodavca i kupca remetile su različite okolnosti u kojim su se oni nalazili. Praksa i razvoj terminskih poslova dovodi do postepenog poboljšanja u smislu standardizacije količine i kvaliteta robe, načina plaćanja i isporuke robe, a kao garant izvršavanja ugovorenih poslova kreirana je i klirinška kuća.Sve to je doprinelo razvoju derivata u čijoj se osnovi nalazi roba. Ta tradicija i praksa doprinose razvoju i finasijskih derivata koji predstavljaju važne finasijske instrumente za upravljanje rizicima na finansijskim tržištima. Derivati omogućavaju da se rizici podele i mnogo racionalnije kontrolišu, a njih koriste dve glavne grupe učesnika na robnim i finansijskim tržištima, hedžeri i špekulanti.

Svi nedostaci koji prate najednostavniji tip derivata (forvard ugovor) uklonjeni su kreiranjem fjučers ugovora.

Osnovna razlika između forvard ugovora i fjučers ugovora je u tome što postoji saglasnost ugovorenih strana o predmetu na koji se odnosi kupoprodajni ugovor.Takođe to uključuje i definisanu cenu,način isporuke i vreme isplate u budućnosti.Važno je naglasit da su fjučers ugovori likvidni i sa njima se može trgovati na berzi.Isporuka ugovorene robe ne mora se izvršiti na tačno određen datum u budućnosti kao kod forvarda ,već u mesecu koji je određen ugovorom.

Način plaćanja fjučesa ugovora je takođe drugačiji u odnosu na forvard. Obe ugovorene strane u cilju sigurnosti isporuke i plaćanja robe obavezni su da kod klirinške kuće polože odgovarajući depozit u momentu potpisivanja ugovora.Visina depozita je različita a obično se kreće od 5% do

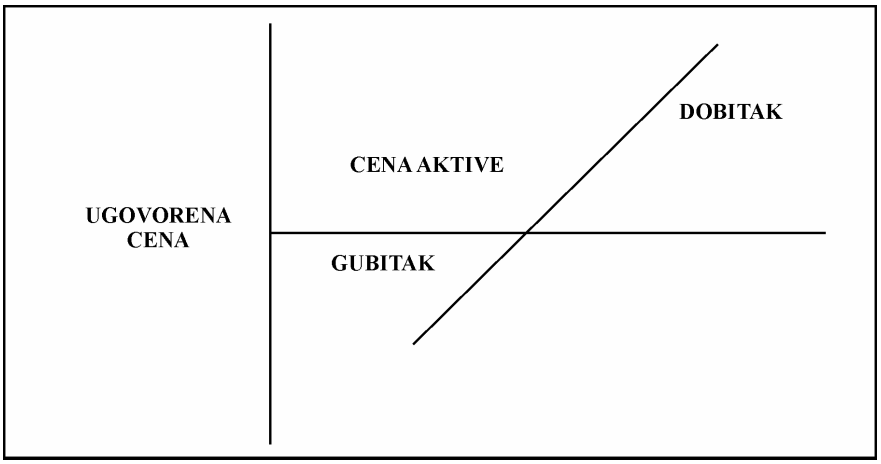
15% od vrednosti ugovora.Smisao kreiranja depozita nalazi se u garantovanju isporuke ugovorene robe i plaćanja ugovorene cene.Poslovi sa fjučersima podrazumevaju i posedovanje dodatnih gotovinskih sredstava u cilju polaganja na ime depozita, margina-marži na svoje račune kod klirinške kuće.Cene fjučersa se svakoga dana objavljuju, a od njihovog kretanja na berzi zavise i promene na računima depozita i kupca i prodavca.Klirinška kuća to radi kako bi se izvršilo usaglašavanje pozicija ugovorenih strana sa trenutnim kretanjem cena.

Zbog toga kod mnogih fjučers ugovora ne dolazi do fizičke isporuke roba, već se samo isplaćuje razlika u ceni.

Kao što smo već naglasili sa fjučers ugovorima moguća je trgovina na berzi šta ga čini posebno privlačnim za one učesnike na berzi koji se javljaju u ulozi špekulanata, odnosno onih koji žele da kupovinom ili prodajom fjučersa ostvare profit.

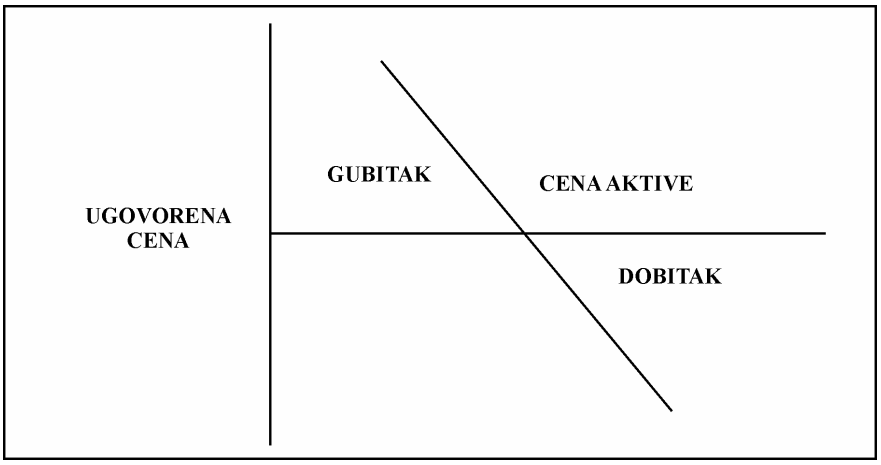
Njih ne interesuje osnovna aktiva (roba) već razlika u ceni koju će ostvariti kupovinom ili prodajom fjućers ugovora. Na većini tržišta broj špekulanata je znatno veći od broja drugih učesnika. Špekulanti stvaraju likvidno tržište. Svakako da će u zavisnosti od njihove procene o kretanju cena osnovne aktive, zauzimati duge ili kratke pozicije. Ako su njihova očekivanja takva da se nadaju porastu cena, oni će ulaziti u dugu(long) poziciju i kupovati fjučers ugovor i obrnuto, zauzimati (šort) poziciju ako očekuju pad cena. Njihovi su ciljevi isti, ostvariti dobit kada cene rastu, ili na kratkim pozicijama kada cene padaju.[43]

Grafik 2. *- Položaj kupca fjučersa*



[43] Dejan Erić, Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja, Beograd, 2005. god.

Grafik 3. *- Položaj prodavca fjučersa*



U ulozi špekulanata mogu se pojaviti fizička lica, finasiske institucije,robni trgovački klubovi, privredni subjekti i posrednici.

Za razliku od njih, hedžeri su subjekti na terminskim tržištima koji žele da se fjučers ugovorima zaštite od promena cena osnovne aktive koja je predmet kupoprodajnog ugovora. Najčešće su to subjekti koji se bave proizvodnjom ili aktivu koriste kao osnovu za preradu, ako su u pitanju poljoprivredni ili industrijski proizvodi.

Brokeri koji trguju na fjučers berzi, kao i brokeri na finasijskim berzama naplaćuju proviziju. Provizija se naplaćuje samo jednom a obuhvata proviziju i za kupovinu i za prodaju fjučersa i ona je znatno veća od provizija na finasijskim berzam i iznosi više od 18% od vrednosti transakcije.

U SAD-u postoji nekoliko velikih i značajnih robnih berzi, a najstarija datira još od 1848. godine, a to je Chicago Board of Trade (CBOT). Pored nje poznate su i druge robne berze,kako u Americi tako i drugim delovima sveta. Kanzas City of Trade (KCBT), Coffee, Sugar and Cocoa Exchange, London Metal Exchange (LME), International Petroleum Exchange of London (IPEL) i mnoge druge u svatu.

Berze uglavnom omogućavaju i prodaju i kupovinu fjučers ugovora na jednom mestu.

Na dan prodaje - kupovine, kupac kupuje a prodavac prodaje fjučers. Obaveza je svake ugovorene strane da položi odgovarajuću visinu depozita kod svoje klirinške kuće.

U toku životnog veka fjučersa dolazi do svakodnevnog prilagođavanja pozicija i kupca i prodavca,na nijihovim računima, svakako u zavisnosti od promena cena.

Na dan dospeća, prodavac isporučuje robu, a kupac ima obavezu da isplati isporučenu robu.

Berzanske sale su podeljene na nekoliko velikih kružnih prstenova ili na ringove u kojima se odvija trgovanje. Ringovi mogu imati i odeljke pa se istovremeno može odvijati trgovina sa više različitih artikala. U svakom prostoru za trgovanje se nalaze beležnici koji sakupljaju kartice za trgovanje, koje im se dobacuju da bi oni upisali vreme prijema kartica i da tu informaciju unesu u računar. Transankcije se evidentiraju na karticama za trgovanje koje su jedini pisani dokaz, koji sadrži detalje o izvršenim transakcijama. Transakcije u areni beleži posebni beležnik i iste šalje na elektronski ekran.Velike elektronske table postavljene su u krugu duž cele sale za trgovanje. Na ovim tablama se unose najnovije informacije o obavljenim transakcijama i istovremeno se šalju u ostale delove sveta putem mašine za kotaciju cena. I ako je tržište robnih fjučersa i opcija razvijeno smatra se da su to tržišta na nuli.Može se zaključiti da na fjučers tržištima ako jedna strana ostvaruje dobit, to znači da drug strana ima gubitak(ne računajući izdatke za proviziju)

O opcijama kao drugim značajnim derivatnim hartijama, biće više reči u nastavku ove knjige.

Finansijski fjučersi se odnose na valutne fjučerse, kamatne fjučerse, fjučerse na hartije od vrednosti i fjučerse na indekse.

Valutni fjučersi su ugovori o kupoprodaji važnijih svetskih valuta u standardizovanim količinama u budućnosti. Valutni fjučers ugovori imaju ulogu zaštite od neželjenih fluktuacija valutnih kurseva.

Kupci valutnih fjučersa se njihovom kupovinom štite od promena deviznih kurseva. Posebno su važni za investitore koji se pojavljuju na međunarodnom tržištu.

Kamatni fjučersi su ugovori koji predstavljaju sredstvo za zaštitu od negativnih uticaja promena kamatnih stopa. Investitori koju kupuju kamatne fjučerse, u stvari kupuju hartije od vrednosti sa fiksnim prinosom (kratkoročne državne obveznice, dugoročne državne obveznice sa različitim rokovima dospeća i obveznice lokalnih organa vlasti). Kad kamatne stope rastu, cene fjučersa opadaju i obrnuto, kad kamatne stope padaju, cene fjučersa rastu.

Fjučersi na hartije od vrednosti su u stvari kamatni fjučersi, jer su vezani za hartije od vrednosti sa fiksnom kamatnom stopom.

Fjučersi na indekse - tržišni indeksi odražavaju promene u visini cena akcija u portfoliu berze. Kod fjučersa na indekse, cena u ugovoru je unapred

određena i zavisi od kretanja indeksa. Oni su značajni kao sredstvo zaštite od promena tržišnog portfolia cena akcija. Koristi od njih imaju svi subjekti koji mogu bolje da predvide kretanje tržišnih indeksa.

Subjekti koji su uključeni u trgovinu fjučersima mogu se podeliti u tri osnovne grupe, i to:

- Berzanski trgovci, članovi berze (ako trguju za svoj račun - trejderi, a ako trguju za račun komitenta - brokeri),
- Špekulanti, čiji je osnovni motiv da ostvare profit na razlici u ceni aktive neprestanom kupovinom i prodajom,
- Hedžeri, čiji je osnovni cilj da se zaštite od rizika i promena cena osnovne aktive

Značajnu ulogu imaju i klirinške kuće koje povezuju kupce i prodavce, i imaju ulogu posrednika. Klirinške kuće se pojavljuju u ulozi garanta u pogledu izvršenja fjučers ugovora. U slučaju da jedna od potpisnica fjučers ugovora ne izvrši svoju obavezu, klirinška kuća će to uraditi umesto nje, uz preduzimanje kaznenih i sudskih mera prema strani koja ne ispunjava svoju obavezu.

4. OPCIONI UGOVORI

Opcije uz fjučerse pripadaju grupi izvedenih hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata. Razlikuje se od forvarda i fjučersa po tome što forvard i fjučers predstavljaju terminske ugovore zaključene između kupca i prodavca sa pravima i obavezama i saglasnim voljama za postupanje po Ugovorima. Kod opcija postoji samo pravna moć, odnosno postoji pravo da se nešto uradi, ali ne i obaveza da se to učini.

Odnos između kupca i prodavca reguliše se Opcionim ugovorom, koji je vrsta nepotpunog Ugovora, zbog toga što kupac opcije ima pravo - da kupi ili proda određenu aktivu, ali ne i obavezu da to uradi. U stvari on će to učiniti samo ako je to u njegovom interesu. U tome je osnovna razlika u odnosu na fjučers ugovore.

Prodavac opcije, koji predstavlja njenog emitenta, ima obavezu da postupi po nalogu vlasnika opcije, odnosno njenog kupca, da proda ili kupi određenu aktivu u određenom periodu vremena po ugovorenoj ceni.

Kupac opcijskog ugovora je dužan da prodavcu opcije plati određeni novčani iznos koji se naziva cena opcije ili opcijska premija.

Kada opcija kupcu daje pravo da kupi osnovnu hartiju od vrednosti, tada govorimo o kupovnoj opciji (call option), a kada kupac kupuje pravo da proda osnovnu hartiju od vrednosti, onda govorimo o prodajnoj opciji (put option).

Sa druge strane, prodavac call ili put opcije preuzima obavezu da postupi po željama vlasnika opcije.

Opcioni ugovor je standardizovan dokument koji sadrži sledeće delove: tip aktive, količinu, cenu i rok dospeća.

Opcije kao finansijski instrumenti u opisu aktive mogu da sadrže: plemenite metale, obveznice, akcije, berzanske indekse, devizne kurseve i dr.

U pogledu količine Opcioni ugovor mora da sadrži tačan broj aktive (na primer broj akcija).

Cena izvršenja je cena po kojoj kupac može da kupi ili proda određenu finansijsku aktivu.

Rok dospeća je datum do kada opcija važi.

U realizaciji Opcionih ugovora postoje tri učesnika i to:

- prodavac opcija (emitent) koji dobija cenu opcije ili opcijsku premiju, zato što opciju ustupa nekom,
- kupac opcije (vlasnik) koji plaća opcijsku premiju prodavcu sa ciljem da ga navede da mu opciju ustupi,
- broker HOV, koji pronalazi kupca i prodavca i za posredničku ulogu naplaćuje posredničku proviziju iz opcijske premije

Kod opcija postoje tri cene:

- cena hartije koja je predmet opcije - tržišna cena hartije,
- opciona premija - cena koju kupac plaća prodavcu,
- izvršna cena ili ugovorena cena koja predstavlja cenu po kojoj se od prodavca opcije može legalno zahtevati izvršenje opcije (dok opcija traje ova cena se ne menja)

Svaka opcija ima vrednost koja se izračunava kao razlika između tržišne cene hartija od vrednosti i izvršne cene koja je Opcionim ugovorom utvrđena. Tržišna cena hartija može da bude veća od izvršne cene opcije, opcija u tom slučaju ima pozitivnu vrednost i obrnuto, ako je tržišna vrednost hartija niža od izvršne cene akcija, opcija ima negativnu vrednost.

Kada je vrednost opcija negativna, premija je visoka i obrnuto. Rast vrednosti opcija smanjuje premiju, a prodaja opcija iznad njene vrednosti proističe iz njenog špekulativnog karaktera. U stvari opcija investitoru obezbeđuje veći stepen leveridža kada kupuje hartije od vrednosti. Sam leveridž je špekulacija sa finansijskim sredstvima koje investitor uzima na zajam po fiksnoj kamatnoj stopi, što mu obezbeđuje (ulaganja) investiciju sa malim iznosom sredstava i ostvarivanje velike dobiti za kratak vremenski period.

Opcija po svom karakteru omogućuje svom vlasniku i mogućnost čekanja što znači da ukoliko se tržišna cena hartija ili druge aktive, kreće na

štetu imaoca opcije, on može da čeka do vremena važnosti opcije, očekujući promenu cena u njegovu korist.

Opcije obezbeđuju sigurnost investiranja u hartije od vrednosti i osiguravaju stabilnost kod promena cena, hartija od vrednosti i drugih roba, kamatnih stopa, valutnih kurseva, visina tržišnih indeksa i dr.

4.1. VRSTE OPCIJA

Osnovna podela opcija može se izvršiti na osnovu:

- prava sadržanih u opcionom ugovoru,
- vremenskim rokom za korišćenje prava,
- predmet opcionih ugovora (vrsta aktive)

Opcija na kupovinu (call) je takva vrsta opcije koja svom vlasniku obezbeđuje pravo da u određenom roku kupi aktivu iz Ugovora (hartije ili drugu robu) po unapred ugovorenoj ceni. Pravo je vlasnika opcije da odluči da li će da kupi aktivu ili ne, a sve u zavisnosti od kretanja tržišne cene osnovnog instrumenta. Kupac call opcije očekuje rast tržišne cene aktive, i u tom slučaju kupac će iskoristiti opciono pravo jer opcija za njega ima vrednost. Za korišćenje ovog prava vlasnik opcije je platio opcionu premiju prodavcu - odnosno emitentu opcije. Kupac opcije se nalazi u dugu poziciju (*long position*). Prodavac opcije ima sasvim druga očekivanja za kretanje tržišne cene aktive. On očekuje pad tržišne cene u odnosu na ugovorenu. Za iznos naplaćene premije prodavac opcije ima obavezu da postupi po zahtevu kupca opcije, tj. da mu proda aktivu po ugovorenoj ceni i u ugovorenom vremenskom periodu.

U slučaju rasta tržišne cene, kupac će iskoristiti pravo kupovine i kupiti aktivu po ugovorenoj ceni koja je niža od tržišne. Ostvariće dobitak koji se mora umanjiti za iznos uplaćene opcione premije. Prodavac će trpeti gubitak koji će biti u visini razlike ugovorene i tržišne cene.

Opcija na prodaji (put) je suprotna u odnosu na opciju na kupovini (call).

Ona svom vlasniku daje pravo da proda osnovnu aktivu po ceni koja je fiksirana Opcionim ugovorom i u određenom roku.

Prodavac prodajne opcije očekuje rast cena osnovne aktive.

Kupovinom prodajne opcije kupac se zaštićuje od pada cena osnovne aktive. U slučaju da tržišna cena aktive padne ispod ugovorene, on će iskoristiti opciono pravo i prodati aktivu po ceni koja je ugovorena i koja je viša od tržišne. U slučaju rasta tržišne cene, on nema razloga da koristi opciju.

Prodavac prodajne opcije (put) očekuje rast tržišne cene aktive. U tom slučaju kupac neće koristiti opciju, a prodavac će imati zaradu u visini opcione premija koju je dobio kod zaključivanja ugovora. Ako je situacija drugačija tj. dođe do pada tržišne cene osnovne aktive, kupac će realizovati svoje opciono pravo, što za prodavca predstavlja obavezu da mora kupiti aktivu, po ugovorenoj ceni, što za njega znači gubitak u visini razlike u ceni.

Podela opcija po osnovu roka izvršenja:

- američki tip opcije je takav tip opcije gde se opciono pravo može iskoristiti bilo kog dana do dana dospeća,
- evropski tip opcija je tip opcija gde vlasnik opcije svoje pravo može iskoristiti isključivo na dan dospeća koji je ranije preciziran u opcionom ugovoru

Po kriterijumu aktive na koje se opcije odnose moguća je podela na: finansijske opcije i robne opcije.

Finansijske opcije mogu biti na hartije od vrednosti, opcije na kamatne stope, opcije na tržišne indekse, valutne opcije i dr.

Robne opcije su najstariji tip opcija i odnose se na zemljište, zgrade i poljoprivredne proizvode ili industrijske proizvode.

Postoji mnogo različitih strategija za postupanje sa opcijama. S obzirom da se investitor može naći u ulozi kupca ili prodavca, kupovne ili prodajne opcije, postoje četiri osnovne strategije, i to:[44]

- duga kupovina (long call),
- kratka kupovina (short call),
- duga prodaja (long put),
- kratka prodaja (short put)

Duga kupovna strategija (*long call*) je pozicija kupca koji ima očekivanja da će doći do rasta cena osnovne aktive (akcija) i da će tako ostvariti profit, a angažovaće samo malo sredstava za ulazak u dugu poziciju i rizik od gubitka svesti na nivo izdatka za opcionu premiju.

Položaj u kojima se kupac kupovne (call) opcije može naći:

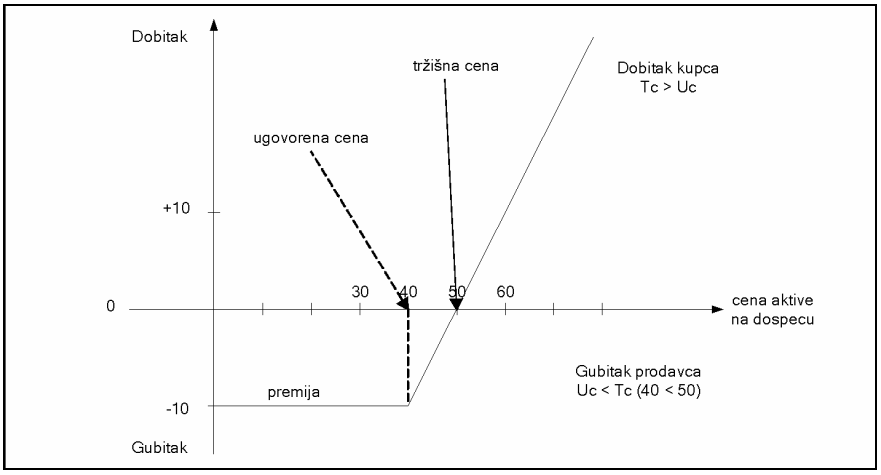
- ukoliko se tržišna cena aktive ne povećava u toku ugovorenog roka, već bude manja od ugovorene cene, kupac kol opcije neće tražiti njenu realizaciju i njegov gubitak je jednak opcionoj premiji

$$G = O_p$$

[44] Dr Nenad Vunjak i Dr Ljubomir Kovačević, Finansijska tržišta i berze, Ekonomski fakultet, Subotica, 2010. god.

– ako je tržišna cena aktive na dan dospeća jednaka ugovorenoj ceni kupac kol opcije neće istu realizovati, obzirom da na tržištu može kupiti aktivu po toj ceni. Njegov gubitak i dalje iznosi koliko je izdva-jao za opcionu premiju,
– ako tržišna cena u trenutku dospeća bude veća od ugovorene (*strajk*) cene, ali je niža od zbira ugovorene cene i izdatka za opcionu premiju, opcija će biti realizovana, ali će gubitak vlasnika kol opcije biti manji od opcione premije,
– ako tržišna cena aktive u trenutku dospeća bude na nivou zbira ugovorene cene i opcione premije, kupac će realizovati opciju i na taj način će eliminisati gubitak,
– kad tržišna cena aktive bude veća od zbira ugovorene (strajk) cene i opcione premije, kupac kol opcije će tražiti njenu realizaciju jer će ostvariti i dobitak

Grafik 4. *- Kupac kol opcija*

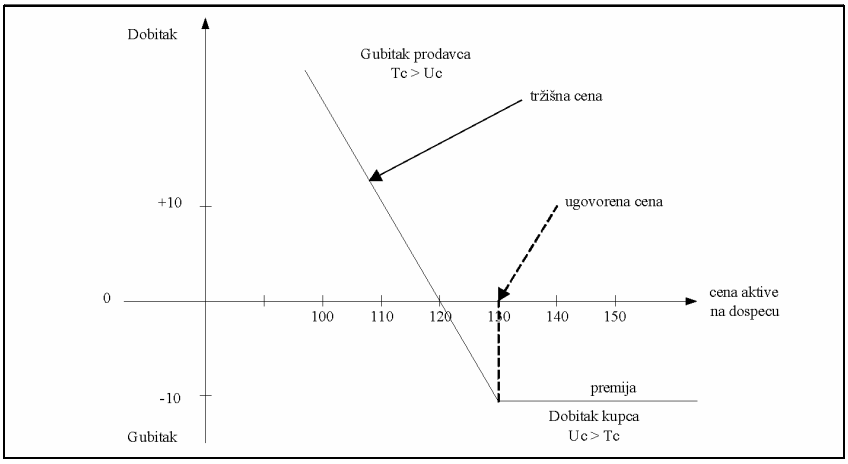


Položaj u kojem se može naći <u>kupac put (prodajne)</u> opcije

Njegov osnovni motiv je zaštita od pada cena osnovne aktive i kupovinom prodajne opcije on ima pravo da u slučaju pada tržišne cene u odnosu na ugovorenu cenu traži realizaciju opcije, a osnovni izdatak podrazumeva izdatak za opcionu premiju.

Kad tržišna cena aktive (akcija) bude niža od zbira izdatka za opcionu premiju i ugovorene cene, vlasnik - kupac prodajne opcije će tražiti njenu realizaciju jer će ostvariti i dobitak.

***Grafik 5**. - Kupac put opcije*



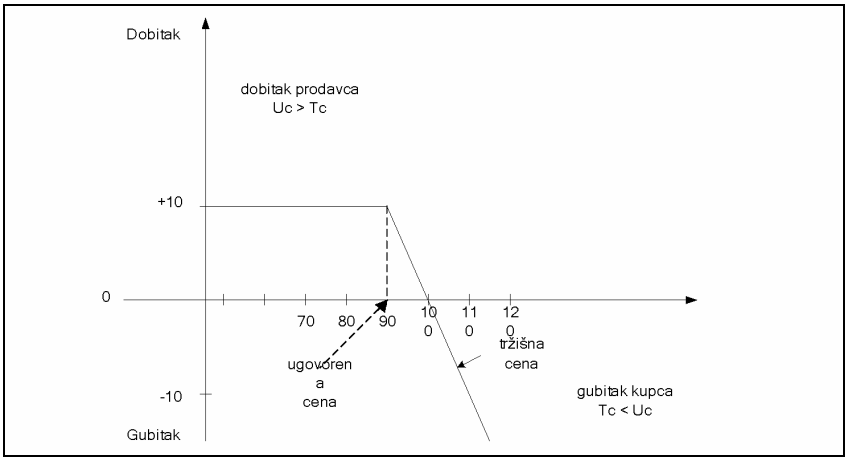
Uloga prodavca call opcije - <u>prodavac kupovne opcije</u>

Bez angažovanja dodatnog kapitala, prodavac kupovne opcije može ostvariti profit na osnovu opcione premije. Investitor koji na osnovu sopstvenih analiza i faktora koji ukazuju na izvesnost pada cena nekih hartija od vrednosti može izdavanjem call (kupovne) opcije, uvećati svoj prihod.

Ako se ostvare pretpostavke prodavca kupovne opcije i dođe do pada tržišne cene aktiva (akcija) u odnosu na strajk cenu (ugovorenu), vlasnik opcije neće istu realizovati, a prodavcu će ostati opciona premija, koja će predstavljati profit.

Svaki dobitak prodavca prodajne opcije je istovremeno i gubitak za kupca call opcije, i to:

***Grafik 6.** - Prodavac kol opcije*



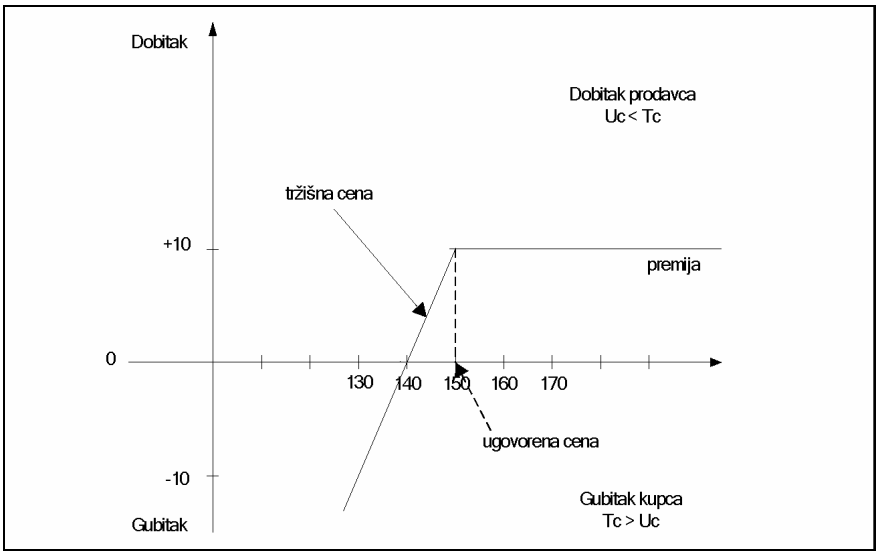
Položaj prodavca prodajne (put) opcije

Prodavac prodajne put opcije, takođe može ostvariti prihode bez ulaganja kapitala. Njegova očekivanja su potpuno suprotna od očekivanja kupca.

Kod prodajne opcije prodavac očekuje porast tržišne cene aktive (akcije). U toj situaciji vlasnik opcije (kupac) neće realizovati opciju, pa će prodavac ostvariti profit koji je jednak opcionoj premiji. Prodavac prodajne opcije je u povoljnom položaju, sve dok je tržišna cena veća od ugovorene.

U slučaju da tržišna cena aktive (akcija) bude padala ispod nivoa ugovorene (strajk) cene, za prodavca prodajne opcije nastaju neugodnosti jer je izložen gubitku. Gubitak može biti maksimalan, a predstavljaće razliku ugovorene cene i primljene opcione premije.

Grafik 7. *- Prodavac put opcije*



U cilju uspešne trgovine opcijama, izvršena je njihova standardizacija tako da kupci i prodavci utvrđuju količinu i cenu osnovne aktive, dok je berza propisala osnovne elemente opcijskih ugovora.

Berza opcija ima dve funkcije:

- obezbeđuje likvidnost finansijske active,
- utvrđuje tržišnu cenu opcije

Berza obezbeđuje i sigurnost trgovine, putem delovanja kliringa. Na kliringu se vrši saldiranje i izvršavanje trgovine.

4.2. KOMBINOVANI KUPOVNI I PRODAJNI OPCIJSKI POSLOVI

U praksi se veoma često mogu susresti primeri velikog broja kombinovanih oblika opcijskih poslova. Kao najznačajniji i najčešće primenjivani su:

- straddle,
- spread,
- strap,
- strip

Straddle

Straddle predstavlja kombinaciju kupovne i prodajne opcije i ona se odnosi na istu količinu, isti vremenski period i istu aktivu koja je predmet Opcijskog ugovora.

Kupac ove opcije može koristiti pravo kupovine ili prodaje ugovorene active i njegov interes je da kolebanja cena ugovorene aktive budu izraženija, jer ima dvostruku šansu da ostvari dobit. Iz tih razloga opcijska premija je dvostruko veća od klasičnih premija, a ovi poslovi pripadaju kategoriji špekulativnih poslova.

Prodavac ima suprotna očekivanja, odnosno relativno stabilan kurs active, naspram kupca koji procenjuje da bi kurs active mogao imati visok volatilitet u opcijskom periodu.

Spread

Spread predstavlja poseban oblik straddle posla. U stvari, radi se o tome da se bazična cena kupovne i prodajne opcije razlikuje, što nije slučaj kod straddle posla. Kod kupovne opcije bazična cena je veća od cene na promptnom tržištu, a prodajna opcija je niža od ovog kursa.

Strap

Strap predstavlja opcijski posao u kome se kombinuju dve kupovne opcije i jedna prodajna. Kupac očekuje rast cena osnovne aktive i u tom slučaju može ostvariti dvostruku dobit. Ako dođe do pada kursa koristiće prodajnu opciju. Pad kursa bi trebao da bude takav da razlika u ceni pokrije opcijsku premiju za prodajnu i dve kupovne opcije, jer u suprotnom kupac trpi gubitak.

Strip

Strip predstavlja suprotnu kombinaciju opcija od strap posla. Kupac strip opcije ima jednu kupovnu i dve prodajne opcije i njegova očekivanja su da će doći do pada cena osnovne aktive. U slučaju da zaista dođe do pada kursa osnovne aktive, može ostvariti dvostruku dobit, s obzirom da poseduje dve prodajne opcije.

5. SVOP

Termin svop znači zamena. To su ugovori kojima se vrši razmena plaćanja kamata na finansijske instrumente koje ugovorene strane poseduju. Svop ugovori ne zahtevaju novo angažovanje sredstava već predstavljaju mehanizam za efikasnije upravljanje postojećim obavezama. Oni se koriste za snižavanje troškova kapitala i upravljanja rizikom.

Postoje dve osnovne vrste svopova:

- kamatni svop,
- valutni svop

Kamatni svop je ugovor između dva učesnika na finansijskom tržištu, kojim se oni obavezuju da jedan drugome plaćaju određeni iznos, koji je jednak dogovorenim visinama kamatnih stopa.

Valutni svop je ugovor između dve strane, gde one zamenjuju skup isplata u jednoj valuti u skup isplata u drugoj valuti.

DEO DRUGI

I. OSNOVNA OBELEŽJA BERZANSKOG POSLOVANJA

1. NASTANAK, RAZVOJ I FUNKCIJE BERZE

1.1. POJMOVNO ODREĐENJE

Postoje različita shvatanja pojma berza. Po jednom koje je jezičko, pojam *berza* je nastao od latinske reči *bursa* što označava kožnu vrećicu za kovani novac, koju su ljudi u starom veku obično vezivali za pojas.

Po drugom shvatanju, koje ima istorijsko obeležje, naziv *berze* je nastao od prezimena jedne flamanske porodice koja je živela u belgijskom gradu Brižu, a koja se skraćeno prezivala Van Der Burseni. Na njihovoj kući nalazio se natpis - *Hotel des Burseni*. Za afirmaciju ovog naziva zaslužni su italijanski trgovci kojima je pojam *burse* bio vrlo blizak i koristili su ga za sastajanje trgovaca. U drugim delovima Evrope taj pojam se zadržao u modifikovanom obliku.

Berza kao poseban tip tržišta može se posmatrati sa nekoliko aspekta.

U *ekonomskom smislu*, berza predstavlja posebnu vrstu tržišta na kome se okupljaju trgovci, gde se susreće ponuda i potražnja kapitala, pa se u određeno vreme i na određenom mestu, putem aukcija vrši kupoprodaja hartija od vrednosti.

Etimološki pristup, definiše berzu kao kompleksan sistem trgovanja. Berza se tretira kao skup svih onih finansijskih poslova koji se zaključuju na jednom berzanskom sastanku, uz sve prateće aktivnosti koje se na njoj odvijaju.

Istorijski pristup se zasniva na detaljnoj analizi njihovog nastanka, sa posebnim osvrtom na principe spontanosti i poverenja. Spontanost znači da su berze nastajale *same od sebe*, a kao rezultat dogovora između učesnika (trgo-

vaca) sa ciljem zaštite kako sebe tako i svojih klijenata i zajedničkih poslova. Sama spontanost znači da berza kao institucija nije nastala kao proizvod unapred isplanirane akcije, već kao potreba nastala između njenih učesnika.

Poverenje je drugi važan princip na kome su berze nastale. Taj princip i danas čini osnovu ne samo berze, već celokupnog finansijskog sistema. Princip poverenja jednih u druge.

Berza se u *pravnom smislu* predstavlja kao "zakonom uređene organizacije koje su pod pojačanom državnom kontrolom, na određenom prostoru, bavi organizovanjem pravnog prometa jotiranih predmeta po osnovu vršenja berzanskih pravnih poslova".[45]

Postoji osam elemenata pravnog tumačenja berze, a to su:

- a) Organizacija

  Organizaciju svake berze čine svi njeni članovi i organi. Na mnogim berzama broj članova je ograničen. Članovi mesta mogu da kupuju i to im daje pravo da slobodno trguju na berzi. Pri tome su cene vrlo različite.
- b) Pravila i propisi

  Na svakoj berzi postoje jasna i napred ustanovljena pravila i propisi. Njima se uređuju osnovni odnosi između članova i svih učesnika. Primenu pravila određuju organi berze.
- c) Imovina

  U pitanju su sredstva koja se nalaze u posedu berze. To mogu biti građevinski objekti (zgrade), oprema, kancelarijski nameštaj, inventar, itd. Pri tome treba imati u vidu da imovina berze nije isto što i imovina članova berze.
- d) Delatnost

  Delatnost berze sastoji se u tome da kreira uslove kako bi omogućila svojim članovima da posreduju u trgovanju različitim berzanskim robama i finansijskim instrumentima.
- e) Prostor

  Prostor se vezuje za mesto koje je fizički i pravno odvojeno od drugih, na kome se vrši trgovanje kotiranim predmetima berzanskog trgovanja. Ponekad se za prostor na berzi koriste pojmovi kao što su: parket, rupa, krug i slično.
- f) Pojačana državna kontrola

  Ovaj elemenat proizilazi iz velikog ekonomskog značaja koji berze imaju za funkcionisanje svake nacionalne privrede. U savremenim

[45] Finansijsko tržište-institucije,procesi,analiza,regulativa Komisija za HOV, 2005 g, Beograd

uslovima prisutna je tendencija smanjivanja uloge na najmanju moguću, a ipak neophodnu meru. S druge strane, najveći deo kontrole i supervizije se prepušta različitim samoregulativnim organima i telima, čime se podiže nivo odgovornosti svih učesnika.

- g) Berzanski pravni promet

  Promet je u stvari krajnji cilj postojanja berzi i poslovanja na njima. Neke od karakteristika vezanih isključivo za berze su:
  - berzanski sastanci se odvijaju u određeno vreme skoro svakodnevno,
  - na berzi se trgovina odvija samo između posebno ovlašćenih "trgovaca", odnosno berzanskih posrednika,
  - na berzi je pristup dozvoljen samo članovima,
  - postoje vrlo stroga i rigorozna pravila, čije nepoštovanje povlači izuzetno oštre sankcije,

Trgovanje se ne vrši stvarnom robom, već isključivo na bazi uzorka (kod robnih berzi) ili hartija od vrednosti (kod finansijskih).

Dakle, berza efekata je institucionalizovano tržište kapitala na kojem se trguje dugoročnim hartijama od vrednosti - efektima. Na ovom tržištu najvećim delom zastupljene su sledeće hartije od vrednosti:

- srednjoročne i dugoročne državne obveznice,
- obveznice lokalnih državnih organa,
- korporativne obveznice,
- hipotekarne založnice,
- obične akcije,
- preferencijalne akcije, i
- finansijski derivati

Tržište efekata, dakle, obuhvata emisiju i prvu prodaju efekata (primarno tržište) i promet efekata nakon prve emisije (sekundarno tržište).

Berza se razlikuje od drugih oblika trgovine i po tome što se trgovina može obaviti i bez uzorka, odnosno što se trguje na reč. U prethodnim fazama nastanka i razvoja berze, javila se potreba za standardizacijom i tipizacijom predmeta trgovine. Sve je to vodilo ka jednostavnijem načinu trgovine i što bržem obrtu kapitala. Osnova na kojoj je počivalo berzansko trgovanje, je odgovarajuće poverenje i ugled koje su posedovali malobrojni učesnici u berzanskim transakcijama.

Kako se vremenom berza razvijala i poverenje i ugled su zamenjeni pravilima i uzansama po kome se trguje, tako da svako ko želi na berzi da trguje mora unapred da ih prihvati.

Svakako da berza u svom određenju sadrži tri važna elementa i to: mesto na kome se trguje, predmet trgovanja i način trgovanja.

Mesto trgovanja razvilo se od otvorenih prostora gradskih trgova, sajmišta, gostionica i posebnih zgrada do globalne elektronske mreže.

Takav način berzanskog trgovanja, pratilo je pravilo, na isto mesto i u isto vreme.

Nagli razvoj kompjuterske tehnologije, a posebno u poslednjim decenijama prošlog veka, doveo je do promene starog pravila, koje sada glasi *stalno i svuda*.

Nove tehnologije su omogućile igračima svake berze da se sa bilo kog mesta mogu uključiti u proces trgovanja, isto kao da su na samom parketu za trgovanje.

1.2. VRSTE BERZI

Podela berzi se može izvršiti prema nekoliko kriterijuma:

- prema predmetu trgovanja,
- prema ciljevina njenog poslovanja,
- prema specijalizaciji (specijelne i univerzalne)

U zavisnosti od predmeta trgovanja podela berzi može biti na: robne, finansijske (efektne), devizne, novčane.

Robne produktne berze predstavljaju berze na kojima se prodaje i kupuje berzanska roba, za koju važe opšta pravila i uzanse berze.

Na robnim berzama se može poslovati sa velikim količinama robe i to sa robama koje su relativno homogenog kvaliteta i pogodne su za industrijsku proizvodnju (kafa, šećer, pamuk, duvan, nafta, gvožđe, krompir, zlato, kalaj i dr.).

U svetu su poznate berze na kojima se trguje pojedinim robama. Berze za promet gvožđa (London, Njujork), berze za promet vune (Bremen, Liverpul), berze za kafu (Hamburg), berze za naftu (Njujork, London) itd.

Prodaja robe na ovim berzama obavlja se na osnovu poznatih pravila, utvrđenog kvaliteta i na osnovu uzoraka ili probe.

Na *finansijskim berzama* se trguje hartijama od vrednosti.

Hartije od vrednosti su vrlo pogodni predmeti za berzansko trgovanje. Uloga berze je značajna i zbog toga što obezbeđuje kontinualno tržište hartija od vrednosti, po cenama koje ne odstupaju bitno od onih po kojima su prethodno prodate.

Kontinuitet tržišta smatra se kao neophodnim za očuvanje likvidnosti hartija od vrednosti, bez koje bi se teško mogla privući sredstva investitora. Kontinuitet tržišta smanjuje kolebanje cena hartija od vrednosti, što svakako povećava njihovu likvidnost, odnosno sposobnost da se izvrši konverzija u gotovinu, prilikom njihove prodaje.

Efektne ili finansijske berze se odnose na onaj deo finansijskog tržišta na kojem se prodaje i kupuje finansijski kapital (akcije, obveznice, certifikati). Tržište kapitala obezbeđuje investitorima - preduzećima, pojedincima, društvima, korporacijama, državi, dolazak do slobodnog kapitala, uz brzu izmenu strukture investicionih portfelja, transformaciju štediša (vlasnika kapitala) u poverioce, uz alokaciju finansijskih sredstava u rentabilne investicione projekte. Efektna berza stoga predstavlja specijalizovano tržište kapitala na kom se vrši komisiona prodaja hartija od vrednosti dugoročnog karaktera (uglavnom iznad roka od jedne godine). Berze efekata, dakle, predstavljaju finansijsku instituciju na kojoj se koncentriše ponuda i tražnja kapitala (novčanog i efekata). Osnovna uloga efektnih berzi je ta što se preko njih vrši ubrzavanje i uvećavanje privrednih i finansijskih tokova putem emisije i prometa svih vrsta hartija od vrednosti (kako kratkoročnih, tako i posebno dugoročnih). Poseban značaj, čak dominantan imaju akcije i obveznice. Smisao trgovanja efektima je da se svi nalozi za kupovinu efekata izvrše po najnižim cenama, a svi nalozi za prodaju po najvišim cenama. To praktično znači da efektne berze predstavljaju moderno organizovan tržišni mehanizam, odnosno, institucije opremljene savremenim sistemom za komuniciranje, i institucije čije informacije o kretanju kurseva imaju prvorazredan značaj za vođenje poslovne politike svih subjekata. Stabilnost kretanja na efektnoj berzi (kurseva, ponude i tražnje) je osnova stabilnosti celokupne ekonomije. Ali i obrnuto. Funkcija berze efekata je da obezbedi stalno tržište hartija od vrednosti.

Efektne berze mogu biti:

- 1) Terminske berze - na kojima se vrše transakcije hartija od vrednosti u kojima se obaveze ne izvršavaju odmah (promptno), ili neposredno nakon zaključenja ugovora, već u nekom unapred utvrđenom roku,
- 2) Promptne berze - na kojima se ugovaraju poslovi i vrše transakcije dnevno (promptno)

Devizne berze - Na deviznim berzama se vrši prodaja deviznih sredstava. Na ovom tržištu se usklađuju ponuda i tražnja deviza i utvrđuje devizni kurs, kao cena devize. Na deviznom tržištu sve devizne operacije vrše brokeri, bez mogućnosti kupovine za svoje ime i svoj račun. Na ovom tržištu se javljaju i dileri kao trgovci devizama koji u ovlašćenim bankama

obavljaju kupovinu i prodaju deviza. Na deviznim berzama se obavljaju promptni i terminski poslovi. Promptni poslovi se odnose na svaku kupovinu i prodaju deviza koje se obavljaju odmah (promptno) ili najkasnije dva dana od obavljene operacije. Ovde Centralna banka može intervenisati u cilju zaštite deviznog kursa ili velikih fluktuacija kurseva, kada oni osciliraju iznad ili ispod gornje i donje granice dozvoljene oscilacije (koje određuje Centralna banka). Terminski poslovi se odnose na sve kupovine ili prodaje deviza, na određeni odloženi rok, bez intervencije Centralne banke u zaštiti deviznog kursa. Na terminskom tržištu devizni kursevi mogu znatno više oscilirati i u većim rasponima u odnosu na promptno tržište, što je i osnova za nastanak većeg deviznog rizika kod ovih transakcija.

Novčane berze (tržište novca) - Novčane berze predstavljaju tokove finansijske organizacije koje na tržištu novca obavljaju kupovinu i prodaju za račun svojih članova. Ponuda i tražnja koncentrisane su na jednom mestu i u isto vreme, tako da je utvrđivanje cene novca (kamate) efikasnije i brže nego na drugim tržištima.

Na berzi novca se vrši kupovina i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti, koje se kotiraju na ovom tržištu. Predmet kupovine i prodaje novca odnosi se samo na žiralni ili depozitni novac. Predmet kupovine i prodaje krakotočnih hartija od vrednosti na ovom tržištu odnosi se samo na hartije od vrednosti koje emituje Centralna banka ili koje ona proglasi takvim hartijama od vrednosti. To je primarno novčano tržište. Na tzv. sekundarnom tržištu novca se vrši kupovina i prodaja svih oblika kratkoročnih hartija od vrednosti. Višak ovog novca, uglavnom kod banaka, čini ponudu, a kupovinu istog tražnju.

Podela berzi prema ciljevima poslovanja vrši se u odnosu na profit koje one ostvaruju. Berze se sa tog aspekta mogu svrstati u profitne ili neprofitne institucije.

Profitne berze imaju za cilj ostvarivanje profita. Ostvareni profit se deli njenim osnivačima - akcionarima.

Neprofitne berze ne dele svoj profit članovima iz svog poslovanja. Članovi berze svoju dobit ostvaruju putem naplate provizija od zaključenih poslova zbog čega su motivisani da razvijaju poslovanje jer na taj način uvećavaju sopstvenu zaradu.

Beogradska berza je osnovana da radi kao neprofitna ustanova.

Berza je dužna da svojim poslovanjem obezbedi:

- a) zakonito obavljanje trgovine na berzi,
- b) zaštitu interesa učesnika na berzi,

- c) poštovanje pravila i standarda berze,
- d) obezbeđenje informacija za javnost i sve zainteresovane investitore o svim važnim činjenicama za rad berze

Podela berzi na specijalne i opšte znači da se na specijalnim berzama trguje samo sa određenim berzanskim materijalima. Ovo mogu biti berze efekata, ako se na njima kupuju i prodaju samo dugoročne hartije od vrednosti, devizne berze, berze zlata i plemenitih metala.

Na univerzalnim berzama se trguje hartijama od vrednosti i to najčešće onima koje predstavljaju finansijske instrumente na tržištu kapitala (vlasničke i dugoročne dužničke hartije) ali se može trgovati i kratkoročnim hartijama, novcem, devizama, kao i izvedenim hartijama (fjučersi i opcije).

Podela berzi prema stepenu samostalnosti u odnosu na državu moguće je uočiti tri sistema koji polako gube svoja obeležja pod sve većim uticajem globalizacije.

Sistem samostalnih berzi: One predstavljaju udruženje njenih članova (trgovaca) koji je samostalno osnivaju, ulažući u njih sopstveni kapital. U poslovanju berze učestvuju samo njeni članovi, kao i u njenom upravljanju. Država za sebe zadržava samo pravo strogog nadzora nad radom i poslovanjem berze i to preko Komisije, koja je takođe nezavisna u odnosu na državu. Ovaj sistem rasprostranjen je u anglo-saksonskim zemljama, a najpoznatije berze uređene po ovom sistemu su Njujorška i Londonska berza. Naše pravo prihvata ovakav model berze.

Germanski sistem (polusamostalni) nastao je u Nemačkoj, a primenjuje se još u Austriji i Japanu. Berza predstavlja pravno lice, ali nije samostalno da organizuje trgovinu već to čini preko posebnih stručnih državnih činovnika (maklera), kao posrednike, koji nemaju prava da trguju hartijama za svoj račun. Država nadzire rad berze preko posebnog činovnika (komesara) koji je ovlašćen da učestvuje u radu svih izbornih organa berze, bez prava glasa, ali sa pravom veta na odluke za koje smatra da su u koliziji sa propisima.

Komesar učestvuje u utvrđivanju kurseva zajedno sa maklerima, a ima i disciplinska ovlašćenja prema njenim članovima i posetiocima.

Treći tip berzi je najviše zastupljen u Francuskoj i Italiji. Berze se osnivaju i ukidaju odlukom državnih organa koja im obezbeđuje sve što je neophodno za njihov rad (prostor, opremu i sredstva).

Nemaju svojstva pravnog lica, a berzom upravljaju posebni organi na čiji rad poseban uticaj ima država preko svog predstavnika. Zato ove berze imaju status državnih službi.

Danas se zahvaljujući procesima globalizacije ova tri sistema sve više približavaju, umanjujući obeležja koja su ih do sada karakterisala.

1.3. PREDUSLOVI ZA RAD BERZI I OSNIVAČI BERZI

Delatnošću organizovanja trgovine hartijama može da se bavi samo lice koje je ispunilo uslove predviđene Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i koje dobije dozvolu za rad od strane Komisije za hartije od vrednosti. Uslovi koje to lice mora da ispunjava odnose se na: osnivača, organizaciju, potreban kapital, kadrove, tehničku opremljenost, upravu i opšta akta. Svi ovi uslovi moraju biti ispunjeni da bi berza dobila dozvolu za rad.

Osnivač berze, odnosno akcionar, može biti Republika Srbija, domaće i strano pravno i fizičko lice.

Za razliku od prethodnog zakona, kada je postojalo ograničenje u pogledu lica ovlašćenih za osnivanje berze, novi zakon je dozvolio i fizičkim licima da budu osnivači berze. Zbog tog liberalnog stava zakona u pogledu kruga lica koja mogu biti potencijalni osnivači berze, zahteva se veći stepen kontrole u pogledu pogodnosti i pouzdanosti tih lica koja stiču kvalifikovano učešće u postupku osnivanja berze.

Kontrola će obuhvatiti svako lice koje namerava da stekne kvalifikovano učešće, odnosno namerava da stekne akcije sa pravom glasa, tako da njegovo učešće u kapitalu berze dostigne, pređe ili padne ispod 5%, 10%, 15%, 30%, 33% ili 50% od ukupnog broja glasova u Skupštini berze. To lice dužno je prethodno da obavesti Komisiju za hartije od vrednosti radi dobijanja prethodne saglasnosti.

Komisija je dužna da u roku od tri meseca od prijema obaveštenja donese odluku u formi rešenja kojim odlučuje o podobnosti i pouzdanosti novih lica koja stiču kvalifikovano učešće. Berza je dužna da namanje jedanput godišnje dostavi Komisiji podatke o licima koja poseduju kvalifikovano učešće, kao i podatke o njihovom procentualnom učešću u kapitalu berze.

Ako banka ili osiguravajuće društvo stiče kvalifikovano učešće u berzi, saglasno odrebama ovog zakona, neophodna je prethodna saglasnost Narodne banke Srbije, a ako se desi da neko lice stekne kvalifikovano učešće ili pređe procentualno učešće koje je prethodno naglašeno bez saglasnosti Komisije, gubi pravo glasa na osnovu tako stečenih akcija.

1.4. OSNOVNA DELATNOST I ZNAČAJ BERZI

Osnovna delatnost berze je organizovanje trgovine hartijama od vrednosti na veliko. Berza nema interesa da organizuje trgovinu na malo te zbog toga u svojim pravilima određuje najmanji broj hartija od vrednosti ko-

je mogu biti predmet jednog kupoprodajnog ugovora (lot). Sam proces organizovanja trgovine hartijama sadrži nekoliko važnih poslova, i to:

- 1) prijem u članstvo berze profesionalnih trgovaca hartija od vrednosti, radi njihovog učešća u trgovini hartijama,
- 2) stvaranje mogućnosti da članovi učestvuju u trgovini na berzi, da nude kupovinu i prodaju hartija i da zaključuju Ugovore o kupoprodaji (berzanski poslovi),
- 3) organizovanje berzanskih sastanaka (aukcija) ili drugih oblika berzanske trgovine,
- 4) pružanje članovima berze, tehničkih, prostornih i informacionih usluga,
- 5) prati rad i vrši nadzor nad radom članova berze i njihovo disciplinovanje,
- 6) rešavanje sporova nastalih u vezi sa hartijama od vrednosti između svojih članova i klijenata,
- 7) prijem hartija od vrednosti u svoju kotaciju, odnosno listing,
- 8) utvrđivanje cena hartija ostvarenim na aukcijama i njihovo objavljivanje putem kursnih lista,
- 9) obaveštava javnost o postignutim cenama za hartije, ostvarenom obimu trgovine, kao i drugim važnim događajima vezanih za berzu,
- 10) ponegde, centralno obračunavanje uzajamnih potraživanja članova u berzanskoj trgovini (kliring i saldiranje),
- 11) drugi poslovi

Često se pogrešno misli da je delatnost berze trgovina hartijama od vrednosti ili posredovanje u njoj. Posmatrano sa pravnog aspekta, a i praktično (berza kao pravni subjekt) ne učestvuje u trgovini koju organizuje.

Berza ne učestvuje u zaključivanju ni jednog posla na svom tržištu, tako da ona nije ni u jednom poslu ugovorena strana (da proda hartije ili da isplati odgovarajuću cenu prodavcu).

U slučaju da prodavac u zaključenoj berzanskoj transakciji ne proda hartije kupcu, kupac nema pravo i ne može da tuži berzu, samo zato što je hartije kupio u njenoj kotaciji.

Situacija je ista i za prodavca koji nije dobio novac za prodate hartije. Umesto berze, na njenom tržištu usluge pružaju njeni članovi, profesionalni trgovci, koje je berza primila u svoje članstvo i ovlastila ih da trguju u njenoj kotaciji.

Kada bi se i berzi obezbedilo da i ona trguje hartijama od vrednosti, u svoje ime, tada bi postojao sukob interesa.

Zbog toga naše pravo zabranjuje berzi da trguje hartijama od vrednosti, da daje bilo kakve savete u vezi sa hartijama, da preporučuje svoje članove klijentima, ili da obavlja bilo koju drugu delatnost koja je zakonom predviđena za brokersko-dilerska društva.

Takvim poslovima berza bi činila privredni prestup, zbog čega bi sledile sankcije.

Samo članovi berze mogu da trguju u njenoj kotaciji, jedino Republika i Narodna banka Srbije to mogu raditi i ako nisu članovi.

Berza predstavlja jedan specifičan oblik finansijskih tržišta i ona odražava dostignuti stepen razvoja određene privrede. Značaj berze se može sagledati ako se posebno razmatraju njene prednosti i mane.

Prednosti koje odražava berza su:

- 1) Ekonomičnost berzanskih transakcija berza omogućava najpotpuniji i najbrži pregled ponude i tražnje hartija na određenim tržištima. Na taj način se ostvaruje ušteda vremena i troškova u pronalaženju ugovorenih strana;
- 2) Tačnost (realnost) utvrđivanja cena. Postoji oštra tržišna utakmica između njenih učesnika (prodavaca i kupaca);
- 3) Vremensko uravnoteženje tržišta, jer berza organizuje svakodnevnu trgovinu;
- 4) Prostorno uravnoteženje tržišta i cena, jer objavljivanjem kursne liste, omogućava zainteresovanim licima upoznavanje sa vladajućim cenama, čime se one proširuju i na vanberzansku trgovinu;
- 5) Pouzdanost i sigurnost obavljene trgovine. Stepen sigurnosti koji obezbeđuje berza, nastaje zbog okolnosti da trgovinu obavljaju profesionalni trgovci i da se sve odvija pod strogim nadzorom berze i države;
- 6) Doprinosi opštem razvoju nacionalne ekonomije, kroz omasovljavanje prometa i ubrzanom kretanju kapitala

Pored ovih pogodnosti koje nosi berza, takođe postoje i određeni nedostaci koji se posebno ispoljavaju u zemljama u kojima su finansijska tržišta u razvoju:

- postojanje berzi podstiče pohlepu i težnju one kategorije stanovništva koja ima bogatstvo, da ga još više uveća, dok siromašni slojevi tu mogućnost nemaju;
- povremeno špekulisanje, kocka i hazarderstvo pojedinih učesnika;
- manipulacije i prevare na osnovu trgovine zasnovane na poverljivim informacijama, sukobu interesa i korišćenja asimetričnih informacija;

– složenost poslovanja na berzi. Tako složeni poslovi mogu biti rizični za mnoge neobučene korisnike

Kao što se može videti, berza ima znatno više prednosti nego mana.

1.4.1. ORGANIZACIONI OBLICI

Berza može da bude organizovana samo kao akcionarsko društvo koje u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima.

Organizacija berze ima oblik koncentričnih krugova. Ova šema izgleda kao kada kamenčić bacite u mirnu vodu. Koncentrični krugovi koji se stvaraju od mesta pada kamenčića u vodu su najmanji, ali su najjači, a kako se udaljavaju od centra oni se šire i slabe u intenzitetu.

Berze organizovane na ovaj način predstavljaju najadekvatniji oblik organizacije. Takav oblik organizacije obezbeđuje njen razvoj, uz očuvanje stabilnosti funkcionisanja i smanjenja rizika poslovanja.

1.4.2. PRINCIPI FUNKCIONISANJA BERZI

Ovaj smisao berza postiže institucionalizacijom nekoliko principa koji su konstitutivni uslovi njenog funkcionisanja, odnosno bez nekog od njih berza ne može da funkcioniše na pravi način. Tri glavna principa su:[46]

- 1) poverenje i sigurnost,
- 2) usklađenost i korelacija sa okruženjem,
- 3) transparentnost trgovanja i javnost rada

Principi berzanskog poslovanja uspostavljaju se kroz mrežu odnosa između članica berze - posredničkih kuća, između njih i službi funkcija berze.

Skup svih ovih odnosa i veza i čini berzu u pravom i funkcionalnom smislu reči. Cilj uspostavljanja i razvijanja berze, kako bi ona mogla da funkcioniše, svodi se tako na razvijanje i širenje mreže između službi berze i njenih članica - posredničkih kuća, kao i podsticanje stvaranja mreže klijenata svake berzanske kuće.

U samom centru koncentričnih krugova nalazi se sama berza sa svojim službama, pratećim organizacijama i institucijama, dok se na kraju stepenastog širenja nalazi najšire tržište, sa krajnjim potrošačima.

Za sve berze je skoro karakteristično da u svom centru razvijaju obračunsku i garancijsku funkciju, kontrolu predmeta trgovanja i učesnika u trgova-

[46] Finansijsko tržište, Institucije, procesi, analiza, regulativa, Komisija za HOV, Beograd, 2005.

nju, mehanizme prijema, obrade i isticanja ponude i tražnje i njihovo uparivanje, sa okončanjem ugovorenog posla, odnosno zaključivanjem transakcija. Kada su u pitanju robe berze, zbog prirode predmeta trgovanja, berza razvija i posebne funkcije potrebne za odgovarajuće obezbeđenje, skladištenje, pretovar i utvrđivanje kontrole u kvantitativnom i kvalitativnom smislu.

Svaki naredni krug igrača, koji je udaljeniji od centra, ima manje pravo u procesu berzanskog trgovanja. Prvi i drugi krug trgovanja oko berzanskog centra nalaze se berzanski posrednici ali bez prava učešća na berzanskim sastancima i zaključivanjem posla na njima.

I ova grupa učesnika mora pre pristupanja trgovini da zadovolji stroge kriterijume vezane za poslovnu pouzdanost. Učesnici koji se pojavljuju u ovom drugom krugu, služe kao veza šireg tržišta sa ovlašćenim igračima na berzanskom parketu.

Na razvijenim finansijskim tržištima i berzama, javljaju se još neke kategorije učesnika. Tako na primer, u SAD jasno je definisano nekoliko vrsta učesnika organizovanog terminalskog tržišta. Na Čikaškoj berzi, prvi krug čine članovi berze, koje tamošnje zakonodavstvo naziva trgovcima terminalskih ugovora (*futures trading merchants*). Oni jedini imaju pravo da zaključuju poslove na berzi. Jedan korak iza njih nalaze se *introdusing brokers*, odnosno posredničke firme, koje ne mogu da pristupe direktno berzi, nego poslove za svoje klijente obavljaju preko prve grupe posrednika. Pored ove dve kategorije, regulisane su još dve vrste učesnika terminalskog tržišta.

Treći po redu su savetnici za investiranje u terminske ugovore (*commodity trading advisors*), a četvrti, firme koje upravljaju otvorenim računima za investiranje (*commodity pool operators*).

1.4.4. KONTROLNA ULOGA BERZE

Berza predstavlja organizaciju sveukupnosti odnosa, klijenat i službi berze. Organizacija odnosa mora da bude takva da obezbeđuje mogućnost ograničavanja prenošenja rizika kroz strogu kontrolu i to na tri nivoa:

- 1) kontrola predmeta trgovanja,
- 2) kontrola učesnika u trgovanju,
- 3) kontrola odnosa između učesnika

Kontrola se sprovodi kroz službe berze, od kojih svaka ima posebnu funkciju. U tim funkcijama nekada preovladava kontrolni element, a nekada organizacioni, odnosno postavka poslovanja na takav način, da je skoro nemoguće narušiti pravila po kojima sistem radi, a da se ne dogode velike štete i za svakog onog koji pravila krši.

2. OSNOVNE FUNKCIJE BERZE

Funkcije berze - U institucionalnom smislu, berzu čine četiri osnovne službe, koje ispunjavaju njene ključne funkcije. Na ove službe nadovezuju se prateće delatnosti, koje im omogućavaju funkcionisanje. Prateće delatnosti ne moraju da budu neposredni deo berze, osim kada se radi o funkciji trgovanja. Kod ove funkcije, delatnost posredničkih kuća - članica berze, predstavlja prateću delatnost, odnosno centra berzanskog sistema sa ostalim njegovim elementima. Četiri ključne funkcije (službe) berze su:

- 1) listing (kotacija)
- 2) trgovanje
- 3) kliring i saldiranje
- 4) informisanje (marketing)

Ove četiri funkcije stapaju se u jedinstvenu tehnološku celinu, koja počinje, nastavlja se i razvija, te završava, opisujući krug, upravo onim sledom kako smo ih naveli. Svaka od njih može se obavljati na nekoliko načina, ali je suština kod svake berze i svake vrste berze ista.

Bez uspostavljanja jedne od njih ili pri stagniranju neke od njih, u relativno kraćem periodu, berza počinje da stagnira i da gubi smisao. To, opet dovodi, kako je praksa pokazala, do osipanja članstva i pada prometa na berzi, te konačno do njenog preuzimanja od strane neke druge berze (retko se dešava da se berza, jednom aktivna, potpuno uruši i nestane, osim u slučajevima promene celokupnog okruženja u kome je delovala).

Berza je po strukturi, videli smo, slična koncentričnim krugovima. U najužem smislu reči, berzu čini sam centar. U centru se nalaze četiri osnovne funkcije berze, koje je ona preuzela od prvobitnog kruga udruženih trgovaca posrednika. Te funkcije zajedničke su za sve članice berze i svaka od njih mora imati jednak pristup njima. One su kumulativne, odnosno tek kada se sve četiri uspostave do kraja, može se reći i da se berza uspostavila u punom obliku.

Tržišta - Berza organizuje berzansko (tzv. prvo ili zvanično) i slobodno (tzv. drugo ili nezvanično) tržište. Na berzanskom tržištu se kotiraju hartije, čiji izdavaoci ispunjavaju uslove (standarde) predviđene pravilima berze. Ti uslovi se obično tiču veličine kapitala i stabilnosti izdavaoca, vrste i broja hartija, načina na koji su izdate (javno ili nejavno) i sl. Berza samostalno odlučuje o prijemu i isključivanju hartija na berzanskom tržištu, preko svoje komisije za kotaciju, u roku od sedam dana od prijema zahteva izdavaoca. Izuzetno, ona je dužna da primi na berzansko tržište hartije čiji je izdavalac država, i Narodna banka, bez obzira na propisane uslove. Berza je dužna da primi na

berzansko tržište i hartije stranog izdavaoca, ako su one izdate kod nas u skladu sa domaćim propisima (međunarodni ugovor, dozvola Narodne banke, Komisije, domaći pokrovitelj i slično), pod istim uslovima kao i domaće hartije. Ako berza utvrdi da hartije ne ispunjavaju uslove za prijem na berzansko tržište, svrstava ih na slobodno tržište, pod uslovom da su u celini uplaćene izdavaocu i da su podobne za javnu trgovinu. Berza odlučuje o uključivanju hartija na slobodno tržište na zahtev izdavaoca ili po službenoj dužnosti, protivno volji izdavaoca. Berza objavljuje listu izdavalaca i vrsta hartija u roku od dva dana od njihovog prijema u kotaciju. Nakon toga može da počne trgovina primljenim hartijama.

2.1. LISTING I PREDMETI PRIJEMA

Listing na berzi, pre svega, predstavlja stvaranje uslova za formiranje ponude i tražnje za berzanskim materijalom koji je predmet trgovanja.

Pravilnikom o Listingu i kotaciji na svakoj berzi bliže se utvrđuju uslovi, način i postupak prijema, privremena obustava trgovanja, isključenje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata sa berzanskog tržišta. Zahtev i dokumentacija se podnosi uz poseban zahtev za prijem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na berzansko tržište. Posebnim pravilnikom se uređuju i druga pitanja u vezi prijema i isključenja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata sa listina berze.[47]

S druge strane hartije od vrednosti za koje je izdavalac podneo zahtev za prijem na listing berzanskog tržišta, a koje ne ispunjavaju propisane uslove, Komisija za listing uključuje na vanberzansko tržište u skladu sa Pravilima poslovanja berze, izuzev u slučaju kada se izdavalac u zahtevu za listing izričito izjasnio da će u slučaju odbijanja datog zahteva, podneti drugom organizatoru tržišta zahtev za prijem, odnosno uključenje njegovih hartija od vrednosti.

Dakle, na listing berze mogu se kotirati hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti kojima se u skladu sa zakonima može trgovati na organizovanom tržištu, pod uslovima utvrđenim pravilnikom poslovanja na berzi.

Hartije od vrednosti koje su predmet zahteva za listing moraju:

- 1) imati sva formalna obeležja i ispunjavati ostale uslove koji su propisani zakonskim propisima i podzakonskim aktima Komisije za hartije od vrednosti, kojima se uređuju postupak izdvajanja i trgovina hartijama od vrednosti,

[47] Izvor: Pravilnik o listingu i kotaciji Beogradske berze a.d. Beograd, 03.10.2007. god.

- 2) biti slobodno prenosive,
- 3) da se zahtev za listing odnosi na sve hartije od vrednosti iste vrste i iste klase koje mogu biti predmet trgovanja na organizovanom tržištu

Varanti mogu biti primenjeni na listing berze ukoliko se ranije izdate hartije od vrednosti izdavaoca varanta već nalaze na listingu berze.

Za prijem na berzansko tržište (Prime i Standard Market) izdavaoci su obavezni da Berzi dostave dokumentaciju propisanu Pravilnikom o listingu i kotaciji. Ovaj pravilnik propisuje uslove, način i postupak za prijem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na Prime i Standard Market Beogradske berze.

2.2. NEOPHODNA DOKUMENTACIJA ZA LISTING

Izdavalac hartija od vrednosti podnosi Komisiji za listing i kotaciju zahtev za listing zajedno sa propisanom dokumentacijom. Uz zahtev za listing dostavlja sledeću dokumentaciju:

- 1) Prospekt izdavaoca izrađen u formi i sadržini prospekta za izdavanje hartija od vrednosti u skladu sa podzakonskim aktom, sa inoviranim podacima po poslednjem bilansnom obračunu, potpisan i overen od strane odgovornog lica izdavaoca i kopijama rešenja Komisije za hartije od vrednosti o odobrenju prospekta, izdavanju hartija od vrednosti i uključenju na organizovano tržište (ako su mu izdata rešenja),
- 2) Prospekt izdavaoca za organizovanje trgovanja na berzanskom tržištu izrađen u formi i sadržini utvrđenoj odlukom Upravnog odbora Berze, potpisan i overen od strane odgovornog lica izdavaoca,
- 3) Finansijske izveštaje u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo, kao i Izveštaj ovlašćenog revizora za prethou godinu,
- 4) Dokument o upisu hartija od vrednosti u Centralni registar hartija od vrednosti i otvaranje emisionog računa, izuzev u slučaju kada Berza isti već poseduje,
- 5) Odluku nadležnog organa izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti,
- 6) Javni poziv za upis i kupovinu hartija od vrednosti,
- 7) Garanciju, ako je emisija hartija od vrednosti garantovana,
- 8) Odluku nadležnog organa izdavaoca o podnošenju zahteva za prijem na berzansko tržište, vrsta, klasa, serija, CFI kod i ISIN

broj hartija od vrednosti i broj (količina) hartija od vrednosti za koje se podnosi zahtev,

- 9) Kopiju ugovora sa bankom preko koje je vršena upis i uplata hartija od vrednosti,
- 10) Kopiju ugovora sa agentom ili pokroviteljem emisije, ako takav ugovor ima zaključen,
- 11) Informaciju o isplaćenim dividendama u prethodne tri godine, a koja naročito sadrži podatke o danu dividende i vrednosti dividende po akciji,
- 12) Pisanu izjavu nadležnog organa ovlašćenog za zastupanje izdavaoca da prema izdavaocu nisu preduzimane mere od strane Komisije za hartije od vrednosti, odnosno pismeno obaveštenje o preduzetim merama,
- 13) Izjavu nadležnog organa izdavaoca da posluje u skladu sa zakonom i osnivačkim aktom (i/ili Statutom izdavaoca),
- 14) Izjavu o broju akcija koje ulaze u slobodan promet (*free float*) u smislu ovog Pravilnika, obračunat na način i u skladu sa ovim Pravilnikom,
- 15) Najnoviji izvod nadležnog registra za privredna društva o registrovanim podacima o izdavaocu,
- 16) Usvojen kodeks korporativnog upravljanja ili izjavu o prihvatanju primene drugog kodeksa, sa kopijom teksta kodeksa izuzev u slučaju kada Berza isti već poseduje

Uz zahtev za listing izdavalac podnosi ugovor o prijemu na berzansko tržište potpisan od strane izdavaoca, čiju sadržinu potpisuje direktor Berze.

Pored obavezne dokumentacije, Komisija za listing može od izdavaoca zatražiti i dostavljanje i dopunskih dokaza i dokumentacije, kao:

- izveštaj o vrednosti prodatih hartija od vrednosti iz prethodnih emisija (emisija dugoročnih dužničkih hartija / kod akcija u slučaju dokapitalizacije);
- dodatne analize ovlašćenog revizora angažovanog od strane podnosioca zahteva za listing o pokazateljima likvidnosti, aktivnosti i finansijske strukture;
- izjava o likvidnosti izdavaoca (dospele, a neisplaćene obaveze, broj dana blokade računa);
- izjava o dugoročnim obavezama izdavaoca koje dospevaju u tekućoj godini;
- izjava o realnim teretima na imovini preduzeća;

– plan priliva i odliva sredstava;
– eventualne zahteve za kotaciju hartija od vrednosti koji su podneti drugoj berzi i odluka te berze i u pogledu odbijanja zahteva;
– drugu dokumentaciju koja je prema oceni Komisije za listing, od značaja za odlučivanje po podnetom zahtevu za listing.

Dakle, podnosilac zahteva za listing odgovara za verodostojnost i istinitost podataka iz zahteva za listing hartija od vrednosti i podnete dokumentacije, i obavezan je da iste, uredno i blagovremeno ažurira, uključujući i podatke objavljene na njegovoj internet stranici.

Komisija za listing ne vrši ocenu boniteta izdavaoca hartija od vrednosti za čiji je prijem na listing podnet zahtev.

2.3. KRITERIJUMI ZA LISTING AKCIJA I OBVEZNICA

AKCIJE		
	Listing A - Prime Market	*Listing B - Standard Market*
Minimalni iznos kapitala	20 miliona evra	4 miliona evra
Minimalno vreme poslovanja kompanije	36 meseci	24 meseca
Izvršena revizija finansijskih izveštaja	MRS (IAS) sa pozitivnim mišljenjem za prethodnu god	MRS (IAS)
Minimalan stepen distribucije akcijskog kapitala	- da je najmanje 25% akcijskog kapitala u slobodnom prometu, ili - 10 miliona evra u vlasn-ištvu najmanje 500 akcionara	- da je najmanje 25% akcijskog kapitala u slobodnom prometu, ili - 2 miliona evra u vlasništvu najmanje 250 akcionar ili - minimum 500 akcionara
Korporativno upravljanje	Usvojen kodeks korporativnog upravljanja ili izjava o prihvatanju primene drugog kodeksa	
Dodatni uslovi	- usvojen kodeks korporativnog upravljanja - isplaćene dividende po prioritetnim akcijama - internet stranice na srpskom i engleskom jeziku	
Kriterijumi likvidnosti	- prosečna dnevna vrednost prometa u prethodnih 6 meseci najmanje 500.000 dinara, i - prosečno najmanje 5 transakcija dnevno prethodnih 6 meseci	

OBVEZNICE		
	Listing A - Prime Market	*Listing B - Standard Market*
Minimalan iznos kapitala	20 miliona evra	4 miliona evra
Minimalno vreme poslovanja kompanije	36 meseci	24 meseca
Izvršena revizija finansijskih izveštaja	MRS (IAS) sa pozitivnim mišljenjem za prethodnu godinu	MRS (IAS)
Internet stranice	na srpskom i engleskom jeziku	
Garantovana emisija	Prvoklasna banka, prema izveštaju NBS, ili drugo pravno lice koje ispunjava uslove za Listing A (Prime Market)	Poslovna banka ili drugo pravno lice koje ispunjava uslove za Listing B (Standard Market) ili sopstvenim realnim sredstvom obezbeđenja
Bilansna racia	Adekvatni iznos bilansnih racia u odnosu na delatnost, a prema izveštaju ovlašćenog revizora	
Vrednost emisije	Najmanje 100.000.000,00 dinara, a najviše 50% vrednosti obrtnih sredstava umanjenih za kratkoročne obaveze po kreditima	Najmanje 50.000.000,00 dinara a najviše 50% vrednosti obrtnih sredstava umanjenih za kratkoročne obaveze po kreditima
Poslovanje	Da po poslednjim bilansima izdavalac i garant nisu poslovali sa gubitkom	
Račun izdavaoca	Da nije bilo u blokadi prethodnih 60 dana	

Komisija za listing, na osnovu zahteva za listing i dostavljene dokumentacije, u roku od pet dana od dana prijema zahteva za listing, donosi rešenje o prijemu hartije od vrednosti na listing Berze ili rešenje o odbijanju zahteva za listing. Potom, Komisija za listing, rešenjem o prijemu hartije od vrednsoti na listing Berze, određuje listing na kome će se hartija od vrednosti kotirati, datum prvog trgovanja na listingu, indikativnu cenu hartije od vrednosti za prvo trgovanje, metod trgovanja hartijom od vrednosti, kao i način izražavanja cene dužničkih hartija od vrednosti u nalozima za trgovanje.

Ukoliko izdavalac čije su hartije od vrednosti primljene na listing B (Standard Market), ispuni uslove za listing A (Prime Market) Komisija za listing Berze (na predlog Direktora Berze) može predmetnu hartiju od vrednosti primiti na listing A (Prime Market), a uz dostavljanje pisane saglasnosti izdavaoca i dopune dokumentacije, po zahtevu Komisije za listing.

Prospekt izdavaoca čije su hartije od vrednosti primljene na listing Berze objavljuje se na Internet stranici Berze. Izdavalac hartije od vrednosti koji je dobio rešenje o prijemu na listing, dužan je da Berzi dostavlja blagovremeno izveštaje o bitnim događajima, kao i sve druge informacije o promenama koje su od uticaja na trgovanje hartijama od vrednosti.

2.4. ISKLJUČENJE HARTIJE OD VREDNOSTI SA LISTINGA

Berza isključuje hartije od vrednosti sa listinga u slučajevima utvrđenih Zakonom, kao i u slučaju kada izdavalac podnese zahtev za isključenje sa listinga Berze.

Berza može isključiti, odnosno brisati hartije od vrednosti sa listinga:

- 1. ako je trgovina hartijama od vrednosti bila nedovoljno aktivna;
- 2. ako izdavalac ne ispunjava svoje obaveze u vezi sa izvršavanjem i obaveštavanjem Berze u skladu sa Zakonom, podzakonskim aktima, aktima Berze i ugovorom zaključenim sa Berzom, odnosno ako na drugi način krši odredbe akata Berze i ugovora zaključenog sa Berzom;
- 3. ako su naknadnom kontrolom utvrđene nepravilnosti, netačnosti u podacima i dokumentaciji dostavljenoj uz zahtev za listing

U slučaju kada izdavalac prestane da ispunjava uslove za listing Berze, Komisija za listing može mu utvrditi primeren rok, koji ne može biti duži od mesec dana, u kome je izdavalac dužan da obezbedi ispunjenost uslova za listing. U slučaju da po proteku utvrđenog roka izdavalac i dalje ne ispunjava uslove za listing Berze, donosi rešenje o isključenju hartija od vrednosti sa listinga Berze. Rešenje o isključenju (brisanu) hartija od vrednosti sa listinga Berze donosi Komisija za listing, koja tim rešenjem hartiju od vrednosti može:

- isključiti sa listinga A (Prime Market) i uputiti na niži listing B (Standard Market), ili
- isključiti sa listinga Berze i uključiti na vanberzansko tržište, ili
- isključiti sa tržišta Berze

Berza rešenje o isključenju donosi odmah, a najkasnije u roku od tri dana od dana donošenja, rešenje dostavlja izdavaocu i Komisiji za hartije od vrednosti. Rešenje se objavljuje u dnevnom lista i na Internet stranici Berze.

Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (član 42.) definisano je da su izdavaoci hartija od vrednosti koji hartije izdaju javnom ponudom, dužni da u roku od tri dana od dana upisa hartija od vrednosti u Centralni registar i otvaranja emisionog računa, podnesu zahtev za prijem na listing berze ili zahtev za prijem na vanberzansko tržište.

Prijem na vanberzansko tržište obavlja se na osnovu dostavljenog Ugovora o uključenju na vanberzansko tržište, potpisanog od strane izdavaoca, prospekta izdavaoca, kao i druge dokumentacije propisane Pravilima poslovanja Berze. Ne postoje posebni kriterijumi za uključenje akcija na vanberzansko tržište Beogradske berze.

Pravilima poslovanja Beogradske berze (član 28) utvrđeno je da izdavalac uz zahtev za uključenje na vanberzansko tržište podnosi sledeću dokumentaciju:

- 1. Prospekt izdavaoca za organizovano trgovanje na Berzi u formi i sadržini utvrđenoj odlukom Upravnog odbora Berze o obimu i sadržini podataka javnog društva koja se objavljuju na internet stranici Berze, potpisan i overen od strane odgovornog lica izdavaoca;
- 2. Rešenje Komisije za hartije od vrednosti o odobrenju izdavanja hartija od vrednosti ili rešenje Komisije za hartije od vrednosti o odobrenju uključivanja hartija od vrednosti na organizovano tržište (osim za akcije izdate u postupcima privatizacije);
- 3. Dokument kojim se potvrđuje upis hartija od vrednosti u Centralni registar hartija od vrednosti (u daljem tekstu: Centralni registar) i otvaranje emisionog računa, izuzev u slučaju kada Berza isti već poseduje;
- 4. Garanciju, ako je emisija hartija od vrednosti garantovana;
- 5. Podatke o vrsti, klasi, seriji CFI kodu i ISIN broju hartija od vrednosti i broju (količini) hartija od vrednosti za koje se podnosi zahtev;
- 6. Kopiju Ugovora sa agentom i pokroviteljem emisije, ako ga izdavalac ima;
- 7. Za derivate i druge finansijske instrumente - standard derivata, odnosno drugog finansijskog instrumenta, kao i podatke o predmetu, odnosno podlozi derivata i/ili drugog finansijskog instrumenta

Uz zahtev za uključenje hartija od vrednosti na vanberzansko tržište podnosilac zahteva podnosi i Ugovor o uključenju na vanberzansko tržište, potpisan od strane izdavaoca.

Posebna procedura uključenja akcija na vanberzansko tržište - bez prospekta. U slučaju da Izdavalac u skladu sa Zakonom, podzakonskim aktima Komisije za hartije od vrednosti i Pravilima Berze ne podnese zahtev za uključenje akcija na vanberzansko tržište, iste se uključuju na vanberzansko tržište Berze po zahtevu akcionara Izdavaoca, koji je dužan da uz Zahtev (čiju formu propisuje direktor Berze) podnese Berzi sledeću dokumentaciju i dokaze:

- 1. Kopiju pisane incijative upućene izdavaocu za podnošenje zahteva iz člana 28. ovih Pravila, sa kopijom dokaza o njenom dostavljanju (delovodni prijemni pečat izdavaoca potpisana povratnica i dr.). Inicijativa obavezno sadrži podatak o ostavljenom roku Izdavaoca za postupanje u skladu sa Zakonom i zahtevom akcionara;
- 2. Dokaz iz Centralnog registra iz koga se sa sigurnošću može utvrditi da je podnosilac zahteva zakoniti imalac akcija čije uključenje na vanberzansko tržište zahteva;
- 3. Poslednji bilans stanja i bilans uspeha dostavljen nadležnom registru Narodne banke Srbije;
- 4. Podatke o licu ovlašćenom za zastupanje akcionara u slučaju da više zakonitih imalaca akcija izdavaoca zajednički podnose predmetni zahtev, sa pisanim punomoćjem overenim pred nadležnim organom. Dato punomoćje mora da sadrži podatke o obimu ovlašćenja opunomoćenika i isto mora biti potpisano od strane svih akcionara koji zajednički podnose dati zahtev Berzi.

3. TRGOVANJE NA BERZI

Trgovanje kao druga funkcija berze predstavlja srce berzanskog poslovanja i zato zaslužuje posebnu pažnju. U ovom segmentu delatnosti mora se obezbediti prikupljanje naloga ponude i tražnje, uparivanje naloga, formiranje berzanskog kursa i zaključivanje poslova.

Ovaj deo berzanskih aktivnosti mora da bude strogo formalizovan i standardizovan. Zbog toga se njihov značajan deo svodi na kreiranje specificnih berzanskih dokumenata - svojevrsnih obrazaca, dok se drugi deo sastoji u propisivanju postupaka sa tim dokumentima. Od dokumenata na berzi su u trgovanju neophodni: nalog ponude i tražnje, odnosno nalog za kupovinu i prodaju; berzanska tabla ponude i tražnje. Konačno, neophodna je zaključnica, kao specifični berzanski kupoprodajni ugovor.

3.1. CIKLUSI TRGOVINE NA BERZI

Ciklus trgovine na berzi obuhvata tri osnovne faze.

Prva faza se realizuje van berze, u odnosima investitora i berzanskog posrednika-člana berze. Ovaj odnos se uspostavlja otvaranjem računa hartija od vrednosti i računa novčanih sredstava budućeg investitora kod berzanskog posrednika, kao i davanjem naloga za kupovinu ili prodaju određenog finansijskog instrumenta.

Druga faza predstavlja realizaciju naloga, odnosno, kupovinu ili prodaju finansijskog instrumenta na berzi ili OTC tržištu i utvrđivanje kursa finansijskih instrumenta.

Treća faza ponovo prenosi ciklus van berze u obračunsku instituciju (klirinška institucija), gde se obavlja obračun i saldiranje.

Pošto berza sama ne sme da trguje ona organizuje trgovanje za članice berze, odnosno prvi krug ovlašćenih posrednika.

3.2. RAČUNI NOVČANIH SREDSTAVA I HARTIJA OD VREDNOSTI

Trgovina na berzi, u ranijem periodu, obavljala se neposrednim odnosom budućih investitora i berzanskog posrednika, fizičkom razmenom papira za novac. Savremena trgovina pretpostavlja da investitor koristi račun hartija od vrednosti kod berzanskog posrednika.

Fizičko ili pravno lice koje želi da kupi ili proda određeni berzanski materijal zaključuje sa ovlašćenim brokerom Ugovor o posredovanju kojim daje ovlašćenja berzanskom posredniku. Zatim to lice otvara račun novčanih sredstava i račun HoV kod berzanskog posrednika. Klijent brokera može otvoriti sledeće vrste računa kod berzanskog posrednika.

- ***Gotovinskog (cash account)*** - Obično se poslovanje počinje gotovinskim računom, tj. od kupca se očekuje da deponuje 100% sume koja je potrebna za kupovinu aktive.
- ***Marginskog (margin account)*** - Brokersko-dilerska društva mogu pojedinim klijentima ponuditi specifičan vid izmirenja obaveza za kupljene HoV. Suština je da se kupovina HoV finansira delimično gotovinom klijenta, a delimično kreditom koji dobija od strane brokerske kuće, uz plaćanje kamate. Marginska trgovina predstavlja mehanizam putem koga brokerske kuće obogaćuju lepezu svoje ponude prema klijentima. Brokerske kuće uspostavljaju zaštitni mehanizam u vidu margine održavanja, koja predstavlja zahtev broke-

rske kuće za održavanjem minimalne proporcije investitorove aktive u odnosu na ukupnu vrednost investicije; zaštitni mehanizam

- ***Zajedničkog (joing account)*** - koriste manji investitori
- ***Račun koji skriva identitet vlasnika (nominee account)***
- ***Račun upravljanja (managing account)*** - klijent daje ovlašćenja profesionalnom investicionom savetniku

Berzanski nalog je nalog, koji klijent (nalogodavac) daje trgovcu, članu berze (nalogoprimac), da mu proda ili kupi određene hartije na berzi.

Član berze ispostavlja taj nalog za trgovanje berzi i tada se javlja obaveza brokera, pre dostavljanja naloga berzi da proveri pokrivenost naloga, a to uključuju proveru:

- pokrivenost naloga kupovine -visinu novčanih sredstva uplaćenih na namenskom računu za kupovinu HoV
- pokrivenost naloga prodaje - provereno vlasništvo i status HoV

Znači investitor daje instrukcije berzanskom posredniku da kupi ili proda određeni finansijski instrument, i ova instrukcija se naziva *nalog (Order).* Koji će nalog dati, zavisi od investitora, odnosno od njegove investicione strategije. Berzanski nalozi se mogu podeliti prema različitim kriterijumima.

Prema količini razlikuju se tipični i atipični nalozi.

Tipični nalog. Njime investitor nalaže svom berzanskom posredniku da kupi ili proda zaokruženi iznos finansijskih instrumenata, obično to iznosi 100 finansijskih instrumenata.

Atipični nalog. Njime investitor nalaže svom berzanskom posredniku da kupi ili proda određen broj finansijskih instrumenata koji je manji od zaokruženog.

Prema vrsti razlikuju se tržišni, limitirani, stop i sve ili ništa nalozi.

Tržišni (market order). Najčešće se koristi. Njime investitor svom berzanskom posredniku nalaže da kupi ili proda određeni finansijski instrument po tržišnim uslovima tj. najboljoj ceni koji HoV bude imala u trenutku njegovog iznošenja na tržište. Ako investitor kupuje finansijski instrument to će biti najniža moguća cena, a ako prodaje to će biti najviša moguća cena. Tržišni nalozi se uvek izvršavaju.

Limitirani (limit order). Investitor daje instrukciju svom posredniku da zaključi berzanski posao po označenom, graničnom ili povoljnijem kursu određene hartije. Granični kurs je najviši kurs koji je nalogodavac spreman da plati ili najniži po kome je spreman da proda. Trgovac je dužan da kupi po tom kursu ili nižem ili da proda po tom ili višem u protivnom postupa kao neovlašćeni zastupnik. Ukoliko u trgovini na berzi cene ne dostignu postavljene limite nalog neće biti izvršen.

Stop nalog. Investitor utvrđuje stop cenu po kojoj je spreman da kupi, odnosno proda određeni instrument. Kod kupovine stop cena je iznad tržišne cene u momentu kada je nalog dat, a kod prodaje ispod tržišnc cene. Stop nalozi su uslovni nalozi koji postaju nalozi po tržišnim cenama u trenutku kada tržišna cena dođe na nivo cene stop cene. Postoje i stop limit nalozi to su stop nalozi koji postaju limitirani kada se izjednače tržišna i stop cena. Broker izvršava nalog po stop ceni ili najboljoj ceni koju može da ostvari.

Sve ili ništa nalozi. Kada ulagači kupuju ili prodaju akcije iznad određenog broja (najčešće iznad 300), moraju brokeru da daju instrukcije da li žele da daju nalog sve ili ništa čime zahtevaju da brokeri kupe celu traženu količinu putem jedne transakcije ili su saglasni da se to ostvari kroz parcijalne kupovine.

Prema vremenu izvršenja razlikuju se dnevni, do opoziva i nalozi na početku ili kraju trgovine.

Dnevni nalog izvršava se u toku radnog dana berze.

Nalog do opoziva važi dok ga investitor ne opozove.

Nalog na početku ili kraju trgovine je nalog koji se izvršava na početku ili na kraju radnog dana berze.

Izvršavanjem obaveze iz ugovora o nalogu, posrednik zaključuje nov ugovor - berzanski posao. On može kombinovati suprotne naloge za isti finansijski instrument. On će u tom slučaju upariti dva suprotna naloga i poslati na berzu na izvršenje. Ukoliko berzanski posrednik ne poseduje suprotne naloge on ih iznosi na berzu odnosno pušta ih u kotaciju.

Kotacija i sistemi trgovanja na berzi

Kotacija je utvrđivanje cene po kojoj se finansijski instrument prodaje ili kupuje, polazeći od naloga klijenata, odnosno utvrđivanje ravnotežnog nivoa ponude i tražnje.

Berza može biti organizovana na dva načina, kao aukciona i kontinuirana, i od ovog organizovanja direktno zavisi kako će se utvrđivati cena HoV na tržištu. Kod tendera ili aukcije procesom fiksiranja kursa rukovodi obično službenik berze ili specijalista za određeni instrument, a kod kontinuirane trgovine glavni kompjuter. Izbor sistema trgovanja zavisi od:

- Stepena razvijenost tržišta HoV
- Infrastrukturne izgrađenosti
- Nivoa likvidnosti HoV
- Stepen restriktivnosti zakonske regulative za ulazak investitora i sl.

Ako je berza organizovana kao aukciono tržište nalozi se izvršavaju samo onoliko puta u toku dana koliko je puta organizovana au- kcija datog finansijskog instrumcnta, što može biti jednom ili više puta u to- ku radnog dana berze a to zavisi od likvidnosti HoV kojom se trguje. Nalozi klijenata za kupovinu ili prodaju određenog instrumenta se grupišu na jednom mestu. Određivanje ravnotežnog kursa vrši se stalnim korigovanjem cene HoV dok se ponuda i tražnja ne uravnoteže.

Aukcija – Vremenski period (tačnije trenutak) u kome se, na osnovu unetih naloga za trgovanje, utvrđuje preovlađujuća cena, je period aukcije. U tom periodu aktivira se algoritam izračunavanja preovlađujuće cene po sortiranim nalozima ponude i tražnje.[48]

Prilikom izračunavanja preovlađujuće cene standardno se primenjuju sledeći kriterijumi:

- maksimiziranje obima prometa,
- minimiziranje razlike između cene koju je moguće utvrditi i indikativne cene

Primenom ovih kriterijuma, za preovlađujuću cenu proglašava se cena po kojoj se ostvaruje najveći obim prometa, meren količinom predmetne hartije od vrednosti.

Izračunavanje preovlađujuće cene se odvija nakon sortiranja naloga, izračunavanjem kumulativnih količina hartije od vrednosti koje mogu biti izvršene po svakoj od ponuđenih limit cena što, drugim rečima, predstavlja testiranje mogućeg obima trgovanja (mereno količinom hartija od vrednosti) po svakoj od limit cena u nalozima za trgovanje. Tek nakon ovog postupka pristupa se objavljivanju ravnotežne dnevne cene. Aukcijska ili dnevna cena ili preovlađujuća cena po kojoj će biti zaključene transakcije je ona cena po kojoj se može realizovati najveća količina hartija od vrednosti.

Radi ilustracije rečenog, poslužimo se pojednostavljenim primerom koji će biti prikazan tabelom sortiranih naloga kupovine i prodaje. Naime, kolone „Količina“ na obe strane predstavljaju ukupnu količinu hartija od vrednosti koje se traže / nude po ceni iz naloga koja je prikazana u tabeli u koloni „Cena“. Kolone „Kum. kol.“ prikazuju kumulativnu količinu hartija koja se može po datoj ceni realizovati, što znači da obuhvata sem naloga ispostavljenih po toj ceni i naloge po tržišnoj ceni kao i naloge koji su ispostavljeni po limit ceni lošijoj od cene koja se testira. Moguća realizacija po svakoj od testiranih limit cena se dobija upoređenjem kumulativnih količina kupovine i kumulativnih količina prodaje.

---

[48] Finansijsko tržište, institucije, procesi, analiza, regulativa, Komisija za HoV, Beograd, 2005. god.

Primer:

KUPOVINA		CENA	PRODAJA	
Količina	Kum. količina		Kum. količina	Količina
500	500	TC	-	-
200	700	210	7200	1500
100	800	209	5700	1500
500	1300	208	4200	1300
1000	2300	207	2900	1000
1200	3500	206	1900	800
-	3500	205	1100	400
100	3600	204	700	-
1500	5100	203	700	250
-	5100	200	450	100
-	5100	199	350	50
-	-	TC	300	300

U datom primeru je moguće zaključiti da najveća transakcija po obimu hartija iznosi 2.300 komada. Kako se ova maksimalna količina može realizovati po ceni od 207 po hartiji, ova cena (dakle 207) predstavlja preovlađujuću cenu.

3.3. OSNOVNI BERZANSKI POSLOVI

Berzanski poslovi su poslovi sa kupovinom i prodajom vrednostnih papira, deviza, robe.

Na osnovu vremena realizacije, načina izvršenja obaveza, načina zaključenja poslova, količine tržišnog materijala, mogućnosti trgovanja sa vrednosnim papirima na jednom ili više tržišta, razlikuju se različite vrste berzanskih poslova:

Na osnovu vremena realizacije poslova:

- **promptni** poslovi su najjednostavniji i najrealniji berzanski poslovi kod kojih su špekulacije isključene, a realizuju se u vezi sa kupovinom ili prodajom predmeta trgovanja na berzi u tačno određeno vreme;
- **terminski** poslovi su oni poslovi kod kojih se javlja vremenski razmak između dana kada je posao zaključen i dana kada se vrši kupoprodaja. Terminski poslovi se razlikuju i po tome što sadrže uslovne odredbe o zaključenom poslu, tako da prodavac i kupac zadržavaju pravo odustajanja od inicijalne ugovorene namere;

- **specifični** terminski poslovi kod kojih se razlikuju stalaža i report poslovi. Kod terminskog posla stalaža kupac terminskog ugovora plaćajući proviziju stiče pravo da bira količinu vrednosnih papira u ugovorenom roku, preuzme po višem kursu ili sporuči po nižem kursu odnosno važna ja odrednica: limiti donjeg i gornjeg kursa. Kod reportnog ugovora banka privremeno kupuje vrednosne papire sa ciljem produženja fiksno utvrđenog termina dospeća terminskih obaveza vlasnika, pod uslovom da vrednosne papire na sledeći berzanski termin proda istom licu od kojeg je kupila i po istom kursu uz naplatu reporta, reportnih troškova odnosno provizije.

Na osnovu načina izvršavanja obaveza:

- neposredni poslovi, koji se provode preko berze, a moraju se registrovati, bez obzira na način kako su zaključeni, a kod kojih se istovremeno realizuju obaveze jedne ugovorene strane prema drugoj;
- klirinški poslovi, realizuju se po principu prebijanja. Ugovorene strane imaju obaveze u vezi sa preuzimanjem ili isporukama vrednosnih papira iz osnova pozitivnih ili negativnih salda. Ova aktivnost se realizuje posredstvom finansijske institucije, banke ili depozitne institucije, uz naznaku salda, vremena i mesta

Na osnovu onoga što predstavlja konkretni ugovor

- fiksni poslovi pod kojim podrazumevamo postojanje obaveze od strane potpisnika ugovora o kupoprodaji o bezuslovnom ispunjavanju preuzetih obaveza u tačno utvrđenom roku;
- uslovljeni ugovori su poslovi koji se sklapaju pod određenim uslovima, uz zadržavanje prava, uz plaćanje određene cene, da se odustane od posla ili da se izmene uslovi. Kod ovih poslova stranke nisu sigurne da će se prema ugovoru ispuniti obaveze u vezi sa isporukom / prijemom vrednosnih papira i njihovom cenom

Na osnovu načina zaključivanja ugovora

- automatizovani poslovi koji se zaključuju posredstvom automatizovanog poslovanja vrednosnim papirima;
- obični poslovi koji su zaključeni izvan sistema računarske opreme

Na osnovu količina tržišnog materijala

- pojedinačni poslovi kada se radi o poslovima čiji je predmet rada jedan ili više vrednosnih papira istog emitenta i sa istom nominalnom vrednošću;
- zbirni poslovi su oni koji se odnose na kupovinu/prodaju vrednosnih papira sadržanih u jednom bloku

Na osnovu mogućnosti trgovanja na jednom ili više tržišta

- poslovi preprodaje (arbitražni poslovi) se ugovaraju sa ciljem ostvarivanja dobiti na osnovu razlike u ceni jednog istog vrednosnog papira na različitim tržištima;
- nearbitražni poslovi su oni čiji su predmet kupoprodajne transakcije vrednosnih papira koji se nude na istom tržištu

3.4. PROCES BERZANSKOG POSLOVANJA

U sklopu osnovne funkcije kupoprodaje vrednosnih papira berzansko poslovanje obuhvata tri osnovne grupe poslova koje su prikazane u tabeli.

Tabela – Kupoprodaja vrednosnih papira

Red. br.	Grupe poslova, aktivnosti	Obuhvata aktivnosti
1.	Priprema registracije emisije (registracija emisije i dozvola plasmana na berzi vrednosnih papira)	- komisija za registraciju i dozvolu za plasman na berzi vrednosnih papira - razmatranje zahteva i prospekta emitenta, uz koji obično stoji izraženo mišljenje potpore odabrane banke, kao posrednika u emisiji - davanje saglasnosti za registraciju emisije a) dozvola plasmana na berzi vrednosnih papira (vrednosni papiri koji nemaju dozvolu plasmana na berzi predmet su vanberzanske trgovine)
2.	Uvođenje finansijskih instrumenata na berzu (kotiranje i formiranje kurseva)	- određivanje emisionog kursa - određivanje berzanskog kursa (stvarna vrednost kursa) a) formiranje kursa (u tačno određeno vreme, prema utvrđenim uslovima i pravilima) b) iskazivanje kursa (prema propisnim oblicima, iskazuje ga odgovorna osoba na berzanskom mestu prodaje-pult postoje i slučajevi kada kurs nije varijabilan to je tzv. jedinstveni kurs (jednak početni i završni kurs)
3.	Obavljanje berzanskih poslova kupovine i prodaje	- zaključivanje ugovora o posredovanju, davanje posebnog naloga za konkretan berzanski posao - zaključivanje poslova kupoprodaje (promptni, terminski, specifični) - registrovanje poslova kupoprodaje - objavljivanje kupoprodaje - obostrano izvršenje zaključenih usluga

Na berzama se vrši trgovanje i obavljaju sve operacije u vezi sa kupoprodajom vrednosnih papira i to samo onih koji su dobili odobrenje za registraciju i dozvolu plasmana nadležne komisije za vrednosne papire.

Trgovina vrednosnim papirima se može realizovati na berzama u tačno određenom području, ali i izvan berze (vanberzanska trgovina).

Samo ako emitent i sam vrednosni papir ispunjavaju određene uslove nadležna komisija izdaje dozvolu za kotiranje vrednosnog papira i to na osnovu razmatranja podnešenog zahteva. Uvođenje vrednosnog papira na berzu se provodi po izvršenoj registraciji i izdatoj dozvoli za prodaju a obuhvata:

- određivanje berzanskog kursa,
- zaključivanje kupoprodajnih naloga,
- objavljivanje berzanskog kursa

Prema odgovarajućoj metodologiji utvrđuje se berzanski kurs, ali je on u principu cena vrednosnog papira na bazi ponude i potražnje u određenom vremenu i na određenom mestu.

Trgovina na berzi se obavlja na jedan od sledećih načina:

- aukcijska trgovina,
- kontinuirana trgovina,
- hibridni (ukršteni) način

Najzastupljeniji način je kontinuirana trgovina gde se nalozi sklapaju po cenama ponude i potražnje. Smatra se da je posao realizovan kad se postigne tačka podudaranja ponude i potražnje određenog instrumenta tržišta kapitala koji se kotira na berzi.

Obim transakcija na berzi kao i stepen oscilacija (nizak, stabilan, visok) cena vrednosnih papira, indikator su određenog stanja u privredi.

3.5. ELEMENTI BERZANSKOG I REGULISANOG VANBERZANSKOG TRŽIŠTA

Na samoj berzi trgovanje u skladu sa zakonom odvija se u obliku berzanske i regulisane vanberzanske trgovine, uz stroga pravila kojima se regulišu: način započinjanja, sklapanja i izvršavanja poslova (transakcija). Ta pravila donosi berza, rukovodeći se regulativom koju je propisao nadležni organ, za robno-berzansko poslovanje (Ministarstvo za trgovinu).

Pravila se sastoje iz nekoliko celina, od kojih svaka reguliše po jedan deo procesa trgovanja. Tako ona obuhvataju:

- pristup trgovanju na berzanskom i regulisanom vanberzanskom tržištu,

- primanje pojedinih roba na listing na berzanskom i regulisanom vanberzanskom tržištu,
- primanje naloga ponude i tražnje i njihova registracija,
- uparivanje ponude i tražnje i zaključivanje poslova,
- organizacija evidencije trgovanja i saldiranja,
- način obezbeđivanja transakcija,
- način izvršenja poslova, i
- regulisanje eventualnih sporova

Predmet trgovanja na oba tržišta je isti, s tim što postoji razlika u stepenu regulisanosti pristupa tržištu. Osobina robe, jedinična količina, način zaključivanja i izvršenja poslova strogo su propisani i standardizovani na berzanskom tržištu. Na regulisanom vanberzanskom tržištu ostavljena je sloboda učesnicima u pogledu vremena sklapanja posla, ali uz obavezu promptnog izveštavanja berze o svim zaključenim transakcijama.

Terminsko trgovanje, kao sastavni deo berzanskog poslovanja, predstavlja trgovanje hartijama od vrednosti zasnovanim na robi i kao takvo neophodnu sponu između robne i finansijske berze, a trgovanje njima teško se može posmatrati odvojeno od organizovanog tržišta.

Terminska trgovina treba da posluži kao osnovni razlog pristupanja berzi mnogih aktera sa finansijskog i robnog tržišta, koji inače na ustaljeni način posluju na dnevnom tržištu. Da bi ispunila taj zadatak, ona mora da bude do kraja definisana berzanskim aktima – robnim uzansama i pravilima.

Pravila koja se odnose na terminsku trgovinu formiraju se na osnovu:

- 1) robnih uzansi i načina trgovanja pojedinim vrstama robe,
- 2) pravila za trgovanje hartijama od vrednosti

Poseban segment neophodan za razvijanje robno-berzanskog poslovanja je dodatno obrazovanje svih potencijalnih aktera na robnoj berzi. Ova edukacija obuhvata specifičnosti trgovanja robom u dnevnim i terminskim poslovima, a pre svega:

- vrste i značaj organizovanih robnih tržišta u svetu,
- institucionalne okvire za funkcionisanje organizovanog robnog tržišta u zemlji (zakonska i podzakonska regulativa u zemlji, koja direktno i indirektno reguliše poslovanje robama),
- berzanske robe i njihove osnovne osobine (primarne robe po granama proizvodnje na svetskim i na domaćem tržištu),
- berzansku i regulisanu vanberzansku trgovinu robom i simulaciju trgovanja (pravila trgovanja robom – robne uzanse, strategije trgo-

vine robama, zastupanje interesa klijenata na organizovanom robnom tržištu, investicije u robe, vrste rizika i načini izbegavanja),

– učesnike na organizovanom robnom tržištu (posrednici, banke, fondovi – inerventi, država)

3.6. SEKUNDARNA TRGOVINA

Pojam sekundarno tržište se vezuje za tržišta na kojima se trguje već emitovanim HOV ili drugim finansijskim instrumentima. Dok se na primarnim tržištima vrši njihova emisija, odnosno uvođenje nove hartije, na sekundarnim tržištima se vrši njihova dalja preprodaja, ili preciznije rečeno na njima se obavljaju druge i sve naredne transakcije sa već emitovanim hartijama od vrednosti.

Sekundarna tržišta imaju posebno dve funkcije i to:

- **a) Funkciju likvidnosti** – To znači da se na sekundarnim tržištima svi finansijski instrumenti mogu se relativno lako prodati, pa njihovi vlasnici mogu brzo doći do likvidnih novčanih sredstava,
- **b) Funkcija određivanja cene** – To podrazumeva da se na sekundarnim tržištima formira realna tržišna cena. Ovaj proces ima čitav niz pozitivnih efekata, pošto se tako lakše određuje efikasnost poslovanja i upravljanja mnogih učesnika privrednog života. Sa druge strane, to utiče i na uključivanje šireg kruga investitora koji će svoje investicione odluke donositi upravo na bazi formiranih cena na sekundarnim tržištima i očekivanjima o njihovom kretanju u budućnosti.

Kada se sekundarni promet i transakcije obavljaju na berzama, tada se takav promet naziva berzanskim.

Berzanska tržišta znače da se svi poslovi i transakcije vezane za trgovanje finansijskim instrumentima obavljaju na specifičnom mestu, posebno određenom i organizovanom za te svrhe.

Takva mesta nazivamo pojmom – *berza*. Na berzama se vrše kupovine i prodaje različitih oblika berzanske robe ili finansijskih instrumenata i to po unapred utvrđenim pravilima i postupcima i to preko ovlašćenih posrednika – brokera i dilera.

Na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti razlikuju se nekoliko metoda trgovanja:

- 1. Metod preovlađujuće cene,
- 2. Metod kontinuiranog trgovanja,
- 3. Metod minimalne cene

3.6.1. METOD PREOVLAĐUJUĆE CENE

Aukcijski način trgovanja prihvatljiv je za nelikvidna i plitka tržišta, kao za tržišta sa velikim brojem malih naloga, čije su cene sklone većim oscilacijama. Najpoznatiji način aukcijskog trgovanja je **metod preovlađujuće cene** (*Single Price Auction).* Ovaj metod se bazira na:

- Kumuliranju naloga kupovine i prodaje tokom međuaukcijskog perioda
- Održavanju aukcija u ravnomernim, periodičnim ciklusima
- Utvrđenom algoritmu kojim se formira jedinstvena aukcijska cena trgovanja
- Simultanom izvršavanju naloga na osnovu jedinstvene cene formirane na aukciji

Dinamika zakazivanja aukcija zavisi od likvidnosti HoV kojom se trguje, i kreće se od više puta dnevno, do jednom ili dva puta mesečno. Nalozi se prikupljaju između dve aukcije - klijenti ih popunjavaju sa definisanom cenom i dostavljaju brokeru, koja ih unosi u trgovački sistem berze po redosledu prijema.

Trgovanje metodom preovlađujuće cene se sastoji iz sledećih faza:

- ***1. Predotvaranje*** - vremenski period koji je namenjen u sistemu trgovanja za unos i prijem naloga (dužinu trajanja određuje berza). Kada svi nalozi dospeju u sistem trgovanja vrši se njihovo sortiranje, i to prema količini prodaje, prema količini tražnje, zatim prema svakoj od limit cena opadajućim rcdosledom, a nalozi "po tržišnoj ceni" se takođe sortiraju. U fazi predotvaranja ne vrši se utvrđivanje preovlađujuće cene, niti je dozvoljeno uparivanje naloga, odnosno zaključivanje transakcija.
- ***2. Aukcija*** - period (trenutak) utvrđivanja preovlađujuće cene. Prilikom utvrđivanja preovlađujuće cene primenjuju se sledeći kriterijumi:
  - Maksimiziranje obima prometa
  - Minimiziranje razlike između cene koju je moguće utvrditi i indikativne cene

  Netipična situacija koja se može javiti je da se pojavilo više cena po kojima je moguć isti obim trgovanja. Ukoliko nije moguće utvrditi preovlađujuću cenu, indikativna cena za naredni berzanski sastanak ostaje nepromenjena. Indikativna cena je preovlađujuća cena ustanovljena na prethodnom trgovanju ili cena na zatvaranju, što zavisi od metoda trgovanja.

- ***3. Trgovanje i uparivanje naloga*** - Trgovanje je trenutak kada se uparuju nalozi, odnosno zaključuju transakcije po preovlađujućoj ceni. Kod uparivanja prvo se poštuje princip cena, a zatim princip vremena.

  Princip uparivanja po ceni ima sledeći redosled prioriteta naloga:
  - Tržišni nalozi
  - Nalozi sa limit cenom "povoljnijom" od preovladujuće cene
  - Nalozi sa limit cenom jednakom preovladujućoj ceni
  - Između naloga jednakih po ceni, prednost pri realzaciji dodeljuje se ranije ispostavljenom nalogu za trgovanje (vremenski princip).
- ***4. Trgovanje na zatvaranju*** - vremenski period namenjen prijemu naloga po utvrđenoj preovlađujućoj ceni i zaključivanje transakcija. Određuje ga sama berza, ali se nalozi mogu uparivati samo po preovlađujućoj, odnosno indikativnoj (ukoliko preovlađujuća nije utvrđena).

3.6.2. METOD KONTINUIRANE TRGOVINE

Kontinuirano trgovanje. Ako je berza organizovana kao kontinuirano tržište na njoj se nalozi izvršavaju tokom čitavog radnog dana berze. Cene date HoV se tokom radnog dana berze stalno menjaju u zavisnosti od toga u kojoj meri pristižu novi nalozi i u kojoj meri se nalozi izvršavaju. Prema tome, ne proglašava se jedinstvena cena po kojoj se realizuju nalozi, već se nalozi ponude i tražnje susreću i realizuju po različitiin cenama.

Učesnici u trgovini ne moraju biti prisutni u prostorijama berze već mogu da trguju iz svojih kancelarija. Name, učesnici u trgovini imaju kompjutere koji su povezani sa centralnim kompjuterom berze. Oni ubacuju naloge u svoje kompjutere i prosleđuju u centralni kompjuter berze. Centralni kompjuter automatski formira kurs koji odgovara odnosu ponude i tražnje. To navodi na zaključak da je moderna berza zapravo kompjuterska i komunikaciona mreža!

Faze kontinuiranog trgovanja su sledeće:

- ***1. Otvaranje*** - ova faza identična je kao kod metoda preovlađujuće cene;
- ***2. Trgovanje na otvaranju tržišta*** - utvrđivanje cene na otvaranju je istovetno metodu formiranja preovlađujuće cene i u ovom modelu

se zove "cena na otvaranju". Po ceni na otvaranju se realizuju svi nalozi koji mogu biti realizovani po toj ceni;

- ***3. Kontinuirano trgovanje*** - vremenski period u kome brokeri mogu kontinuirano da ispostavljaju naloge za trgovanje i povlačenje. To je nastavak trgovanja po različitim cenama.
- ***4. Zatvaranje tržišta*** - utvrđuje se cena na zatvaranju. Na nekim berzama cena na zatvaranju je cena poslednje transakcije, a kod nekih se koriste modeli za formiranje ove cene npr. prosečna cena ili modeli slični formiranju preovlađujuče cene;
- ***5. Trgovanje na zatvaranju*** - period namenjen prijemu naloga po utvrđenoj ceni zatvaranja i zaključivanje transakcija po ceni zatvaranja.

Nakon utvrđivanja berzanskog kursa, odnosno kotacije određenog efekta, odgovorno lice na berzi je obavezno da ovako utvrđen kurs učini javnim.

Objavljivanjc berzanskog kursa se vrši u berzanskim biltenima, novinama ili dostavljanjem berzanskog izveštaja na određeno mesto koje je dostupno javnosti. U današnjim, savremenim uslovima poslovanja, sve kotacije sa jedne berze se elektronski prenose u zajednički kompjuterski centar iz koga se vrši dalja distribucija svim zainteresovanim učesnicima – članovima tog centra.

3.6.3. METOD MINIMALNE CENE

Ovaj metod se primenjuje samo u sekundarnom trgovanju akcijama na slobodnom berzanskom tržištu. Ovim metodom se prodaju akcije iz portfolija Akcijskog fonda. Broker koji zakazuje trgovanje po ovom metodi mora da bude ovlašćen od strane Akcijskog fonda i u tom slučaju nudi na prodaju minimalno 10%, a maksimalno 15% akcija Firme.

Izuzetno od prethodno navedenog, na obrazložen zahtev Akcijskog fonda, Direktor Berze može odobriti trgovanje metodom minimalne cene i kada prijavljena ponuda akcija, objedinjena po ceni iznosi manje od 10%, odnosno više od 15%.

Ovaj metod podrazumeva da svaki potencijalni kupac koji pobedi na nadmetanju mora da kupi sve ponuđene akcije minimalno po ceni po kojoj je zakazano trgovanje. Pobeda se odnosi na slučaj kada se pojave dva ili više zainteresovanih kupaca koji će se takmičiti na trgovanju tako što će podizati cenu sve dok ne ostane samo jedan koji je spreman da plati utvrđenu cenu. Tehnologija metoda minimalne cene je:

- Broker prodavaca, zajedno sa akcijskim fondom utvrđuje cenu po kojoj će zakazati trgovanje koje može biti 20% niže od cene postignute na poslednjem trgovanju akcijama te firme,
- Broker prodavaca zakazuje trgovanje na Berzi po utvrđenoj ceni, gde navodi cenu i tačan broj akcija koje će biti ponuđene na prodaju (po toj ceni),
- Po utvrđenom datumu trgovanja, broker prodavaca objavljuje oglas – poziv zainteresovanim kupcima (u dnevnim novinama koje se distribuiraju na teritoriji čitave države), u kome navodi visinu depozita koji potencijalni kupac mora da položi na namenski račun sa prenosivim ovlašćenjem na njega o raspolaganju sredstvima sa tog računa u slučaju da nakon završenog trgovanja kupac ne uplati prodavcu ceo iznos sredstava koji je zaključen na trgovanju,
- Zainteresovani kupac dolazi kod svog brokera, daje nalog kupovine, otvara namenski račun, ovlašćuje depozit (naveden u oglasu), potpisuje ovlašćenje i obezbeđuje sredstva za iznos do koga je spreman da se takmiči da bi kupio akcije,
- Broker kupca prezentira dokaze o uplaćenom depozitu i potpisanom ovlašćenju brokeru prodavca koji mu na osnovu toga izdaje potvrdu sa kojom može da se pojavi na zakazanom trgovanju,
- Na zakazanom trgovanju, pored Brokera prodavca, pojavljuju se brokeri kupaca koji su od njega dobili potvrdu,
- Brokeri kupaca se takmiče podizanjem cene po akciji, u skladu sa Pravilima poslovanja Beogradske berze,
- Vreme trgovanja nije limitirano, što znači da trgovanje traje sve dok ne ostane samo jedan kupac,
- Broker kupca koji je „pobedio“ na trgovanju potpisuje zaključnicu sa Brokerom prodavaca,
- Nakon potpisa zaključnice, Broker kupca dostavlja podatke o svom klijentu – kupcu Brokeru prodavaca,
- Centralni registar dobija podatke o izvršenoj transakciji na Berzi i vrši prenos akcija i novca po metodologiji opisanoj kod metoda „preovlađujuće cene“,
- Rok za uplatu sredstava na račune prodavaca i prenos vlasništva nad akcijama na kupca je tri radna dana od dana trgovanja na Berzi (prema Terminskom planu Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti).

3.7. NALOZI ZA TRGOVANJE

Nalozi za trgovanje koje član Berze ispostavlja na Berzi moraju biti pokriveni, a u skladu sa uslovima cene i količine iz svakog pojedinačnog naloga, bez obzira da li se radi o nalozima kupovine ili nalozima prodaje.

Član Berze dužan je da pre ispostavljanja naloga za trgovanje na Berzi proveri njegovu pokrivenost što podrazumeva:

- 1) pokrivenost naloga kupovine – novčana sredstva uplaćena na namenskom računu za kupovinu hartija od vrednosti do trenutka ispostavljanja naloga kupovine u Belex, kojima je moguće izvršiti obaveze iz naloga kupovine u celosti, i kojima nije moguće raspolagati u druge svrhe, osim u svrhe obaveza preuzetih po predmetnom nalogu kupovine, o čemu se u potpunosti stara i odgovara član Berze koji ispostavlja nalog kupovine u skladu sa Zakonom, podzakonskim aktom Komisije za hartije od vrednosti, ovim Pravilima i aktima Centralnog registra;
- 2) pokrivenost naloga prodaje – provereno vlasništvo i raspoloživost za prodaju hartije od vrednosti na računu koji se vodi kod Centralnog registra do trenutka ispostavljanja naloga prodaje u Belex, kojima je moguće izvršiti obaveze iz naloga u celosti, i kojima nije moguće raspolagati u druge svrhe, osim u svrhe obaveza preuzeti po predmetnom nalogu prodaje, o čemu se u potpunosti stara i odgovara član Berze koji ispostavlja nalog prodaje u skladu sa Zakonom, podzakonskim aktom Komisije za hartije od vrednosti, ovim Pravilima i aktima Centralnog registra;

3.7.1. VRSTE NALOGA

U trgovanju hartijama od vrednosti, članovi Berze mogu ispostavljati sledeće vrste naloga:

- a) po veličini:
  - pojedinačni nalog klijenta,
  - zbirni nalog (skup naloga jednakih po vrsti transakcije, vrsti cene i ceni, vremenu trajanja i uslovima količine),
- b) po vrsti transakcije:
  - kupiti
  - prodati

- c) po vremenu trajanja:
  - dnevni,
  - do određenog dana, u roku trajanja najduže 90 dana,
  - do opoziva – rok trajanja 90 dana
- d) po ceni:
  - limit nalog,
  - tržišni nalog, koji po vremenu trajanja može da bude samo – dnevni,
- e) nalog za povlačenje,
- f) posebni:
  - sve ili ništa,
  - nalog za promenu naloga,
  - nalog sa skrivenom ukupnom količinom,
  - nalog za minimalno izvršenje,
  - sve ili ništa trenutno,
  - stop nalog,
  - na otvaranju,
  - na zatvaranju

Vrste i način ispostavljanja naloga koje član Berze može ispostaviti na Berzi u zavisnosti od vrste hartija od vrednosti, metode trgovanja, faze trgovanja i drugih uslova, svojom odlukom utvrđuje Upravni odbor Berze, ako isti već nisu utvrđeni ovim Pravilima.

Ispostavljeni nalozi za trgovanje povlače se ispostavljanjem naloga za povlačenje.

Član Berze može u svakom trenutku u toku berzanskog sastanka povlačiti prethodno ispostavljene naloge za trgovanje, odnosno nerealizovane količine iz prethodno ispostavljenih naloga za trgovanje, osim kada je nalog u fazi realizacije, odnosno kada to pravilima metode trgovanja predmetnom hartijom od vrednosti nije dozvoljeno.

Berza može poništiti naloge za trgovanje člana Berze u sledećim slučajevima:

- a) prilikom zaustavljanja trgovanja,
- b) privremenog obustavljanja trgovanja ili isključenja hartija od vrednosti sa vanberzanskog tržišta, odnosno brisanja sa listinga,

- c) prilikom suspenzije člana Berze,
- d) po pisanom ovlašćenju člana Berze, ukoliko usled nestanka električne energije, prekida telekomunikacionih veza ili drugog opravdanog razloga dođe do prekida u telekomunikacionoj vezi Berze i člana Berze,
- e) u drugim slučajevima u skladu sa ovim Pravilima i drugim aktima Berze

3.8. ZAKLJUČENJE BERZANSKOG POSLA

Za berzanske poslove se negde ne zahteva nikakva posebna forma, a negde se to zahteva. To pitanje se reguliše berzanskim pravilima.

3.8.1. KLIRING I SALDIRANJE

Posao koji se zaključi na berzi mora da bude saldiran. Tu počinje delokrug treće funkcije berze: kliring i saldiranje. Krajnji cilj transakcije je registracija transfera vlasništva i prilivi/odlivi sredstava na računima. U klirinškoj instituciji vode se računi svih učesnika u trgovanju. Takođe, vode se i računi pojedinih predmeta trgovanja. Tako se, u stvari. uspostavlja dvojno računovodstvo. Obračun (clearing) i izvršenje (saldiranje) je u stvari proces upoređivanja i potvrde zaključenih kupoprodajnih operacija i izvršavanje istih kroz transfer hartija na račun kupca, a novčanih sredstava na račun prodavca.

U savremenim uslovima, sve veći značaj imaju centralni registri kao specijalizovane institucije koje se bave registracijom izdatih hartija od vrednosti.

3.8.2. ZAKLJUČNICE

Nakon i zaključenja transakcija na berzi, Centralni registar hartija od vrednosti dobija zaključnice na osnovu kojih se vrši kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu. Iz navedenog se može zaključiti da Centralni registar hartija od vrednosti pored prostog uknjižavanja hartija od vrednosti vrši i funkciju kliringa. Kliring i saldiranje novčanog dela transakcije vrši se na nivou člana, i to po neto principu, a kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti se vrši na nivou klijenta po bruto principu. Na taj način članovi CR ne moraju da imaju novac u

visini svih transakcija odnosno vrši se "prebijanje" svih novčanih obaveza i potraživanja za sve transakcije (u istoj valuti) koje se saldiraju istog dana.

U slučaju trgovanja hartijama od vrednosti na berzi, pre davanja naloga za trgovanje, član Centralnog registra hartija od vrednosti je dužan da izvrši prenos tih hartija sa vlasničkog na trgovački račun klijenta, a sa trgovačkog računa se hartije od vrednosti prenosi: na novog vlasnika.

Na osnovu dobijenih zaključnica sa berze, Centralni registar hartija od vrednosti formira upit za saldiranje u vidu elektronske poruke, i dostavlja tu poruku članu koji je naznačen u zaključnici kao *depozitar hartija* (član CR koji je otvorio račun hartija od vrednosti svom klijentu i koji mu pruža usluge u procesu kliringa i saldiranja transakcije) ili *depozitar novca* (član CR koji je otvorio novčani račun klijentu i koji mu pruža usluge u procesu saldiranja novčanog dela transakcije) da bi je taj član konfirmirao. Na ovaj način je omogućeno da pre konačnog saldiranja članovi jednom izvrše formalnu proveru tačnosti podataka koji su navedeni u zaključnici, ali i mogućnost da klijent kontroliše rad svog brokera tako što će mu saldiranje transakcija raditi drugo lice (kastodijan) nezavisno od brokerske kućc koja samo zaključuje transakcije.

Transakcije zaključene na berzi po pravilu se saldiraju treći dan nakon trgovanja (l + 3), a do tog dana klirinški član koji je preuzeo obavezu saldiranja transakcije potvrđujući primljenu poruku (upit za saldiranje), dužan je da na račun CR položi određeni iznos novčanih sredstava kao garanciju da će svoju obavezu blagovreineno ispuniti (marginski poziv).

Na dan saldranja, CR vrši prenos hartija sa trgovačkog računa prodavca na vlasnički račun kupca, istovremeno sa plaćanjcm (*DVP delivery versus payment princip*).

Posle izvršenog saldiranja Ccntralni registar hartija od vrednosti vrši obračun provizije, tako da banka koja isplaćuje novčana sredstva može ta sredstva odmah transferisati brokerima, berzi i Centralnom registru hartija od vrednosti. Na ovaj način je značajno olakšano prikupljanje provizija.

Potrebno je naglasiti da je na razvijenim finansijskim tržištima ostvarena dematerijalizacija finansijskih instrumenata.

Za izvršenje berzanskih terminskih poslova od velikog je značaja klirinška kuća koja se pojavljuje kao garant izvršenja obaveza iz zaključenih poslova. Berzanski posrednici su dužni da prijave klirinškoj kući zaključene terminske poslove. Neizvršenje ove obaveze povlači ništavnost zaključenog posla. Kada je reč o terminskim poslovima pravilo je da berze zahtevaju polaganje određenih sredstava (margine - otvaranje marginskog računa) na ime obezbeđenja izvršenja posla.

Klirinška kuća pojavljuje se kao suprotna strana svakom pojedinačnom učesniku u trgovanju, u svakoj pojedinoj transakciji, i na taj način oslobađa i kupce i prodavce od daljih direktnih obaveza jednih prema drugima - njihovo je samo da zaključe posao, dogovore se o ceni i količini predmeta trgovanja.

Da bi se ograničio rizik i sprečilo da berzanski učesnici stiču terminske pozicije koje ne bi bile u skladu sa njihovim finansijskim mogućnostima od njih se zahteva da polože odgovarajuće pokriće čija visina odgovara u određenom procentu iznosu obaveze koja je preuzeta zaključenjem ugovora. HoV koje služe kao pokriće mogu da budu samo one hartije koje se kotiraju na berzi i koje mogu lako, u slučaju potrebe, da se realizuju.

3.9. BERZANSKO IZVEŠTAVANJE

Berzansko izveštavanje je proces (ukupnost radnji) berze i njenih članova, kojim se učesnicima berzanske trgovine daju podaci značajni za tu trgovinu. Zavisno od sredine u kojoj se sprovodi, ono može da bude unutrašnje obaveštavanje i obaveštavanje javnosti.

Unutrašnje obaveštavanje – Obaveštavanje unutar berze je dvosmeran proces između berze i njenih članova. Berza je dužna da obaveštava članove o svim pitanjima značajnim za trgovinu vrednosnicama, kako bi bila efikasnija. Članovi su dužni da je obaveštavaju o svom poslovanju na njenom tržištu, kako bi joj omogućili, da stvori celovitu predstavu o berzanskom prometu i svojoj ulozi u njemu.

Zakon o tržištu hartija obavezuje naše berze da uspostave informacioni sistem, koji omogućava svim članovima jednak pristup podacima značajnim za trgovinu, u kome svi mogu istovremeno i ravnopravno da daju svoje kupovne ili prodajne naloge. Berza je dužna da članovima pruža obaveštenja o pet vrsta podataka:

- 1) o kotiranim hartijama, jer mora da članove blagovremeno obavesti o hartijama koje je primila u kotaciju ili ih je iz nje isključila, njihovim osobinama i izdavaocima, kako bi im omogućila da se uključe ili isključe iz trgovine njima;
- 2) o organizovanju trgovine (npr. mesto i vreme aukcije, početni kursevi, metodi kotiranja i drugo);
- 3) o članstvu, kao što je spisak članova sa podacima o ličnim obeležjima, upravi, službenicima ovlašćenim za trgovinu (brokeri) i drugo;

- 4) o tekućim događajima u kotaciji (tzv. lebdeće informacije), kao što su podaci o trenutno postignutim kursevima, zaključenim poslovima, njihovom obimu i slično;
- 5) o podacima koje daje javnosti (npr. kroz objavljivanje kursne liste).

Sa svoje strane, članovi su dužni da berzu izveštavaju o nalozima koje dobijaju od klijenata, o zaključenim i obavljenim berzanskim poslovima i o svojim ličnopravnim promenama, značajnim za berzansku trgovinu (npr. o promenama ovlašćenja u trgovini, delatnosti, firme, sedišta, uslova za članstvo). Bliža pravila o unutrašnjem obaveštavanju sadrže pravila svake pojedine berze.

Obaveštavanje javnosti – Dok je unutrašnje obaveštavanje značajno za efikasno i sigurno poslovanje berze, dotle je obaveštavanje javnosti značajno za podsticanje stanovništva na ulaganje u hartije od vrednosti, stvaranje njegovog poverenja u berzansko poslovanje i efikasan nadzor nad tim poslovanjem. Berza obaveštava javnost pod nadzorom Komisije za hartije od vrednosti, koja može da zabrani objavljivanje ili da naloži ispravku izveštaja i podataka, koje smatra nepotpunim ili netačnim. Javnost se obaveštava pre svega objavljivanjem kursne liste. Nju je berza dužna da utvrdi svakog dana sa podacima o hartijama kojim se tog dana trgovalo, da je dostavi Komisiji i da je objavi u svojim prostorijama i najmanje u dva dnevna lista koji se prodaju na celom području države.

Kursna lista je lista (spisak, pregled) kurseva svih hartija, kotiranih u određenoj berzi, koju ona izdaje, na kraju dana u kojem se trgovalo. Njenim izdavanjem se zadovoljava interesovanje javnosti u vezi sa kretanjima cena (kurseva) na tržištu vrednosnih papira. Kursna lista mora da bude tako sastavljena da, po formi, omogućava preglednost, sistematičnost, urednost, tačnost i svaobuhvatnost svojih podataka. Mora da bude jasna prosečno obrazovnom licu, kako bi je razumeo što veći broj ulagača. Formu i sadržinu kursne liste uređuje svaka berza svojim pravilima.

Kursna lista je obično izdeljena na više delova, od kojih je svaki namenjen određenoj vrsti podataka. Osnovna podela je na deo o kursevima i deo o raznim drugim obaveštenjima, značajnim za berzansku trgovinu.

3.10. VANBERZANSKO TRGOVANJE

Predmet – Načelno, predmet vanberzanske trgovine mogu da budu sve hartije od vrednosti, koje nisu primljene u kotaciju ni jedne berze u zemlji o čijem tržištu se radi. Nije značajno da li se njima trguje javno ili privatno i da li se prodaju u emisiji, ili nakon nje (u preprodaji). Uobičajeno je da se

vanberzanski trguje najviše obligacionim hartijama (obveznice i zapisi), i to pretežno državnim papirima. Međutim, i akcije kompanija koje nisu primljene u kotaciju ni jedne berze, predmet su vanberzanske trgovine. Drugi finansijski instrumenti koji nisu vrednosni papiri (finansijski derivati – fjučersi, opcije, svopovi i dr.) u našem pravu mogu da budu predmet samo berzanske trgovine. Izuzetno, njima može da se trguje i van berze, ali samo bez javnog oglašavanja ponude ili tražnje, između profesionalnih trgovaca (brokersko-dilerska društva, banke, društva za upravljanje, penzioni i drugi investicioni fondovi) uključujući i državu, pod uslovom da su po prirodi (osobinama) takvi da omogućavaju pouzdanu trgovinu van berze.

Uporedno pravo različito uređuje mogućnost da predmet vanberzanske trgovine budu hartije koje su primljene u kotaciju neke berze. Jedne berze potpuno zabranjuju svojim članovima da vanberzanski trguju ne samo hartijama kotiranim u njoj, već i hartijama koje nisu u njoj kotirane. Smatra se da njihovi članovi imaju dovoljno posla u berzi, te da im nisu potrebni dodatni prihodi u vanberzanskoj trgovini. Time bi mogli da naruše svoju odanost berzi, što bi stvaralo mogućnosti za zloupotrebe i urušavanje berze. Druge berze im to dopuštaju, ali samo van svog radnog vremena. Najzad, treće im to dopuštaju i za vreme radnog vremena berze, ali ne u isto vreme kad se odvija berzanska trgovina tim hartijama (npr. ne u aukcijske dane predmetnih hartija).

Način trgovine – Bitna odlika vanberzanskog tržišta je njegova pogodbenost. To znači da se kupoprodaje na njemu zaključuju nagodbom ugovornika, onako kako se nađu i sporazumeju o sastojcima ugovora (vrsta, broj i cena hartija). Zbog toga su cene u mnoštvu vanberzanskih kupoprodaja promenljive. Nasuprot tome, berzanska trgovina je aukcijska, tako da se njom postiže „ravnanje“ (ujednačavanje) cena na tržištu.

3.11. INFORMISANJE - MARKETING

Na kraju tehnološkog lanca berzanskog poslovanja stoji marketing. Ova se funkcija razvila tek u novije vreme. Prvobitno, nastala je kao informisanje odnosno obaveštavanje o onome šta se na berzi dešava. Kao javno i transparentno tržište, berza je morala da omogući da svi podaci koji su za određeni predmet trgovanja značajni, dopru do što šireg kruga zainteresovanih i potencijalno zainteresovanih.

Širenje informacija kreće se po šemi koja je istovetna sa šemom pristupa berzi i trgovanja na njoj. Najširi krug predstavlja tržište u celini i berza za ovaj segment obrađuje i prezentira samo osnovne podatke, koji se odnose

na količine i cenu određenih predmeta trgovine. Ovo je neophodno zbog toga što su cene koje se formiraju na berzi reperne cene za određene predmete trgovanja, prema kojima se ravnaju svi koji dolaze u dodir sa tim hartijama od vrednosti i robama. Ovu delatnost berza organizuje kroz redovne dnevne izveštaje koji se objavljuju preko novinskih kuća.

Sledeći nivo predstavljaju klijenti posrednika, kojima berza treba da učini dostupnim sve podatke vezane za one predmete trgovanja, sa kojima su oni neposredno povezani, bilo kao emitenti ili investitori. Konačno, najuži krug odnosi se na same članice berze, koje bi trebalo da budu u mogućnosti da dobiju podatke o svim predmetima trgovanja i njihovim emitentima. Više od toga mogu da znaju službenici berze i organi države zaduženi za nadzor i regulisanje ovog dela tržišta. Bitno je da informacije namenjene užem nivou ne dopru do nekog sa šireg nivoa.

Funkcija marketinga u pravom smislu reči postaje aktuelna za berzu tokom poslednje decenije, kada se na prostoru Srednje i Istočne Evrope ponovo osnivaju berze. Ovaj proces nije išao po dotadašnjoj šemi razvitka – spontano, od samog tržišta, odozdo na gore, nego naprotiv, planski, odozgo na niže. Zbog osobina institucije berze i berzanskog načina trgovanja, moralo se voditi računa o potrebama i specifičnostima određenih tržišta, kako bi berza bila usklađena sa njim.

Tako se došlo i do potrebe marketiranja berze, radi njenog što boljeg pozicioniranja na tržištu. Otuda poseban značaj praćenja tržišnih kretanja, prikupljanja i analize podataka sa tržišta. Zahvaljujući takvim podacima, berza može na najbolji način da projektuje svoju ulogu na tržištu. U tom smislu su i neke razvijene berze razvile ovu delatnost, kako bi stalno poboljšavale svoju delatnost i prilagođavale se potrebama svojih članica, nastalim na tržišnim kretanjima. U ovom domenu je jedan od najpoznatijih, na primer, i Njujorški finansijski institut, nastao uz Njujoršku berzu hartija od vrednosti.

Ova se delatnost time ne završava. Naprotiv, može se reći da prkupljanje i analiza podataka predstavljaju bazu za dalju delatnost. Prvi pravac te delatnosti je prema najširem tržištu gde berza mora da bude stalno prisutna, ili bar što je moguće češće, radi postepene edukacije.

Drugi pravac je prema potencijalnim klijentima berzanskih posrednika, pošto od njih dolazi impuls za aktivnost i na samoj berzi. Treći pravac je prema samim berzanskim posrednicima kojima se mora obezbediti na što efikasniji način delatnost na tržištu, i to počevši od samog osnivanja. Što je veća njihova aktivnost, veća je i aktivnost berze.

Konačno, poseban pravac predstavlja lobiranje unutar institucija sistema, a pre svega unutar nadležnih državnih institucija. Njihova aktivnost u

ovom segmentu tržišta može presudno da utiče na razvoj berzanske delatnosti i na njeno obezbeđivanje. Pre svega, poželjno je obezbediti da se država angažuje u neposrednom trgovanju. Ovo može biti opredeljujuće u prvom periodu po osnivanju berze, za njen dalji opstanak.

Uspostavljanjem četiri funkcije berze može se smatrati da je berza ustanovljena u svorn centru. Za njeno uspešno funkcionisanje, odnosno za postavljanje celokupnog sistema berzanskog poslovanja neophodno je uz funkcije u centru berze, pomagati i omogućavati izgradnju brokerske mreže - članova berze i zajedno sa tim posredničkim kućama raditi na ukupnom pozicioniranju na tržištu u celini.

Danas je nemoguće organizovati berzansko trgovanje bez jake informatičke podrške. Ona prati sve četiri funkcije berze, povezuje ih u jednu celinu i omogućava vezu sa okruženjem preko podržavanja mreže komunikacija. U tehničkom smislu, berze danas zahtevaju punu integrisanost od svih koji dolaze u dodir sa berzanskim poslovanjem, sa njenim informatičkim sistemom. To važi kako za same posredničke kuće, tako i za njihove klijente, te za medije koji prate berzansku aktivnost.

3.12. BERZANSKI INDEKSI

Da bi investitori mogli da donose pravilne i adekvatne odluke o plasmanu kapitala u hartije od vrednosti, potrebno je da prate promene cena hartija na svim poznatim berzama u svetu. Najpogodniji analitički alati za to su berzanski indeksi - ili proseci. Ustvari dnevne promene cena akcija i obima trgovanja sa svakom pojedinačnom akcijom, pre svega tiču se akcionara i investitora, a ono što se odnosi na celokupnom tržištu kao celini, njegov lagani rast, stagnaciju, ili dramatičan pad, odražava ono što se događa u privredi te zemlje.

Za praćenje tržišnih aktivnosti i da bi se uopšte izmerila tržišna kretanja koriste se indeksi-proseci. Njih obično sačinjavaju berze, rejting agencije i druge ustanove ili specijalizovane institucije koje imaju objektivne kriterijume za izbor hartija koje ulaze u njihovu indeksnu korpu ili možda obuhvataju sve posmatrane hartije od vrednosti sa kojima se trguje.

To su pre svega tržišni indikatori na finansijskim tržištima, koji se koriste kao popularan vid za prikazivanje kretanja cena akcija i obveznica, odnosno da daju odgovor na pitanje, šta se dešava na finansijskom tržištu. Indeksi mogu biti koncipirani tako da predstavljaju celo tržište ili neke delove tog tržišta. Zainteresovani investitori koji žele da saznaju podatke koji su

im potrebni o akcijama na nekom tržištu, mogu koristiti različite indekse kako bi saznali ono što ih interesuje. Investitori svoju pažnju mogu usmeriti na indekse koji pokazuju kretanje cena u okviru neke industrijske oblasti, u okviru kretanja cena hartija neke kompanije, ili neke vrste hartije od vrednosti. Indeksi mogu dati informacije o najnižoj ili najvišoj ceni neke hartije, o promeni tržišnih cena u odnosu na predhodni dan ili u odnosu na predhodnu godinu, o obimu trgovanja i mnogim drugim podacima.

Sa aspekta matematičkog izražavanja, indeksi se računaju kao odnosi posmatranih prema baznim ponderisanim prosecima cena izabranih hartija od vrednosti. Indeksi obično prate tri vremenska perioda: promene u odnosu na predhodni dan, u odnosu na predhodnu godinu i u odnosu na period od prošlog decenbra pa na ovamo. I ako prate različite kombinacije akcija ili drugih hartija i iskazuju različite brojke, njihovi iskazani trendovi i šabloni skoro da su slični. Svakako da stopa rasta može biti različita za različite hartije, ali ako je tržište zabeležilo rast u nekom periodu to znači da je većina akcija (hartija) zabeležilo takođe rast cena.

Inače u svetu postoji znatno veliki broj različitih berzanskih indeksa. Postoje različiti kriterijumi njihove podele, počev od toga kako su nastali do toga na kojim tržištima i geografskim prostorima postoje.

Jedan od najstarijih i najpopularnih indeksa u svetu je *Dau Džons* sistem indeksa u SAD. Njegovo osnivanje se vezuje za 1882. g, a u početku je uprosečavao cene 11 akcija železničkih kompanija, a kasnije se taj broj menjao da bi danas obuhvatao akcije 30 kompanija. U Dau Džons indekse ulaze kompanije sa Njujorške berze (NYSE).

Svi prethodni indeksi koje objevljuje dnevno *The Wall Street Journal* čitaju se na sličan način. Naime, svaki indeks prati se u odnosu na prethodni dan, prethodnu godinu i od kraja prethodne godine do određenog dana.

Ranije se vrednost akcija na NYSE izražavala u celom dolarskom iznosu, a centi su prikazivani razlomkom.

Na primer, ako je najviša cena akcije McDonaldsa (Hi) u prethodne 52 nedelje iznosila 26 i jedna četvrtina, to znači da je vrednost bila 26,25 USD, odnosno ako je najniža cena (Lo) iznosila 20 dolara i sedam osmina, to znači da je vrednost bila 22,875 USD.

Sada se vrednost akcija na NYSE daje u celom dolarskom indeksu, a centi se ne prikazuju razlomkom, već punim iznosom.

Na koji se način čitaju izveštaji o trgovini akcijama na NYSE može se videti na primeru iz sledeće tabele, u kojoj se daje prikaz nekoliko izabranih korporacija.

Izvod izveštaja o trgovini akcijama na NYSE
(izabrane korporacije) $

52 Weeks		Stock	Sym	Vid		PE	Vol 100$	Hi	Lo	Close	Net Chg
Hi	Ko			Div	%						
86^{25}	86^{25}	Alcatel ADS	ALA	42	.6	.....	12611	66^{63}	64	65^{50}	-0^{44}
66^{94}	32	Boeing	BA	.56	.9	25	26941	61^{66}	59^{44}	6019	$+1^{44}$
30^{25}	14	Coca-Cola Ent	CCE	.16	1.0	37	4861	15^{63}	15^{13}	15^{25}	...
58^{31}	41^{31}	Delta Air	DAL	.10	.2	4	5787	42^{94}	41^{56}	42^{94}	$+0^{63}$
53	43^{75}	Hewlett Pk	Wi		...	...	9	46^{88}	46^{13}	46^{88}	$+1^{44}$
35^{81}	18^{44}	INC Pharm	ICN	.29	.8	...	16360	37^{88}	35	37^{75}	$+2^{88}$
25^{13}	21^{65}	McDonald's	Sbdb	1.88	7.9	...	38	23^{88}	23^{63}	23^{75}	$+0^{06}$
58^{50}	25^{81}	Nike B	NKE	.48	1.2	...	6067	40^{44}	38	39^{44}	$+0^{94}$
108^{25}	64^{50}	Toyota Mtr	TM	.43e	.5	...	83	79^{75}	79^{69}	79^{69}	-1^{01}
90^{94}	18^{75}	Waters Cp	WAT		...	71	9713	74	72^{63}	72^{63}	$+2^{50}$

Izvor: The Wall Street Journal Tuesday, October 17, 2008. p. C5, C6, and C7

Ukoliko se posmatra korporacija Mc Donald's iz prethodne tabele, oznake iz izveštaja imaju sledeće značenje:

52 Weeks

Hi Lo
25^{1} 21^{6}

Ova oznaka stoji ispred skraćenog naziva korporacije i označava najvišu i najnižu cenu akcija u protekle 52 nedelje.

Najviša cena akcija McDonald's-a u ovom periodu bila je 25^{1} (25,13$), a najniža 21^{6} (21,63$).

To znači da je raspon između najveće i najniže cene 16,18% u odnosu na prethodni period.

Ova cena akcija bila je relativno stabilna. Međutim, ukoliko bi došlo do cepanja akcija kolebljivost bi bila veća i to se označava sa **s** na margini, kao što je to slučaj u prethodnoj tabeli kod Waters.

Stock

Ovde je dat pun naziv korporacija čije akcije kotiraju na berzi.

Sym

Ovde je dat skraćeni naziv korporacije čije se akcije kotiraju na berzi.

YLD

Div %

1,88 7,9

Ovde je prikazan iznos dividende po akciji u $ i u %.

PE

Ovo je racio cene i čiste dobiti (price - earnings ratio) koji pokazuje odnos između cene akcije i čiste dobiti ostvarene u poslednja četiri kvartala.

Vol

100s

38

Ova oznaka predstavlja obim prodatih akcija na berzanskom sastanku pre objavljivanja kursne liste u stotinama (38.100 = 3 800 akcija).

Hi Lo

2388 2363

Ovo je najviša i najniža cena akcija tokom dana. Najviša je 23^{88} (23,88$) a najniža 23^{63} (23,63$).

Close

Ovo je cena na zatvaranju, koja iznosi 23^{75} (23,75$).

Net

Chg

Prethodna oznaka predstavlja čistu razliku u odnosu na cenu na zatvaranju postignutu prethodnog dana. S obzirom da je cena na zatvaranju postignuta prethodnog dana bila 23 6, razlika je 0^{0} (23 75 - 23 6).

Kada investitori kupuju akcije, tražnja se povećava i tržište ima uzlazni trend. Stabilnost tržišta akcija zavisi od mnogih faktora, a najznačajniji su ekonomski i politički.

Drugi važan i poznati ideks u SAD, je Standar i Pur koji takođe prati cene akcija 400 industrijskih, 20 transportnih, 40 finansijskih kompanija, kao i 40 kompanija koje pružaju javne usluge. U ove indekse uključene su akcije sa NYSE, AMEX (Američka berza), kao i akcije sa vanberzanskog - OTC – tržišta. Ove indekse kao pokazatelje koriste najveći investitori.

Pored ovih, na Američkom tržištu postiji još mnog drugih indeksa kao što su: NASDAQ, WILSHIRE, Amex Market Value Index, (Frank Russel index 2000--ovo je specifičan indeks zbog toga što pokazuje promene cena akcija malih kompanija) itd.

Takođe u svakoj zemlji, svaka berza ima svoj indeks koji koriste investitiri i svi drugi koji prate kretanje cena na finansijskim tržištima.

U Velikoj Britaniji, glavni berzanski index, među većim brojem indeksa koji koji se objavljuju na Londonskoj berzi je FS-SE 100.

U Japanu najpoznati je Nikkei index, u Nemačkoj DAX, Francuskoj CAC GENERAL INDEX, a u Hong Kongu SAN HENG INDEX.Indeks Meksičke berze nosi naziv IPC, Astraliske berze ASX, Singapurske berze SES, a berze u Kanadi-Torontu TSE .

U Švajcarskoj se najviše primenjuje indeks SBI a u Italiji najpoznatuiji berzanski indeks je MBI.

U Poljskoj najpoznatiji indeks je WIG, u Rusiji RTS, U Slovačkoj SAX, a u Turskoj IMKB.

Svakako i u zemljama iz našeg neposrednog okruženja organizatori tržišta sa hartijama od vrednosti i druge institucije, objavljuju indekse koji prate kretanje cena, obima trgovanja i drugih pokazatelja na ovim tržištima.

I. Tako na berzi u Bukureštu, investitori mogu koristiti sledeće indekse:

- 1. Indeks BET—prati 10 najlikvidnijih akcija
- 2. Indeks BET—C—uključuje sve akcije kotirane na berzi, izuzev akcija investicionih fondova
- 3. Indeks BET-A—prati kretanje cena investicionih fondova
- 4. Indeks ROTX—prati kretanje cena najlikvidnijih hartija od vrednosti

II. Na Ljubljanskoj berzi postoje tri indeksa:

- 1. SBI 20 - prati kretanje cena 15 najlikvidnijih akcija
- PIX - prati kretanje cena akcija investicionih fondova
- BIO - index obveznica

III. Na berzi u Skoplju može se pratiti cenovni indeks MBI—10, koji uključuje 10 najlikvidnijih akcija

IV. Na Zagrebačkoj berzi mogu se pratiti dva indeksa:

- 1. CROBEX - prati cene najeminentnijih izdavalaca
- 2. CROBIX - indeks obveznica

V. Na Sarajevskoj berzi prati se indeks SASX-10 , a na Berzi u Banja Luci indeks BIRS.

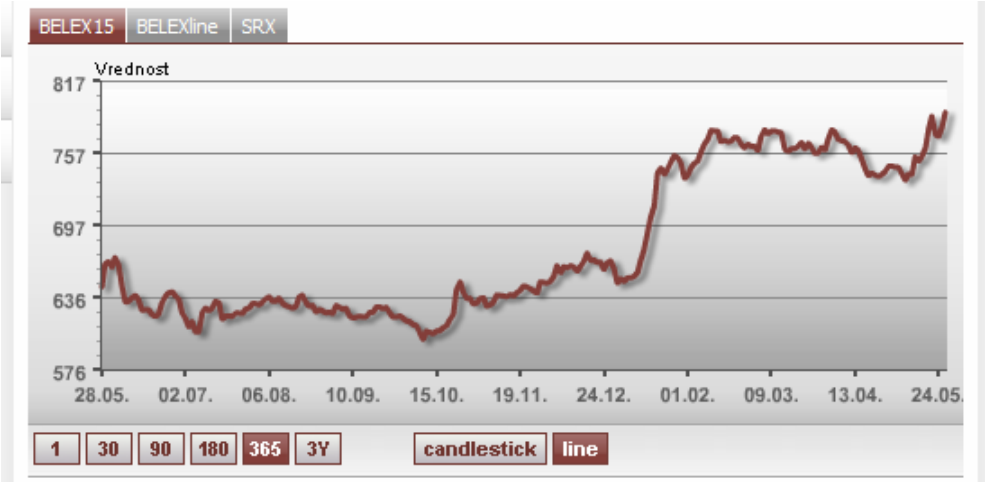
VI. Na Beogradskoj berzi se pojavljuju sledeći indeksi:

BELEX fm (BELEX line), BELEX 15, BELEX sentiment

Tokom 2007. godine Beogradska berza je predstavila novi indeks pod nazivom BELEX line koji je nasledio BELEX fm kao prvi indeks Beogradske berze. Beleks line predstavlja kretanje cena reprezentativnog uzorka hartija od vrednosti kojima se trguje. Ovaj indeks je pružao invenstitorima precizniju sliku opštih performansi akcija sa kojima se trguje. Osnovna karakteristika tržišnih indeksa jeste da oni ne govore kako će se cene kretati u budućnosti, već pokazuju koliko su cene akcija promenjene u odnosu na predhodni period. Ovi indeksi imaju ex post, a ne *ex ante* karakter. Na osnovu promena indeksa, investitori nastoje da predvide kako će se u narednom periodu kretati cena akcija.

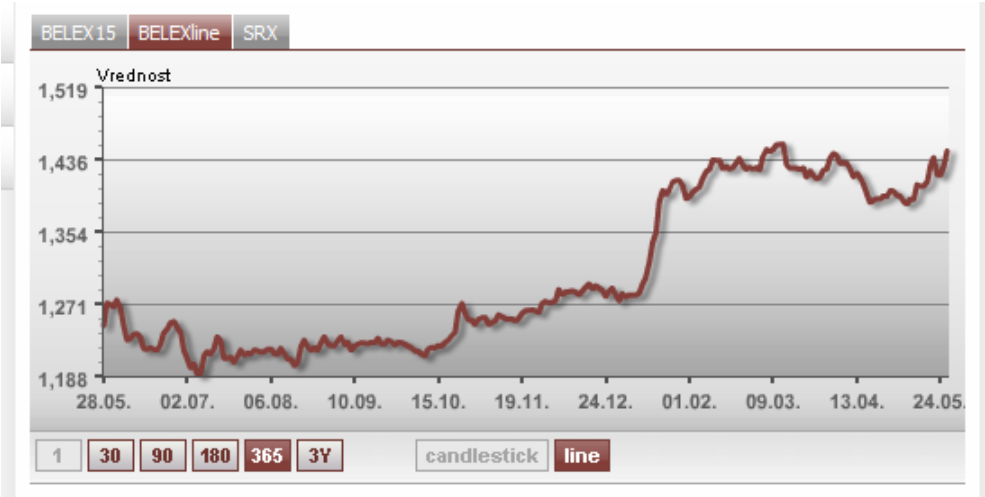
BELEX 15[49]

U cilju što veće i bolje informisanosti investicione javnosti, i u nameri da se poboljša uporedivost podataka na Beogradskoj berzi, kreiran je indeks BELEX 15. To je indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom, koji se ne prilagođava za isplaćene dividende. Namena indeksa je da meri promene cena akcija na berzanskom i slobodnom berzanskom tržištu, kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja, a koje su predhodno zadovoljile kriterijume za uključivanje u indeksnu korpu.Indeks mogu koristiti svi oni koji analiziraju kretanje cena na Berzi, počev od portfolio menadžera, analitičara, stručne javnosti, investitora i svih drogih zainteresovanih lica.



Na Beogradskoj berzi kreiran je i indeks Belex line, koji investitorima pruža precizniju sliku opštih performansi akcija kojima se trguje na berzi.

[49] www.belex.co



BELEX sentiment

Ovaj berzanski indikator predstavlja pokazatelj koji prezentuje očekivanja investitora i drugih tržišnih analitičara na finansijskom tržištu u Srbiji.Osnovni zadatak BELEX sentimenta jeste, da na osnovu anketiranja značajnih učesnika na Beogradskoj berzi pruži informacije, investitorima i drugim zainteresovanim licima, o očekivanjima budućih kretanja na berzi. Prikupljanje glasova od odabranih učesnika obavlja se u poslednjoj nedelji tekućeg meseca za mesec koji sledi. Prvu grupu predstavljaju, 20 najaktivnijih članova berze, rangirani prema vrednostima ostvarenog prometa trgovanja. Druga grupa predstavlja stručna javnost sastavljena od fakulteta i instituta. Treća grupa glasača biće uključena iz šire javnosti. Objavljivanje vrednosti BELEX sentimenta vrši se prvog radnog dana u mesecu za koji se dotični indikator odnosi. BELEX sentiment ima bazu 100, a vrednosti se mogu kretati od 0 do 200. Ako je vrednost indikatora iznad 100, to ukazuje na pozitivna očekivanja tržišnih učesnika, a ako je manja od 100, izražava negativna očekivanja.

Pored ovog indikatora postoje još tri na koje želimo da ukažemo, a to su: FIT, FIB i FIS.

FIT, predstavlja učešće stranih investitora na Beogradskoj berzi, pa njegove vrednosti govore o smanjenju ili povećanju stranih investicija na domaćem tržištu.

FIB, je indikator koji ukazuje na učešće stranih investitora u ukupnom prometu obveznica stare devizne štednje na Beogradskoj berzi.

FIS, ovaj indikator ukazuje koliko je učešće stranih investitora u ukupnom prometu akcija na Beogradskoj berzi.

4. KARAKTERISTIKE NEKIH SVETSKIH FINANSIJSKIH BERZI

Berza u New Yorku (skraćeno NYSE) najveća je svetska berza vrednosnih papira. Na berzi u New Yorku najviše se trguje običnim akcijama, prioritetnim akcijama i derivatnim vrednosnim papirima. Na NYSE se kotiraju finansijski instrumenti velikih i uspešnih kompanija koje imaju dugogodišnju poslovnu tradiciju. Takođe na NYSE se obavlja veliki promet obveznicama. Početak rada berze datira iz 1792 godine, a u današnjoj zgradi posluje od 1903 godine. Na berzi se kotiraju akcije ne samo kompanija čije je sedište u SAD, već i iz drugih zemalja. Berzom rukovodi Odbor upravnika koji broji 27 članova a biraju ga članovi berze. Broj članova berze je ograničen na 1366 i samo članovi berze mogu učestvovati u trgovanju na parketu. Da bi neko postao član na berzi on mora kupiti mesto i dobiti saglasnost za članstvo od drugih članova berze. Pravo vlasništva na mesto ne može se preneti po slobodnoj volji na nekog drugog. Cena mesta na berzi je promenljiva, ali za članstvo pored novca potrebna je i saglasnost drugih članova berze. Postoje dve osnovne kategorije članova. Jedna grupa članova radi za račun svojih klijenata a druga grupa članova posluje sa drugim brokerima i radi za svoj račun. Članovi NYSE obavljaju veoma različite funkcije:

- a) komisioni brokeri, čine nešto manje od polovine članova, a njihova osnovna funkcija je prodaja i kupovina za račun klijenata
- b) brokeri na parketu, poseduju svoje mesto i rade za svoj račun.Oni preuzimaju naloge i izvršavaju narudžbe komisionih brokera zašto i dobijaju deo provizije od komisionih brokera.
- c) dileri (odd-lot dealers) trguju rasparenim akcijama čija količina je nezaokružena-izvan standarizovanog trgovačkog lota.
- d) specijalisti,
- e) brokeri obveznica

Da bi neka kompanija kotirla svoje hartije na ovoj berzi ona mora imati sposobnost da ostvaruje dobit, mora imati značajnu aktivu, značajan položaj u okviru nacionalne ekonomije i značajno mesto u grani kojoj pripada.

Pored ovih opštih zahteva, kompanija mora imati:

- najmanje 2,5 miliona dolara dobiti u predhodnoj godini a 2 miliona dolara u predhodne dve godine
- mora da ima najmanje 1 milion emitovanih akcija koji su u posedu 2000 akcionara, koji poseduju 100 i više akcija u vlasništvu.

– da periodično objavljuje podatke o finansijskom stanju i ostvarenoj dobiti
– da plati odgovarajuću cenu listinga

Ovako strogi zahtevi za registraciju akcija nekog preduzeća, uopšteno se smatraju korisnim kako za samo preduzeće tako i za same vlasnike akcija. Na berzi se trguje sa oko 3000[50] kotiranih akcija, među kojima ima oko trećina akcija stranih kompanija.

NASDAQ-Globalna trgovačka mreža

Elektronski trgovački sistem NASDAQ je kompjuterizovani sistem elektronskih kotacija Nacinalnog udruženja dilera hartijama od vrednosti.

NASDAQ kompjuterski trgovački sistem predstavlja naveći segment vanberzanskog(OTC) tržišta akcija u SAD i omogućava priključke za dilere, market mejkere, brokere i kontrolore.

NASDAQ sistem ima pored terminala i SAD i Kanadi znatan broj i u Evropi, oko 350.000.

Veoma jednostavan pristup i lako ispunjavanje uslova za listing, kao i globalna povezanost, ovom trgovačkom sistemu daju veliki značaj i buduću perspektivu.

AMERIČKA BERZA (AMEX BERZA)

Berza je formirana posle Njujorške berze, odnosno 1817 godine. Tek posle 1920 godine berza doživljava ubrzani rast, posebno u trgovanju sa akcijama i obveznicama. Obim trgovanja na Amex berzi 1960 godine dostiže 50% prometa ostvarenog na Njujorškoj berzi. Pojavom Nasdakq sistema (alektronski trgovački sistem) Amex berza se orijentisala ovom načinu trgovanja. Zahtevi za listing na ovoj berzi su manje rigorozni nego zahtevi za listing na Njujorškoj berzi.

Amex berza je organizovana kao neprofitna korporacija države Njujork i u vlasništvu je svojih članova.[51]

Ostvareni profit na ovoj berzi se ne deli članovima već se zadržava i tako se uvećava neto vrednost korporacije.Berza ima 661 stalnog člana, 203 člana u svojstvu principala opcija i 36 vlasnika sa ograničenim dozvolama

---

[50] Mishkin,F.S i S.G Eakin, 2000 Financial Markets and Institutions,Addison-Wasley, Reading MA

[51] Nenad Vunjak, Ljubomir D Kovačević, Finansijska tržišta i berze,Ekonomski fakultet Subotica, 2009 godina

za trgovanje sa opcijama. Cena stalnog članstva na berzi je promenljiva i svakako niža nego na Njujorškoj berzi. Trgovanje na parketu Amex berze je skoro identično kao na Njujorškoj berzi izuzev trgovanja kije se odnosi sa trgovanje sa opcijama.

Uopšteno može se reći da američka berza predstavlja aktivno tržište hartija od vrednosti i tržište finansijskih derivata koja nisu prisutna na drugim tržištima.

LONDONSKA BERZA

Londonska berza je najveća berza u Velikoj Britaniji a njen rad se vezuje za 1802 godinu, bez obzira što se hartijama od vrednoti trgovalo i tokom 17 veka.

Berza se brzo razvijala igrajući glavnu ulogu u finansiranju kompanija u Velikoj Britaniji u doba industrijske revolucije.U toku 20 veka u Velikoj Britaniji postojalo je više od 20 berzi za hartije od vrednosti, koje su radile nezavisno od Londonske berze.Nakon reorganizacije finansijskog sistema Velike Britanije 1986 godine koji je poznat po nazivu "Veliki prasak" organizovana je Međunarodna berza Ujedinjenog kraljevstva i Republike Irske, a u žargonu je ostao naziv Londonska berza.

Takozvani "Veliki prasak"- deregulacija berze, iz 1986. godine doneo je niz promena:[52]

- sve posredničke firme postale su brokersko-dilerske firme
- napuštena je skala minimalnih provizija i članovi imaju slobodu da proviziju zaračunavaju klijentima prema dogovoru sa njima
- individualni članovi su izgubili pravo glasa
- trgovanje koje se ranije odvijalo licem u lice na podijumu berze, zamenjeni je trgovanjem pomoću kompjutera i telefona iz odvojenih prostorija.
- berza je postala privatna kompanija

Uvođenjem računarskog sistema SEAQ smanjen je obim tgovanja na „parketu" a sve lokalne berze postale su podružnice Londonske berze.

Novi sistemi omogućili su znatno veće brzine u trgovanju i povećali efikasnost rada.

Dobit koju berza ostvaruje od kotacije, članarine, prodaje informacija itd, prema statutu ne deli se vlasnicima, već se koristi za razvoj berze.

[52] Tomislav Brzaković, Tržište kapitala, Ćugura-Print, Beograd, 2007 godina

Londonska berza je dopustila prisustvo punog stranog vlasništva članstva berze kao i neograničeni broj članova berze.

Od članova berze se očekuju visoki standardi u ponašanju-poslovanju, pa se oni biraju svake godine. U koliko član berze nije u situaciji da ispunjava svoje obaveze, to mora javno saopštiti i na taj način mu prestaje članstvo.

Za berzu u Londonu se može reći da je u odnosu na sve druge svetske berze najviše internacionalna. Obim trgovanja akcijama na Lndonskoj berzi, akcijama koje su emitovane u nekim drugim evropskim zemljama znatno je veći nego u zemljama gde je sedište tih kompanija. Na berzi je kotirano više od 2600 kompanija od čega je oko 500 kompanija stranog porekla.

U toku 1995. godine na Londonskoj berzi formirano je tržište nekotiranih hartija od vrednosti"Alternativno investiciono tržište". U stvari to su hartije mladih kompanija koje su u razvoju. Uslovi pristupa na ovom tržištu znatno su fleksibilniji, nego što je to slučaj na klasičnom berzanskom tržištu. Da bi kompanija imala pristup ovom tržištu morala je imati: nominovanog savetnika, angažovanog brokera, pravo raspolaganja akcijama, dokumenta za prijavu na tržište i plaćenu godišnju proviziju.

FRANKFURTSKA BERZA

Frankfurtska berza je najstarija i najveća berza u Nemačkoj. Osnivanje i početak rada berze vezuje se za 1820 godinu. Pored ove berza, postoji još sedam regionalnih berzi, ali više od 70% prometa akcija odvija se na ovoj berzi. Sama berza je podeljena na tri dela koji se razlikuju po stepenu kapitalizacije hartija od vrednosti. Prvi deo predstavlja zvanično tržište na kome se trguje državnim obveznicama i akcijama velikih kompanija. Na drugom delu berze, koje ima status regulisanog tržišta, trguje se hartijama od vrednosti malih kompanija, a na trećem segmentu berze, sa statusom slobodno tržište, trguje se hartijama sa blagim zahtevima za promet. Na berzi se kotira blizu 1000 akcija od čega jednu četvrtinu čine inostrane hartije.

PRAŠKA BERZA

S obzirom na primenjeni model privatizacije(vaučeri), Praška berza bila je najrazvijenija berza u Istočnoj Evropi u početnim periodima tranzicije. Tokom 1996 godine imala je preko 1700 listiranih firmi.[53]

---

[53] Pero B. Petrović, Berze i berzansko poslovanje, Institut za međunarodnu politiku i privredu,Beograd, 2009 godina

Na ovoj berzi je dozvoljen pristup svim emitovanim hartijama u Češkoj, a operativno berza posluje na tri segmenta:

- a) glavno tržište
  - na njemu se kotiraju akcije i obveznice preduzeće, banaka i države
- b) tržište hartija od vrednosti sa blažim kriterijumima za prijem(ne ispunjavaju neke kriterijume)
- c) „slobodno tržište“ na kome se nalazi većina hartija

Praška berza je imala veliku tehničku pomoć iz Francuske, pa je način rada i sistem trgovanja organizovan po modelu Pariske berze

Praška berza je organizovana kao akcionarsko društvo bez učešća države, a u ulozi osnivača nalaze se banke (60%) i brokerske kuće.

OSTALE BERZE U EVROPI I SVETU[54]

Berze u Evropi imaju dugu tradiciju, a najznačajnije berze se nalaze u Madridu, Milanu, Beču, Cirihu, Oslu, Stokholmu, Moskvi, Varšavi i drugim državama.

U Azijskom delu sveta poznate su bereze u Honkongu, Tokiju, Tajvanska berza, Korejska i Singapurska berza.

U Severnoj i Južnoj Americi, značajna je berza u Torontu, Montrealska berza, Meksička berza, Berza u Sao Paolu i Buenos Ariesu.

Pored ovih berzi takođe u svetu funkcioniše veliki broj tržišta na kojima se trguje robom i derivatnim-izvedenim hartijama.

[54] Finansijsko tržište, institucije, procesi,analiza, regulativa, Komisija za hartije od vrednosti, 2005

II. PROCESI NA TRŽIŠTU KAPITALA

1. PRIMARNI PLASMANI

Kao osnovni učesnici na primarnom tržištu kapitala javljaju se emitenti hartija od vrednosti i finansijski posrednici. U Evropskom delu tržišta ulogu posrednika najčešće obavljaju univerzalne poslovne banke, dok u anglosaksonskom modelu ulogu posrednika obavljaju investicione banke (investment banker). Kao indirektni učesnik pojavljuje se nadzorno državno telo koje kontroliše zakonitost celokupnog postupka i izdaje odgovarajuće dozvole.

Sam pojam primarnog tržišta se vezuje za emisiju ili izdavanje pojedinih finansijskih instrumenata, za njihovu prvu prodaju i uvođenje na tržište. Samo primarno tržište podrazumeva propisane načine na koje emitenti (privredne organizacije, država, lokalni organi vlasti) mogu da emituju akcije ili obveznice radi prikupljanja kapitala za finansiranje svojih potreba.

Primarno tržište i emitovanje hartija od vrednosti su veoma važne i kompleksne oblasti: zbog toga one zahtevaju postojanje određenih institucionalnih uslova kao što su: razvijeno finansijsko tržište, efikasne finansijske institucije i posredne, definisane računovodstvene propise i procedure za ocenu boniteta, postojanje klirinške kuće i slično.

Procedure za primarne emisije se razlikuju od zemlje do zemlje u zavisnosti od zakonske regulative. Međutim, u većini zemalja sa razvijenim finansijskim tržištem, primarna emisija dugoročnih hartija od vrednosti je standardizovan proces koji zahteva poštovanje strogo propisane procedure. Uopšteno posmatrajući, nezavisno od pojedinih razlika, generalno se mogu identifikovati sledeći koraci u procesu primarne emisije akcija.

Na primarnom tržištu ekonomski subjekti mobilišu kapital izdavanjem dugoročnih finansijskih instrumenata. Na sekundarnom tržištu obavlja se promet dugoročnih finansijskih instrumenata.

Kao emitenti dugoročnih finansijskih instrumenata na primarnom tržištu javljaju se preduzeća, država i lokalni organi vlasti, dok se u ulozi investitora pojavljuju finansijske institucije, preduzeća i fizička lica.

Koja vrsta finansijskih instrumenata će biti emitovana na primarnom tržištu zavisi od karakteristika samog instrumenta, od karakteristika izdavaoca i investitora, s obzirom da se njihovom emisijom zadovoljavaju različiti ekonomski interesi i reprodukcioni ciklusi.

Kada su u pitanju dugoročni finansijski instrumenti, prvenstveno se misli na obveznice i akcije. Obveznice mogu emitovati različiti oblici organizacije preduzeća, dok akcije mogu emitovati samo akcionarska društva. Akcionarska društva su društva koja osnivaju pravna i fizička lica (akcionari) radi obavljanja neke delatnosti, čiji je osnovni kapital utvrđen i podeljen na akcije određene nominalne vrednosti.

Da li će se preduzeće opredeliti za emisiju obveznica ili akcija zavisi od niza okolnosti, a pre svega od visine rizika koje nosi to ulaganje u preduzeće.

Sa aspekta investitora ulaganje u akcije je veoma rizično obzirom da dividenda ne mora biti ostvarena, a i ako se ostvari ona ne mora biti isplaćena. A kada su u pitanju obveznice, svako ulaganje u njih nosi rizik, jer preduzeće emisijom obveznica pozajmljuje kapital i koristi ga da bi kroz reproduktivno ulaganje povećalo stopu prinosa iz koga će vraćati dug.

Prvi korak podrazumeva obavezu emitenta da donese odgovarajuću odluku o tome da želi da se javno finansira. Odluku moraju doneti najviši organi upravljanja – Skupština, na predlog Upravnog odbora. U ovoj fazi emitenti su suočeni i sa drugim administrativnim poslovima, kao što je prikupljanje odgovarajuće dokumentacije i dobijanje saglasnosti od strane državnog regulatornog organa. Ukoliko emitent nema formu organizacije akcionarskog, on to mora uraditi kako bi imao status javnog preduzeća.

U drugom koraku primarne emisije, kompanija traži investicione bankare i potpisnike, odnosno pokrovitelje emisije. Svakako radi se o nekoj organizaciji iz reda finansijskih institucija ili posrednika. Ti posrednici imaju najmanje tri važna zadatka:

- savetovanje u vezi javne emisije,
- kupovinu – kupuju akcije koje se emituju,
- prodaju – gde se vrši javna prodaja akcija većem broju drugih vlasnika

Investicioni bankar se može izabrati na konkursnoj osnovi ili po osnovu dogovora. Paralelni posao sa traženjem investicionog bankara za kompaniju – emitenta predstavlja i izrada odgovarajućeg prospekta. Prospekt sadrži mnogo važnih informacija o kompaniji. Zbog toga je za buduće investitore upravo to najvažniji dokument – prospekt kompanije.

Kada se izvrši registraciona procedura, pristupa se fazi realizacije. Postoji više alternativnih načina kako preduzeće može da emituje svoje akcije, i to:

- javna ponuda,
- ponuda prava,
- privatna ponuda

2. PREDNOSTI I NEDOSTACI PRISTUPA PREDUZEĆA NA PRIMARNO TRŽIŠTE AKCIJA

Procedura izlaska preduzeća na primarno tržište akcija naziva se procedura otvaranja. Posmatrano sa pravnog aspekta, to je u suštini pretvaranje nekog preduzeća u otvoreno (javno) akcionarsko društvo.

Prednosti i nedostaci ovakvog načina prikupljanja kapitala su sledeći:

a) Prednosti

- 1) Rast i pristup eksternim izvorima omogućava preduzeću brži rast jer je sposobnost pribavljanja dodatnog kapitala znatno lakša i uspešnija kada se preduzeće kotira na berzi;
- 2) Položaj: preduzeće koje izlazi na tržište često stiče položaj koji mu omogućuje da dobije bankarske kredite pod povoljnijim uslovima nego neka organizacija slične veličine. Preduzeće određene veličine koje se kotira na berzi može koristiti međunarodne izvore kapitala pozajmicom i emisijom trajnog kapitala u drugim zemljama ili kroz eurotržište;
- 3) Fleksibilnost: mogućnost da se preduzeće finansira preko tržišta kapitala dozvoljava preduzeću fleksibilnu kapitalnu strukturu. Preduzeće može lakše menjati finansijsku strukturu, tako što će menjati odnos kredita i trajnog kapitala i na taj način finansirati se na najjeftiniji način;
- 4) Likvidnost kapitala: vlasnici preduzeća mogu prodajom deonica koristiti berzu kako bi realizovali deo svoje imovine. Rast preduzeća odražava se na vrednost akcija i ulaganje u nekoliko hiljada akcija može predstavljati izuzetno vredno potraživanje na sredstva preduzeća. Pojedinačni ulagač, usled postojanja razvijenog tržišta kapitala, može veoma brzo i jednostavno da preda sve ili deo hartija od vrednosti koje poseduje i pretvori ta sredstva i novac, čime on zapravo može da diversifikuje svoju imovinu.

b) Nedostaci

- 1) Izloženost javnost: odluka o kotiranju hartija od vrednosti na berzi nosi sa sobom i obavezu objavljivanja informacija o preduzeću, njegovim tržištima, strukturi kapitala itd.;
- 2) Pritisak investitora: obaveza prema investicionoj javnosti deluje kao korisna provera delovanja menadžmenta preduzeća, a pritisak investitora može predstavljati još jače ograničenje. U praksi ima značajnih primera promene politike preduzeća zbog pritiska vlasnika. Za posledicu ovo može imati mnogo manji manevarski prostor menadžmenta u pogledu politike investiranja nego što je to slučaj u privatnim preduzećima;
- 3) Rizik preuzimanja: kod preduzeća čije su akcije u javnom prometu postoji opasnost preuzimanja preduzeća. Većinsko vlasništvo nad velikim blokovima deonica u rukama institucionalnih investitora može biti posebno značajno u slučaju kada „napadači" mogu uveriti nekoliko glavnih akcionara da prodaju svoje akcije;
- 4) Odliv poverljivih informacija: javna trgovina akcijama u principu podrazumeva potpunu informacionu otvorenost preduzeća. Ovo je osnovni princip zaštite investitora, naročito manjinskih. U nekim slučajevima se javlja i problem nekontrolisanog odliva i distribucije informacija.

3. PRVA (INICIJALNA) JAVNA PONUDA AKCIJA

Već smo naglasili da se putem primarnog tržišta, vlasnicima preduzeća pruža mogućnost da pribave dodatni kapital. Odluke o ovome nose prednosti i nedostatke koje su već nabrojane.

Preduzeće se mora prilagoditi uslovima regulatora – nacionalne Komisije za HOV, formirati Upravni odbor, usvojiti određena računovodstvena pravila, mora biti spremno da snosi dodatne troškove i biti svesno opasnosti od mogućeg preuzimanja.

Specifičnost prve javne ponude (*Initial Public Offering – IPO*), jeste u činjenici da akcije nisu na tržištu i nemaju cenu. Zbog toga se početna emisi- ja prodaje sa više od 15% diskonta što se objašnjava neravnomernim informisanjem, rizikom investicione banke da ne izgubi investitore i učešća različito informisanih investitora. Za preduzeće koje izdaje početnu emisiju, ovaj popust predstavlja način za izlazak na tržište. Svaki sledeći upis neće biti toliko potcenjen, jer će već postojati tržište, postojaće formirana cena, pa će i rizik biti manji.

4. JAVNI PLASMANI

Kod javnog plasmana emisije, akcije se plasiraju velikom broju investitora. Ovakvo funkcionisanje zahteva učešće velikog broja finansijskih institucija. Jedna od njih je investiciona banka koja deluje kao posrednik. Njena osnovna funkcija je da kupuje hartije od vrednosti od preduzeća i prodaje ih zainteresovanim investitorima. Ona vrše i ekspertizu i konsalting a može biti i garant uspešnosti emisije.Ona takođe može pružati usluge marketinga što je veoma bitno, zatim poseduju kadrove i organizaciju neophodnu za efikasnu prodaju hartija od vrednosti. Zbog toga što redovno kupuju hartije od vrednosti od preduzeća i prodaju ih investitorima, investicione banke to mogu obaviti sa znatno nižim troškovima nego što to mogu učiniti preduzeća pojedinačno. Postoje dva načina ponude vrednosnih papira javnosti: tradicionalni upis i ubrzani upis hartija od vrednosti.

Tradicionalni upis hartija od vrednosti – U ovom slučaju investiciona banka se pojavljuje kao principal tj. deluje u svoje ime i za račun izdavaoca. Ona preuzima na sebe prodaju emisije dajući preduzeću ček na prodajnu vrednost. Banka je garant uspešnosti emisije (*Underwriter*) koja na sebe preuzima rizik nemogućnosti prodaje emisije po utvrđenoj ceni. U slučaju da se emisija ne prodaje dobro zbog poremećaja na tržištu, precenjene vrednosti emisije ili nečega drugog, gubitak snosi banka, a ne preduzeće.

Investiciona banka najčešće ne preuzima ovaj rizik sama, već sarađuje sa drugim investicionim bankama. Ugovorom među bankama se formira konzorcijum banaka. *Banka gestor* obično upravlja poslom i ima najveći udeo.

Tradicionalni upis se može zasnivati na pregovorima ili na tenderu odnosno aukciji. Ako je reč o ovoj alternativi, preduzeće emitent određuje datum do koga se primaju zapečaćene ponude. Konzorcijum koji ponudi najvišu cenu, ako je reč o vlasničkim hartijama od vrednosti, odnosno najniži neto kamatni trošak kod dužničkih hartija od vrednosti, dobija pravo na emisiju. Ako je reč o upisu na temelju pregovora, preduzeće bira banku (ili konzorcijum) na osnovu prethodnog iskustva. Bez obzira na način odabira, investicione banke primaju nadoknadu zbog preuzimanja rizika.

Banka može umesto principala biti agent. U tom slučaju ona radi u ime i za račun emitenta. Ovakav način naziva se još i prodaja emisije na temelju najbolje namere (*Best Efforts*). Pod ovim dogovorom investicioni bankari pristaju prodati što više hartija od vrednosti po utvrđenoj ceni. Oni ne preuzimaju nikakvu finansijsku odgovornost za deo emisije koji ne uspeju prodati, ali se moraju ponašati po načelu savesnosti prilikom prodaje.

Manja preduzeća koja ne poseduju tehnološke mogućnosti razvoja moraju prihvatiti prodaju hartija od vrednosti putem ponude prema najboljoj nameri, jer je to jedini način na koji su investicione banke spremne da prihvate ovaj vid prodaje.

Ubrzani upis hartija od vrednosti – Kod tradicionalnog upisa proces registracije traje nekoliko nedelja.

Od trenutka kada preduzeće odluči da se finansira na ovaj način, pa do trenutka stvarne emisije nekada prođe i više meseci, što dovodi preduzeće u situaciju da umesto male serije emituje veliku seriju hartija od vrednosti (treba uzeti u obzir i fiksne troškove vezane za registraciju) da bi prikupilo dovoljno sredstava.

Velika preduzeća čije se hartije od vrednosti kotiraju na berzi mogu skratiti ovaj postupak dajući u registar samo kratku izjavu. Ova mogućnost u SAD postoji od 1982. godine i naziva se ubrzani upis. Preduzeće registruje samo dodatnu emisiju u već postojećem detaljnom registru komisije za hartije od vrednosti. Ovako se postupak od nekoliko meseci skraćuje na nekoliko dana, a i emisije ne moraju biti velike.

Ubrzanim upisom preduzeće stiče prednost u odnosu na investicione banke. Ono bira banku koja nudi najmanje troškove i utiče na zaoštravanje konkurentske borbe među bankama, a time za sebe dobija najpovoljniju cenu.

5. PRIVATNI PLASMANI

Privatni plasman (*Private Placement*) označava prodaju emisije ograničenom krugu institucionalnih investitora. Banka ovde deluje samo kao agent, i zato dobija ugovorenu proviziju. Prospekt nije sastavni deo ponude, već se investitorima šalje memorandum o emisiji jer se smatra da oni mogu oceniti rizik ulaganja i da imaju dovoljno kapitala da ga snose. Memorandum ne mora da odobri komisija.

Kod ovakve emisije investitor nema nameru da dalje prodaje hartije od vrednosti, već ih unosi u svoj portfolio i daje banci izjavu (*Investment Letter*) kao potvrdu te obaveze. Suprotno javnoj prodaji gde cena akcija pada u proseku 3%, ovakva prodaja dovodi do porasta cene akcija i to za otprike 4,5%. Ovakvom prodajom se povećava koncentracija vlasništva. Na taj način utiče se na kontrolu preduzeća. Nasuprot plasmana *underwriting*-om, gde emitent i investitor praktično ne dolaze u kontakt, kod ovakvog plasmana oni direktno pregovaraju o uslovima emisije. Ovakav plasman obično biraju mala i srednja preduzeća kojima javna prodaja stvara velike troškove.

Na razvijenim tržištima privatnim plasmanom obično se emituju dužničke hartije od vrednosti. Kamatne stope na ovako plasirane obveznice nešto su više od ostalih. Troškovi ovakve emisije niži su od javnog plasmana, jer se izbegava izrada prospekta. Neki emitenti ne žele da javno publikuju sve informacije o svom poslovanju i odlučuju se za ovakav plasman čak i kada su u mogućnosti da izaberu drugi način distribuiranja emisije.

Rizik neuspeha emisije snosi u potpunosti emitent. Ako uvidi da nije u mogućnosti da proda celu emisiju, on obično ide na snižavanje cene.

6. PRIVILEGOVANI PLASMANI (EMISIJA PRAVA)

Emisija prava podrazumeva prikupljanje dodatnog kapitala od postojećih akcionara. Kada se vrši nova emisija akcija dolazi do povećanja broja emitovanih akcija, pa se time stvara mogućnost izmene u proporciji dotadašnjeg vlasništva nad emitentom. Da se to ne bi desilo, obično se prilikom novih emisija za postojeće akcionare ustanovljava pravo preče kupovine koje im omogućava da u emisiji novih akcija otkupe akcije u skladu sa proporcijom akcija koje već poseduju.

Umesto prodaje emisije investitorima neka preduzeća prvo nude akcije postojećim akcionarima po osnovu prava preče kupovine (*Preemptive Right*). Ovo je ponekad regulisano Statutom preduzeća i služi sprečavanju smanjenja vlasničkog udela postojećih akcionara. Ako neko poseduje 100 akcija preduzeća a preduzeće želi da prikupi kapital veći za 10%, tada akcionar može kupiti još 10 akcija kako bi zadržao postojeći odnos u vlasništvu preduzeća i zadržao svoj srazmerni udeo.

Kod ovakvog plasmana preduzeće šalje poštom akcionarima po jedno pravo za svaku akciju koju oni poseduju. To pravo pruža mogućnost kupovine dodatnih akcija. Akcionar može da iskoristi pravo i kupi akcije, proda pravo jer su ona prenosiva ili da ne učini ništa i pusti pravo da istekne. Ovo poslednje se obično dešava kada je vrednost prava neznatna ili ako akcionar poseduje samo par akcija.

Rok za pretplatu je obično tri nedelje. Preduzeće određuje koji je broj prava potreban da bi se kupile dodatne akcije.

Tržišna vrednost prava je u funkciji sadašnje tržišne vrednosti akcije, pretplatne cene i broja prava potrebnih za kupovinu dodatnih akcija.

$$R_o = \frac{P_o - S}{N + 1}$$

gde je:

R_o – tržišna vrednost prava dok se akcije prodaju kao privilegovane

P_o – tržišna vrednost akcija koja se prodaje

S – pretplatna cena po akciji (emisiona cena)

N – broj prava potreban za kupovinu dodatnih akcija

Ako je tržišna cena 100$ po akciji, pretplatna cena je 90$ i ako treba 4 prava za dodatnu kupovinu, tržišna vrednost prava je:

$$R_o = \frac{100 - 90}{4 + 1} = 2\$$$

Kada se akcije prodaju bez prava vrednost akcije je

$$P_x = \frac{(P_o \text{ x } N) + S}{N + 1}$$

U prethodnom primeru vrednost akcije je

$$P_x = \frac{(100 \text{ x } 4) + 90}{N + 1} = 98\$$$

Da bi ovakav način plasmana emisije uspeo, veoma je bitna cena pretplate. Ako je ona viša od cene akcija na berzi, akcionari će se odlučiti za ovu drugu varijantu kupovine. Zbog toga preduzeće određuje cenu pretplate nižu od trenutne tržišne cene. Akcije gube na ceni ako se prodaju bez prava. Što je veći broj prava potreban za kupovinu novih akcija (N), manji će biti pad teoretske cene kada počne prodaja bez prava.

Osim ovog faktora, na rizik da će tržišna cena pasti utiče kretanje cene akcija na tržištu i očekivanja zarade. Sve dok akcionari koriste svoje pravo oni ne gube nego dobijaju, pa se može smatrati da je dobro dati što veći popust na tržišnu vrednost. Međutim, tada preduzeće mora emitovati veću količinu akcija da bi prikupilo potrebna sredstva. Veličina izdataka koje akcionar ima pri kupovini nove emisije utiče na uspešnost ponude prava. On će se pretplatiti na emisiju koja zahteva ulaganje od 10% postojećeg vlasništva nego 50%. Veliki uticaj imaju i odnos privatnih i institucionalnih investitora, koncentracija vlasništva akcija kod malog broja akcionara, rastući trend na tržištu, sigurnost berze. Razlika cene pre i posle dodatnih plasmana odnosno pad cene akcije usled privilegovanog plasmana naziva se **efekat razvodnjavanja** (*Dillution Effect*).

7. PRIMARNA EMISIJA OBVEZNICA

- 1. Najbolji trenutak za primarnu emisiju novih obveznica je onaj kada su cene postojećih obveznica preduzeća na najvišem nivou i kada je kamatna stopa relativno niska. Bilo bi poželjno da i cene akcija preduzeća u tom momentu budu niske, jer bi, u protivnom, tj. u slučaju visokih cena akcija i visokih kamatnih stopa preduzeće trebalo da se opredeli da emituje akcije.

  Primarna emisija obveznica vrši se na osnovu *ugovora o kreditu*. U pitanju je pisani sporazum između emitenta, kao korisnika sredstava i kreditora, odnosno poverioca. Ugovorom se definišu svi elementi vezani za emitovanje obveznica, kao što su: visina nominalne vrednosti obveznica, rokovi dospeća, kamatna stopa, način plaćanja kamate, način osiguranja duga, otplata duga, pravo na otkup i sl.
- 2. Postoje dva najznačajnija načina emitovanja obveznica: a) javno emitovanje obveznica i b) privatni plasmani.

7.1. JAVNI PLASMANI OBVEZNICA

Javna emisija obveznica obuhvata više faza:

- 1) fazu donošenja odluka,
- 2) fazu pripreme i
- 3) fazu realizacije.

- *1.* Da bi se mogla izvršiti javna emisija obveznica potrebno je da se donesu odgovarajuće *odluke*. Te odluke donose poslovodni organi emitenta. Njima se odobrava korišćenje sredstava duga, odnosno ponuda obveznica.
- *2.* U fazi pripreme vrši se priprema registracionog izveštaja i obavlja registracija emisije obveznica kod nadležnih organa. U našoj zemlji nadležni organ za registraciju je Komisija za hartije od vrednosti.
- *3.* Faza realizacije nastupa po završetku faze pripreme. U ovoj fazi se pristupa javnoj prodaji obveznica velikom broju investitora. Za emitenta je neophodno da uspostavi dobre odnose sa odgovarajućim finansijskim institucijama, a posebno sa investicionim bankarima, tj. bankama ili drugim finansijskim institucijama, koje predstavljaju saradnike emitenta u realizaciji primarne emi-

sije. Pri izboru investicionog bankara između više ponuda, emitent se opredeljuje za onoga u koga ima najviše poverenja.

Javna emisija može se organizovati tako što emitent unapred proda celu emisiju obveznica investicionom bankaru, koji dalje preuzima posao i rizik pri čemu ostvaruje zaradu na razlici u ceni između prodajne i kupovne cene obveznice. Investicioni bankari istupaju kao profesionalni posrednici na tržištu kapitala. Oni treba da privuku veći broj kupaca. Funkcija investicionog bankara sastoji se u tome da savetuje preduzeće da li i koliko dugoročnog duga da angažuje putem emisije obveznice u datom trenutku, u kojim denominacijama i uz kakvu nominalnu kamatnu stopu da bi se ubrzala njihova prodaja na tržištu kapitala. Od toga koliko realno investicioni bankar zajedno sa preduzećem proceni stanje i trend kamatnih stopa na tržištu kapitala zavisi i tekuća tržišna vrednost obveznica i mogućnost njihove prodaje, za šta je preduzeće posebno zainteresovano u težnji da prikupi odgovarajuće izvore finansiranja uz prihvatljivu cenu.

Obveznice se mogu prodavati i preko agenata emitenta, koji za izvršenu prodaju dobijaju odgovarajuću proviziju.

7.2. PRIVATNI PLASMANI OBVEZNICA

Privatni plasmani podrazumevaju da emitent direktno prodaje svoje obveznice određenom, najčešće manjem broju investitora. Najčešće se u ulozi kupca obveznica javljaju institucionalni investitori: penzioni fondovi, osiguravajuća društva, investicioni fondovi, banke i sl.

Privatno plasiranje obveznica ne zahteva registracionu proceduru kod nadležnih organa, što pojednostavljuje postupak njihove prodaje. Odnosi između emitenta obveznice i njenog kupca regulišu se ugovorom koji ima jednostavniju sadržinu u odnosu na ugovor kod javne emisije. Ovako plasirane obveznice malo se razlikuju od dugoročnog kredita pošto za njih skoro da ne postoji sekundarno tržište. Prednosti i nedostaci ovakve prodaje, navedeni kod akcija, odnose se i na privatno plasiranje obveznica.

III. REGULATORNI I NADZORNI ORGANI

1. KOMISIJA ZA HOV

U Srbiji osnovnu funkciju nadzora nad poslovanjem na finansijskom tržištu ima Komisija za hartije od vrednosti koja je na zahtev Svetske banke formirana 1990. godine.

Komisija za hartije od vrednosti prvo je bila sa statusom pravnog lica, čije su nadležnosti bile regulisane Zakonom o tržištu novca i tržištu kapitala, kasnije Zakonom o hartijama od vrednosti, Zakona o berzama i berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima.

Donošenjem Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2002. godine Komisija za hartije od vrednosti postaje samostalno pravno lice, nezavisna je i za obavljanje poslova iz svoje nadležnosti Komisija odgovara Skupštini Republike Srbije.

Da bi Komisija za hartije od vrednosti mogla da vrši svoju funkciju, mora se poštovati njeno načelo samostalnosti shodno principima koje je utvrdila Međunarodna organizacija Komisija za hartije od vrednosti (IOSCO). Komisija za hartije od vrednosti treba da ima status samostalne, nezavisne, neprofitabilne i stručne institucije, onakav status koji u mnogim razvijenim zemljama ima centralna banka.

Pojmovno određenje samostalnosti obuhvata tri njena segmenta, i to:

- Institucionalnu,
- Personalnu, i
- Finansijsku samostalnost

Institucionalna samostalnost podrazumeva da se Komisija za hartije od vrednosti osniva kao samostalna i nezavisna institucija čije su nadležnosti i ovlašćenja definisani zakonom. Njena institucionalna samostalnost se ostvaruje tako što se od strane najvišeg zakonodavnog tela države – Skupštine, ona osniva.

Takav njen status omogućava joj da u svom poslovanju ne potpada pod uticaj ni jedne druge organizacije ili institucije, već odgovara samo onom ko je izabrao.

Personalna samostalnost znači da u vršenju zakonom predviđenih ovlašćenja, službenici i funkcioneri Komisije za hartije od vrednosti imaju slobodu, odnosno ne mogu biti izloženi pritiscima ili uticajima sa bilo koje strane.

Ukoliko se Komisija za hartije od vrednosti postavi kao organizacija sa institucionalnom i personalnom samostalnošću, da bi ona zaista mogla da ih ostvari, neophodno je zakonom obezbediti i njenu finansijsku samostalnost.

Sa tog aspekta Komisija za hartije od vrednosti donosi Pravilnik o tarifi, kojim utvrđuje visinu nadoknade za poslove iz svog delokruga.

Neophodna sredstva za rad Komisije, obezbeđuju se iz naknada koje su u skladu sa Pravilnikom o tarifi, naplaćuju za obavljanje poslova iz njene nadležnosti, kao i iz drugih izvora u skladu sa zakonom.

Saglasno finansijskom planu, iz prihoda koje Komisija ostvari, izdvajaju se sredstva rezervi Komisije.

Višak rashoda nad prihodima Komisija pokriva iz svojih rezervi, a ako ta sredstva nisu dovoljna iz budžeta Republike. Višak prihoda nad rashodima Komisija uplaćuje u budžet Republike.

1.1. POLOŽAJ, OVLAŠĆENJA I ODGOVORNOST KOMISIJE ZA HOV

1.1.1. NADLEŽNOSTI KOMISIJE

U okviru svojih nadležnosti Komisija:

- donosi akte radi sprovođenja ovog zakona;
- odobrava izdavanje hartija od vrednosti sa i bez javne ponude;
- odobrava pravnim licima status profesionalnih investitora u skladu sa ovim zakonom i svojim aktom;

- daje dozvole za rad i saglasnosti u skladu sa ovim zakonom i zakonom kojim se uređuje osnivanje i poslovanje investicionih fondova;
- daje dozvole za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom;
- vrši nadzor nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava, berzi, organizatora vanberzanskog tržišta, društava za upravljanje, investicionih fondova, Centralnog registra, ovlašćenih banaka, kastodi banaka, izdavalaca hartija od vrednosti, investitora, profesionalnih investitora i drugih lica – u delu poslova koje oni obavljaju na organizovanom tržištu u skladu sa ovim zakonom, zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava, zakonom kojim se uređuju investicioni fondovi i propisima donetim na osnovu ovih zakona, kao i drugim zakonima koji regulišu predmetnu materiju;
- zahteva informacije od svih ovlašćenih učesnika i organizatora tržišta i njihovih revizora;
- organizuje, preuzima i kontroliše sprovođenje mera kojima se obezbeđuje efikasno funkcionisanje organizovanog tržišta i zaštita investitora;
- utvrđuje bliži sadržaj obaveznih informacija koje joj se dostavljaju i javno objavljuju;
- utvrđuje kriterijume koje moraju ispuniti informacioni sistemi ovlašćenih učesnika koji posluju sa hartijama od vrednosti Centralnog registra, berzi i organizatora vanberzanskog tržišta, a za obavljanje trgovine hartijama od vrednosti;
- vodi registre u skladu sa ovim zakonom, zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava i zakonom kojim se uređuju investicioni fondovi;
- utvrđuje način čuvanja dokumentacije za ovlašćene učesnike koji posluju sa hartijama od vrednosti, Centralni registar, berze i organizatore vanberzanskog tržišta;
- podnosi nadležnom državnom organu prijavu protiv ovlašćenih učesnika koji posluju sa hartijama od vrednosti, Centralnog registra, berze i organizatora vanberzanskog tržišta, za koje u postupku nadzora utvrdi da imaju obeležja krivičnog dela, privrednog prestupa ili prekršaja, odnosno poreskog krivičnog dela i poreskog prekršaja;
- prati stanje i kretanje na organizovanom tržištu i preduzima mere za otklanjanje poremećaja na tom tržištu;

Sve ove nadležnosti su utvrđene Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Vršenjem poslova u okviru utvrđenih nadležnosti, Komisija za hartije od vrednosti ostvaruje svoju funkciju. Iz skupa svih nadležnosti moguće je izdvojiti nekoliko grupa aktivnosti koje se razvrstavaju u regulatornu, kontrolnu i nadležnost u okviru stalnog unapređenja i usavršavanja tržišta hartija od vrednosti.

Grupa aktivnosti koju sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, a koje se odnose na regulatornu nadležnost, doprinosi regulisanju i uređenju tržišta hartija od vrednosti. U okviru ovih poslova, Komisija donosi akte i vodi evidencije koje omogućavaju regulisanje tržišta hartija i učesnika na tržištu hartija.

1.1.2. OVLAŠĆENJA KOMISIJE

U ostvarivanju kontrolne funkcije Komisija za hartije od vrednosti vrši poslove kojima kontroliše poslovanje pravnih lica sa hartijama od vrednosti, kontrolu poslovanja berzi i berzanske posrednike.

Celokupno tržište hartija od vrednosti, kao i uslovi poslovanja na tom tržištu, usmereni su prema investitoru. U osnovu regulative tržišta, nalaze se interesi zaštite investitora. Jedan od oblika zaštite podrazumeva i potrebu da se na tržištu nađu kvalitetne hartije od vrednosti kojima se trguje, da se poštuju i priznaju pravila trgovine i sprovođenje opšte finansijske discipline.

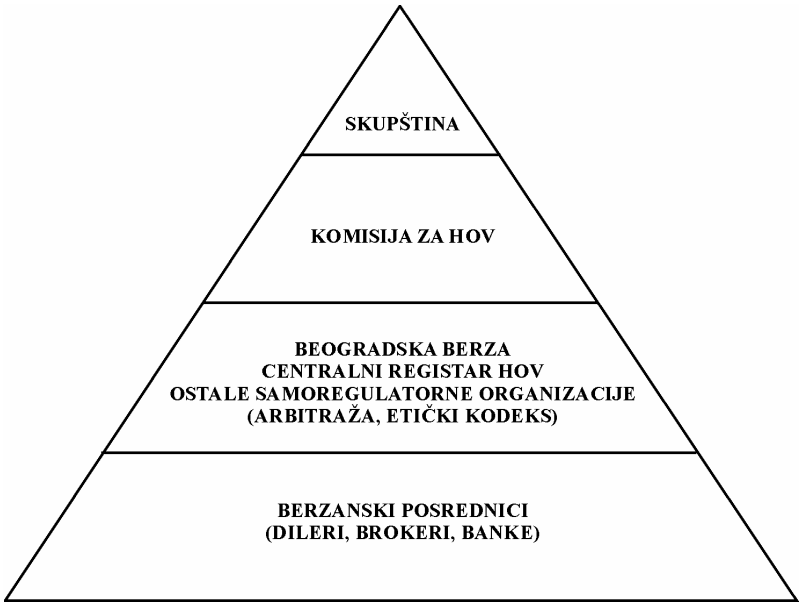
Komisija može pokrenuti i voditi pred sudom postupak radi zaštite interesa investitora i drugih lica za koja utvrdi da im je povređeno određeno pravo ili na pravu zasnovan interes, a u vezi sa poslovima sa hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima.

Takođe, jedan od zadataka Komisije za hartije od vrednosti jeste unapređenje i usavršavanje tržišta hartija od vrednosti kako u pogledu harmonizacije regulative sa međunarodnim standardima, tako i stvaranje uslova za povezivanje našeg tržišta hartija od vrednosti sa međunarodnim tržištima.

Zakon daje odgovarajuća ovlašćenja Komisiji u ovoj oblasti tako da Komisija može i da:

- sarađuje sa međunarodnim organizacijama, stranim regulatornim organima i drugim domaćim, odnosno stranim organima i organizacijama radi pružanja pravne pomoći, razmene informacija i u drugim slučajevima kad za tim postoji potreba, u skladu sa zakonom;
- daje informacije o organizovanom tržištu;
- obavlja i druge poslove utvrđene ovim i drugim zakonom

Grafik 8. *- Hijerarhijska piramida domicilne regulative*



Komisiji za hartije od vrednosti pripada i nadzor nad: berzom, centralnim registrom hartija od vrednosti, samoregulatornim organizacijama i berzanskim posrednicima. Među berzanskim posrednicima posebno se ističu: dileri, brokeri, portfolio menadžeri, investicioni savetnici, poslovne banke i sl.

1.2. AKTA KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI

Najznačajniji opšti akt Komisije za hartije od vrednosti je Statut. Statutom se uređuju nadležnost, organizacija i način obavljanja delatnosti iz tih nadležnosti. Takođe, Statutom se definišu prava, obaveze i odgovornosti članova Komisije, predsednika i sekretara. Odredbe Statuta se odnose i na ostale zaposlene, određuju se način obezbeđenja sredstava za rad, kao i postupak donošenja opštih i pojedinačnih akata i definišu druga pitanja koja su značajna za rad Komisije.

Radi izvršavanja i sprovođenja poslova predviđenih zakonom Komisija donosi pravilnik, naredbe, uputstva i druga opšta akta.

Komisija donosi i tarifnik kojim uređuje visinu nadoknade za poslove koje obavlja iz svog delokruga.

Statut, drugi opšti akti i rešenja Komisije o odobrenju, odnosno registraciji prospekata, poništavanje javnih ponuda, davanja i oduzimanja dozvole za

obavljanje delatnosti brokersko-dilerskih društava, odnosno dozvola za rad berze i organizatora vanberzanskog tržišta, objavljuju se u Službenom glasniku Republike Srbije, biltenu Komisije, kao i u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike.

Komisija može davati mišljenja kao i druge oblike javnih saopštenja, kada je to potrebno radi primene i sprovođenja pojedinih odredbi ovog zakona.

Komisija u rešavanju u upravnim stvarima shodno primenjuje odredbe Zakona o opšte upravnom postupku, osim ako ovim zakonom nije drugačije određeno.

Rešenja Komisije su konačna, a protiv njih se može pokrenuti upravni spor.

1.3. SASTAV KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI I NADZOR NAD NJENIM RADOM

Zakonom o tržištu hartija od vrednosti usvojen je princip personalne nezavisnosti Komisije za hartije od vrednosti, pa članove Komisije bira Narodna Skupština.

Komisija ima pet članova, uključujući i predsednika Komisije.

Predsednika i članove Komisije bira i razrešava Narodna Skupština na predlog nadležnog radnog tela za poslove finansija Narodne Skupštine Republike Srbije. Komisiju predstavlja i zastupa predsednik Komisije, koji rukovodi njenim radom.

Predsednik i članovi Komisije biraju se na pet godina.

Predsednik i članovi Komisije mogu biti ponovo birani.

Za predsednika i članove Komisije može biti biran državljanin Republike koji poseduje opštu radnu sposobnost, ima visoku stručnu spremu i najmanje pet godina radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu.

Predsednik i član Komisije ne može biti lice koje:

- 1) je osuđivano za krivično delo protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, pranja novca, javnog reda i pravnog saobraćaja i službene dužnost;
- 2) je u srodstvu ili u braku sa drugim članom Komisije;
- 3) obavlja funkciju u državnom organu ili organizaciji po osnovu izbora ili imenovanja;
- 4) je član političke stranke

Predsednik i članovi Komisije su stalno zaposleni u Komisiji.

Predsednik i članovi Komisije ne mogu imati svojinski udeo u pravnim licima kojima Komisija daje dozvolu za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva, odnosno dozvolu za rad.

Predsednik i članovi Komisije ne mogu obavljati druge poslove koji bi mogli uticati na njihovu samostalnost, nepristrasnost i društveni ugled i na ugled Komisije.

Predsednik i članovi Komisije, kao i zaposleni, ne mogu učestvovati u trgovini hartijama od vrednosti, kao ni davati savete o hartijama od vrednosti i dužni su da čuvaju podatke o izdavaocima hartija od vrednosti licima nad kojima Komisija vrši nadzor i druge podatke i činjenice u skladu sa vršenjem svoje funkcije odnosno rada, osim podataka koji su već dostupni javnosti, a ti podaci se smatraju službenom tajnom. Predsednik i članovi Komisije, kao i zaposleni, dužni su da Komisiji daju podatke o hartijama od vrednosti kojima raspolažu, kao i podatke o svakoj promeni stanja u vezi sa tim hartijama.

Na prava i obaveze iz radnog odnosa zaposlenih u Komisiji primenjuju se opšti propisi o radnim odnosima.

Predsednik i član Komisije razrešavaju se funkcije:

- 1) ako su osuđeni za krivično delo na bezuslovnu kaznu zatvora u trajanju od najmanje šest meseci ili za krivično delo iz radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, pranja novca, javnog reda i pravnog saobraćaja i službene dužnosti;
- 2) ako se, na osnovu nalaza i mišljenja nadležne zdravstvene ustanove, utvrdi da su zbog zdravstvenog stanja trajno izgubili radnu sposobnost za vršenje funkcije;
- 3) ako se utvrdi da nestručno i nesavesno obavljaju funkciju;
- 4) ako se utvrdi postojanje jedne ili više okolnosti iz člana 231. ovog zakona

Nadležno radno telo za poslove finansija Narodne Skupštine Republike Srbije utvrđuje ispunjenost uslova za prestanak funkcije, odnosno razrešenje predsednika i člana Komisije pokretanjem postupka pred Narodnom skupštinom u roku od 60 dana od dana utvrđivanja tih uslova.

Odluku o prestanku funkcije, odnosno razrešenju člana Komisije donosi Narodna Skupština kojom utvrđuje i dan prestanka funkcije, odnosno razrešenja.

Predsedniku i članu Komisije prestaje funkcija pre isteka mandata kada to sami zatraže ili kad im radni odnos prestane zbog ispunjenja uslova za starosnu penziju.

1.4. PODNOŠENJE ODGOVARAJUĆIH IZVEŠTAJA OD STRANE KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI

Godišnji račun za prethodnu godinu, sa izveštajem o poslovanju i izveštajem ovlašćenog revizora, Komisija podnosi Narodnoj Skupštini na potvrđivanje do 30. aprila tekuće godine.

Revizija godišnjeg računa Komisije vrši se na način utvrđen zakonom kojim se uređuje revizija računovodstvenih izveštaja.

Komisija imenuje revizora koji vrši reviziju.

Finansijski plan za narednu godinu Komisija donosi do 30. novembra tekuće godine i dostavlja ga Narodnoj Skupštini na potvrđivanje.

Komisija je dužna da, najmanje jednom godišnje, podnese Narodnoj Skupštini izveštaj o svom radu, kao i izveštaj o kretanjima na organizovanom tržištu u Republici.

Komisija je dužna da Vladu tromesečno informiše o svom radu i kretanjima na organizovanom tržištu, sa dokumentacionom osnovom koja sadrži podatke koji se odnose na:

- 1) date i oduzete dozvole za rad i dozvole za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva, u skladu sa ovim zakonom i zakonima kojima se uređuju investicioni fondovi i preuzimanje akcionarskih društava;
- 2) izveštaj o ostvarivanju nadzorne funkcije Komisije sa merama preduzetim u nadzoru;
- 3) realizaciju finansijskog plana Komisije za tekuću godinu;
- 4) stavove i mišljenja Komisije;
- 5) druge priloge o sprovođenju nadležnosti Komisije

1.5. PRINCIPI RADA, ODLUČIVANJE I REGISTRI KOJE VODI KOMISIJA ZA HOV

Komisija odlučuje na sednicama, koje vodi predsednik Komisije ili član koga on ovlasti.

Tri člana Komisije čine kvorum.

Komisija odlučuje većinom glasova svih članova, uključujući i predsednika.

U slučaju jednakog broja glasova, odlučuje glas predsednika Komisije.

Predsednik i članovi Komisije izuzimaju se od glasanja pri odlučivanju o zahtevima pravnih lica u kojima imaju učešće u kapitalu.

Predsednik i članovi Komisije dužni su da u vršenju svoje dužnosti postupaju stručno, savesno i nepristrasno.

Predsednik i članovi Komisije pri donošenju odluka ne mogu dovesti u pitanje svoju samostalnost, kao ni samostalnost Komisije.

Zabranjeno je svakom licu, organu ili organizaciji da preduzima bilo koju radnju kojom utiče na samostalnost u radu i odlučivanju Komisije i bilo kog njenog člana.

Zabranjeno je svakom licu, organu ili organizaciji da preduzima poslove koji su zakonom predviđeni kao nadležnost Komisije, ako zakonom nije drukčije određeno.

Predsednik i članovi Komisije, kao i zaposleni u Komisiji, ne mogu se baviti poslovima trgovine hartijama od vrednosti ni davanjem saveta o tim hartijama.

Lica i zaposleni u Komisiji i članovi ne mogu svoj rad u Komisiji koristiti za ostvarivanje sopstvenih interesa.

Predsednik i članovi Komisije, kao i zaposleni u Komisiji, dužni su da čuvaju podatke o izdavaocima hartija od vrednosti, licima nad kojima Komisija vrši nadzor, kao i druge podatke o činjenicama i okolnostima o kojima su saznali u vezi sa vršenjem funkcije, odnosno rada, osim podataka koji su dostupni javnosti i te podatke ne smeju saopštavati trećim licima, koristiti ih, niti omogućiti trećim licima da ih koriste.

Predsednik i članovi Komisije, kao i zaposleni u Komisiji, obavezni su da Komisiji daju podatke o hartijama od vrednosti kojima raspolažu, kao i podatke o svakoj promeni stanja u vezi sa tim hartijama.

Obaveza se odnosi i na članove uže porodice ovih lica.

Podaci o hartijama od vrednosti za ova lica moraju biti dostupni javnosti.

Ova lica ne mogu biti članovi organa berze, organizatora vanberzanskog tržišta, brokersko-dilerskog društva, ovlašćene banke, kastodi banke, Centralnog registra, društva za upravljanje fondovima, investicionih fondova, kao ni izdavalaca čijim se hartijama od vrednosti trguje na organizovanom tržištu, niti interese tih učesnika mogu zastupati pred Komisijom, kao ni pred državnim i drugim organima.

Registri koje vodi Komisija su javni.

Sastavni deo registara za sve izdavaoce hartija od vrednosti su i prospekt, skraćeni prospekt, godišnji finansijski izveštaj sa mišljenjem revizora, izvod iz godišnjeg izveštaja, kao i izveštaj o važnijim poslovnim događajima i pravnim činjenicama izdavaoca.

Komisija bliže propisuje sadržaj, način vođenja i način ostvarivanja prava uvida u registre iz ovog člana.

Ovlašćena lica koja posluju sa hartijama od vrednosti dužna su da podatke koje objavljuju u skladu sa ovim zakonom dostave Komisiji pre objavljivanja.

Komisija može zahtevati da joj se dostave i drugi podaci koji su od interesa za investitore i ovlašćene učesnike koji posluju sa tim hartijama.

Podaci se dostavljaju Komisiji u pismenom obliku.

Komisija propisuje koji se podaci dostavljaju u obliku zapisa na elektronskim, magnetnim i sličnim medijima.

Komisija je dužna da uspostavi informacioni sistem sa Centralnim registrom, berzama, organizatorima vanberzanskog tržišta, brokersko-dilerskim društvima, ovlašćenim bankama, društvima za upravljanje fondovima i investicionim fondovima, kao i da obezbedi zaštitu podataka.

Komisija propisuje kriterijume sigurnosti komunikacija i zaštitu raspoloživih podataka uz ispunjenje sledećih uslova:

- 1) tehnička usklađenost sa opremom i informacionim programom Komisije;
- 2) korišćenje telekomunikacionog sistema za prijem informacija

Informacije primljene preko informacionog i telekomunikacionog sistema se, u skladu sa karakteristikama i uslovima koje propisuje Komisija, smatraju originalnim dokumentom.

1.6. MEĐUNARODNA KOMISIJA ZA HOV - IOSCO

Jedna od najznačajnijih tendencija savremenih finansijskih tržišta jeste ukidanje nacionalnih prepreka za obavljanje trgovine finansijskim instrumentima i stvaranje međunarodnog tržišta hartija od vrednosti. Ova tendencija naziva se globalizacijom finansijskih tržišta i podstaknuta je jačim povezivanjem svetskih privreda, stimulisanjem inostranih ulaganja, razvojem elektronske trgovine i drugim faktorima.

Opšti procesi globalizacije koji karakterišu kraj prošlog i početak ovog veka, imaju neposredan uticaj i na oblast finansijskih tržišta, odnosno na trgovinu hartijama od vrednosti. Kako je osnovna odlika globalizacije opšta deregulacija i internacionalizacija tržišta, bez ograničenja u kretanu kapitala, ljudi, roba i usluga, to se kao neophodnost nameće potreba za ujednačavanje regulative i u ovoj oblasti, sa ciljem zaštite investitora i opšteg razvoja dru-

štvene zajednice kao celine. Sve je to uslovilo i potrebu da se izvrši harmonizacija i ujednačavanje pravila rada i nadzora nacionalnih tržišta hartija od vrednosti.

Prva asocijacija regulatora formirana je 1983. godine na prostorima Amerike, kada je došlo do stapanja regulatornih Komisija od severa do juga Amerike. Ubrzo zatim, 1984. godine ovoj asocijaciji se pridružuju Francuska, Južna Koreja, Indonezija i Velika Britanija, kao zemlje van američkog kontinenta.

U toku 1986. godine na redovnom godišnjem zasedanju ove međunarodne organizacije, doneta je odluka da se formira stalni Generalni sekretarijat ove organizacije.

Danas ova organizacija ima oko 200 članica (IOSCO) i predstavlja najznačajniju međunarodnu organizaciju u oblasti regulisanja i nadzora finansijskih tržišta hartija od vrednosti, obzirom da pokriva više od 90% tržišta hartija od vrednosti u svetu.

Savezna Republika Jugoslavija je primljena u punopravno članstvo IOSCO 2002. godine na konferenciji održanoj u Istambulu, a pravni sledbenik ovog značajnog članstva je Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije.

U toku 1989. godine donet je prvi dokument koji predstavlja standard za uređenje svih nacionalnih tržišta pod nazivom "*Ciljevi i principi regulisanja tržišta hartija od vrednosti*".

Drugi važan dokument donet je 2002. godine kao *Memorandum o razumevanju*. Osnovni cilj ovog dokumenta je da omogući razmenu informacija i iskustava nacionalnih komisija i time olakša njihovu delatnost na primeni usvojenih opštih principa.[55]

Ukupna aktivnost i usvojeni dokumenti Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti, predstavljaju instrumente za međunarodnu saradnju, smanjuju globalni rizik sistema, doprinose zaštiti investitora i obezbeđuju mogućnost za sigurno i fer trgovanje.

Veliki doprinos IOSCO je i uvođenje politike saradnje između članica koja omogućuje stalnu interakciju međunarodnog finansijskog tržišta i nacionalnih tržišta hartija od vrednosti, ali i privrede u celini.

Članstvom u IOSCO njegove članice se obavezuju da:

- 1) sarađuju u promociji visokih standarda regulacije da bi obezbedile efikasno i fer tržište;

[55] Dugalić, Štimac, Osnove berzanskog poslovanja, Beograd, 2005. god.

- 2) razmenjuju informacije u cilju razvoja nacionalnih tržišta;
- 3) zajedničkim naporima uspostave standarde i nadzor nad međunarodnim transakcijama;
- 4) obezbede uzajamnu pomoć u zaštiti integriteta tržišta

Uključenje u IOSCO za pojedinačna nacionalna tržišta znači da su ona uređena prema usvojenim standardima, da se investitori mogu slobodno uključivati u njih jer uživaju primerenu zaštitu. Ujedno, za pojedinačna tržišta to znači sigurnost za održavanje njihovog integriteta jer je IOSCO kao imperativ svog regulisanja prihvatio nezavisnost nacionalnih institucija odnosno regulatora tržišta hartija od vrednosti.

Regulativa tela u svetu u velikoj meri ustrojena su nalik na Komisiju za hartije od vrednosti i berze SAD. To su naročito učinile zemlje u tranziciji kako bi preuzele njena bogata iskustva u regulaciji i nadzoru nad finansijskim tržištem.

Komisiju za hartije od vrednosti i berze SAD osniva Kongres, radi objedinjene regulacije određene delatnosti od posebnog društvenog interesa, koji obavljaju privatni preduzetnici. Komisija je ovlašćena da donosi i primenjuje propise i presuđuje sporove koji u vezi sa tim nastanu. Ona je nezavisna u odnosu na izvršnu i zakonodavnu granu federalne organizacije.

Bez obzira na razlike u organizaciji sistema regulacije finansijskih tržišta u različitim zemljama, regulatorna tela su svuda nadležna za sprovođenje zakona o hartijama od vrednosti i drugih relevantnih zakona. Takođe, ona su samostalna u donošenju sopstvenih pravila i direktiva kojima doprinose boljem sprovođenju regulacije.

Stvaranje međunarodnog finansijskog tržišta podrazumeva da postoje ujednačena pravila trgovanja, regulative i nadzora nad nacionalnim tržištima hartija od vrednosti.

1.6.1. PRINCIPI MEĐUNARODNE KOMISIJE ZA HOV

To su sledećih 30 principa svrstanih u osam kategorija:

a. Principi koji se odnose na regulatorni organ

- 1) Odgovornosti regulatornog tela bi trebalo da budu jasno i objektivno utvrđene;
- 2) Regulatorno telo bi trebalo da bude nezavisno u svom radu i odgovorno u vršenju svojih funkcija i ovlašćenja;

- 3) Regulatorno telo bi trebalo da ima adekvatna ovlašćenja, odgovarajuća sredstva i sposobnost za izvršavanje svojih funkcija i ovlašćenja;
- 4) Regulatorno telo bi trebalo da ima jasne i konzistentne postupke regulisanja;
- 5) Lica koja su zaposlena u regulatornom telu bi trebalo da se pridržavaju najviših profesionalnih standarda, uključujući tu i odgovarajuće standarde tajnosti

b) Principi samoregulative

- 6) Regulativni sistem bi trebalo da na pravi način iskoristi mogućnosti samoregulatornih organizacija (SRO), koje izvršavaju određene poslove u oblasti direktnog nadzora u svojim, odgovarajućim, oblastima nadležnosti i srazmerno veličini i složenosti tržišta;
- 7) SRO treba da budu predmet nadzora regulatornog tela i trebalo bi da se pridržavaju standarda pravičnosti i zaštite tajnosti prilikom vršenja svojih ovlašćenja ili prenetih odgovornosti

c) Principi za sprovođenje regulative za hartije od vrednosti

- 8) Regulatorno telo mora imati sveobuhvatna ovlašćenja koja uključuju ovlašćenja za sprovođenje istrage, inspekcije i praćenja;
- 9) Regulatorno telo mora imati sveobuhvatna ovlašćenja primene;
- 10) Regulatorno telo bi trebalo da obezbedi delotvorno i kredibilno korišćenje ovlašćenja u vršenju inspekcije, istrage, praćenja i izvršenja, kao i implementaciju delotvornog programa poštovanja propisa;

d) Principi za saradnju na polju regulative

- 11) Regulatorno telo mora da poseduje ovlašćenja za razmenu i javnih i informacija koje nisu dostupne javnosti sa domaćim i stranim sličnim telima;
- 12) Regulatorno telo mora da uspostavi mehanizam razmene informacija sa domaćim i stranim sličnim telima, kojim se utvrđuje vreme i način razmene javnih i informacija koje nisu dostupne javnosti;
- 13) Regulatorni sistem bi trebalo da predvidi pružanje pomoći stranim regulatornim telima, koja bi trebalo da izvrše određena ispitivanja radi vršenja svojih dužnosti i ostvarivanja svojih ovlašćenja

e) Principi za emitente

- 14) Investitori bi trebalo da budu potpuno, blagovremeno i tačno informisani o finansijskim rezultatima i o ostalim činjenicama koje su od značaja za donošenje njihove odluke;
- 15) Imaoci hartija od vrednosti bi trebalo da budu tretirani na pravičan i jednak način;
- 16) Računovodstveni i revizioni standardi revizije bi trebalo da budu na visokom i međunarodno priznatom nivou

f) Principi za kolektivne investicione šeme

- 17) Regulatorni sistem bi trebalo da utvrdi standarde kojima se određuju kriterijumi za prijem i uređenje subjekata koji žele da utržuju ili upravljaju kolektivnim investicionim šemama;
- 18) Regulatorni sistem bi trebalo da uredi pravni oblik i strukturu kolektivnih investicionih šema kao i odvajanje i zaštitu imovine klijenata;
- 19) Regulatorno telo bi trebalo da zahteva objavljivanje, na način uređen Načelima o izdavaocima, koje je neophodno za procenu podobnosti kolektivne investicione šeme za određenog investitora, kao i za procenu vrednosti udela investitora u toj šemi;
- 20) Regulativa bi trebalo da obezbedi odgovarajuću i transparentnu osnovu za izračunavanje vrednosti imovine, cene i otkup jedinica učešća u kolektivnoj investicionoj šemi

g) Principi za tržišne posrednike

- 21) Regulativa bi trebalo da uredi minimalne uslove za otpočinjanje poslovanja posrednika na tržištu;
- 22) Trebalo bi da postoji zahtev za početnim i tekućim kapitalom, kao i ostali zahtevi pažljivog postupanja za posrednika na tržištu, koji odražavaju rizike koji oni preuzimaju;
- 23) Trebalo bi zahtevati da se posrednici na tržištu, pridržavaju standarda unutrašnje organizacije i načina poslovanja koji su usmereni na zaštitu interesa klijenata, osiguranje odgovarajućeg upravljanja rizikom, i na osnovu kojih menadžment posrednika na tržištu prihvata primarnu odgovornost za ove stvari;
- 24) Trebalo bi da postoji postupak stečaja posrednika na tržištu u cilju smanjenja gubitaka i štete za investitore i ograničavanja sistemskog rizika

h) Principi za sekundarno tržište

- 25) Osnivanje sistema za trgovanje, uključujući berze hartija od vrednosti, trebalo bi da bude predmet davanja ovlašćenja i pod nadzorom regulatornog tela;
- 26) Trebalo bi da postoji konstantni regulatorni nadzor nad berzama i sistemima za trgovanje, koji bi trebalo da osigura da se integritet trgovanja održava putem pravičnih i za sve jednakih pravila koja na pravi način ostvaruju ravnotežu između interesa različitih učesnika na tržištu;
- 27) Regulativni sistem bi trebalo da promoviše transparentnost trgovanja;
- 28) Regulativni sistem bi trebalo da bude dizajniran na način da otkrije i odvrati od manipulacija i drugih nepoštenih tržišnih praksi;
- 29) Regulativa bi trebalo da teži da obezbedi odgovarajuće upravljanje velikim izlaganjima (riziku), rizikom neizvršenja (obaveza) i poremećajima tržišta;
- 30) Sistemi saldiranja i kliringa hartija od vrednosti bi trebalo da budu predmet nadzora od strane regulatornog tela i dizajnirani na način da osiguraju pravično i delotvorno poslovanje i da smanje sistemski rizik

2. NARODNA BANKA SRBIJE

2.1. OSNOVNE FUNKCIJE NARODNE BANKE

Zakonom o Narodnoj banci Srbije[56] uređuje se položaj, poslovi, ovlašćenja, organizacija i odnos Narodne banke sa drugim bankama i organizacijama. Narodna banka Srbije je nezavisna i samostalna ustanova u obavljanju svojih poslova, a zastupa je Guverner Narodne banke. U svom radu je nezavistan pri sprovođenju odluka i ne traži uputstva državnih organa ili drugih lica. Narodna banka Srbije može da organizuje filijale, a njihova unutrašnja organizacija, prava i obaveze utvrđuju se Statutom Narodne banke.

Osnovni cilj Narodne banke, u okviru njenih ovlašćenja, postizanje i određivanje stabilnosti cena.

[56] Zakon o Narodnoj banci Srbije, Službeni glasnik br. 72/2003, Beograd, 2003. god.

Osnovni zadaci Narodne banke Srbije su:

- utvrđivanje i vođenje monetarne politike,
- utvrđivanje režima kursa dinara (uz saglasnost Vlade Srbije) i samostalno vođenje politike kursa dinara,
- čuvanje i upravljanje deviznim rezervama,
- izdavanje novčanica i kovanog novca,
- izdavanje i oduzimanje dozvola za rad banaka, vršenje kontrole boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih institucija i donošenje propisa iz te oblasti,
- obavljanje zakonom utvrđenih poslova za Republiku Srbiju,
- obavlja i druge poslove utvrđene ovim zakonom

2.2. ORGANI NARODNE BANKE

Pored guvernera, organi Narodne banke su Monetarni odbor i Savet.

Monetarni odbor je nadležan i odgovoran za utvrđivanje:

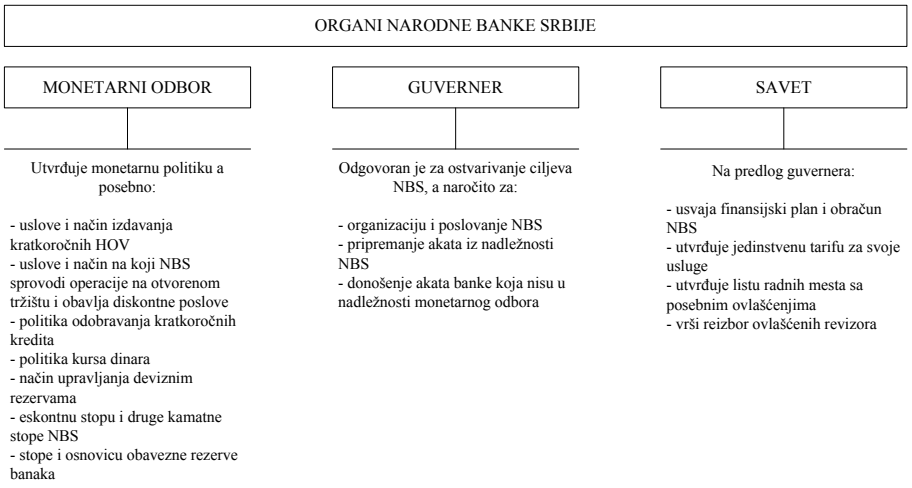
- monetarne politike, a posebno za utvrđivanje uslova i načina izdavanja kratkoročnih hartija od vrednosti Narodne banke
- uslove i način pod kojim Narodna banka Srbije sprovodi operacije na otvorenom tržištu i obavlja diskontne poslove
- politiku odobravanja kratkoročnih kredita
- režim kursa dinara (uz saglasnost Vlade Republike Srbije) i samostalno vođenje politike kursa dinara
- način upravljanja deviznim rezervama, utvrđivanja eskontne stope i drugih kamatnih stopa Narodne banke
- stope obavezne rezerve, kao i način, uslove i rokove izdavanja i korišćenja sredstava obavezne rezerve banaka kod Narodne banke Srbije

Savet banke je organ koji je nadležan za nadzor i kontrolu rada nad Narodnom bankom.

Na predlog guvernera, Savet Narodne banke obavlja sledeće delatnosti:

- usvaja finansijski plan i godišnji račun Narodne banke Srbije
- utvrđuje jedinstvenu tarifu po kojoj Narodna banka naplaćuje nadoknade klijentima za svoje usluge
- utvrđuje radna mesta sa posebnim ovlašćenjima i utvrđuje zarade za guvernera i vice guvernera

Guverner je nadležan i odgovoran za ostvarivanje ciljeva Narodne banke Srbije, a posebno za sprovođenje odluka Monetarnog odbora i Saveta.[57]



2.3. SPROVOĐENJE MONETARNE POLITIKE I KONTROLNE AKTIVNOSTI NARODNE BANKE SRBIJE

- Nadležnosti Narodne banke Srbije u sprovođenju monetarne politike

Narodna banka može u cilju ostvarivanja utvrđene monetarne politike, odrediti mere i instrumente koji su joj potrebni za regulisanje kreditne aktivnosti i likvidnosti banaka, preduzimati mere u vezi sa kamatnom stopom i kursom domaće valute.

- Izdavanje novčanica i kovanog novca

Novčana jedinica Republike Srbije je dinar. To je zakonsko sredstvo plaćanja u Srbiji, ako posebnim zakonom nije drugačije određeno.

Isključivo pravo izdavanja novčanica i kovanog novca ima Narodna banka Srbije. Ona svojom Odlukom utvrđuje nominalni iznos, mere, težinu, izgled i ostala obeležja novčanica i kovanog novca koje izdaje.

Ona je odgovorna za sigurnost i čuvanje neizdatih novčanica i kovanog novca, čuvanje i uništavanje novčanica i kovanog novca, povučenog iz opticaja, kao i materijala koji služe za izradu novčanica i kovanog novca.

[57] Finansijska tržišta, institucije, procesi, analiza, regulativa, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2005.

- Sprovodi operacije na otvorenom tržištu

Ove operacije se sprovode u cilju regilisanja ponude i tražnje novca i visine kamatnih stopa. Ukupni poslovi i načini kupovine i prodaje hartija bliže se regulišu podzakonskim aktima.

- Izdavanje kratkoročnih hartija od vrednosti

Ove hartije mogu da glase na domaću ili stranu valutu, i to na osnovu odluke kojom se utvrđuju obim emisije, rokovi dospeća, kao i način plasmana i isplate tih hartija.

- Utvrđivanje obavezne rezerve banaka kod Narodne banke Srbije

Obavezne rezerve predstavljaju instrument monetarne politike kojim Centralna banka utiče na količinu novca u opticaju i održavanju likvidnosti bankarskog sektora.

Narodna banka Srbije utvrđuje visinu obavezne rezerve banaka, pripisivanjem odgovarajuće stope obavezne rezerve, vrste depozita i drugih sredstava na koja se ta stopa primenjuje.

- Eskontna stopa i druge kamatne stope

Narodna banka Srbije utvrđuje eskontnu stopu Narodne banke Srbije.

Narodna banka utvrđuje kamatne stope na plasmane i druga potraživanja Narodne banke, kao i kamatne stope na sredstva na koje Narodna banka plaća kamatu i propisuje način obračuna, naplate i plaćanja kamate.

Kamatne stope na plasmane i druga potraživanja Narodne banke Srbije ne mogu biti niže od eskontne stope.

- Uređuje i unapređuje platni promet u zemlji i vrši njegovu kontrolu

Narodna banka vodi sistem konsolidovanih računa trezora, za dinarska i devizna sredstva, kao i druge račune utvrđene zakonom i snabdeva banke i druge finansijske organizacije novčanicama i kovanim novcem i za to im naplaćuje naknadu.

Narodna banka Srbije izdaje i oduzima dozvole za rad, vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih institucija i preduzima mere u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje banaka i drugih finansijskih organizacija.

Pri vršenju kontrole, Narodna banka ima pravo uvida u poslovne knjige i drugu dokumentaciju banaka i drugih finansijskih organizacija.

Pored toga, Narodna banka mora sarađivati sa stranim institucijama nadležnim za kontrolu poslovanja banaka. Takođe, ona može da razmenjuje podatke pribavljene u obavljanju kontrolne funkcije sa stranim i domaćim organima i institucijama.

3. SAMOREGULATORNE ORGANIZACIJE

Jedan od zadataka svakog tržišta, pa tako i tržišta hartija od vrednosti, jeste da "nevidljivom rukom" izmiri vlastite interese pojedinaca sa društvenim interesima.

Društveni život je nemoguć ukoliko se ne ublaži trka za ostvarivanjem vlastitih interesa i pokaže drugima da ih poštuješ i sa njima saosećaš. Primena etičkih principa. Svakako da su razlozi za pravno uređenje tržišta hartija dvojaki: prvi je potreba stalne, poštene i uređene trgovine hartijama od vrednosti radi postizanja opšteg društvenog razvoja; drugi je potreba da se izbegnu neizvesnosti i berzanske krize.

Prilikom zakonskog regulisanja tržišta, mora se voditi računa da tržište ima i svoju ulogu i da se ostavi dovoljno prostora da tržište iskaže i svoje inovacijske sposobnosti. Zbog "prevelike" zakonske regulative, može doći do smanjene efikasnosti tržišta i do povećanja troškova za učesnike, što deluje destimulativno. Ipak da bi se sprečilo i istovremeno obezbedilo i nesmetano funkcionisanje finansijskih tržišta u savremenim pravnim sistemima postoje posebni propisi. Svi ovi propisi posredno ili neposredno obezbeđuju:

- javnost trgovine,
- nadzor nad učesnicima (emitenti i investitori),
- informisanost,
- ravnopravnost učesnika

Ako se kao kriterijum posmatra ko donosi pravne propise iz ove oblasti, tada se mogu izdvojiti:

- državno pravo, i
- nedržavno pravo

Država preko svojih organa sprovodi državna prava i to pre svega pravo:

- Skupštine (zakonodavno telo),
- Vlade (izvršno telo),
- Uprave (ministarstva),
- Regulatorna tela (Komisija za HOV)

U nedržavno pravo ulaze običaji koje stvara neorganizovano društvo i samoregulativno pravo koje organizovano donose subjekti na koje se ono odnosi.

Samoregulacija je proces u kojem učesnici tržišta, pojedinačno ili u okviru udruženja, samo donose pravila svog ponašanja u poslovanju i sami upravljaju poslovanjem.

Državi je u interesu da se samoregulisanje sprovodi zbog toga da ne bude preterani uticaj države na fino i osetljivo tržište hartija od vrednosti. Postoji još nekoliko razloga, a među njima kao najvažnije navodimo:

- Država ne može da stigne da propiše sve načine ponašanja na finansijskim tržištima i tržištima HOV,
- Na taj način se povećava ekonomičnost (jeftinoća) države, jer je isključena iz obimnih troškova koji prate mnoštvo propisa,
- Samoregulacija povećava efikasnost poslovanja, jer su učesnici na finansijskom tržištu sposobniji i stručniji da urede svoje poslovne odnose, nego što to može država

Samoregulacija se može posmatrati kroz tri nivoa:

Prvi – najniži nivo odnosi se na svakog profesionalnog učesnika (trgovac, banka). Ovi učesnici utvrđuju opšta pravila svog poslovanja sa klijentima. Tu sledi obaveza učesnika da klijenta pre zaključivanja poslovnog odnosa, upozna sa sadržajem opštih pravila poslovanja i da ista uruči klijentu. U situaciji da se klijent nađe u neravnopravnom položaju u odnosu na profesionalca, spor se mora tumačiti u interesu klijenta.

Drugi – viši nivo odnosi se na strukovna udruženja učesnika tržišta.

Isto kao što rade profesionalci, tako se i nestručni ulagači udružuju, a sve u cilju zaštite i ostvarivanja zajedničkih interesa na tržištu. Uobičajen naziv za sva ova udružanja je *Samoregulatorne organizacije*. Ona nastoje i da održavaju disciplinu u svom članstvu. To sve doprinosi ujednačavanju prakse poslovanja među profesionalcima i široj primeni njihovih samoregulatolacije odnosi se na zvanični nadzorni organ, koji nadzire celokupan rad na tržištu HOV i na njegove učesnike.

Treći - najviši nivo, odnosi se na zvanični državni organ, koji uređuje i nadzire celo tržište hartija i sve njegove učesnike.

IV. FINANSIJSKA ANALIZA

1. FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA KAO OSNOVE ZA DONOŠENJE INVESTICIONIH ODLUKA

Na razvijenim tržištima hartija od vrednosti susreće se veliki broj učesnika, sa veoma različitim obrazovnim nivoima, znanjima i sposobnostima, ali sa istim motivima, da predvide promene cena finansijskih instrumenata da "pobede" tržište i ostvare svoj investicioni cilj. Za donošenje potrebnih odluka, pored intuicije i ličnih stavova, koriste se i razne analize privrednog razvoja i ekonomije uopšte, uz komparaciju različitih indikatora i pokazatelja dobijenih matematičko-statističkim proračunima ili korišćenjem raznih šablona. U zavisnosti od metoda i tehnika koje se koriste, teorija ih razvrstava na dve osnovne podele:

- fundamentalnu, i
- tehničku analizu

Fundamentalna analiza istražuje makroekonomske indikatore privrednog razvoja i projektovanih promena i na osnovu toga donosi zaključke o budućem kretanju cena finansijskih instrumenata.

Zasniva se na primeni naučnih metoda i realnim ekonomskim pokazateljima.

Za razliku od fundamentalne analize, tehnička analiza prati kretanje cena u prethodnom periodu i na osnovu takvih kretanja projektuju se buduće promene cena finansijskih instrumenata.

Racionalni analitičari često kombinuju rezultate jedne i druge analize, čime povećavaju izglede za ostvarivanje projektovanih očekivanja. Zbog uticaja velikog broja faktora cene projektovanih očekivanja se teško ostvaruju.

Pojavni oblici faktora su raznovrsni, ali najosnovnija podela je na one koji dolaze iz okruženja (eksterni) i oni koji deluju u samoj kompaniji (interni). Eksterni faktori se manifestuju kroz političke i ekonomske promene, zatim promene podstaknute novim organizacionim i tehnološkim unapređenjima, inovacijama, kao i globalnim političkim, socijalnim i klimatskim promenama. Njihovi uticaji imaju odraza na duži vremenski period.

Interni faktori su kratkoročnog uticaja, a manifestuju se kroz promenu kamatnih stopa, uticaja sa drugih tržišta, kao i uticaja psiholoških efekata na kretanje cena.

Cene reaguju samo na iznenađenja, a iznenađenja su nepredvidiva. Obzirom da tržište reaguje na takve nepredvidive događaje, cene akcija se pomeraju hirovito, kao hod nasumice.

1.1. FUNDAMENTALNA ANALIZA

U teoriji postoje različite definicije fundamentalne analize počev od onih koje se zasnivaju na analizu istorijskih kretanja, performansi firme i očekivanih kretanja u budućnosti, preko utvrđivanja vrednosti kompanije kroz ostvarenu zaradu, prodaju, imovinu, obaveze, novčani tok i drugo, pa do onih koje se bave proučavanjem svih podataka koji mogu imati uticaja na cenu akcija. Sve se definicije svode na to da fundamentalna analiza objašnjava buduće promene cena na finansijskom tržištu uslovljene političkim i ekonomskim okolnostima.

Fundamentalna analiza se bavi proučavanjem svih faktora koji utiču na poslovanje kompanije uključujući eksterne i interne faktore.

Fundamentalna analiza se zasniva na analizi istorijskih kretanja, performansi firme i očekivanih kretanja u budućnosti, pre svega profita, kvaliteta proizvoda, konkurencije, uslova u datoj industrijskoj grani, analize bilansa stanja i prognoze gotovinskog toka.

Klasična teorija je jedan od pravaca u okviru fundamentalne analize, gde se kao merilo pri određivanju cena akcija uzima akcionarska zarada.

Istovremeno sve promene u okruženju i samoj kompaniji utiču na zaradu. Investitori moraju pratiti sve i analizirati sve fundamentalne uslove koji utiču na zaradu. Pristalice klasične teorije smatraju da će se promena cena akcija dogoditi pre nego što će se dogoditi promena u poslovanju kompanije izazvane uticajem faktora iz okruženja ili internih faktora koji će uticati na visinu zarada. To znači da investitori moraju da reaguju odmah, jer u suprotnom biće kasno, obzirom da je tržište već unapred ugradilo očekivane efekte.

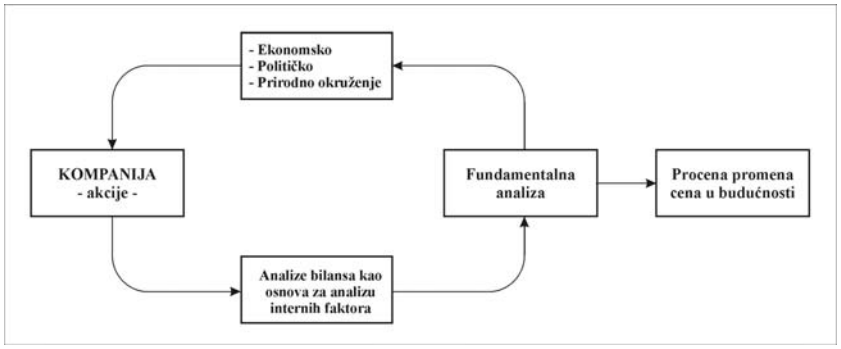
Teorija poverenja je drugi pravac u okviru fundamentalne analize, gde pored uticaja zarada na cenu akcija, uzima i ponašanje investitora na tržištu.

Teorija poverenja mogla bi se formulisati na sledeći način: Osnovni faktor u kretanju cena akcija predstavlja porast ili pad poverenja između trgovaca i investitora o budućem kretanju cena akcija, zarada i dividendi.

Teorija poverenja objašnjava promene cena akcija na osnovu poverenja investitora u kretanje cena akcija i poslovanje kompanija.

Ako trgovci i investitori imaju optimistički odnos u pogledu budućeg poslovanja neke kompanije, oni će kupovati njene akcije i cene će rasti.

***Slika 13**. - Procesi u okviru fundamentalne analize*



Sa druge strane ako su investitori pesimisti u pogledu budućnosti neke kompanije, oni će svoje akcije prodavati i pored toga što neki fundamentalni pokazatelji mogu biti i pozitivni za budućnost kompanije, te će na taj način obarati cenu akcija. Po teoriji poverenja i kupci i prodavci idu iz jedne krajnosti u drugu, često praveći greške, ali retko priznaju negativne efekte iz tako donetih odluka.

Klasična teorija se oslanja na egzaktne pokazatelje, koji ne mogu uvek biti pouzdano sredstvo za prognoziranje budućih cena akcija, pa je potrebno uzeti u obzir i psihološke faktore koje koristi teorija poverenja.

Brojni su faktori koji utiču na poslovanje kompanija, pa samim tim i na kretanje cena akcija. Svi ovi faktori se mogu deliti po različitim kriterijumima, ali je osnovna podela na faktore iz okruženja (makroekonomski) i iz same kompanije (mikroekonomski). U okolnostima kada su privredni i tržišni uslovi povoljni, može se očekivati i rast cena akcija i obrnuto. Na cenu akcija utiču i faktori iz same kompanije, pa investitori i trgovci nastoje da ih sve identifikuju i utvrde njihov uticaj.

Iz mnoštva faktora, u ovom delu knjige mi ćemo ukazati na neke koji su najčešće predmet analiza.

Makroekonomski faktori:

- bruto domaći proizvod (BDP),

- industrijska proizvodnja,
- stopa zaposlenosti,
- inflacija,
- spoljnotrgovinski bilans,
- budžetski deficit,
- kamatne stope

Bruto domaći proizvod meri ukupnu proizvodnju roba i usluga u privredni jedne zemlje. Veći bruto domaći proizvod ukazuje na rast ekonomije i za privredne subjekte znači brojne mogućnosti za povećanje prihoda.

Industrijska proizvodnja je takođe indikator koji u slučaju rasta ukazuje na rast bruto domaći proizvod.

Stopa zaposlenosti je veoma važan pokazatelj korišćenja raspoloživih resursa.

Jedan od najnepovoljnijih makroekonomskih pokazatelja je inflacija. Indikator koji ukazuje na povećanje opšteg nivoa cena, odnosno pad vrednosti novca. Rast inflacije znači plasiranje štednje u realnu imovinu (nekretnine i dragocenosti), a izbegavanje ulaganja u domaće hartije od vrednosti.

Spoljnotrgovinski deficit predstavlja razliku između uvoza i izvoza roba i usluga u nekoj zemlji, dok budžetski deficit nastaje kada su budžetski rashodi veći od budžetskih prihoda.

Povećanje kamatnih stopa nepovoljno utiče na tržište akcija, jer visoke kamatne stope smanjuju sadašnju vrednost budućih novčanih priliva od ulaganja u hartije.

Racio analize su od velikog značaja za fundamentalnu analizu jer omogućavaju uporednu analizu pojedinih bilansnih pozicija sa drugim bilansnim pozicijama i na taj način obezbeđuju pokazatelje koji sagledavaju položaj kompanije sa drugih aspekata. Pokazatelji koji se iz ovih racia dobijaju mogu se upoređivati sa podacima iz prethodnih perioda ili iz drugih kompanija privredne grane ili sektora.

Pokazatelj likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti ukazuju na sposobnost kompanije da isplati svoje obaveze u roku dospelosti. Oni utvrđuju i daju ocenu finansijskog položaja kompanije na kratak rok.

Racio upravljanja

Racia upravljanja se dobijaju na bazi podataka iz bilansa stanja i bilansa uspeha. U formi koeficijenata pružaju informacije o efikasnosti upra-

vljanja pojedinim elementima poslovnih sredstava kao što su: zalihe, potraživanja od kupaca, obaveze prema dobavljačima i sl.

Racia rentabilnosti predstavljaju meru zarađivačke sposobnosti firme u određenom vremenskom periodu, u odnosu na neku baznu vrednost. Za izračunavanje ovih racia koriste se podaci iz bilansa stanja i bilansa uspeha.

Stopa poslovnog dobitka predstavlja odnos između poslovnog dobitka i neto prihoda od prodaje. Ovaj pokazatelj (profitabilnosti) pokazuje koliko je procentualno učešće poslovnog dobitka u prihodu od prodaje.

Stopa prinosa na ukupan kapital, predstavlja odnos između poslovnog dobitka i prosečnih poslovnih sredstava. Ova stopa pokazuje koliko kompanija efikasno koristi svoja sredstva.

Fundamentalna analiza je korisna, posebno kod identifikacije preduzeća sa vrednom imovinom, stabilnim profitom i predstavlja dobar alat investitorima za dugoročna ulaganja. Na osnovu fundamentalne analize moguće je predvideti ekonomska kretanja, tehnološke i socio-demografske promene, kao i ponašanje potrošača. Sve ove informacije za investitora predstavljaju mogućnost alokacije novčanih sredstava u određene regione, privredne sektore i neposredan izbor preduzeća (emitenta).

Pored nabrojanih povoljnosti fundamentalnoj analizi treba pristupiti pažljivo iz sledećih razloga:

- podaci dobijeni fundamentalnom analizom nekad mogu biti zastareli,
- iako su podaci detaljni fundamentalna analiza zahteva dosta vremena za sprovođenje,
- i pored toga što koristi egzaktne podatke, ona u sebi sadrži i subjektivizam analitičara,
- fundamentalna analiza zanemaruje monopolski uticaj na tržištu,
- zbog "friziranja" finansijskih izveštaja, bilansne pozicije koje čine osnovu za procenu buduće uspešnosti poslovanja kompanije, mogu biti nepouzdane,
- podaci fundamentalne analize imaju vremensko ograničenje korišćenja, obzirom na to da se fundamentalni faktori brzo menjaju

1.1.1. OSNOVNI FINANSIJSKI POKAZATELJI

Obično se izvode iz finansijskih izveštaja i imaju važnu ulogu za investiranje na finansijskom tržištu.

- Zarada po akciji EPS je pokazatelj koji se dobija kao odnos između neto dobiti akcionarskog društva(dobit posle oporezivanja) ko-

ji, je umanjen za iznos dividendi na prioritetne akcije i ukupnog broja emitovanih akcija. Ovaj pokazatelj je mnogo važan za akcionare jer daje odgovor na pitanje koliku zaradu mogu da očekuju po osnovu vlasništva nad akcijama bilo u vidu dividende bilo u vidu kapitalnog dobitka – u slučaju da se dobit ne isplaćuje već se reinvestira u društvo.

- Racio cena/zarada P/E koeficijenat je odnos između tržišne cene akcije i profita kompanije izražen po akciji. Koeficijenat se može koristiti za poređenje jedne kompanije sa drugom u okviru iste grane, a može se pratiti poslovanje kompanije u toku nekog vremenskog perioda,
- Tržišna/knjigovodstvenu vrednost. Ovaj racio se sreće pod nazivom Price/book value-P/BV ratio.Tržišna cena treba la bi biti uvek veđa od knjigovodstvene. Mogući su izuzeci ali u posebnim situacijama.
- Dividendna stopa predstavlja odnos između tekuće godišnje dividende po akciji i trenutne tržišne cene akcija. Posebnu važnost ovaj koeficijent ima za investitore koji ulažu u kompanije koje imaju reputaciju tzv. blue chip kompanije, jer zbog niske tolerancije prema riziku, oni očekuju stabilan i siguran prihod. Za razliku od njih investitori koji ulažu u brzorastuće kompanije, spremni su da preuzmu rizik i njihova očekivanja su da kompanija izvrši reinvestiranje profita, kako bi se brzo širila i razvila, a oni ostvarili kapitalnu dobit
- Racio isplate je odnos dividende i neto dobiti, a pokazuju koliki deo dobiti ide vlasnicima akcija kao dividenda
- Racio zadržavanja predstavlja odnos dobiti i dividende i pokazuje koji deo dobiti je zadržan za samofinansiranje kompanije.
- Ukupan prinos akcionarima, je racio koji uključuje dividendu po običnoj akciji i prirasta tržišne vrednosti akcija(dividenda+razlika između krajnje i početne cene akcija, i to podeljeno sa početnom cenom i pomnoženo sa 100.

1.1.2. SMISAO I VRSTE RACIA PRINOSA AKCIONARA

Smisao racio analize finansijskih izveštaja sa stanovišta akcionara ogleda se u tome što racia obezbeđuju važne informacije neposredno za akcionare ili njihove savetnike, za procenu budućih prinosa akcionarima po osnovu njihovih investicija. Odluke o ulaganju kapitala investitori donose na osnou očekivanih dividendi i kapitalnih dobitaka (porasta cena akcija). Posebno racia prinosa akcionarima najneposrednije se odnose na njihova očekivanja.

Glavna racia prinosa akcionarima su:

- 1. zarada (dobitak) po akciji EPS (dobitak koji se može pripisati običnim akcionarima, podeljen sa brojem običnih akcija)
- 2. cena po akciji/zarada po akciji P/E (tržišna cena akcija podeljena sa osnovnom zaradom po akciji - podatak iz tačke 1)
- 3. tržišna cena/knjigovodstvena cena P/BV (tržišina cena podeljena sa knjigovdstvenom cenom akcija)
- 4. racio plaćanja dividendi (predstavlja učešće dividendi običnih akcionara u zaradi - dobitku preduzeća koji se može pripisati običnim akcionarima)
- 5. dividendni prinos (pokazuje postojećim i budućim akcionarima stopu prinosa u vidu dividende, a na tržišnu vrednost akcija, to je odnos dividende po običnij akciji prema tržišnoj vrednosti akcije, pomnožen sa 100).
- 6. racio zadržavanja pokazuje odnos dobiti preduzeća i dividendi, to jest pokazuje koji stepen dobiti je preduzeće zadržalo u cilju samofinansiranja i neće biti isplaćena dividenda vlasnicima akcija te godine
- 7. racio ukupanog prinosa akcionarima (dividenda po akciji, dodata razlici početne i krajnje cene akcija i podeljeno sa početnom cenom akcija)

2. TEHNIČKA ANALIZA

Tehnička analiza predstavlja metod proučavanja cena akcija i njihovo predviđanje uz korišćenje grafikona kao osnovnog sredstva. Analitičari koji koriste tehničku analizu smatraju da je na osnovu ponašanja učesnika na tržištu u prošlosti, moguće predvideti i njihovo ponašanje u budućnosti.

Koreni tehničke analize potiču od Dauove teorije (*Dow theory*) koju je razvio Čarls Dau na prelazu 19. i 20. veka. Danas kada se govori o tehničkoj analizi, većina stručnjaka smatra radove Čarlsa Daua kao osnovnu teorijsku podlogu ovakvog načina prognoziranja cena akcija.

Inače promenu cena akcija tehničari vide kao posledicu neposrednih zbivanja na samom tržištu, to jest "kretanje tržišta". I ako predstavlja suprotnost fundamentalnoj analizi tehnička analiza ne negira uticaj fundamentalnih faktora na cenu akcija, ali sa manje napora proučava njihov uticaj. Tehnička analiza u prvi plan postavlja informacije o cenama, obimu trgovine i otvorenim interesima. Sva tri indikatora su važna, ali najlakši za korišćenje

je informacija o cenama akcija ili vrednosti indeksa. Ove informacije su lako dostupne, pouzdane i blagovremene. Obim ostvarene trgovine je takođe bitan za prognoziranje budućih cena, ali nije primaran i nije ažuran, obzirom da informacije stižu sa malim zakašnjenjem. Treći indikator predstavlja broj pozicija koje nisu zatvorene na kraju dana.

- Tehnička analiza se zasniva na tri osnovne postavke:
- Tržište svodi sve na pravu meru
- Cene se kreću u trendovima
- Istorija se ponavlja

Postavka da tržište sve svodi na pravu meru je osnovna zakonitost na kojoj počiva tehnička analiza. Bilo koji događaj u društvu, politici, ekonomiji i pravu koji utiče na promenu cene akcija, već je uključen u cenu. Sa tog stanovišta, potrebno je proučavati kretanje cena u prošlosti, kako bi se mogao izvesti zaključak o kretanju u budućnosti. Tehničari imaju jasan stav da je svaki pad ili porast cena izazvan nekim realnim događajem. To znači da tržište sve svodi na pravu meru zbog toga je potrebno proučavati kretanje tržišta u prošlosti.

Drugo stanovište da se cene kreću u trendovima je osnov za nastanak svih metoda tehničke analize. Trend označava pravac kretanja cena akcija. Glavna aktivnost tehničara je da uoči trend u početnoj fazi i da na osnovu raznovrsnih grafikona prati kretanje trenda u budućnosti sa svim njegovim karakteristikama. Proučavanjem grafikona cena i drugih indikatora, tehnički analitičari idu onom putanjom koje im tržište trasira. Tehničari će slediti kretanje trenda sve dok ne uvide znakove promena.

Šabloni koji predstavljaju kretanje cena u prošlosti, po tehničkoj analizi trebalo bi svoje kretanje da nastave i u budućnosti. Prateći istorijski razvoj finansijskog tržišta, mogu se identifikovati višemesečni ili višegodišnji periodi kada je tržište registrovalo trendove rasta i trendove pada i oni se kontinuirano smenjuju.

Ova teza govori da je budućnost preslikavanje prošlosti i predstavlja treću postavku na kojoj počiva tehnička analiza.

Grafikoni - osnovna sredstva tehničke analize

Korišćenje i primena tehničke analize za predviđanje kretanja cena akcija nezamislivo je bez korišćenja grafikona.

Grafikoni se konstruišu u koordinatnom sistemu, gde se na "x" osi označavaju vremenski intervali, a na "y" osi unose vrednosti cena akcija (cena akcija ili kurs akcija).

Za svaki interval vremena postoje četiri karakteristična kursa akcija, a to su (kurs otvaranja, kurs zatvaranja, najviši i najniži kurs u toku intervala).

Postoji veliki broj različitih vrsta grafikona, a mi ukazujemo na najčešće korišćene.

Linijski grafikoni

Linijski grafikoni se koriste da poveže veći broj numeričkih podataka iz kojih nije moguće uočiti opšti trend. Spajanjem tačaka nanesenih u koordinatnom sistemu, dobija se linijski grafikon.

Bar grafikoni

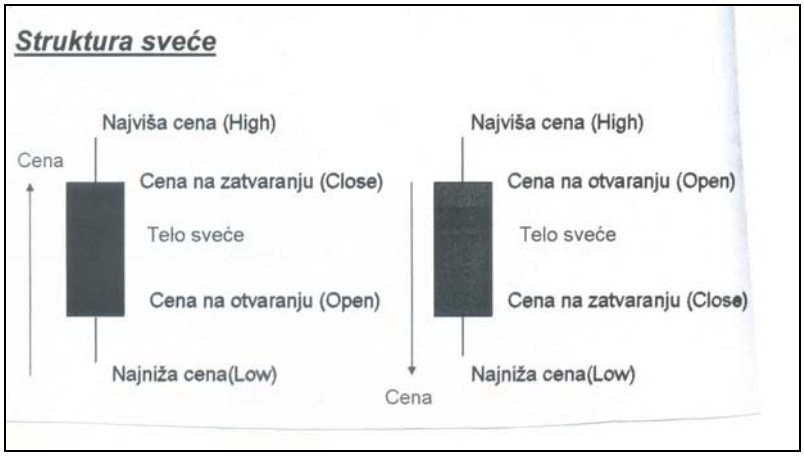
Bar grafikon je vertikalna linija sa dve horizontalne linije sa leve i desne strane. Vrh vertikalne linije predstavlja najveću vrednost kursa ili cena akcija u toku intervala. Na suprotnoj strani najniža tačka na vertikalnoj liniji predstavlja najnižu vrednost kursa - cena akcija, a horizontalna linija sa leve strane predstavlja vrednost kursa na početku perioda - kurs otvaranja, dok linija sa desne strane predstavlja kurs na kraju perioda - kurs na zatvaranju.

Bar grafikoni su sastavljeni od bar grafova i najčešće se koriste za analizu berzanskih trendova.

Japanske sveće (sveća grafikoni)

Sveća grafikon, kao i bar grafikon prikazuje sve četiri karakteristike vezane za kurs za određeni interval. Po izgledu sveća grafikon se razlikuje od bar grafa po tome što se raspon između cene na otvaranju i cene na zatvaranju prikazuje pravougaonikom. Ako je cena na otvaranju veća od cene na zatvaranju, telo sveće ima crvenu boju, a ako je situacija suprotna, telo sveće je plave ili zelene boje.

Slika 14. *- Japanske sveće*



Trendovi

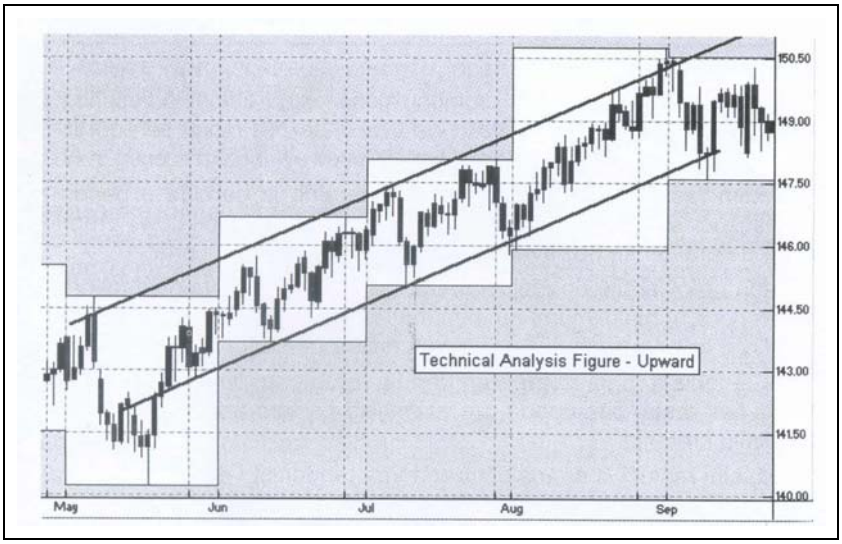
Suština tehničke analize jeste u tome da se identifikuje trend, predvidi njegova dužina i trenutak njegove promene. Trend održava prosečnu promenu cena akcija tokom određenog vremenskog perioda i predstavlja kretanje tržišta. Postoji tri vrste trendova:

- rastući (*bullish*), kada cene rastu,
- opadajući (*bearish*), kada cene opadaju,
- nautralni (*sideway*), kada se cene ne pomeraju, već se održavaju u okviru određenih granica

Rastući trend predstavlja trend kod koga preovlađuje rast cena, a kod opadajućeg trenda preovlađuje kretanje cena na niže. U slučaju kada su promene cena u odnosu na prethodne neznatne, radi se o bočnom ili neutralnom trendu.

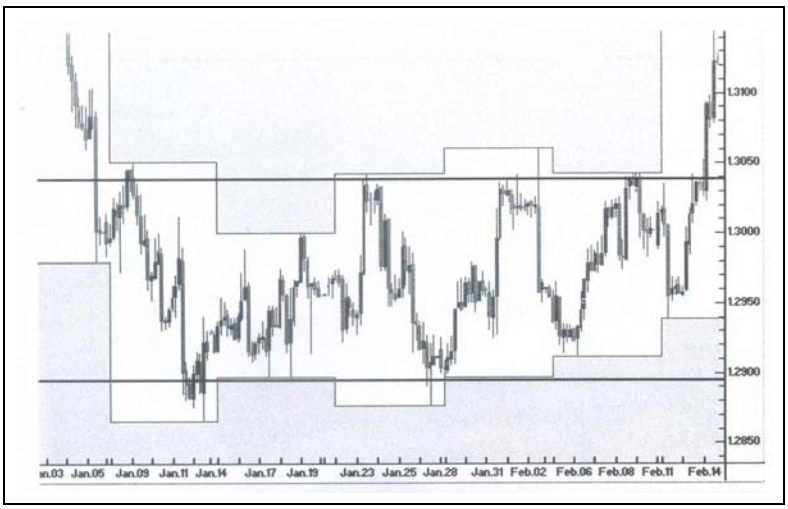
Svi analitičari, trejderi i drugi berzanski trgovci koriste često citiranu rečenicu "Trend je vaš jedini prijatelj na tržištu i nikad ne trgujte suprotno trendu".

Grafik 9. - *Rastući (bullish) trend*



Grafik 10. *- Opadajući (bearish) trend*

Grafik 11. - *Bočni (sideway) trend*



Postoji znatan broj formacija sačinjenih od svećica - bar grafikona, koje takođe označavaju neki oblik trenda (grafikon glava - rame, gepovi, zastavice, simetrični trougao i dr.).

Eliotovi talasi

Teorija Eliotovih talasa glasi: Tržište se kreće po šablonima koji se ponavljaju u vremenu.

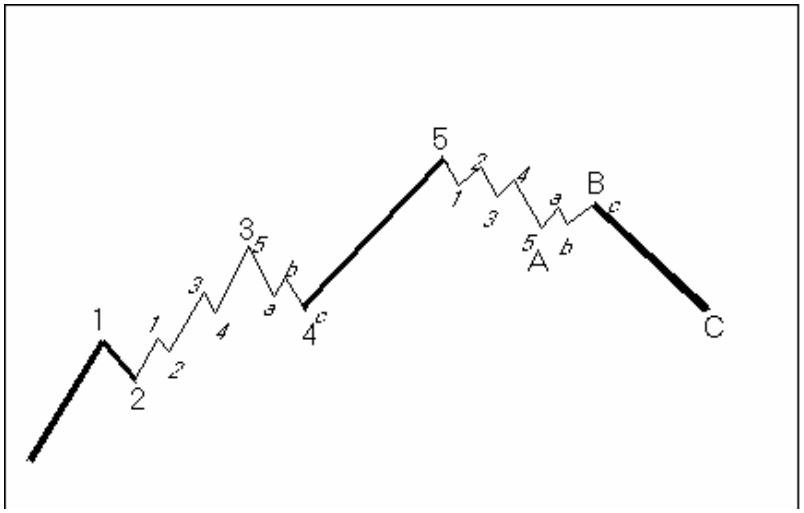
Jedan od najpouzdanijih alata za predviđanje budućih kretanja trendova na finansijskim tržištima je analiza Eliotovih talasa. Ova teorija u okviru tehničke analize, dobila je naziv po Ralf Nelson Eliotu, koji je baveći se istraživanjem kretanja cena na tržištima kapitala, zaključio da se trendovi cena kreću u ponavljajućim formacijama talasa, a kao posledica psiholoških reakcija masa, odnosno najvećeg broja investitora. Po njegovom stavu, reagovanje cena na tržištu nije samo uslovljeno ekonomskim parametrima, već je i odraz psihologije najvećeg broja investitora.

Ako je raspoloženje tržišta, odnosno najvećeg broja investitora pozitivno, onda će trend biti rastući (bull) i obrnuto. Ova teorija se bazira na principu da posle svake akcije sledi reakcija.

Formiranje Eliotovih talasa se realizuje po pravilu da se, tokom rastućeg trenda, tržište kreće naviše (raste) u seriji od 3 talasa, a naniže (opada) u nizu od 2 korektivna talasa, što čini ukupno 5 talasa. U slučaju opadajućeg trenda, raspored talasa je obrnut (3 naniže i 2 naviše).

Glavni talasi se obično sastoje od nekoliko malih talasa koji ih čine, kako je prikazano narednim grafikonom:

Slika 19. *- Eliotovi talasi*



Analizirajmo ovaj talas u rastućem trendu. Pre njega je dominantan bio opadajući trend.

Prvi (1) talas je obično najslabiji od impulsnih talasa. On predstavlja kratkoročni oporavak posle prethodnog trenda. Kada se on završi, dolazi do prodaje, što kreira talas 2.

Drugi talas (2) se završava kada tržište ne dostigne novi minimum, koji bi bio ispod nivoa cena na kome je prvi talas počeo da se formira. Na dnu ovog talasa se često mogu naći formacije sveća koje označavaju promenu trenda.

Treći (3) talas je najduži i najsnažniji od svih impulsnih talasa. On se razvija u pravcu formiranja rastućeg trenda. Ovaj talas počinje sporo, sa tendencijom ubrzanja posle probijanja vrha prvog impulsnog talasa (1).

Kao u svakom trendu, pogotovo snažnom, posle rasta dolazi do korekcije. Trejderi počinju da realizuju profit prodajom onog što su kupili na početku talasa 1. Ovde počinje da se formira *četvrti talas (4).*

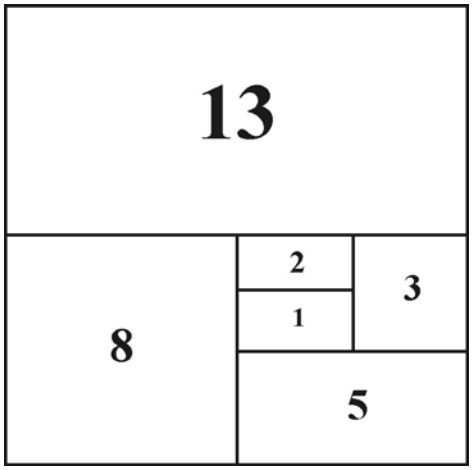
Peti talas (5) formiraju mali investitori kao pokušaj nastavka rastućeg momentuma generisanog u trećem talasu. Institucionalni investitori uglavnom ne daju podršku ovom talasu, te je stoga on slabiji od trećeg. Pošto cene dostignu viši nivo od vrha trećeg talasa (3), ovaj talas počinje da gubi na snazi i polako dolazi do promene trenda.

Fibonači brojevi i nivoi

Leonardo Fibonači italijanski matematičar iz XII veka otkrio je numerički niz tokom proučavanja egipatskih piramida u Gizi.

Niz predstavlja serija brojeva gde svaki član u nizu predstavlja sumu dva prethodna broja 0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 114, 233... itd.[58]

$$1 + 1 = 2,\ 1 + 2 = 3,\ 2 + 3 = 5,\ 3 + 5 = 8 \text{ tj.}$$



[58] Slobodan Slović, Forex, kako zaraditi na promenama deviznih kurseva, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2008.

Niz Fibonači brojeva ima određene osobine, proistekle iz njihovih međusobnih relacija.

Svaki broj u nizu je otprilike 1,618 puta veći od prethodnog i 0,618 puta manji od narednog.

Ovaj broj je poznat kao broj zlatnog preseka (*golden ratio*).

Fibonačijevi nivoi:

broj u nizu podeljen sa onim koji mu sledi daje broj

8 : 13 = 0,6153

55 : 89 = 0,6153

broj u nizu podeljen sa drugim koji mu sledi daje broj

55 : 144 = 0,3820

broj u nizu podeljen sa trećim koji sledi daje broj

8 : 34 = 0,2352

Odnosi Fibonači brojeva mogu se primeniti u mnogim oblastima pa i u kretanju cena akcija.

U tehničkoj analizi koriste se brojevi 0,618 ili 61,8%; 0,382 ili 38,2%; i drugi 0,500 ili 50,0%.

Postoji nekoliko instrumenata tehničke analize koji se zasnivaju na Fibonačijevim brojevima.

Opšta interpretacija ovih instrumenata, polazi od stava da se promena trenda, može očekivati kada cena dolazi do nivoa zasnovanih na Fibonačijevim brojevima.

Linije Fibonačija konstruišu se u cilju definisanog nivoa podrške i otpora već zadatih cena i koriste se za definisanje nivoa za realizaciju profita.

3. OSNOVI ANALIZE PRINOSA I RIZIKA NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

Prinos i rizik predstavljaju dva osnovna postulata na kojima počiva savremena finansijska i investiciona teorija. Ono što svakog investitora na finansijskom tržištu zanima su najmanje dve stvari – koliko će zaraditi od

svoje investicije i koliko je to sigurno. Namerno smo pojednostavili dileme investitora kako bi vam što više približili ova dva koncepta čija je naučna analiza u poslednjih pola veka iz temelja promenila svet finansija.

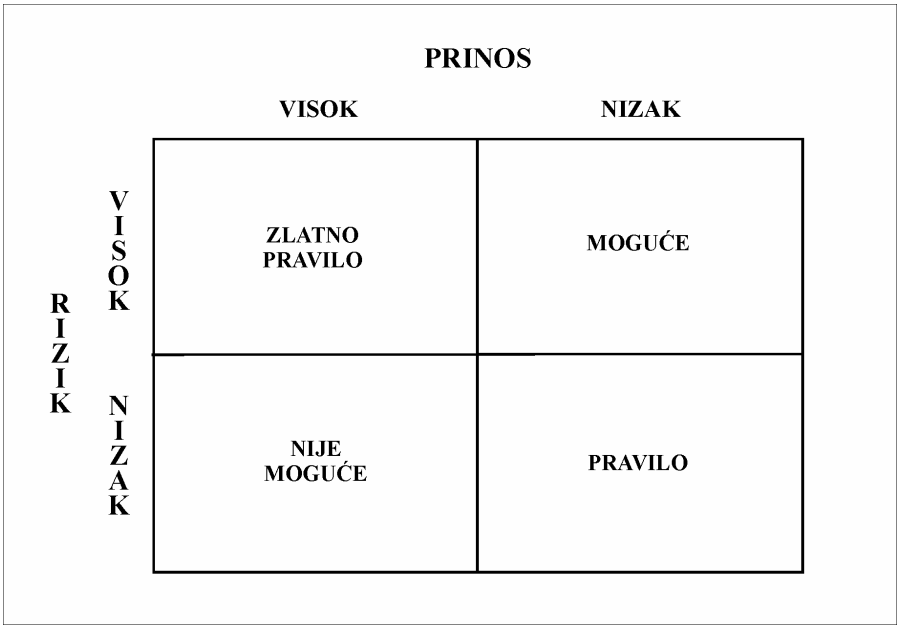
3.1. PRINOS I RIZIK

Prinos (return) je osnovni motiv investiranja na finansijskom tržištu. To je dobit koju investitor očekuje od ulaganja u određeni finansijski instrument. Prinos ima različite oblike i različiti pojmovi se koriste za njegovo opisivanje. Na primer, prinos investitora u obveznice se naziva – kamata, investitora u akcije – dividenda, prodavca opcije – premija, itd. Problem koji se javlja kod investiranja leži u činjenici da kod mnogih finansijskih instrumenata prinos nije zagarantovan. Uvek postoji opasnost da nema prinosa ili da dođe do pada cena. O toj opasnosti i verovatnoći govori – rizik.

Rizik (risk) najjednostavnije rečeno predstavlja verovatnoću trpljenja gubitka, štete ili povrede. Reč je o vrlo kompleksnom i multidimenzionalnom konceptu koji se manifestuje na različite načine. On ima jako široko značenje. Tako na primer, svako od nas se sa rizikom suočava nebrojeno puta u svakodnevnom životu (vožnja motornim vozilom, avionom, bavljenje sportom, čak i samo hodanje ulicom ponekad može biti rizično). U finansijama i investicijama u finansijske instrumente, rizike je povezan pre svega sa oscilacijama cena, to jest njihovim kretanjem na gore ili dole. Maksimalan rizik sa kojim se suočava investitor u neku hartiju od vrednosti je opasnost da izgubi celokupan uloženi iznos sredstava. U tom slučaju, cela situacija pomalo podseća na kupovinu loza ili srećke, gde možete sve izgubiti, možete dobiti utešnu, ali i glavnu nagradu. Sve zavisi i za sve postoji određena verovatnoća. Pored toga, rizik je povezan i na nizom drugih neprijatnih događaja za investitore kakvi su – krahovi berze, bankrotstva privrednih subjekata emitenata pojedinih finansijskih instrumenata, inflacija, promene deviznog kursa, rast kamatnih stopa, promene u sferi monetarne ili fiskalne politike, itd.

Visina rizik je u finansijama tesno povezana sa visinom prinosa. Prinos i rizik su dve strane iste medalje. Između njih postoji velika međuzavisnost i relacija po kojoj je veći rizik povezan sa većim prinosom i manji rizik sa manjim prinosom. Odnose između prinosa i rizika najbolje možemo videti na grafiku broj 1.6.

Grafik 12. *- Veza prinos – rizik*



Kao što iz grafika možemo videti i prinos i rizik mogu biti visoki i niski. Ukoliko to stavimo u jednu matricu dobijamo četiri polja. Zlatno pravilo investiranja u finansijske instrumente kaže – visok prinos je uvek povezan sa visokim rizikom i obrnuto nizak prinos sa niskim rizikom. Moguća je kombinacija nizak prinos visok rizik, ali ona najpoželjnija za investitore – nizak rizik i visok prinos jako retko, slobodno bi mogli reći gotovo nikada.

Polazeći od gornje matrice i sklonosti investitora prema željenom nivou prinosa i rizika u savremenim finansijama je kreirana čitava lepeza različitih finansijskih instrumenata kojima se mogu zadovoljiti različite preferencije. Tako, na primer, investiranje u državne hartije od vrednosti ili neke od instrumenata tržišta novca nosi relativno mali rizik ali i mali prinos. Ko želi malo veći prinos ali još uvek relativno nizak nivo rizika, može se opredeliti da investira u dugoročne obveznice kompanija ili pojedine preferencijalne akcije. Još viši nivo željenog prinosa, ali sledstveno i viši nivo rizika podrazumeva investiranje u akcije, dok težnja ka ekstremnim prinosima vodi u špekulativne aktivnosti sa finansijskim derivatima, što je neizostavno praćeno i ekstremnim rizicima. U traženju optimalne kombinacije željenog nivoa prinosa i rizika razvijena su oruđa u okviru portfolio teorije gde se kroz diversifikaciju portfolija traže načini za postizanje optimalnih rezultata.

Postoji više tipova rizika, kao na primer:

- *Tržišni ili sistemski rizik* – koji zavisi od opštih dešavanja na tržištu. On je vezan za promene svih cena na tržištu i prosto ga je ne - moguće izbeći, posebno ne putem diversifikacije portfolija. Vrlo često je izvan domašaja odluka investitora, odnosno uzrokovan određenim eksternim događajima kakvi su političke promene, ekonomski poremećaji (inflacija, devalvacija), prirodne katastrofe, teroristički napadi, itd;
- *Sektorski rizik* – vezuje se za zbivanja u određenoj privrednoj grani ili sektoru. Njega je moguće smanjiti putem diversifikacije u hartije od vrednosti emitenata koji pripadaju drugim granama;
- *Kompanijski ili nesistemski rizik* – vezan je za faktore koji dotiču poslovanje kompanija u čije hartije se ulažu. On može biti veći ili manji od prosečnog tržišnog rizika, što zavisi od stepena kolebanja cena akcija date kompanije u odnosu na neka prosečna kolebanja cena na celokupnom tržištu. Ovu vrstu rizika je moguće u potpunosti eliminisati kroz diversifikaciju portfoija;
- *Rizik zemlje* – vezan je za ukupan rizik investiranja u određenu nacionalnu privredu. Njegova visina zavisi od većeg broja faktora, kao što su: političke prilike (ne)stabilnost vlade, ekonomske prilike, devizni režim, regulativa i zaštita investitora, razvijenost finansijskog sistema, itd;
- *Inflatorni rizik* – vezan za očekivanja u vezi visine inflacije. U zemljama gde su više očekivane stope inflacije, viši je i ovaj rizik, pošto to vrlo negativno deluje na sve nominalne vrednosti.

3.2. MODELI RIZIKA NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

Svaka apresijacija i depresijacija cena hartija od vrednosti, prikazuje se kao rizik. Bez izlaganja portfolia rizičnim oblicima poslovanja nije moguće ostvariti prinose.

Da bi se investitori zaštitili postoje dva uopštena načina:

- konstantno sprovođenje mera upravljanja rizika portfolia uz dopušteno veće izlaganje rizičnim hartijama od vrednosti,
- uspostavljanje ograničenja ulaganja u previše rizične hartije

U uslovima uspostavljanja bilo kojih ograničenja investitori kreiraju takve portfolie koji su blizu optimalnih i obezbeđuju adekvatan kapital za

pokriće rizičnog poslovanja i u postupku upravljanja rizikom, portfolio će biti udaljen od optimalnog portfolia HOV.

Rizici sa kojima se investitori susreću na finansijskim tržištima su brojni i raznovrsni, međusobno povezani i često sa multiplikovanim uticajem i manifestacijama u različitim pojavnim oblicima.

Za sam rizik se može reći da predstavlja verovatnoću gubitka (smanjenje dobiti) nastalu kao rezultat interakcijskog dejstva nezavisnih događaja u poslovnom okruženju. Za investitora je važno da rizike kvantifikuje i prati i da uočava njegova svojstva u određenom sistemu, ostavljajući po strani njegova pojmovna određenja.

Podela rizika je moguća sa više aspekata ali je najčešće tretirana iz ugla finansijskih posrednika i investitora, neposrednih učesnika na finansijskom tržištu. Od tog velikog broja podela, naše interesovanje biće usmereno na nekoliko, najučestalijih i neizbežnih.

3.2.1. SISTEMSKI I NESISTEMSKI RIZIK

Sistemski rizik ili u literaturi nazvan tržišni rizik, pratilac je svake investicije. Sistemski rizik obuhvata negativne efekte kretanja na tržištu kapitala, kretanja kamatnih stopa, valutnih kurseva, političkih događaja i drugih ekonomskih snaga, na investiciju, u tolikoj meri da ona neće biti profitabilna koliko je investitor od nje očekivao, bez obzira da li se ona nalazi u long ili short poziciji.

Nesistemski rizik je drugi deo od ukupnog rizika i njegova specifičnost je u tome što se diversifikacijom može umanjiti. Ukoliko investitor u svom portfoliu ima skup rizičnih hartija od vrednosti, mera disperzije – varijansa, odraziće moguća odstupanja od očekivanog prinosa.

Unošenjem drugih hartija u portfolio, investitor može umanjiti varijansu, odnosno gubitak koji donosi jedna hartija od vrednosti, i to kompenziranim dobitkom druge hartije.

Postupkom diversifikacije može se umanjiti ukupni i nesistemski rizik ali samo do nivoa sistemskog rizika. Veoma racionalni investitor i portfolio menadžer mogu diversifikacijom svesti nesistemski rizik na prihvatljivu meru za investitora.

Druga vrsta rizika koja se diversifikacijom ne može izbeći je sistemski-tržišni rizik. U njega su uključeni svi rizici proistekli iz opštih ekonomskih i drugih kretanja koja pogađaju sve ekonomske subjekte.

Recesija, inflacija, ratovi, ekonomske reforme u okviru nacionalnih ekonomija, poreske reforme, energetske, tehnološke i klimatske promene i

druge slične pojave utiču na rizik svih hartija od vrednosti kioje se nalaze na tržištu, gde diverzifikacija nema nikakvog značaja.

Sistemski, tj. tržišni rizik predstavlja granicu do koje se može svesti rizik dobro diversifikovanog portfolia hartija od vrednosti na nivou nekog nacinalnog finasijskog tržišta.

Za vlasnika jedne hartije od vrednosti važan je nesistemski rizik, a za vlasnika dobro diversifikovanog portfolia važan je sistemski-tržišni rizik.

Ukupan rizik se meri standardnom devijacijom ili varijansom, a mera sistemskog rizika je Beta koeficijent koji pokazuje osetljivost hartije od vrednosti ili portfolia u odnosu na tržišni rizik.

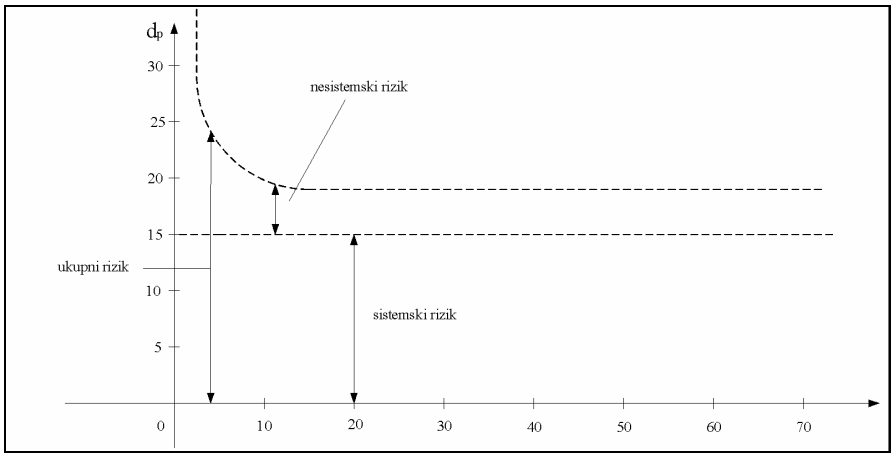
Kao dobra mera za utvrđivanje nivoa rizika portfolia, može se koristiti Beta koeficijent.

Beta koeficijent daje odgovor na pitanje koliko će se promeniti stopa prinosa posmatrane akcije u nekom portfoliu, ako se stopa prinosa portfolia promeni za 1. Smatra se da je za dobro diversifikovani portfolio hartija od vrenosti Beta koeficijen jednak jedinici.

U slučaju da je Beta koeficijen posmatrane hartije veći od 1, u tim okolnostima dolazi do povećanja rizika koji nosi celokupan portfolio, a ako je Beta koeficijent posmatrane hartije manji od 1, to će umanjiti rizik portfolia.

Očigledno je da Beta koeficijent predstavlja veoma važan pokazatelj nivoa rizika hartija od vrednosti i sa tog stanovišta posebno dobija na značaju u postupku kreiranja portfolia hartija od vrednosti.

Grafik 13. *- Međuzavisnost broja hartija u portfoliu i kretanja nesistemskog rizika*



3.2.2. RIZIK LIKVIDNOSTI

Rizik likvidnosti postoji ukoliko neke hartije od vrednosti iz sastava portfolia nije moguće prodati na sekundarnom tržištu u svakom trenutku. Ako je neka hartija likvidna, to znači da se može prodati bez bilo kojih ustupaka u ceni. Tipičan primer za likvidne hartije važi za tzv. blue-chip obične akcije i kratkoročne obveznice na razvijenim finansijskim tržištima. Kada se vrši transakcija sa velikim količinama hartija, rizik nelikvidnosti se aktivira što iziskuje dodatne troškove u pogledu kupoprodajne provizije, diskonta cena i slično.

Veći rizik nelikvidnosti imaju hartije malih i manje poznatih korporacija, pa njihova prodaja podrazumeva korigovanje prodajne cene. Stepen likvidnosti se najbolje iskazuje na relaciji kupovine i prodaje cene hartija, poznat pod nazivom spred (*bid-ask*). Što je ovaj raspon veći radi se o manje likvidnim hartijama, što je posebno svojstvo mladih, plitkih i tržištu u razvoju, kao što su tržišta zemalja u tranziciji.

3.2.3. RIZIK ZEMLJE

Politika vođenja portfolia bazira se i na makroekonomskim analizama i kretanjima posebno imajući u vidu poziciju nacionalne ekonomije u kojoj se takvi procesi odvijaju. Teorijski posmatrano finansijski plasmani investicio nih fondova nisu makroekonomski pojmovi, ali oni dobijaju elemente makroekonomskih kategorija uporedo sa diversifikacijom ulaganja. Ukoliko je ulaganje višediversifikovano, utoliko je politika plasmana investicionih fondova u većoj meri korelirana makroekonomskim kretanjem. Baš zbog toga se moraju pratiti makroekonomska kretanja posebno u oblasti prosečne profitne stope za nacionalnu ekonomiju kao celinu i pojedine privredne grane i grupacije.

Rizik zemlje je sveobuhvatni rizik sa kojim se suočava strani investitor koji želi da investira u nekoj zemlji. Rizik se odnosi na postojanje mogućnosti povratka uloženog kapitala moguće eksproprijacije i eventualnih restrikcija na profit.

Kao što postoje agencije za ocenu kreditnog rejtinga, tako u svetu postoje i institucije koje se bave procenom rizika zemlje i političkim rizikom. Kao predmet analize obično se koriste indikatori od kojih zavisi politička stabilnost neke zemlje. Analiziraju se političke partije, vojne grupacije, politički lideri, otvorenost zemlje za protok kapitala, ljudi i novca, kao i stabi-

lnost vlade koja je izvršni organ vlasti. Takođe se razmatraju pokazatelji o kretanju državnog bruto proizvoda, o kretanju stope nezaposlenosti, o stepenu socijalnog nezadovoljstva, stavovi političkih grupacija i slično imajući u vidu značaj ovog rizika kod opredeljenja stranih investitora za ulaganje u zemljama u kojima imaju status nerezidenta. Svi ovi faktori se moraju stalno unapređivati i poboljšavati kako bi se obezbedio priliv stranih investicija na tržištima zemalja u tranziciji.

3.2.4. TEHNOLOŠKI I OPERATIVNI RIZIK

U poslednjim godinama tehnološke inovacije su u velikom usponu. Razvijeni su elektronski sistemi transfera sredstava i plaćanja putem klirinških kuća. U osnov primene novih tehnoloških dostignuća stoji potreba za snižavanjem operativnih troškova, povećanog profita i osvajanje novih finansijskih tržišta na udaljenim geografskim prostorima. Tehnološki rizik se javlja kada tehnološke investicije ne dovode do očekivanih ušteda troškova i ostvarivanje planirane ekonomije obima.

Najčešći uzorci za pojavu tehnološkog rizika se javljaju zbog preteranih kapaciteta, zastarele tehnologije ili organizacione i birokratske neefikasnosti.

Operativni rizik je u vezi sa tehnološkim rizikom, a manifestuje se kao tehnološka neispravnost i otkazivanje sistema logistike.

3.2.5. KREDITNI I OSTALI RIZICI

Kreditni rizik proističe iz njegove osnovne postavke, odnosno Ugovornog odnosa između zajmodavca i zajmoprimca kredita. Rizik koji može nastati zbog neispunjenja ugovornih obaveza jedne od ugovornih strana, stvara kreditni rizik.

To je rizik od nepotpunog plaćanja obećanih novčanih tokova od kredita i vrednosnih papira finansijske institucije.

Pre nego što se zaključi bilo koji ugovorni odnos, potrebno je proceniti dužnikovu kreditnu sposobnost, kao i kvalitet i vrednost instrumenata osiguranja kredita. Tokom trajanja ugovornog roka, potrebno je pratiti poslovanje dužnika. Kreditni rizik može biti izrazito visok u slučaju bankrotstva emitenta. Objektivno, finansijski pokazatelji pre bankrotstva ukazuju da emitent neće moći da izmiruje svoje obaveze, što na sekundarnom tržištu ima odraza na pad cena njegovih hartija. U slučaju najnepovoljnijeg ishoda - likvidacije, namirenje investitora zavisi i od vrste hartije koju poseduje,

obzirom da dugoročni instrumenti i preferencijalne akcije imaju prednost u odnosu na imaoce običnih akcija.

U svakom slučaju i kreditni rizik kao i drugi rizici mogu biti kontrolisani i umanjeni u postupku ugovaranja kroz izgradnju mehanizama zaštite u formi garancija i marži. Kada su u pitanju strani investitori, jedan od kriterijuma za investiranje je kreditni rejting zemlje, koje objavljuju emitentne međunarodne rejting agencije.

U osnovu kreditnog rejtinga zemlje nalaze se makroekonomski pokazatelji zemlje i sposobnost zemlje da servisira dospele obaveze prema međunarodnim dobavljačima.

Devizni rizik nastaje kao posledica promena kursa domaće valute u odnosu na strane valute. Za investitora nastaju posledice kada prihode ostvaruje u jednoj valuti, a obaveze izmiruje u drugoj valuti, i to posebno kada su promene česte, neizvesne i sa velikim spredom.

Kao mehanizmi zaštite mogu se koristiti neke izvedene hartije od vrednosti kao što su opcioni ili terminski ugovori, koji se na našem tržištu još ne primenjuju, a u zemljama u tranziciji tek su u povoju.

Rizik inflacije se pojavljuje u situacijama kada stopa inflacije nije uzeta u obzir prilikom formiranja nominalne kamatne stope. Rast cena izazvan inflacijom umanjuje kupovnu moć investitora i pored toga što cene hartija u koje je investirano takođe rastu. Realne stope prinosa se mogu razlikovati od nominalnih za iznos inflacije. Kod investiranja u obveznice, investitori ostvaruju kapitalne gubitke, preračunate u realnoj kupovnoj snazi novca.

Zbog toga je važno da projektovana stopa inflacije, koja će se odnositi na vremenski period dospeća obveznica, bude realno ugrađen u nominalnu kamatnu stopu. Kao oblik zaštite od inflacije moguće je plasirati sredstva u takozvanu realnu aktivu (plemeniti metali) jer njihove tržišne cene rastu u skladu sa opštim rastom cena, odnosno inflacijom. Finansijska aktiva koja obuhvata hartije od vrednosti, gotov novac i drugo, izložena je riziku inflacije.

U slučaju promena kamatnih stopa na tržištu u toku poslovanja za investitora nastaje mogućnost ostvarivanja gubitka. Verovatnoća nastanka gubitka zbog promena kamatnih stopa naziva se kamatni rizik. Za većinu investitora jedna novčana jedinica u budućnosti (jedna godina) manje je vredna nego ta novčana jedinica u sadašnjosti.

Promena kamatnih stopa inverzno utiče na sadašnju vrednost obveznica. U slučaju da kamatne stope rastu, sadašnja vrednost pada i kada kamatne stope padaju cene obveznica rastu. Ako investitor u svom portfoliu ima i obveznice, kretanje kamatnih stopa direktno utiče na vrednost njegovog tržišnog portfolia. A ukoliko je portfolio sastavljen i od preferencijalnih i obi-

čnih akcija, uticaj promena kamatnih stopa je značajan, ali sa različitom važnošću. Za vlasnike prioritetnih akcija, dividenda, kao siguran prihod za investitora je unapred poznat, pa oscilacije kamatnih stopa imaju neposredni uticaj na visinu očekivane dividende. Kod vlasnika običnih akcija, dividenda zavisi od rezultata poslovanja kompanije i manji je uticaj kamatnih stopa na iznos dividende, pa je kamatni rizik manji. Kapitalni dobitak koji je prateći parametar običnih akcija manje je izložen kamatnom riziku.

Kako kompanije posluju u toku poslovne godine, investitori mogu videti iz dostupnih informacija koje se javno objavljuju. Menadžerski timovi koji vode poslovanje firme imaju direktan uticaj na rezultate kompanije, a time i na cenu njihovih emitovanih hartija i na iznos dividendne stope koja očekuje vlasnike akcija.

Kako menadžerski timovi vode kompaniju zavisi od:

- stepena snage i sposobnosti menadžera,
- potrebnog iskustva i razvojne orijentacije,
- sposobnost procenjivanja budućih događaja,
- toga da li su dovoljno nagrađeni i motivisani za rad,
- toga da li su im dostupne relevantne informacije za donošenje važnih odluka,
- stepen pouzdanosti i odgovornosti i sl.

Od svih ovih faktora zavisi uspeh i poslovanje kompanije. Investitor će uvek nastojati da oceni da li kompaniju u koju je investirao vodi dovoljno stručan i sposoban menadžerski tim koji može da ostvari rezultate koje on očekuje.

3.3. MERE PRINOSA I RIZIKA

Radi traženja načina kako da investitori postignu optimalnu kombinaciju željenih prinosa i prihvatljivog nivoa rizika savremena portfolio teorija je razvila jako veliki broj metoda, tehnika i analitičkih oruđa. Njihova analiza predstavlja oblast investicija u hartije od vrednosti, posebne naučne discipline u okviru savremene finansijske teorije. Obim ove knjige nam ne dozvoljava dublje da ulazimo u mnoge aspekte investicione analize. Međutim, smatramo da je neophodno ukazati određenu pažnju najosnovnijim elementima analize prinosa i rizika. U tom smislu vašu pažnju ćemo skoncentrisati na dva bitna pitanja:

- Stope prinosa, i
- Mere rizika

Stope prinosa – Svaki prinos od posedovanja hartija od vrednosti obično se sastoji iz dva bazična elementa:

- 1) Prihod koji sama hartija donosi vlasniku – na primer kamata kod obveznica ili dividenda kod akcija. Relativna mera prihoda je stopa prihoda (*yield*) koja se dobija kada se iznos prihoda stavi u odnos sa nominalnom vrednošću ili tekućom tržišnom cenom. U tom slučaju se pominju pojmovi kao što su nominalna kamatna stopa u slučaju obveznica ili dividendna stopa u slučaju akcija.
- 2) Kapitalni dobitak ili gubitak (*capital gain-loss*) koji je posebno bitan element ukupnog prinosa kod vlasnika običnih akcija. Do kapitalnih dobitaka dolazi u slučaju kada raste tekuća tržišna cena u odnosu na cenu po kojoj je investitor kupio akciju. Obrnuto, u slučaju kada dolazi do pada cene akcija – investitor će ostvariti kapitalni gubitak.

Polazeći od ove dve komponente svakog prinosa moguće je izračunati stopu prinosa (*rate of return*). Ona se obučno računa za određeni period vremena u kome se pojedina hartija poseduje. Tada se meri prinos za tačno određeni period vremena (dan, mesec, kvartal, godina, itd). Ukupna stopa prinosa uvažava prihod (C) i kapitalne dobitke ($P_t - P_o$), kao razliku između tržišnih cena na kraju i početku perioda. Na osnovu ovih elemenata stopu prinosa (R) možemo izraziti kao relaciju:

$$R = \frac{C + (P_t - P_o)}{P_o}$$

Jednačina predstavlja opštu formulu. Ona se razlikuje za pojedinačne hartije. Tako, za obveznice C – predstavlja kamatu koju će vlasnici dobiti, a P_t i P_o odražavaju tržišnu cenu obveznica. Za vlasnike akcija, C predstavlja dividendu koju će investitori primiti. Na primer, ukoliko investitor kupi akciju po 100 novčanih jedinica, ako njena tržišna cena na kraju perioda iznosi 105 novčanih jedinica i u međuvremenu donese dividendu od 7. Koliki će biti ukupan prinos tog investitora? Odgovor dobijamo korišćenjem jednačine:

$$R = \frac{7 + (105 - 100)}{100} = 0{,}12$$

Dakle, stopa prinosa vlasnika akcije iznosi 12% za dati period. U finansijskoj teoriji postoje različite vrste stope prinosa.

Mere rizika – U merenju rizika se koriste statističke mere disperzije. Jedna od njih je standardna devijacija. Ukoliko prinos investitora više oscilira – rizik će biti veći – pa samim tim će biti i viša standardna devijacija. Standardna devijacija se dobija kao kvadratni koren jedne druge mere disperzije – to je varijansa. Teorijski posmatrano varijansa meri prosek kvadratnih odstupanja od aritmetičke sredine svakog pojedinačnog člana neke serije.

Varijansa ili fluktuacija predstavlja prosečno kvadratno odstupanje podataka u nekoj seriji od aritmetičke sredine te serije.Ona je kvadratna veličina izražena prema aritmetičkoj sredini i njene vrednosti se kreću od 0 do beskonačno. Osnovni obrazac za izračunavanje varijanse je:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^{n} f_i (x_i - \overline{X})^2}{\sum_{i=1}^{n} f_i}$$

Standardna devijacija je linearni oblik varijanse, odnosno to je kvadratni koren iz varijanse.

Standarna devijacija se izračunava po formuli:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} f_i (x_i - \overline{X})^2}{\sum_{i=1}^{n} f_i}}$$

Koeficijent varijacije

Koeficijent varijacije se izračunava u onom slučaju kada se upoređuju varijacije nekog obeležja više serija, koje su izražene u različitim jedinicama mere, pa standarna devijacija nije pogodna mera varijacije. Isto tako ako se upoređuju dve ili više statističkih serija čija su obeležja izražena u istim jedinicama mere, ali imaju različite aritmetičke sredine, pa ni tada se ne može koristiti standarna devijacija.

Koeficijenat varijacije predstavlja količnik između standarne devijacije i aritmetičke sredine tog obeležja. Može se izraziti kao koeficijent ili kao procentni broj.

Obrazac po kome se izračunava koeficijent varijacije glasi:

$$K_v = \frac{\sigma}{\overline{X}} \quad \text{ili kao procentni izraz} \quad K_v = \frac{\sigma}{\overline{X}} \cdot 100$$

Ukoliko koeficijen varijacije ima manju vrednost to znači da su vrednosti obeležja jače grupisane oko aritmetičke sredine i obrnuto.

Pored standardne devijacije i varijanse jedna od mera rizika je i *beta koeficijent* (*Beta*). Reč je o meri koja se vrlo često koristi u investicionoj analizi. Suština je u poređenju rizika pojedine hartije sa nekim prosečnim rizikom na tržištu. Za prosečni rizik se kaže da ima Betu jednaku 1 i on opisuje sistemski ili tržišni rizik. Ovaj rizik se najčešće određuje na osnovu strukture nekog od vodećih indeksa na berzi. Kompanijska Beta govori o kompanijskom riziku. Ona može biti veća ili manja od jedinice, što znači da cene akcija date kompanije mogu da osciliraju više ili manje od nekog proseka na tržištu. Ukoliko je Beta > 1 – tada imamo viši nivo rizika pri investiranju u datu kompaniju i obrnuto, u slučaju Beta < 1 – stopa rizika je niža.

4. PORTFOLIO TEORIJA I DIVERSIFIKACIJA RIZIKA

Portfelj (Francuska) i Portfolio (Engleska) predstavlja skup finansijskih instrumenata različitih vrsta i karakteristika. Njegovu strukturu mogu činiti dve ili više vrsta hartija od vrednosti, valuta, nekretnina ili neke druge aktive u posedu pojedinaca, kompanije ili institucionalnih investitora.

Portfolio je skupina kupljenih vrjednosnih papira koji imaju sličan računovodstveni tretman i slično se klasificiraju u bilanci. Investitorovo posedovanje utrživih vlasničkih vrjednosnih papira i utrživih dužničkih vrjednosnih papira tretira se kao dva odvojena portfolia. Osim toga, investitor može imati dugoročni i kratkoročni portfolio u svakoj kategoriji.[59]

Za naše potrebe, istraživaće se ulaganje u pojedinačne hartije od vrednosti i njihove skupove - portfolie.

Razvoj finansijskih tržišta u drugoj polovini XX veka doveo je do potrebe da se u okviru nauke i teorije istraže i naučno verifikuju modeli koji bliže objašnjavaju performanse portfolia i to posebno kategorije prinosa i rizika. Naučna dostignuća iz oblasti analize i selekcije portfolia sistematizovana su u delu naučne oblasti poznatom pod nazivom portfolio teorija. Posmatrano kroz vremensku dimenziju, za portfolio teoriju se može reći da je prošla kroz dve faze - klasičnu i modernu.

Klasična portfolio teorija se pretežno bavi analizom karakteristika investiranja u individualne hartije od vrednosti. Konstrukcija portfolia je u

[59] Meigs & Meigs, Računovodstvo - Temelj poslovnog odlučivanja, Drugo izdanje, Zagreb, 2004.

direktnoj zavisnosti od sklonosti investitora, njegovih potreba i mogućnosti. Ona je u direktnoj vezi sa željama investitora. Oslanja se na nedovoljno precizan i subjektivan odabir hartija od vrednosti koje čine optimalni portfolio.

Klasična teorija polazi od osnovnih pravila investitora u hartije od vrednosti. Prvo - investitori žele da ostvare viši u odnosu na niži prinos; drugo - prinos se uvećava sa preuzimanjem dodatnog rizika; treće - stopa tolerancije rizika od strane investitora, determiniše ostvarivanje viših prinosa; četvrto - diversifikacijom se može ostvariti umanjeni stepen rizika. Konstruisani portfoliji se razlikuju u zavisnosti od zahteva koji se pred njim postavljaju. Kategorija rizika u klasičnoj teoriji je zapostavljena, zbog toga što je nedostajala metodologija za analizu i upravljanje rizikom. Pojavom moderne portfolio teorije ide se korak dalje i vrši se nadomeštaj nedostatka klasične teorije i to u formi rešenja koja se odnose na upravljanje rizikom finansijskog portfolia.

Teorijske osnove moderne portfolio teorije postavio je nobelovac Harry M. Markowitz 50-tih godina prošlog veka. Do danas se ova teorija razvila u dva pravca: normativnom i pozitivnom.

Normativna portfolio teorija nastoji da pruži odgovor na pitanje kako treba da se ponaša racionalni investitor, a pozitivna teorija se bavila ekonomskom ravnotežom pod uslovom da se investitori ponašaju u skladu sa normativnom portfolio teorijom. Normativna portfolio teorija obuhvata norme i pravila kojih se treba pridržavati u cilju ostvarenja maksimalnih finansijskih rezultata. Model portfolia koji je razvio Markowitz je matematički model po kojem investitor može da izvrši diverzifikaciju portfolia kako bi smanjio ukupan rizik. Po ovom modelu i danas se vrši izračunavanje očekivane stope prinosa na investicije u više različitih vrednosnih papira, kao i očekivane mere rizika koje karakterišu tu investiciju.

Normativna i pozitivna portfolio teorija predstavljaju prvi i drugi deo "mikroekonomije tržišta kapitala"[60] i predstavlja opšti pristup upravljanja portfoliom baziranom na sledećim postavkama:

- investitori zasnivaju investicione odluke isključivo na osnovu očekivanog prinosa i rizika,
- za određeni nivo prihvaćenog rizika, investitori očekuju veće prinose u odnosu na niže,
- investitori smanjuju rizik na osnovu varijabilnosti očekivanih prinosa,
- investitori nastoje da ostvare maksimalno očekivanu korist u određenom vremenskom periodu,

[60] Markowitz H.M. "Portfolio Selection: Efficient Difiversification of Investments", Basil Black Well, Cambridge, Massachusetts, 1991.

– moguće investicione alternative predstavljaju se kao raspored verovatnoće očekivanih prinosa u određenom vremenu.

Moderna portfolio teorija uz razvoj baze podataka, matematičko-statističkih metoda, kompjuterske i telekomunikacione tehnologije, predstavlja osnovu savremenog upravljanja portfoliom hartija od vrednosti.

Prinos na hartiju od vrednosti je dobit (profit) koji investitor dobija od investiranja u određenu hartiju od vrednosti. Profit predstavlja osnovni motivacioni faktor za investitora. Različite hartije donose prinose u različitim oblicima. Investiranjem u akcije, prinos se može očekivati u obliku dividende i u formi kapitalnog dobitka koji predstavlja razliku između trenutne cene akcije i cene po kojoj je akcija kupljena. Za razliku od akcija, obveznica, kao instrumenti donose prinos u obliku kamate.

Matematički izraz za izračunavanje prinosa na akcije glasi:

$$P = D + (C_2 - C_1) = \text{dividenda} + \text{kapitalni dobitak}$$

P = prinos
D = dividenda
C_1 = cena po kojoj je akcija kupljena
C_2 = trenutna cena akcije

Stopa prinosa izražava prinos na hartije od vrednosti u relativnom iznosu, odnosno u procentima. Formula za izračunavanje stope prinosa S_p glasi:

$$S_p = \frac{\text{kapitalna depresijacija (apresijacija)} + \text{dividenda}}{\text{početna vrednost}}$$

Kako u trenutku investiranja za investitora nije poznata dividenda i kapitalni dobitak, stopa prinosa se u savremenoj finansijskoj analizi tretira kao slučajno promenljiva, odnosno varijabla koja može uzeti određene verovatnoće, tako da se očekivana stopa prinosa izračunava, kao očekivana vrednost slučajno promenljive. Algebarski izraz za izračunavanje očekivane stope prinosa glasi:

$$E_R = P_1R_1 + P_2R_2 + P_3R_3 + ...P_nR_n = \sum_{1=1}^{n} P_iR_i$$

E_R = očekivana stopa prinosa
P_i = verovatnoća realizacije tog prinosa (zbir verovatnoća je uvek = 1)
R_i = mogući prinosi

Kako su veličine koje izražavaju verovatnuću ostvarivanja određenih prinosa subjektivne, može se zaključiti da je stopa očekivanih prinosa, pokazatelj koji u sebi sadrži subjektivnu ocenu.

Izraz kojim se izražava očekivana stopa prinosa, predstavlja ponderisani prosek mogućih prinosa, gde se kao ponderi javljaju verovatnoće ostvarivanja pojedinih prinosa. Ponderisani prosek ima najveću verovatnoću ostvarivanja i predstavlja numerički izraz kome gravitiraju mogući prinosi.

Kao mere centralne tendencije mogu se koristiti geometrijski i medijanski prosek ili interval varijacije.

Druga performansa svake hartije od vrednosti je rizik i sastavni je deo investicione odluke. Kao što smo već naglasili očekivani prinos se razlikuje od stvarnog prinosa usled prisustva rizika. U finansijskoj literaturi opšte prihvaćena mera rizika predstavljena je varijansom, odnosno standardnom devijacijom.

Varijansa je statistička mera disperzije prinosa oko njegove očekivane vrednosti. Ukolko je disperzija veća, veća je varijansa, a time i veća neizvesnost budućeg prinosa, tj. rizika. U procesu donošenja investicione odluke investitor analitički ili intuitivno razmatra šansu za ostvarivanje koristi i na osnovu toga donosi odluku i nastoji da vrši kontrolu rizika. Kontrola rizika je moguća zbog toga što varijabilnost prinosa ima statističku strukturu i može se modelovati.

Statistički izraz za disperziju prinosa - varijansu glasi:

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^{n} (R_i - \bar{R}_i)^2 P_i(R_i)$$

Standardna devijacija je druga mera za disperziju prinosa i izračunava se kao kvadratni koren varijanse.

$$\delta = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{\sum_{l=1}^{n} (R_i - \bar{R}_i)^2 P_i(R_i)}$$

Ukoliko je brojni izraz standardne devijacije veći, veća su i odstupanja od očekivane stope prinosa, odnosno veći je i rizik.

U narednom primeru izvršićemo izračunavanje ovih parametara u situaciji kada je privreda u ekspanziji, recesiji i normalnom razvoju.

Potrebno je izračunati varijansu, standardnu devijaciju i očekivani prinos sa elementima datim u sledećeh hipotetkičkom primeru.

Stanje u privredi	R_i	P_i	R_iP_i	R_i-$E_{(R)}$	$(R_i-E_{(R)})^2 P_i$
Ekspanzija	51%	0,35	0,178	0,32	0,0350
Normalno	19%	0,30	0,054	0	0
Recesija	-12%	0,35	-0,042	-0,07	0,0017
		Σ=1			

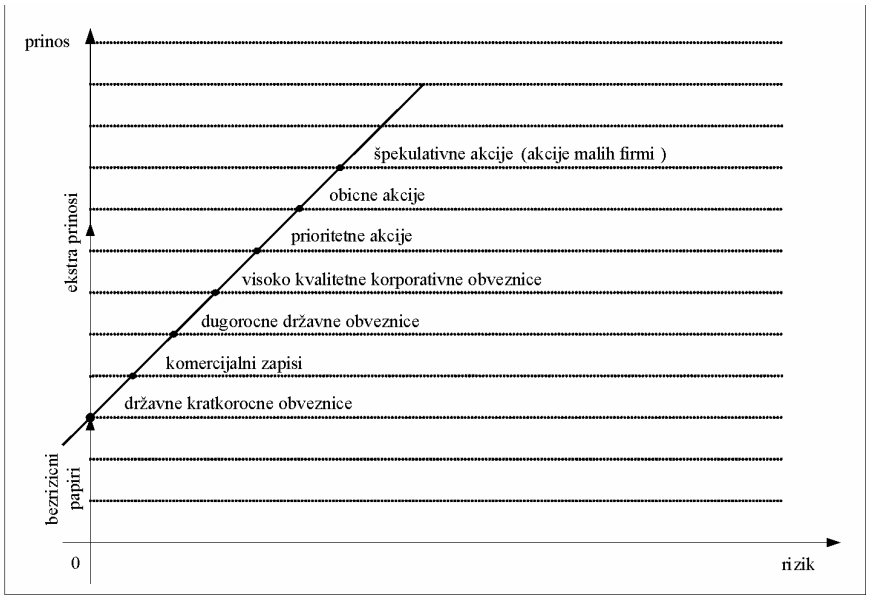
Očekivani prinos $E_{(R)}$ 0,19 · 100=19%

Varijansa 0,037

Standardna 0,193=19,3%

Na navedenom grafiku prikazana je međuzavisnost prinosa i rizika različitih hartija od vrednosti. Opšte karakteristike pojedinih vrsta i klasa hartija u direktnoj su korelaciji sa očekivanim prinosom.

Grafik 14. *- Profil očekivanog prinosa prema riziku za različite hartije od vrednosti*



Sa grafikona je vidljivo da investicije u državne hartije od vrednosti nose veoma mali rizik, ali i mali prinos. Investitori koji žele veće prinose uz relativno niske nivoe rizika, investiraće u dugoročne državne obveznice,

korporativne obveznice ili pojedine prioritetne akcije. Za investitore koji nemaju averziju na rizik a očekuju visoke prinose, preostaje ulaganje u akcije malih firmi ili ulaganja koja nose špekulativna obeležja na finansijskim tržištima.[61]

Prinosi na obveznice su bezrizični u slučajevima kada je kamatna stopa u privredi stabilna. Uopšteno gledajući akcije neke kompanije su rizičnije od obveznica te kompanije, obzirom da vlasnici obveznica imaju pravo prečeg potraživanja od vlasnika akcija. Vlasnici prioritetnih akcija su u odnosu na vlasničke običnih akcija izloženi manjem riziku, obzirom da će uvek biti namireni pre običnih akcionara.

Kod hartija kod kojih je izražen veći rizik veći je i prinos.

4.1. MERE PRINOSA I RIZIKA ZA PORTFOLIO OD DVE HARTIJE

Moderna portfolio teorija akcenat daje proceni prinosa i rizika, a ne samo cenovnim i dividendnim prognozama. U izboru portfolia polazi se od stvarnog odnosa investitora prema riziku i prinosu. Zavisno od tako utvrđenih preferenci vrši se konkretan izbor odgovarajućih grupa hartija i konkretnih hartija unutar svake grupe.

Cilj formiranja portfolia je minimiziranje rizika diverzifikacijom plasmana. Smanjenje ukupnog rizika se javlja u slučaju da neke investicije daju ispod prosečne rezultate, dok će druge dati iznad prosečne rezultate.

Efekat diverzifikacije je smanjenje ukupne varijabilnosti prinosa. Najveći portfolio efekat, odnosno smanjenje rizika postiže se kombinovanjem hartija koje su u negativnoj ili nisko pozitivnoj korelacionoj vezi jedna sa drugom.

Osnovne karakteristike svake hartije od vrednosti, stopa prinosa i mere disperzije, su istovremeno i osnovne karakteristike portfolia. Matematička formulacija opštih svojstava portfolia počinje izvođenjem algebarskog izraza za prinosna portfolia. Prinos na portfolio predstavlja ponderisani prosek prinosa svake hartije koja se nalazi u njegovom sastavu. Ako se u portfoliu nalazi N hartija, algebarski izraz za prinos glasi.

$$P_{(R)} = X_1 R_1 + X_2 R_2 .... + X_n R_n$$

$$E_{(R_p)} = \sum_{j=1}^{n} X_i E_{(R)}$$

[61] Dr Milenko Dželetović, Finansijska tržišta, Beoprint, Beograd, 2007. god.

$E_{(R_p)}$ = ostvarena stopa prinosa portfolia

n = broj hartija u portfoliu

X_i = ponderi hartija j - procentualno učešće

$E_{(Rj)}$ = ostvarena stopa prinosa hartija j

Druga važna karakteristika portfolia je rizik.

Rizik portfolia se izražava varijansom, odnosno standardnom devijacijom. Varijansa portfolia predstavlja očekivanu vrednost kvadrata odstupanja pojedinih prinosa u portfoliu od njihovih aritmetičkih sredina.

Varijansa portfolia koji sadrži dve hartije od vrednosti glasi:

$$\delta_p^2 = X_1\delta_1^2 + X_2\delta_2^2 + 2X_1X_2 \cdot \delta_1\delta_2 \cdot P_{1\cdot 2}$$

δ_p^2 = varijansa portfolia

X_1X_2 = ponderi za hartije 1 i 2 (procentualno učešće)

$\delta_1^2\delta_2^2$ = varijanse hartija 1 i 2

$P_{12}\delta_1\delta_2$ = kovarijansa hartija 1 i 2

Kovarijansa prinosa na hartije sadržane u portfoliu govori o stepenu i pravcu njihovog međusobnog slaganja. Ako je algebarski izraz za kovarijansu pozitivan, to znači da se prinosi hartija u portfoliu kreću u istom smeru. Negativna kovarijansa znači suprotno.

$$C_{OV(R_aR_b)} = \delta_1 = P_{1\cdot 2}\delta_1\delta_2$$

$$C_{OV(R_aR_b)} = \sum\left[\left(R_a - E_{(R)}\right)\cdot\left(R_b - E_{(R)}\right)\right]\cdot P$$

$C_{OV(R_aR_b)}$ = *kovarijansa*

R_a = *mogući povrat hartije A*

R_b = *mogući povrat hartije B*

$E_{(Ra)}$ = *očekivana stopa prinosa za hartiju A*

$E_{(Rb)}$ = *očekivana stopa prinosa za hartiju B*

n = *broj verovatnih ishoda*

P = *verovatnoća nastupanja događaja*

Ako imamo dve hartije i da njihove stope prinosa iznose za A = 10%, za B = 8%. Verovatnoća njihovog ostvarenja iznosi za A = 8%, za B = 8%. Očekivana stopa prinosa za hartiju A = 5%, a za hartiju B = 5%. Sa ovim parametrima kovarijansa ovog portfolia iznosi:

$$C_{OV(R_aR_b)} = \left[(0,10-0,5)\cdot(0,8-0,5)\right]\cdot 0,8 = 0,12 = 12\%$$

Pozitivna kovarijansa govori nam da postoji značajna povezanos prinosa ove dve hartije. Ako jedna hartija ima stopu prinosa veću od očekivane, ima je i druga hartija (A=10, B=8). Da je kovarijansa bila negativna, druga hartija bi imala stopu prinosa ispod njene očekivane vrednosti.

Primer kada druga hartija ima stopu prinosa manju od očekivane stope prinosa:

Stopa prinosa za hartiju A = 10%, a za hartiju B = 3%. Verovatnoća njihovog ostvarenja iznosi A = 8%, B = 8%. Očekivana stopa prinosa za hartiju A = 5%, a za hartiju B = 5%.

Kovarijansa portfolia ima sledeću vrednost:

$$C_{OV(R_aR_b)} = \left[(0,10-0,05)\cdot(0,3-0,5)\right]\cdot 0,8 = -0,08$$

Hartija B ima stopu prinosa $R_b < E_{Rb} = 0,3 < 0,5$

Da bi se utvrdio stepen slaganja prinosa, koristi se koeficijent korelacije između prinosa hartije 1 i 2.

$$P_{12} = \frac{C_{OV R_1R_2}}{\delta_1 \cdot \delta_2} = \frac{\text{kovarijanse}}{\text{standardna devijacija hartije 1 i 2}}$$

4.2. UTICAJ INDIVIDUALNIH RIZIKA HARTIJA NA RIZIK PORTFOLIA

Portfolio sastavljen od dva vrednosna papira je najpogodniji za istraživanje i utvrđivanje međuodnosa u kretanju prinosa kod hartija portfolia kao i uticaja individualnih rizika na rizik portfolia. Kao najpogodniju statističku meru za utvrđivanje stepena slaganja i smera kretanja prinosa hartija u portfoliu, koristićemo koeficijent korelacije. On će imati ključnu ulogu u određivanju proporcija ulaganja sredstava u vrednosne papire.

Primeri koji slede rađeni su po metodologiji Dr Saše Popovića.[62]

Za analizu međusobnih odnosa u okviru portfolia koristiće se hipotetički primer sa sledećim karakteristikama hartija:

Vrednosni papir	A	B
Očekivani prinos	12%	6%
Standardna devijacija	4%	2%

a) Pozitivna korelacija prinosa $P_{AB} = +1$

Standardni algebarski izraz za standardnu devijaciju portfolia glasi

$$\delta_p = \left[X_A^2 \delta_A^2 + \left(1 - X_A\right)^2 \delta_B^2 + 2X_A \left(1 - X_A\right) P_{A \cdot B} \delta_A \delta_B \right]^{\frac{1}{2}}$$

Zamenom koeficijenta korelacije $P_{AB} = +1$, jednačina se svodi na linearnu formu:

$$\delta_p = X_A \delta_A + \left(1 - X_A\right) \ \delta_B$$

očekivani prinos portfolia ima izraz

$$\overline{R}_p = X_A \overline{R}_A + (1 - X_A) \overline{R}_B$$

Ako uvrstimo data svojstva za naše hartije, očekivani prinos portfolia glasi:

$$\overline{R}_p = 12X_A + (1 - X_A) \cdot 6$$

$$\overline{R}_p = 12X_A + 6 - 6X_A$$

$$\boxed{\overline{R}_p = 6X_A + 6}$$

Standardna devijacija portfolia dobija sledeću vrednost:

$$\delta_p = 4X_A + (1 - X_A) \cdot 2$$

[62] Dr Saša Popović, Portfolio analiza, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2000. god.

$$\delta_p = 4X_A + (2 - 2X_A) \cdot 2$$

$$\delta_p = 4X_A - 2X_A + 2$$

$$\boxed{\delta_p = 2X_A + 2}$$

gde je $X_A \geq 0$, $X_A \leq 1$

S obzirom na potrebu grafičkog prikazivanja kretanja prinosa i rizika hartija u ovom dvoelementnom portfoliu moramo uvesti nekoliko pondera kako bi smo na osnovu unetih elemenata dobili nekoliko tačaka, a njihovo povezivanje dalo pravu sa smerom kretanja i stepenom slaganja.

Prema postavljenom sistemu jednačina u tabeli ćemo predstaviti očekivani prinos i standardnu devijaciju, sa slobodno izabranim ponderima za X_A i uz uslov da je $X_A+X_B = 1$.

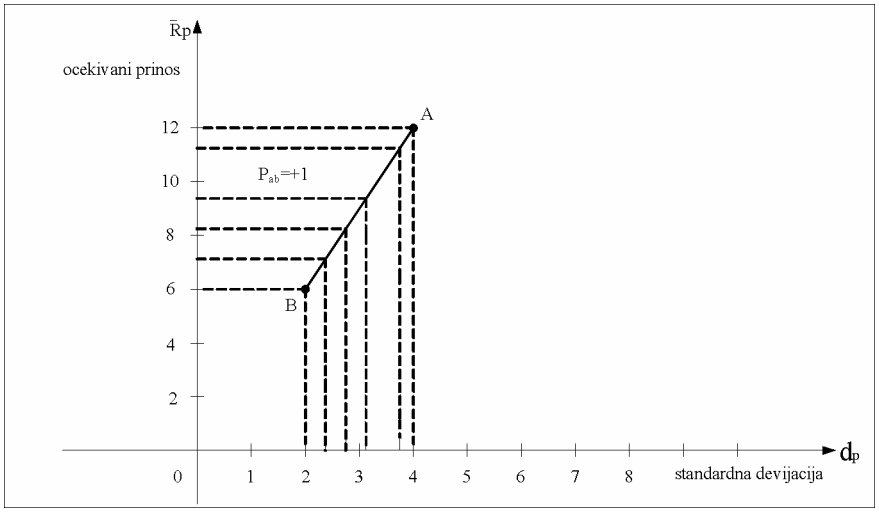
U tabeli je prikazano šest kombinacija dva vrednosna papira. Svaki par pondera uslovljava portfolio sa drugačijom strukturom i parametrima:

$$\bar{R}_p = 6X_A + 6 \qquad \delta_p = 2X_A + 2$$

Portfolio (moguće kombinacije)	**Ponder X_A**	**Ponder X_B**	**Očekivani prinos $\bar{R}_p$ %**	**Standardna devijacija δ_p %**
1	0	1,0	6	2
2	0,2	0,8	7,2	2,4
3	0,4	0,6	8,4	2,8
4	0,6	0,4	9,6	3,2
5	0,8	0,2	10,8	3,6
6	1,0	0	12	4

Podatke dobijene u tabeli predstavićemo u koordinatnom sistemu i to tako da na apcisi nanosimo podatke o standardnoj devijaciji portfolia, a na ordinati podatke o očekivanom prinosu portfolia.

Grafik 15. *- Perfektna pozitivna korelacija*



Da bi uočili linearnu zavisnost između očekivanog prinosa portfolia i njegove standardne devijacije, u sistemu jednačina za izračunavanje ovih kategorija izrazićemo promenljivu X_A i istu zameniti u jednačini za izračunavanje očekivanog prinosa.

$$\bar{R}_p = 6X_A + 6$$

$$\delta_p = 2X + 2$$

$$X_A = \frac{\delta_p - 2}{2} = \frac{\delta_p}{2} = -1$$

$$\bar{R}_p = 6\left(\frac{\delta_p}{2} - 1\right) + 6$$

$$\boxed{\bar{R}_p = 3\delta_p}$$

Svih šest portfolia se nalazi na pravcu linije BA. Tačka B predstavlja portfolio kada je investitor celokupnu investiciju plasirao u hartiju B, a tačka A, obrnuto.

U okolnostima kada između prinosa dve hartije iz istog portfolia postoji perfektna pozitivna korelacija, tada se kupovinom oba papira ne može izvršiti redukcija rizika, tako da diverzifikacija portfolia nema efekta. Ono

što karakteriše pojedinačne hartija karakteriše i portfolio, to znači da prinosi hartija simetrično rastu i opadaju tokom vremena.

Ukupan rizik portfolia neće biti znatno smanjen diverzifikacijom ulaganja.

b) Perfektna negativna korelacija prinosa P_{AB} = -1

Kada se u osnovnom obrascu za standardnu devijaciju portfolia sa dve hartije uvrsti koeficijent korelacije sa vrednošću P_{AB} = -1, obrazac dobija oblik:

$$\delta_p = \left[X_A^2 \delta_A^2 + \left(1 - X_A\right)^2 \delta_B^2 - 2X_A \left(1 - X_A\right) \delta_A \delta_B \right]^{\frac{1}{2}}$$

Kada se eksponenti srede dobija se algebarski izraz za izračunavanje standardne devijacije

$$\delta_p = X_A \delta_A - \left(1 - X_A\right) \ \delta_B$$

$$\delta_p = -X_A \delta_A + \left(1 - X_A\right) \ \delta_B$$

Standardna devijacija uzima samo pozitivan kvadratni koren varijanse

$$\delta_p = 6X - 2$$

$$\delta_p = -6X + 2$$

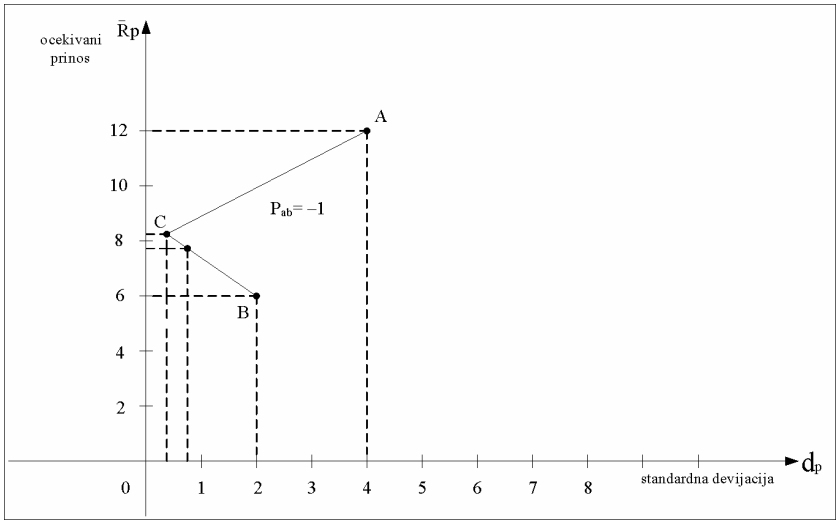
Očekivani prinos portfolia ima izraz:

$$\overline{R}_p = X_A \cdot \overline{R}_A + \left(1 - X_A\right) \cdot \overline{R}_B$$

$$\overline{R}_p = 6X_A + 6$$

Portfolio (moguće kombinacije)	**Ponder X_A**	**Ponder X_B**	**Očekivani prinos $\overline{R}_p$ %**	**Standardna devijacija δ_p %**
1	0	1,0	6	2
2	0,2	0,8	7,2	0,8
3	0,4	0,6	8,4	0,4
4	0,6	0,4	9,6	1,6
5	0,8	0,2	10,8	2,8
6	1,0	0	12	4

Grafik 16. - Negativna korelacija



Linije BC i CA sadrže sve kombinacije hartija A i B.

Ako između prinosa dve hartije postoji negativni koeficijent korelacije (P_{AB} = -1) kupovinom oba vrednosna papira, rizik portfolia se može znatno smanjiti. Kombinovanjem ovih hartija postiže se manja varijabilnost budućeg prinosa, odnosno manji rizik portfolia kao celine.

Efekat je povoljniji nego u slučaju da se hartije prodaju ili kupuju nezavisno jedna od druge.

Pravilnom deobom ulaganja u ove dve hartije, odnosno ostvarivanjem maksimuma kod jedne, se uravnotežava kroz minimum kod druge i obrnuto, što za rezultat ima nisko rizični trend rezultata posmatran kroz vreme, i to bez smanjenja prosečne stope prinosa.

c) Drugi primer modela nerizične strukture portfolia od dve hartije P_{AB} = -1

Teorijski je moguće od dve vrste hartija (državna obveznica i akcija preduzeća) koje imaju različite tržišne vrednosti tokom vremena, ostvare potpuno nerizičnu strukturu portfolia. Radi se takođe o perfektnoj negativnoj korelaciji prinosa i redukciji rizika, uz određivanje pondera u takvoj proporciji da varijansa portfolia bude jednaka –(0) nula. Istovremeno važi uslov da je zbir pondera $X_A + X_B = 1$.

Za interpretaciju ovog modela, koristićemo hipotetičke parametre u sledećem primeru:

Hartija A; standardna devijacija 20%; očekivani prinos 10%

Hartija B; standardna devijacija 30%; očekivani prinos 20%

Iz jednačine za izračunavanje varijanse portfolia može se izračunati učešće pondera, a zatim i očekivani prinos portfolia.

$$\delta_p = X_A^2\delta_A^2 + X_B^2\delta_B^2 + 2X_A X_B \cdot P_{12} \cdot \delta_1\delta_2$$

$$\delta_p^2 = \left[X_A\delta_1 - X_B\delta_2\right]^2 = 0$$

$$\delta_p = X_A\delta_1 - \left(1 - X_A\right)\cdot\delta_2$$

$$\delta_p = -X_A\delta_1 + \left(1 - X_A\right)\cdot\delta_2$$

Od dva rešenja koristi se rešenje sa pozitivnim predznakom kako bi se izbegli imaginarni brojevi iz jednačine sa negativnim predznakom.

$$\delta_p = X_A \cdot 0,2 - \left(1 - X_A\right)\cdot 0,3$$

$$0,2X_A - 0,3 + 0,3X_A = 0$$

$$0,5X_A = 0,3$$

$$X_A = 0,6$$

$$X_B = 1 - X_A$$

$$X_B = 0,4$$

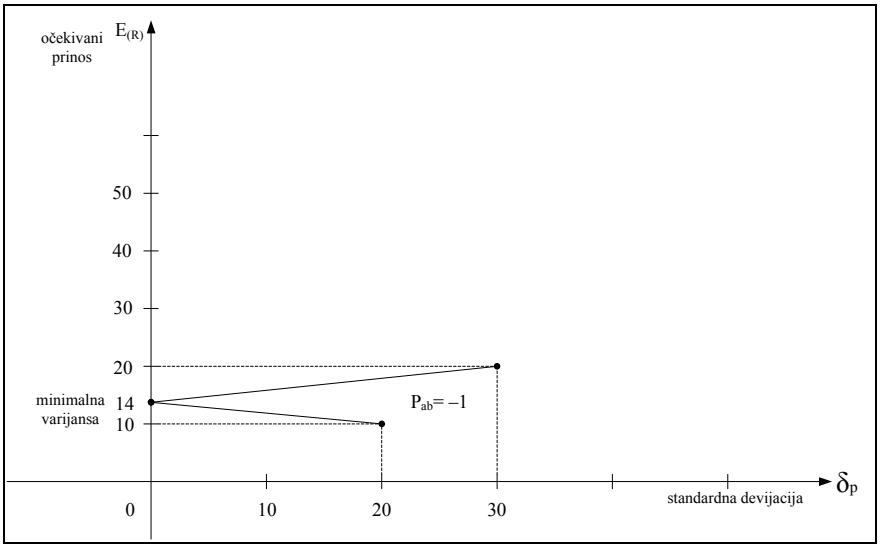
Primenom pondera moguće je izračunati očekivani prinos portfolia.

$$E_{(R_p)} = X_A E_{(R_A)} + X_B E_{(R_B)}$$

$$E_p = 0,6 \cdot 0,10 + 0,4 \cdot 0,20$$

$$E_p = 0,14 = 14\%$$

Grafik 17. *- Portfolio sa minimalnom varijansom*



d) Portfolio bez linearne korelacije između prinosa ($P_{AB} = 0$)

U prethodnim razmatranjima analizirali smo ekstremne situacije u kojima je bila perfektna pozitivna i negativna korelacija između prinosa u portfoliu od dve hartije. Međutim, postoji i mogućnost da prinosi između dve hartije portfolia ne pokazuju nikakva međusobna slaganja u pogledu prinosa kada koeficijent korelacije ima vrednost $P_{AB} = 0$.

U algebarskom izrazu za standardnu devijaciju zamenom parametra $P_{AB} = 0$, gubi se linearni oblik i jednačina ostaje sa kvadratnim eksponentom, što će kod grafičkog prikaza, kriva imati oblik kvadratne funkcije.

Sa podacima iz našeg primera algebarski izraz ima sledeći oblik:

$$\delta_p^2 = \left[X_A^2 \delta_A^2 + \left(1 - X_A\right)^2 \delta_B^2 \right]^{\frac{1}{2}}$$

$$\delta_p^2 = \left[16X^2 + \left(1 - 2X_A + X_A^2\right)^2 \cdot 4 \right]$$

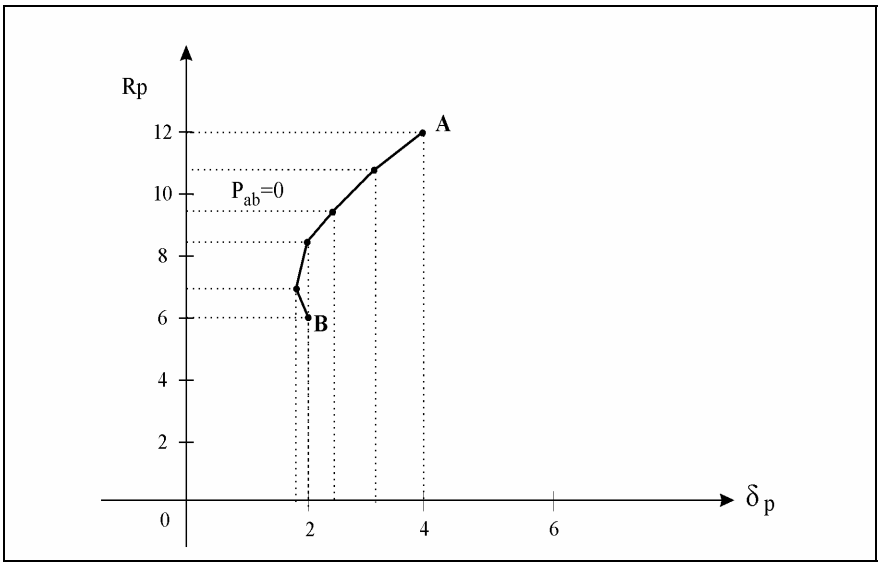
$$\boxed{\delta_p = 20X_A^2 - 8X_A + 4} \quad \text{standardna devijacija}$$

$$\boxed{\overline{R}_p = 6X_A + 6} \quad \text{prinos portfolia}$$

Tabela za portfolio bez linearne korelacije

Portfolio (moguće kombinacije)	Ponder X_A	Ponder X_B	Očekivani prinos $\bar{R}_p$ %	Standardna devijacija δ_p %
1	0	1,0	6	2
2	0,2	0,8	7,2	1,78
3	0,4	0,6	8,4	2
4	0,6	0,4	9,6	2,5
5	0,8	0,2	10,8	3,2
6	1,0	0	12	4

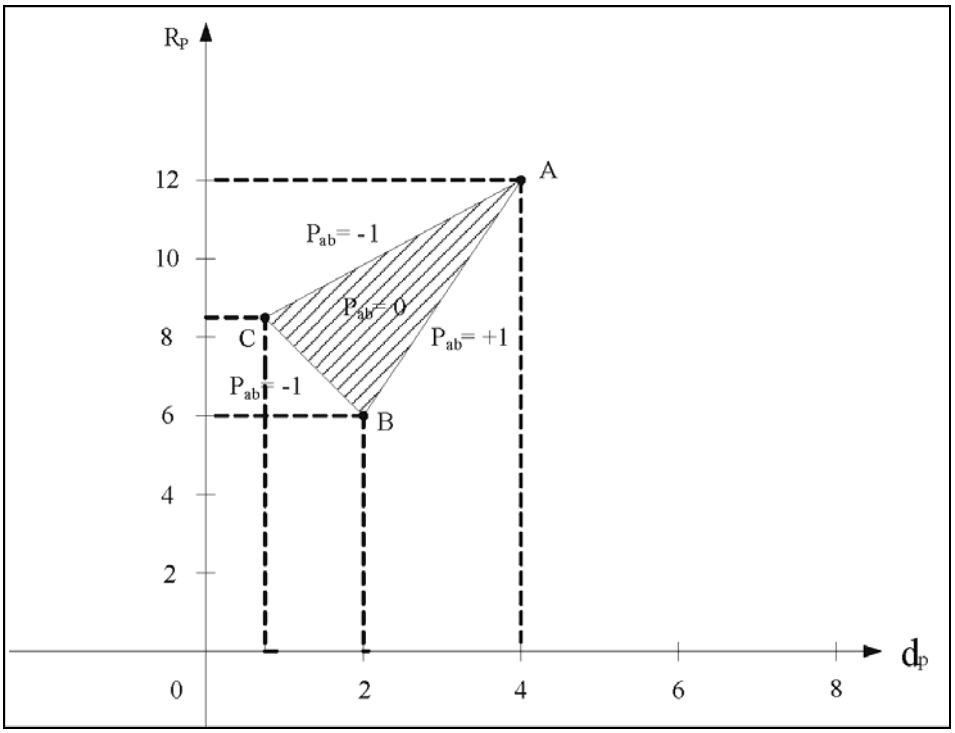
Grafik 18. *- Portfolio bez korelacije*



Kriva BA sadrži sve tačke u kojima se nalaze portfolia koji nemaju korelaciju prinosa. Uključivanjem rizične hartije (u našem slučaju hartije A) u portfolio, ukupan rizik portfolia se smanjuje. Kriva ima negativan nagib, zbog koeficijenta korelacije, koji je u našem primeru jednak 0.

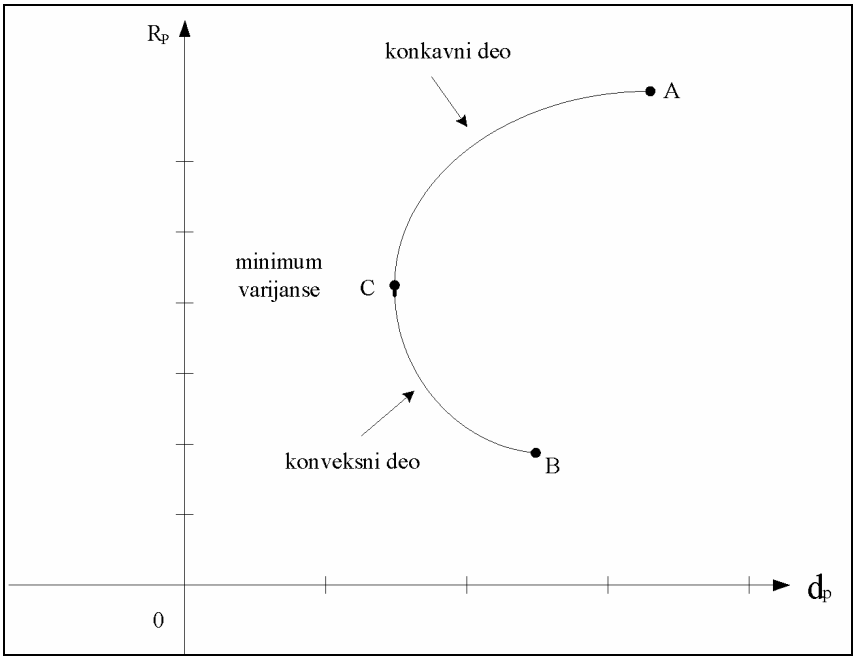
Takođe možemo zapaziti da postoji i portfolio sa minimalnim rizikom, gde je standardna devijacija 1,78 a njega čini 20% hartije A i 80% hartije B. Uz takav rizik ovaj portfolio se ostvaruje sa 7,2% očekivanog prinosa (tabela za portfolio bez linearne korelacije).

Grafik 19. *- Model diversifikacije rizika portfolia*



Na dijagramu kojim smo predstavili dvoelementni portfolio mogu se videti okviri mogućeg portfolio rizika i očekivane vrednosti prinosa koje se može ostvariti variranjem različitih proporcija pondera i sa ekstremnim vrednostima koeficijenta korelacije, očekivanog prinosa i varijanse. Sve vrednosti su predstavljene krivom linijom sa intervalom od - 1 do +1 za koeficijent korelacije prinosa hartija od vrednosti. Vidljivo je da portfoliji koji se nalaze iznad portfolia sa minimalnom varijansom kriva linija ima konkavni oblik u odnosu na apcisu, a linija ispod minimalne varijanse ima konveksni oblik.

Grafik 20. *- Konkavni i konveksni deo portfolia63*



Tačka C deli krivu na dva dela i svi portfoliji iznad ove tačke za investitora su povoljniji jer nude veće prinose pri istom nivou rizika.

Kriva koja se nalazi iznad tačke minimalne varijanse i kreće se u pravcu severoistoka, sadrži sve portfolie koji se nazivaju efikasnim i dominantnim u odnosu na portfolie na konveksnoj liniji. Investitor će uvek tražiti da kreira portfolio iznad tačke C, jer može očekivati veći prinos pri istom nivou rizika. Zadatak je portfolio menadžera, a polazeći od postavke Harry Markowitz-a, da iznalazi skup efikasnih portfolia za dati skup hartija od vrednosti.

4.3. KARAKTERISTIKE PRINOSA I RIZIKA PORTFOLIA OD DVE HARTIJE

Kombinovanjem dve hartije u portfoliu mogli smo zaključiti da su i nezavisne hartije bez postojanja ikakve korelacione povezanosti njihovih prinosa, manje poželjne sa aspekta smanjenja ukupnog rizika portfolia od hartija sa visokom negativnom korelacionom vezom, ali su prihvatljivije od hartija čija je korelaciona veza izuzetno pozitivna.

[63] Dr Saša Popović, Portfolio analiza, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2000. god.

Takođe kao zaključak se nameće i sledeće:

- očekivani prinos portfolia jednak je proseku očekivanih prinosa individualnih hartija,
- rizik portfolia je niži od prosečnog rizika pojedinačnih hartija, osim u slučaju perfektne pozitivne korelacije,
- postojanje portfolia sa minimalnom standardnom devijacijom

Rizik portfolia zavisio je od:

- rizika svake hartije individualno,
- procentualnog učešća svake hartije u portfoliu,
- korelacije između prinosa pojedinačnih hartija

Svi ovi odnosi izraženi su putem matematičko-statističkih modela i grafički prikazani u prethodnim primerima. Koristeći različite parove pondera, može se postići bilo koja kombinacija prinosa i rizika i isti se mogu identifikovati na svakoj krivoj konstruisanoj u koordinatnom sistemu.

Specijalni slučaj portfolia predstavlja kombinacija rizične i nerizične hartije (akcije i državne obveznice). Nerizična hartija - državna obveznica - ne pokazuje varijabilnost u prinosima uz pretpostavku stabilnih kamatnih stopa. Kada se govori o garantovanom prinosu, tada nema neizvesnosti u pogledu njegovog ostvarenja, pa je standardna devijacija jednaka nuli. Prilikom kupovine bezrizične hartije od vrednosti, investitoru je prinos poznat, tako da ulaganje u hartiju ne nosi rizik.

Kombinovanjem rizične i nerizične hartije, može se sagledati iz opšte formule za rizik prinos portfolia.

Ako je A rizična hartija i B nerizična, očekivani prinos portfolia je:

$$\overline{R}_p = X_A \overline{R}_A + \left(1 - X_A\right)\overline{R}_B$$

Rizik portfolia je:

$$\delta_p = X_A^2 \delta_A^2 + 0 + 0,$$

odnosno rizik portfolia je jednak standardnoj devijaciji rizične hartije (A), ponderisanom procentualnim učešćem rizične hartije u portfoliu.

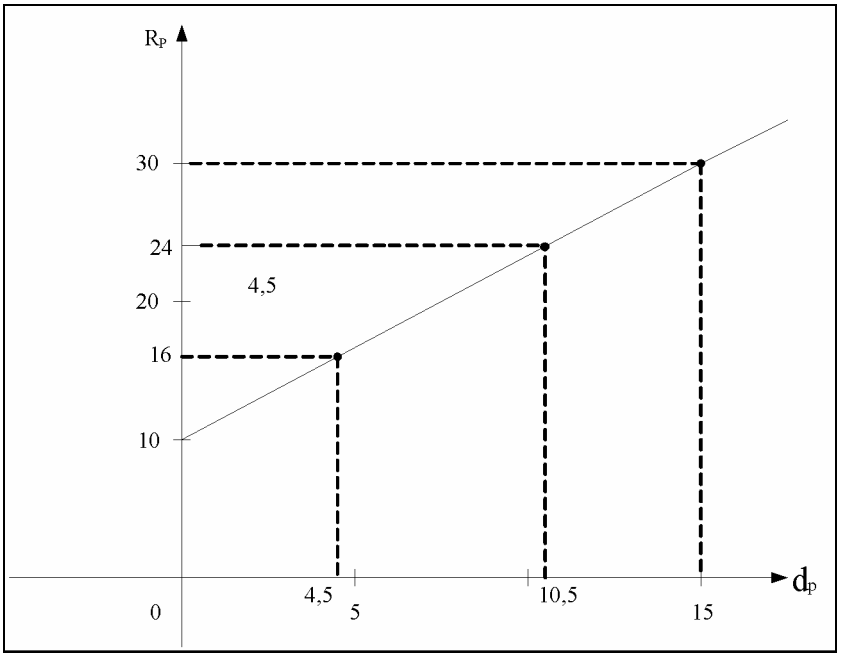
U narednom primeru videće se kako ponderisani udeo rizične hartije u portfoliu utiče na rizik i očekivani prinos portfolia.

Ako imamo državnu hartiju od vrednosti koja ima 10% prinosa i akciju domaće kompanije "Start" koja ima očekivani prinos 30% i standardnu devijaciju 15%, sagledaćemo kako ponderisani udeo od 30%, 70% i 100% rizične akcije "Start" ima odraza na rizik portfolia.

Udeo akcija "Start"	Očekivana stopa prinosa	Rizik portfolia
0	10%	0
0,30	(0,3 · 30%)+(0,7 · 10%)=16%	0,3 · 15% = 4,5%
0,70	(0,7 · 30%)+(0,3 · 10%)=24%	0,7 · 15% = 10,5%
1	30%	15%

Rizik portfolia je jednak standardnoj devijaciji rizične hartije, odnosno akcije "Start".

Grafik 21. *- Portfolio sa nerizičnom hartijom*



4.4. PORTFOLIO SASTAVLJEN OD VIŠE ELEMENATA

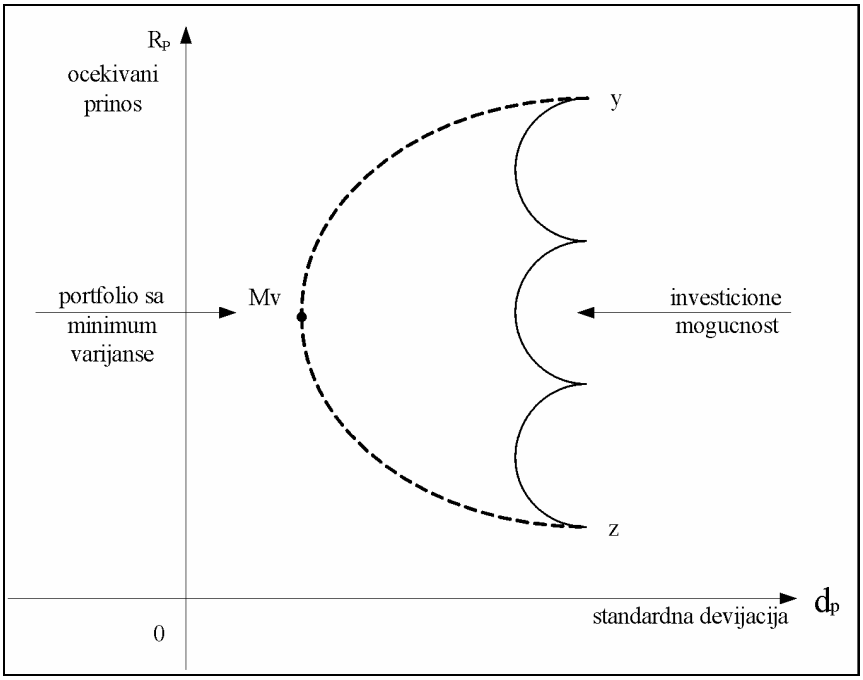
Predmet naše analize do sada je bio portfolio sastavljen od dve hartije. U procesu stvarnog investiranja, portfolija sadrže znatno više hartija prvenstveno zbog mogućnosti šire diverzifikacije i neposrednog uticaja na redukciju rizika. Principi koji važe za portfolio od dve hartije važe i za portfolio sastavljen od više elemenata. Proces kreiranja portfolia zahteva rešavanje

statističko-matematičkih relacija i ceo proces se usložljava zbog potrebe minimiziranja rizika za svaki nivo prinosa portfolia, odnosno maksimiziranja prinosa u okviru utvrđenog rizika.

Procedura za izračunavanje očekivanog prinosa i rizika za portfolio od tri hartije A, B i C je ista kao i za portfolio od N elemenata.

Za investitora je najvažnije da odabere efikasni portfolio. Za efikasni portfolio se smatra onaj portfolio od kojeg nije moguće sačiniti portfolio koji bi imao veći očekivani prinos ili manji ili jednak rizik. U slučaju da portfolio nije efikasan, to bi značilo da investitor može raznim kombinacijama hartija od vrednosti, da poveća prinos bez povećanja rizika.

***Grafik 22**. - Investiciona mogućnost*



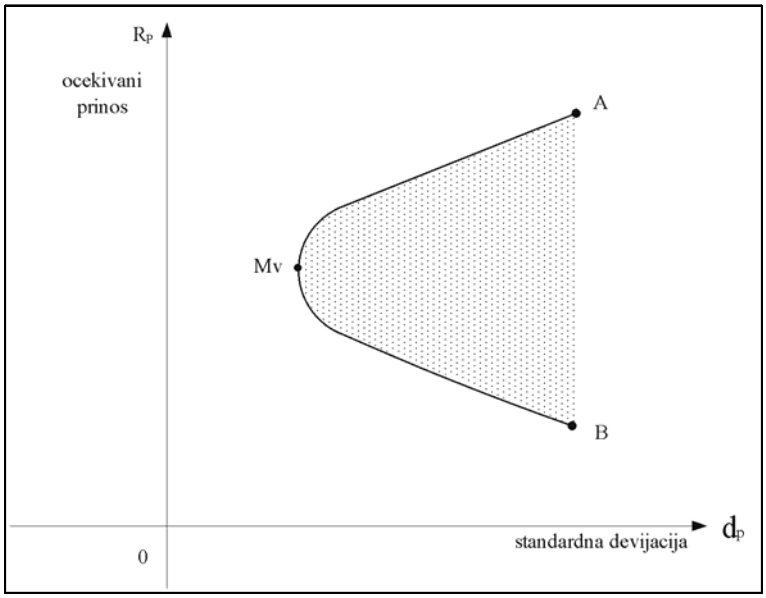
Za razliku od dvoelementnog portfolio, kod portfolia sa više elemenata investitor ima mnogo šira područja za investiranje. Svaka tačka u okviru šrafiranog prostora predstavlja jedan portfolio. Povećanjem broja hartija, broj mogućih kombinacija se geometrijski povećava. Od velikog broja mogućih kombinacija investitor će izabrati onaj koji odgovara njegovim sklonostima. Tačka označena sa MV predstavlja portfolio sa minimalnom varijansom. Linija koja povezuje tačku MV-y predstavlja granicu efikasnosti portfolia i portfoliji na toj liniji imaju maksimalno očekivani prinos.

4.5. KONCEPT EFIKASNOG PORTFOLIA I EFIKASNOG SKUPA

Moderna portfolio analiza koristi se i za određivanje seta efikasnih portfolia. Prilikom određivanja efikasnog portfolia moramo se poslužiti grafičkom interpretacijom u okviru koordinatnog sistema. Nanoseći elemente koji se odnose na rizik i prinos na ordinatnu i apcisu, konstruisaćemo veliki broj tačaka koje predstavljaju karakteristike neke hartije od vrednosti ili portfolia.

Sve te kombinacije govore, kako da investitor proceni prinos i rizik portfolia kada se menjaju vrednosti njegovih elemenata.

Grafik 23. *- Granice efikasnog portfolia*



Kriva linija kojom se ograničavaju tačke predstavljene na našem grafiku, predstavlja skup mogućih portfolia. Na ovoj krivoj tačka MV predstavlja portfolio sa minimalnom varijansom, odnosno portfolio sa minimalnom standardnom devijacijom. Granična linija koja spaja tačke MV i A (portfolio sa maksimalnim očekivanim prinosom) označava granicu efikasnosti portfolia.[64]

Portfoliji koji donose najbolje prinose nazivaju se efikasnim portfoliom. U pogledu izbora portfolia, sve zavisi od stava i investitora prema riziku. Oni investitori koji su skloni riziku opredeliće se za portfolio sa većom

[64] Komisija za hartije od vrednosti, Finansijska tržišta, regulativa, institucije, procesi, analiza, Beograd, 2001.

varijansom, a u skladu sa tim i sa većim prinosom. Ono što je za investitora najvažnije je da odabere efikasni portfolio. Da bi izabrani portfolio bio efikasan, on se mora nalaziti na krivoj liniji od tačke MV do tačke A, koja je granica efikasnosti i ona zadovoljava kriterijume efikasnog portfolia. Takođe, pored opredeljenja za efikasan portfolio nije moguće da postoji neki drugi portfolio koji bi imao veći očekivani prinos i manji ili jednak rizik. Ako bi postojao takav portfolio u tom slučaju izabrani portfolio ne bi bio efikasan.

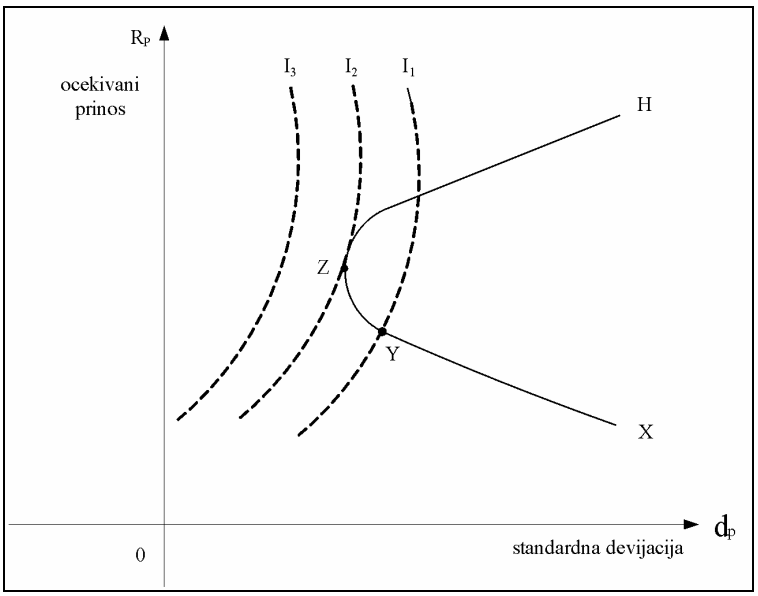
Samo će hartije od vrednosti koje imaju perfektnu pozitivnu korelaciju dovesti do linearne kombinacije prinosa i rizika. Pri tome je portfolio koji ostvaruje najveće prinose, najverovatnije efikasni portfolio.

Efikasni set je uvek konveksnog oblika u odnosu prema ordinati u koordinatnom sistemu.

Prema Markowitz-ovoj teoriji portfolia, svaki portfolio sa granice efikasnosti dominiraće u odnosu na skup mogućih portfolia i oni će biti preferirani od strane investitora.

Grafička prezentacija efikasnog portfolia se može dopuniti sa uvođenjem krivih indiferencija hipotetičkog investitora koji izbegava rizik.[65] Ove krive predstavljaju investitorove sklonosti prema prihodima ostvarenim tokom određenog perioda. Skup svih krivih indiferencija za investitora, predstavlja mapu krivih. Ona predstavlja kombinaciju prinosa i rizika koje investitoru obezbeđuje jednak nivo korisnosti.

Grafik 24. *- Krive indiferencije*



[65] Zoran Ćirović, Portfolio menadžment, Bridge Company, Beograd, 2005. god.

Krive indiferencija se kreću sa leva na desno i pod različitim nagibom za svakog investitora pojedinačno, što ukazuje da hipotetički investitor mora primiti kao kompenzaciju veći očekivani prinos koliko je povećan rizik. Naziv krive indiferencijacije se koristi iz razloga što su one tako konstruisane da odražavaju investitorovu indiferentnost pri izboru bilo koje kombinacije duž svake pojedinačne linije.

Kriva indiferencije na svakom nivou očekivanog prinosa i rizika, pokazuje koliko treba da bude premija na rizik, da bi se prihvatio dodatni procenat od standardnog odstupanja.

Svaki investitor može da ima neograničen broj krivih i one se ne seku. Krive se kreću od leve prema desnoj strani. Položaj portfolia može biti duž cele linije i u situaciji kada je na levoj strani treba očekivati i veći prinos.

Za investitora je najpovoljniji položaj portfolia na najviše udaljenoj krivoj indiferencijaciji i na njenom severoistoku koji je najviše udaljen od centra koordinatnog sistema. Ukoliko je nagib krive indiferencije veći (ugao sa apcisom je veći) to znači da investitor više izbegava rizik. Oblik i nagib ovih krivi je različit za svakog investitora pojedinačno, ali za sve je zajedničko da imaju konveksni oblik prema apcisi za razliku od granice efikasnog portfolia koji ima konkavni oblik u odnosu na apcisu.

Ukoliko se investitor pridržava metoda o očekivanju korisnosti, on će izabrati onaj portfolio koji mu omogućava da postigne najvišu indiferentnu krivu, iz prostor razloga što ako je indiferentna kriva viša to je veća njegova korisnost. U našem primeru optimalni portfolio se nalazi u tački Z, koji leži na indiferentnoj krivih I_2 i utvrđene granice efikasnog portfolia.

Utvrđivanje efikasnog portfolia svodi se u stvari na izbor ulaganja u one hartije od vrednosti koje imaju željene karakteristike i predstavljena je kao kriva konveksna u odnosu na y-osu pod pretpostavkom da nema kreditiranja i pozajmljivanja.

4.6. KRIVE INDIFERENCIJE I OPTIMALNI PORTFOLIO

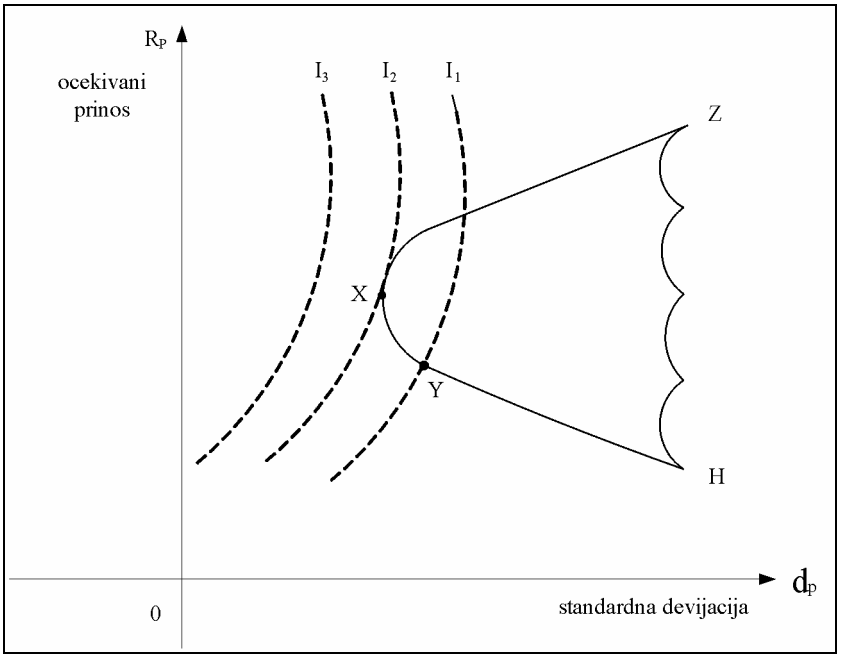
Svaki investitor želi da struktuira svoj optimalni portfolio tako da se on nalazi u okviru efikasnog skupa, na graničnoj liniji efikasnosti. Pored ovih osnovnih pretpostavki postavlja se i pitanje koja tačka od svih raspoloživih u okviru efikasnog skupa održava optimalni portfolio za hipotetičkog investitora. Odgovor zavisi od krivih indiferencijacija rizika i prinosa investitora, odnosno od njegovog stava i sklonosti prema riziku. Veoma često lokalna kultura pod uticajem tradicije, običaja, navika, vere i obrazovanja drži investitore u okvirima određene matrice razmišljanja i poslovanja. Inve-

stitori ostaju verni filozofiji očuvanja vrednosti svoje investicije, i nisu skloni hazardu, te gaje visoku averziju prema riziku.

Na drugoj strani nalaze se investitori koji su skloni riziku, što ukazuje na zaključak da se stavovi po pitanju rizika formiraju saglasno mentalnom sklopu koji karakteriše svaku individuu pojedinačno.

Teorijski se može reći da tačka tangiranja najudaljenije krive indiferentnosti i skupa efikasnih portfolia određuje optimalni portfolio.

Grafik 25. *- Visoko izražena averzija prema riziku*



Kriva I_2 u tački X predstavlja tangentu na granici efikasnog skupa H, Y, X, Z, i tačka X predstavlja optimalni portfolio. Ova kriva je najudaljenija od koordinatnog početka, a nivo zadovoljstva investitora je najveći na ovoj liniji. Linija I_3 se nalazi iznad naše linije i ne prolazi kroz mogući skup portfolia, pa nije aktuelna za razmatranje.

Nagibna linija indiferencije, položaj i oblik zavise od averzije (sklonosti) investitora prema riziku. Za prosečnog investitora preovladava stav da poseduje averziju prema riziku, odnosno da nije sklon hazardu.

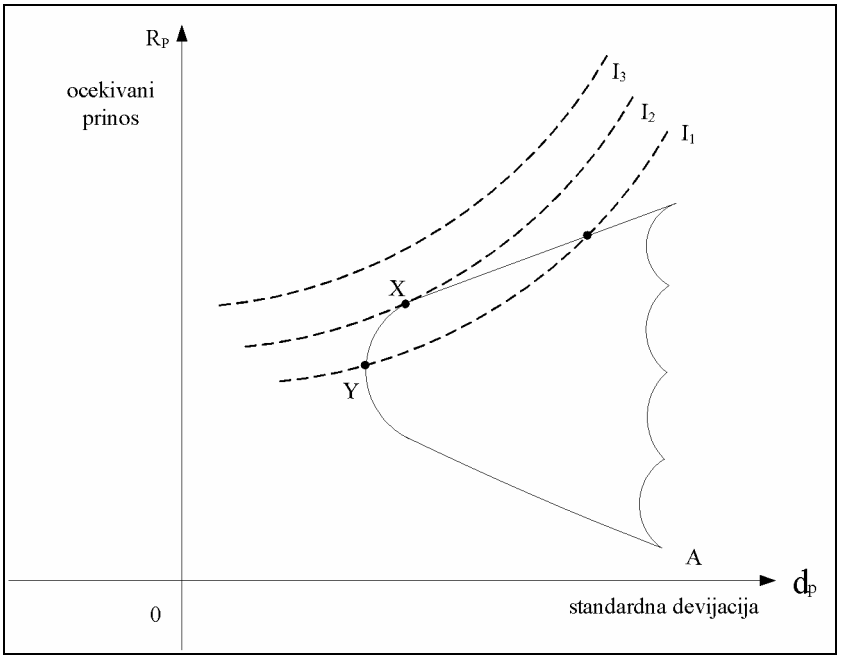
Investitori koji imaju averziju prema riziku izražavaju veće nezadovoljstvo nastankom gubitka, od zadovoljstva koje donosi eventualni dobitak. U okviru ove grupe investitora postoje i oni koji imaju visoko izraženu ave-

rziju, prema riziku, kao i oni sa umerenim i niskim stavom. Kada investitor ima visoku averziju prema riziku, on traži i veću premiju, odnosno očekivanu stopu prinosa, kako bi kompenzirao uloženi rizik.

Krive indiferentnosti imaju konveksne oblike u odnosu na x-osu.

Oblik i položaj indiferentnih krivi za investitore koji nemaju averziju prema riziku se razlikuje u odnosu na prethodni grafik. Položaj portfolia je takođe lociran u drugom delu kvadranta.

Grafik 26. *- Niska averzija prema riziku*



Ovu grupu investitora karakteriše veće zadovoljstvo zbog dobitka, nego nezadovoljstvo koje nastane kao posledica gubitka.

Za investitore koji imaju indiferentan stav prema riziku, zadovoljstvo dobitkom je jednako nezadovoljstvu nastalom gubitku.

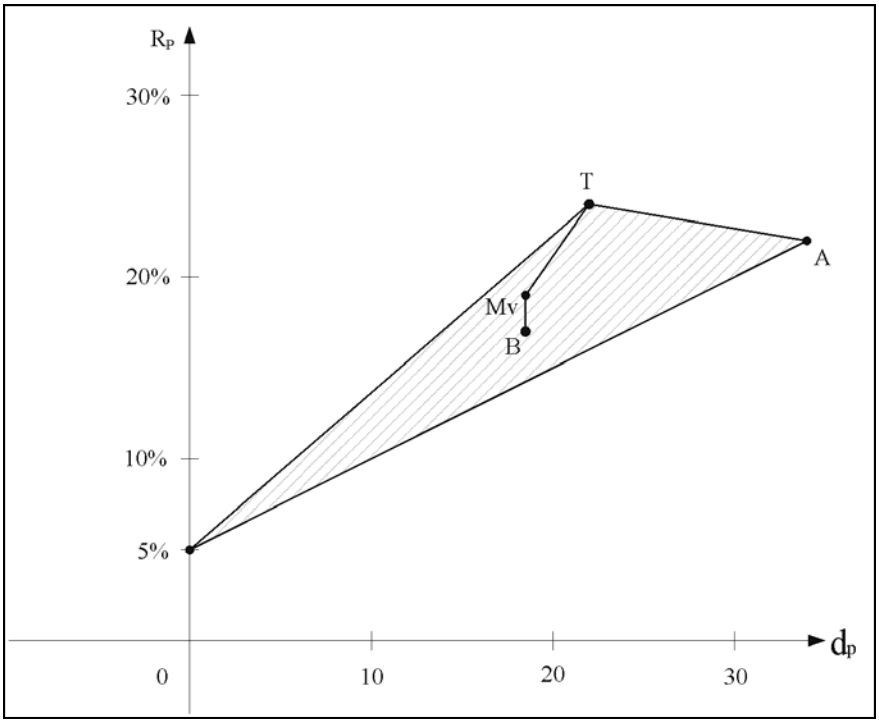
Linije indiferencije su prave[66], a kreću se paralelno sa apcisom.

U narednim razmatranjima pokazaćemo kakve implikacije ima kombinovanje rizične i bezrizične hartije pri strukturiranju portfolia, na izgled mogućeg i efikasnog skupa, kao i određivanje optimalnog portfolia u takvim situacijama.

[66] Saša Popović, Portfolio analiza, Podgorica, 2000. god.

U prethodnim primerima na grafiku prikazali smo pravu koja je predstavljala kombinaciju jedne rizične i jedne bezrizične hartije. S obzirom da bezrizična hartija ima varijansu nula (kratkoročna državna obveznica), očekivana stopa prinosa za investitora je unapred poznata. Ukoliko sa ordinate, iz tačke očekivanog prinosa (5%) povučemo pravu i spojimo je sa tačkom A, imaćemo pravu koja odražava kombinaciju državne obveznice i hartije A. Ako u portfolio uvedemo još jednu rizičnu hartiju (tri elementa), mogući skup portfolia i granice efikasnosti biće prikazane na narednom grafiku.[67]

Grafik 27. *- Mogući i efikasni skup*



Portfolio kombinovan sa državnom obveznicom, određuje granicu efikasnosti portfolia, linijom koja polazi iz tačke očekivanog prinosa (5% na ordinati) do tačke T koja je tangenta na efikasni portfolio i tačke A. Sa grafika je vidljivo da je granica efikasnog skupa, koji je sadržao i portfolio sa minimalnom varijansom, pomerena do tačke T.

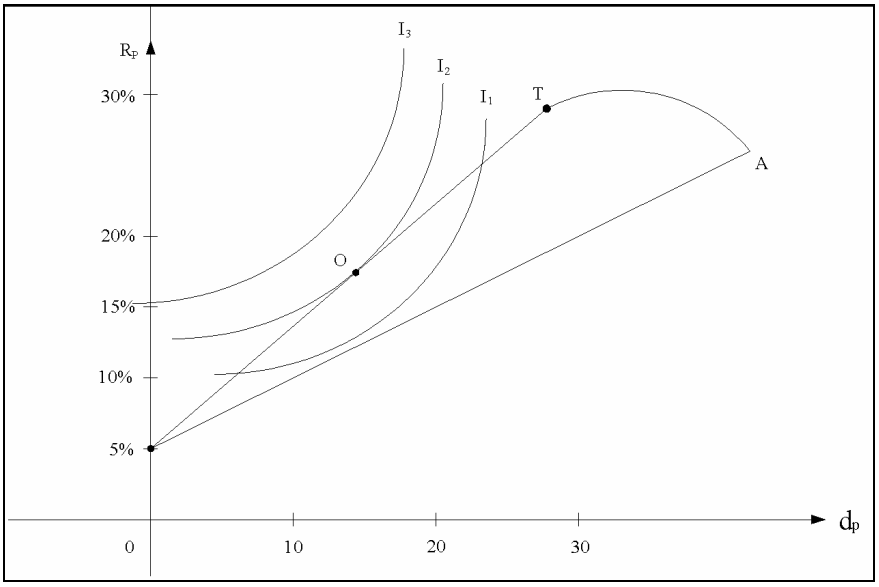
[67] Zoran Ćirović, Portfolio menadžment, Bridge Company, Beograd, 2005. god.

Portfolio u kome je bila sadržana minimalna varijansa više nije efikasni portfolio, obzirom da se mogu naći portfolia koji obezbeđuju veći očekivani prinos uz dati nivo rizika. Svi portfoliji koji se nalaze u tački T su dominantniji od portfolia sa minimalnom varijansom.

Efikasni skup sada ima drugačiji oblik, a granica efikasnosti sadrži pravu koja polazi iz tačke očekivanog rizika (5% ordinata) do tačke T (tangenta) i preostali deo krive do tačke A.

Položaj optimalnog portfolia biće lociran na drugoj tački granice efikasnosti, a zavisiće od krivi indiferencije investitora, što ćemo prikazati na narednom grafikonu.

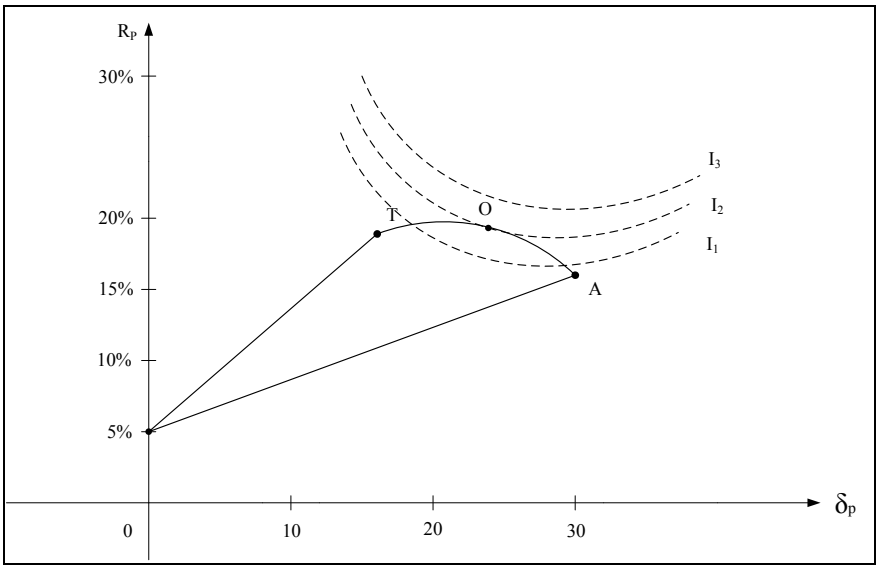
Grafik 28. *- Optimalni portfolio kod visoke averzije prema riziku*



Investitor koji ima visoku averziju prema riziku, ima krive indiferentnosti sa visokim nagibom. Položaj optimalnog portfolia se nalazi u tački O, što predstavlja tangentnu liniju koja označava granicu efikasnosti i krive indiferentnosti investitora I_2.

Ako bi se tačka O (optimalni portfolio) pomerila prema ordinati, investitor bi se opredelio da ulaže u bezrizičnu hartiju (državne obveznice) koja mu obezbeđuje sigurniji prinos i krive indiferentnosti bi imale veći stepen konveksnosti i veći nagib. Ako je tačka O bliža ordinati investitor ima veću averziju prema riziku.

Grafik 29. *- Optimalni portfolio kod niske averzije prema riziku*



Optimalni portfolio investitora koji ima nisku averziju prema riziku nalazi se na krivoj liniji efikasnog skupa T-A i linije indiferentnosti I_2 koja ima mali nagib, što znači da on uopšte ne investira u bezrizične hartije od vrednosti, već u druge hartije, koje donose veći prinos ali i veći rizik.

V. ZAŠTITA UČESNIKA U BERZANSKOM POSLOVANJU

1. ZABRANJENE MANIPULACIJE NA TRŽIŠTU

Jedno od klasičnih shvatanja po kojem se smatralo da je regulisanje finansijskih tržišta neophodno od strane državnih organa baziralo se na uverenju da tržišni mehanizam po nekim svojim osnovnim karakteristikama sam po sebi nije savršen. Samim tim, ni tržište nije dovoljno efikasno, kako u pogledu funkcionisanja, tako i u obavljanju usluga i visine troškova. U savremenim uslovima poslovanja, u kojima postoji izuzetno visok nivo konkurencije, velika tehničko-tehnološka i informaciona povezanost, ovakva objašnjenja se ne mogu uzeti suviše ozbiljno. Umesto njih, možemo prihvatiti kao razumnija ona po kojima se zakonsko regulisanje finansijskih tržišta objašnjva njihovom velikom kompleksnošću i ogromnim značajem za nacionalnu privredu i ukupne privredne tokove. Sem toga, potreba za regulisanje ove oblasti je proizilazila iz prakse u kojoj je bilo puno pokušaja prevara, mahinacija i manipulacija.

Vrlo često se dešavalo da je donošenje određenih zakona i propisa bila direktna posledica reakcije na niz manipulativnih radnji i prakse kakve su postojale pre toga. Tipičan primer su donošenje odgovarajućih zakona u SAD početkom 30-tih godina XX veka i kreiranje Komisije za hartije od vrednosti i berze – SEC (o čemu će kasnije biti više reči). Smatralo se da su tri važne grupe faktora dovele do tih promena.

- 1) Veliki obim trgovanja na margini – u prevodu to znači trgovanje na kredit. Tokom 20-ih godina, kada je dolazilo do rasta cena skoro svih akcija (*bull market*) mnogi investitori su kupovali hartije na kredit, što je dalje dovodilo do enormnog rasta cena.
- 2) Trgovanje pozajmljenim hartijama – odnosno trgovanje na kratko (short sale) – što je posebno dolazilo do izražaja u uslovima

opadajućeg tržišta (bearl market), kada je veliki pad cena delovao demorališuće na mnoge investitore.

- 3) Čitav niz manipulativnih radnji – koje su upražnjavali mnogi pojedinci, što je rušilo principe sigurnosti, poverenja i jednakosti, koji su ujedno i osnovni prinicipi postojanja berzi.

Pojam manipulacije je jako širok i obuhvata različite aktivnosti, kako na robnim, tako i na finansijskim tržištima i berzama. Manipulaciju možemo shvatiti kao veštinu kontrole cena hartija od vrednosti, finansijskih instrumenata ili određene robe koja ima za cilj da se podstiče trgovanje po cenama koje su iznad ili ispod onih koje bi se formirale kroz regularne odnose ponude i tražnje na tržištu. Postoje i nešto drugačija objašnjenja pojma manipulacija, kao na primer ona po kojoj je reč o „*svakoj aktivnosti pojedinaca ili grupe koja je kreirana kako bi se tržišna cena ponašala na način na koji se inače ne bi ponašala ukoliko bi se prepustila isključivo odnosima ponude i tražnje koji nisu inicirani i kontrolisani od strane datih pojedinaca ili grupe*“. Pri tome, treba imati u vidu da svi oblici manipulativnih radnji nisu uvek negativni i nezakoniti. Neki oblici manipulacije mogu imati krajnje pozitivne efekte u smislu sprečavanja većih poremećaja na tržištu i stabilizovanja cene.

Smatra se da mogu postojati tri svrhe manipulacija:

- a) da se povećaju cene – gde manipulant poseduje određenu aktivnu i manipulacijom želi da isprovocira rast cena koji će kasnije iskoristiti da putem prodaje aktive (hartija, finansijskih instrumenata ili robe) ostvari profit;
- b) da se stabilizuju cene – ovaj oblik manipulacije je ponekad veoma poželjan ukoliko se javljaju veći poremećaji u funkcionisanju tržišta. Suština je da se finansijski instrumenti prodaju po ceni koja je povoljnija od cene koja bi se formirala bez aktivnosti manipulacije;
- c) da se utiče na pad cena – gde se ide na kreiranje opadajućeg tržišta (*bear market*) u kome profitiraju manipulanti koji vrše prodaju aktive bez pokrića (*short sale*).

Sprečavanje manipulativnih radnji sa negativnim posledicama na funkcionisanje tržišta predstavlja jedan od osnovnih razloga za aktivno uključivanje državnih organa u regulisanje i kontrolu savremenih finansijskih tržišta. Međutim, pored toga država preko vlade i drugih svojih organa u regulisanju finansijskih tržišta ima više uloga. Često se pominje više uloga od kojih je najvažnija – zaštita svih učesnika – kako emitenata, tako i investitora, kako vlasnika akcija, obveznica i drugih finansijskih instrumenata, tako i kreditora odnosno poverilaca. Ovaj cilj se postiiže na više načina:

– donošenjem takve regulative (zakona i podzakonskih akata) koja obavezuje sve učesnike na finansijskim tržištima da javno objavljuju sve relevantne informacije;
– objavljivanjem svih relevantnih informacija koje mogu uticati na donošenje odluke o investira nju u određeni finansijski instrument;
– obezbeđivanjem potrebnog nivoa solventnosti i likvidnosti finansijskih institucija;
– osiguranjem depozita, obezbeđenjem transakcija i davanjem određenih državnih garancija;
– regulisanjem i kažnjavanjem nedozvoljenih radnji, kao na primer trgovine na bazi poverljivih informacija (*insider trading*)

Suština involviranja državnih organa na ovom polju je zaštita investitora, obezbeđivanje međusobnog poverenja i povećanje efikasnosti funkcionisanja celog finansijskog sistema. Orijentacija zakonskog regulisanja većine zemalja je usmerena ka smanjivanju i eliminisanju mogućnosti prevara i malverzacija.

Oblici pojedinih manipulativnih radnji – fiktivna trgovina (*wash sale*) predstavlja jedan od najstarijih načina za manipulaciju. Reč je o lažnoj trgovini gde ne postoji realna promena vlasništva nad nekom aktivom. Suština je u tome da najmanje dva, a ponekad je moguće i više manipulanata prave fiktivnu trgovinu kako bi kreirali željenu cenu. Na taj način oni se trude da privuku potencijalne kupce ili prodavce da obave transakcije po veštački formiranoj ceni od čega bi koristi imali upravo manipulanti. Postoji više načina i varijanti kako je moguće obavljati fiktivnu trgovinu. Neki od najčešćih su:

- 1) Dva brokera simuliraju trgovanje na berzi – nalozi za prodaju i kupovinu bivaju upareni, formira se veštačka – nerealna cena, ali nema stvarnog plaćanja i isporuke,
- 2) Uparivanje naloga dva brokera (tzv. – *matching order*) – gde manipulant može istovremeno da angažuje dva brokera izdajući dva naloga – jedan za kupovinu i drugi za prodaju iste količine hartija po istoj ceni kako bi kreirao tržište po svojoj želji. U celoj transakciji brokeri mogu biti potpuno nevini u pogledu postojanja namere za manipulacijom tržišta. Ovaj oblik manipulacije je izuzetno opasan, mnogo teže ga je otkriti i najstrože je zabranjen,
- 3) Otvaranje drugog lažnog računa – gde isto lice može da trguje „samo sa sobom“ koristeći jedan lažni račun iza koga se ne otkriva pravi identite,

- 4) Prodaja veće količine (tzv. bloka) hartija prijatelju ili nekoj drugoj poverljivoj osobi – pošto se radi o velikoj količini, pa samim tim i velikim iznosima, prijatelj nema dovoljno sredstava da izvrši plaćanje, pa kao odštetu vraća kupljene akcije,
- 5) Obavljanje transakcija sa bračnim drugom – ovde je fiktivno trgovanje usmereno ka ostvarivanju određenih poreskih efekata, to jest izbegavanja plaćanja poreza. Najčešće se prodaja vrši po nižoj ceni, čime se prikazuje kapitalni gubitak koji umanjuje poresku osnovu,
- 6) Namamljivanje (*touting*) gde se puštaju lažne informacije, glasine, pa čak i ogovaranje kako bi se javnost uključila u zbivanja na tržištu u datom momentu, što može dovesti do pomeranja cena u željenom pravcu.

U domaćem pravu Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima zabranjene su manipulacije stvaranja neistinite slike o tržištu hartija od vrednosti, a naročito:

- 1) uticaja na visinu tržišne cene hartija od vrednosti, kupovinom, prodajom i pozajmljivanjem hartija od vrednosti, a kojom se ne vrši promena zakonitih imalaca hartija od vrednosti;
- 2) davanja ovlašćenom učesniku na tržištu hartija od vrednosti naloga za kupovinu, odnosno prodaju određenih hartija od vrednosti, uz istovremeno davanje naloga za prodaju, odnosno kupovinu istih hartija od vrednosti, u istom obroju i po istoj ceni, istom ili drugom ovlašćenom učesniku na tom tržištu, kada se zna da je drugo lice dalo ili da će dati nalog za kupovinu, odnosno prodaju istih hartija od vrednosti po istoj ceni, istom ili drugom ovlašćenom učesniku na tom tržištu, na osnovu prethodnog sporazuma sa ovlašćenim učesnikom na tržištu hartija od vrednosti – ako se ta radnja preduzima radi uticaja na cene na tržištu hartija od vrednosti na osnovu kojih nalogodavac ili druga lica mogu ostvarivati imovinsku korist.

Pored toga, ovaj Zakon zabranjuje i manipulaciju koja se sastoji u tome da se na organizovanom tržištu preduzimaju radnje isključivo radi:

- 1) povećanja cene određenih hartija od vrednosti i podsticanja drugih investitora da kupe te hartije;
- 2) smanjenja cena određenih hartija od vrednosti i podsticanja investitora na prodaju tih hartija; i
- 3) stvaranja privida u pogledu obima prometa hartijama od vrednosti.

Lica koja učestvuju u bilo kom od navedenih oblika manipulacije solidarno odgovaraju za štetu.

Iako Zakon nije izričito svrstao zabranu širenja neistinitih informacija u zabranu manipulacija, ona je sa njom direktno povezana. U tom smislu, zakon propisuje da je zabranjeno širenje informacija kojima se stvara privid o činjenicama i okolnostima koje utiču ili mogu uticati na cenu hartija od vrednosti, na učesnike, na stanje ili kretanje na tržištu hartija od vrednosti, s namerom da se jedno ili više lica podstaknu na to da zaključe ili ne zaključe ugovore o prometu hartija od vrednosti, ili da ostvare, odnosno uzdrže se od ostvarivanja prava koja su u vezi sa hartijama od vrednosti. Lica koja šire neistinite informacije solidarno odgovaraju za štetu.

2. PRIVILEGOVANE – INSAJDER INFORMACIJE

Izvori prava – Regulativa instituta povlašćenih informacija (*Insider Trading – Dealing*), kad je reč o zakonskom nivou, pati od nekompletnosti. Po pravilu kompanijski zakoni sadrže samo neko načelno pravilo u vezi ove ustanove, a bližu razradu uvek poveravaju autonomnim pravilima berze. Najpotpuniju regulativu ove ustanove ima anglosaksonsko pravo, budući da ono ima i najviše iskustva u poslovanju sa hartijama od vrednosti. Naše zakonodavstvo regulisalo je ovu ustanovu u zakonu kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti. Kompletnu regulativu ove ustanove ima komunitarno pravo EU (posebna Direktiva i posebna Konvencija).

2.1. POJAM POVLAŠĆENE INFORMACIJE

Pojam povlašćene informacije – Da bi se jedna informacija smatrala povlašćenom mora da ispunjava kumulativno tri uslova:

1) povlašćena informacija je informacija o tačno određenim činjenicama u vezi jedne ili više kompanija, odnosno u vezi njihovih hartija od vrednosti koje se javno nude na tržištu;
2) povlašćena informacija je informacija koja nije poznata javnosti (neobjavljena informacija);
3) povlašćena informacija je informacija koja bi, da je poznata javnosti, imala značajan uticaj na cenu tih hartija.

Termini *Insider Dealing* i *Insider Trading* upravo i znače nedozvoljeno korišćenje takve poverljive informacije (*price sensitive information*) od

strane *insider*-a u trgovini sa hartijama od vrednosti. Nije dovoljno, dakle, da ove informacije budu opšte prirode (koje se direktno ili indirektno odnose na emitenta), već je potrebno da budu posebne prirode (razlikovanje je faktičko pitanje i stvar je suda). Tako se posebnom informacijom smatraju na primer informacije o isplati dividendi, reorganizaciji kompanije, nameravanim fuzijama ili preuzimanjima kontrole i slično.

2.2. INSAJDER

Insajder – Kao insajderi (*insider*), odnosno lica koja raspolažu povlašćenim informacijama se najčešće smatraju članovi uprave i menadžeri društva i povezanih društava, kao i nadzornog odbora društva i povezanih društava i drugi organi emitenta hartija od vrednosti i povezanih društava (*primarni insajder* – za njih se pretpostavlja da raspolažu sa povlašćenim informacijama). Pored ovih lica, postoje i druga lica koja se mogu smatrati da su u posedu povlašćenih informacija ako su bili u poziciji za koju se razumno može verovati da daje pristupa povlašćenim informacijama koje se tiču kompanijinih hartija od vrednosti (*sekundarni insajderi*). Ovim licima smatraju se drugi službenici kompanije, kao i svi zaposleni u njoj. Osim lica iz društva ovim licima smatraju se i određena lica izvan društva, koja po prirodi svoje profesije dolaze u kontakt sa emitentom i imaju informacije o njemu: revizori, advokati, brokeri, veštaci, aktuari, računovođe, poreski savetnici, investicioni savetnici, procenjivači, sudije, zaposleni u društvu za poslovanje hartijama od vrednosti. Licem koje raspolaže povlašćenom informacijom smatra se i svako lice kome lice koje raspolaže sa ovom informacijom poveri tu informaciju, direktno ili indirektno (a koje zna ili mora znati zbog povezanosti sa tim licem da je u pitanju povlašćena informacija, te je razumno očekivati da se ta informacija ne sme objaviti, osim u slučaju pravilnog vršenja dužnosti) – tzv. *tippees*, kao i svako lice koje je uključeno u postupak preuzimanja kapital učešća, uključujući i lica iz nadzornih državnih tela (antimonopolske komisije, komisije za hartije od vrednosti, javni službenici u drugim državnim organima na centralnom i lokalnom nivou). Najzad, ovim licima smatraju se i sami akcionari, kao i sva druga lica koja u obavljanju svoje radne obaveze ili funkcije saznaju za povlašćenu informaciju.

Lice koje raspolaže povlašćenom informacijom je redovno fizičko lice. Ipak i određena pravna lica mogu se smatrati posednikom poverljivih informacija (posebno društva za upravljanje i poslovanje hartijama od vrednosti, depozitari hartija). U ovom slučaju propisane zabrane zloupotrebe posedovanja ovih informacija se odnose na fizička lica koja su ovlašćena da

učestvuju u odlučivanju o upravljanju i raspolaganju tim hartijama od vrednosti. Određena lica se ne mogu smatrati licima koja raspolažu povlašćenim informacijama: likvidatori, stečajni upravnici, poverenici u stečaju, market makers (lica koja deluju razumno na stabilizaciji kursa hartija od vrednosti i obavezno otkupljuju određeni iznos hartija od vrednosti po ceni koja se javno objavljuje) i dr.

Nadzor – Radi sprečavanja zloupotrebe privilegovanih informacija komisija za hartije od vrednosti može od svakog lica kojima mogu biti dostupne poverljive informacije zahtevati da daju odgovarajuća obaveštenja i podatke. Ako u vršenju nadzora na tržištu hartija od vrednosti komisija za hartije od vrednosti utvrdi da su zloupotrebljene poverljive informacije dužna je da pokrene postupak pred nadležnim državnim organom.

3. RAVNOPRAVNOST UČESNIKA

Pojam – Jedan od bitnih ekonomskih uslova za uspešno funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti je zdrava konkurencija (takmičenje) između njegovih učesnika. Početni uslov zdrave konkurencije je njihova ravnopravnost jer povlašćenost pojedinih učesnika demotiviše ostale učesnike da ulažu u hartije. Kako se ekonomska ravnopravnost učesnika nikad ne može da postigne, zbog njihovih različitih osobina i sposobnosti, svaka zemlja nastoji da bar pravno jednako zaštiti sve učesnike svog tržišta hartija.

Otuda je ravnopravnost učesnika tržišta svodi na pravnu jednakost svih lica, koja učestvuju u trgovini hartijama (kupaca i prodavaca), bez obzira na njihovu taktičku, pre svega ekonomsku, nejednakost i na različite uloge koje imaju na tržištu. To znači da svi učesnici na tržištu imaju ista prava i obaveze i da su jednaki pred zakonom i zvaničnim nadzornim organom (Komisijom). Pravna jednakost se teško postiže zbog različitosti učesnika u trgovini hartijama. Oni se razlikuju po brojnim osobinama. Neki od njih su pravna lica, pre svega kompanije, dok su drugi pojedinci. Neki su ekonomski moćni, dok su drugi sitne štediše. Razlikuju se oni koji posluju vrednosnim papirima u vidu zanimanja (redovno), kao osnovnom delatnošću (profesionalci) od onih koji se na tržištu samo povremeno javljaju, kad imaju posebne potrebe ili motive za ulaganjem (laici). Učesnici se razlikuju i po stručnosti za poslovanje hartijama, jer neki više znaju, a drugi manje. Osim toga, neki su pametniji od drugih. Ni uloge im na tržištu nisu iste, jer su jedni emitenti ("proizvođači" hartija), drugi trgovci, treći savetnici, a četvrti investitori (potrošači). Sve te različitosti pravo nikako ne može da "izravna",

tako što bi na sve njih primenjivalo ista pravila, jer bi to dovelo do gušenja ekonomskih sloboda, a time i privrednog razvoja. Zbog toga je za pravo bitno samo da se svakom licu pruži pravno jednaka mogućnost za učešće na tržištu (tzv. pristup tržištu) i za zaštitu od protivzakonitih i nepoštenih (nemoralnih) radnji ostalih učesnika, uključujući i državu.

Država ne mora da traži dozvolu za javnu emisiju svojih hartija od Komisije. Nije joj je potrebna ni dozvola berze da uključi svoje hartije na njeno tržište, kao i što u berzi može da trguje, iako joj nije član. Država može da trguje i van berze svim hartijama, iako ostali učesnici tržišta mogu njima da trguju samo u berzi (npr. akcije iz privatizacije). Najzad, država, kao emitent, nije obavezna da objavljuje izveštaje o svom poslovanju. Smatra se da njeni građani znaju u kakvom se ekonomskom stanju nalazi, kao i da je dovoljno objavljivanje Zakona o budžetu koji država uvek usvaja na početku godine.

4. INFORMACIONA ASIMETRIJA

Uvod – Učesnici tržišta hartija od vrednosti odgovaraju za protivpravne ili štetne radnje, koje preduzimaju, po opštim propisima. Pored toga, posebnim propisima o poslovanju hartijama pooštrava se odgovornost profesionalnih učesnika u odnosu na neuke investitore. Odgovornost profesionalaca se pooštrava, jer su investitori nesposobni da se u sudskim postupcima uspešno „bore“ sa njima, zbog svoje neukosti, slabije ekonomske snage, međusobne nepovezanosti i usitnjenost. Pooštrena odgovornost profesionalaca se javlja u dva vida:

- 1) kao odgovornost emitenta i njegovih pomagača (npr. Preuzimalac emisije, veletrgovac, sastavljač prospekta) za štetu koju investitori pretrpe u emisiji (znači na tzv. primarnom tržištu);
- 2) kao odgovornost bilo kog prodavca prema kupcu u bilo kojoj prodaji hartija (znači tzv. sekundarnom tržištu).

4.1. JAVNA DOSTUPNOST INFORMACIJA U FUNKCIJI ZAŠTITE INVESTITORA

Javna dostupnost informacija predstavlja prvi preduslov, da bi se izvršila zaštita investitora od mogućih nepravilnosti u obavljanju brokersko-dilerskih poslova. Na tok javne dostupnosti informacija imaju uticaja:

- a) zakonski propisi,
- b) finansijsko tržište,
- c) specijalizovane institucije.

Zakonskim propisima se bliže uređuju prava i obaveze investitora na finansijskom tržištu, posebno u delu primarne ponude i sekundardne trgovine sa hartijama od vrednosti. Na finansijskom tržištu se definišu cene hartija od vrednosti i izvršavaju finansijske transakcije, tako da se na dobro organizovanom finansijskom tržištu može steći poverenje investitora u odnosu na finansijske posrednike na tržištu. Specijalizovane institucije su u funkciji pružanja kvalitetnih informacija, vezanih za analizu finansijskih transakcija na finansijskom tržištu i projekciju kretanja hartija od vrednosti na finansijskom tržištu. Nacionalna zakonska regulativa ima za cilj da obezbedi veću prohodnost finansijskog tržišta, svođenje sistemskih rizika na minimum i zaštitu potencijalnih investitora od mogućih prevara i malverzacija na finansijskom tržištu (insajderska trgovina sa hartijama od vrednosti i sužena distribucija informacija o hartijama od vrednosti).

Dosadašnja praktična iskustva razvijenih finansijskih tržišta ukazuju da je prisutna asimetrija informacija, jer emitent hartija od vrednosti poseduje više informacija u odnosu na kupca dotičnih hartija od vrednosti. Uzročnici asimetrije informacija su:

- a) nedovoljna razvijenost finansijskog tržišta,
- b) nepoverenje transaktora prema mehanizmima finansijskog tržišta.

Asimetriju informacija je moguće eliminisati (ili svesti na minimum) donošenjem i primenom jasnih procedura na finansijskom tržištu, kao i javnim trgovanjem sa hartijama od vrednosti. Investitori na finansijskoj berzi mogu biti zaštićeni od asimetrije informacija putem:

- (1) efikasnog i celovitog izveštavanja svih učesnika u transakcijama na finansijskoj berzi,
- (2) zaštite prava na informisanje manjih investitora na finansijskoj berzi,
- (3) zaštite investitora od korišćenja povlašćenih (insajder) informacija na finansijskoj berzi,
- (4) zabrane manipulacije sa informacijama na finansijskoj berzi

Da bi se investitor celovito informisao o transakcijama, na finansijskoj berzi uvedeno je pravilo obaveznog informisanja svih članova o svim finansijskim transakcijama na finansijskim berzama (šira javnost, Komisija za hartije od vrednosti, brokersko-dilerska društva i sl.).

Informacije sa finansijske berze dostupne su javnosti putem prospekta i izvoda iz prospekta. Prospekt se definiše od strane emitenta hartija od vrednosti, njegove investicione banke i njegovih specijalnih savetnika. Javno objavljivanje prospekta je prisutno u slučajevima primarne emisije hartija od vrednosti i javne trgovine sa dotičnim hartijama od vrednosti.

Prospekt (prospectus) treba da sadrži minimum sledećih informacija:

- (1) identitet emitenta hartija od vrednosti,
- (2) državu pod čijim suverenitetom posluje emitent hartija od vrednosti,
- (3) sedište firme i emitenta hartija od vrednosti,
- (4) imena i adrese direktora i viših rukovodioca,
- (5) imena i adrese akcionara koji poseduju 10% i više procenata kapitala emitenta hartija od vrednosti,
- (6) imena i adrese posrednika u vezi sa procedurom ponude hartija od vrednosti,
- (7) ime i adresa savetnika po pitanju legalnosti emisije hartija od vrednosti,
- (8) količinu hartija od vrednosti koju poseduje direktor, viši rukovodioci i akcionari sa 10% ili više procenata akcija,
- (9) opšte poslovne karakteristike emitenta hartija od vrednosti,
- (10) izveštaj o poslovanju emitenta hartija od vrednosti,
- (11) obaveze emitenta hartija od vrednosti
- (12) očekivane procedure koje proizilaze iz ponude hartija od vrednosti,
- (13) skup procedura koje proizilaze iz ponude hartija od vrednosti dotičnog emitenta u prethodne dve godine (detalji u vezi prodaje hartija od vrednosti),
- (14) svrhu prikupljanja sredstava dotičnom emisijom hartija od vrednosti,
- (15) cene hartija od vrednosti po kojima će javna ponuda biti prihvaćena,
- (16) troškovi emitenta pri javnoj ponudi hartija od vrednosti,
- (17) izjavu o kapitalizaciji emitenta hartija od vrednosti,
- (18) izjavu o hartijama od vrednosti koje su rezervisane za druge opcije,
- (19) kopiju pismenog mišljenja pravne firme o legalnosti emisije hartija od vrednosti,
- (20) provizije i premije koje će se isplatiti posredniku hartija od vrednosti

S obzirom da se dešavaju situacije, da od momenta objavljivanja prospekta pa do momenta upisa i kupovine hartija od vrednosti, dolazi do promene podataka sadržanih u prospektu, neophodno je pored prospekta dostaviti javnosti i dodatnu dokumentaciju. Dodatna dokumentacija se naziva dodatnim prospektom i njenu sadržinu verifikuje Komisija za hartije od vrednosti. Nakon pristizanja saglasnosti na sadržinu dodatnog prospekta emitent je u obavezi da isto objavi u javnim sredstvima informisanja u kojima je objavljen i osnovni prospekt.

5. ODGOVORNOST EMITENTA

Odgovornost emitenta – Emitentova pooštrena odgovornost se zasniva na njegovoj dužnosti da istinito i potpuno obaveštava investitore o svim značajnim činjenicama u emisiji. Ako emitent ili njegov pomagač svesno povredi „pravila“ o toj dužnosti, smatra se da je investitore prevario tako da imovinski i krivično odgovara kao prevarant. Ako ih nesvesno povredi, odgovornost, ipak, postoji, jer se smatra da su investitori bili u zabludi, usled pogrešnih obaveštenja. Tada su ugovori o kupovini hartija od emitenta rušljivi iako emitent ne odgovara za krivično delo.

Vrste odgovornosti – Odgovornost emitenta može da bude *imovinsko-pravna* i *krivično-pravna*. Sankcija imovinsko-pravne odgovornosti je povraćaj imovinskih vrednosti, koje je emitent primio od investitora i naknade štete, zbog poništaja ili raskida ugovora koje je sa njima zaključio. Naše pravo predviđa i da je emitent i njegov pomagač u emisiji odgovoran za krivično delo, ako u nameri obmanjivanja investitora stavi netačne ili nepotpune podatke u prospekt. Za to delo se emitentu trgovcu koji mu je bio pomagač, i njihovim odgovornim licima izriče novčana kazna, a odgovornom licu u emitentu i njegovom pomagaču (npr. direktoru, računovođi, revizoru, advokatu) može da se izrekne zatvor do tri godine, a u slučaju poremećaja na tržištu i do pet godina. Ako prospekt nije objavljen ili je objavljen sa nepotpunim ili netačnim podacima emitent je odgovoran samo za privredni prestup za koji može da se izrekne samo novčana kazna.

Imovinsko-pravna odgovornost – Emitent imovinsko-pravno odgovara svakom investitoru, kome je naneo štetu. Međutim, poseban režim njegove odgovornosti postoji samo u posebno uređenim slučajevima. Ti slučajevi su:

- 1) emisija bez dozvole Komisije, koju je ona naknadno poništila,
- 2) privatna emisija, umesto obavezne javne;

- 3) emisija, koja je obavljena bez obaveznog prospekta ili uz nepropisno objavljivanje (npr. u mesnim, umesto u nacionalnim novinama);
- 4) emisija uz manjkav prospekt

Prva tri slučaja odgovornosti se retko javljaju, zbog svoje očiglednosti, oštrog krivičnog sankcionisanja i male verovatnoće da promaknu kontroli nadzorne vlasti. Investitori najčešće vode sporove sa emitentima zbog manjkavog prospekta, jer se ona teško otkriva i dokazuje, kao i što se teško dokazuje uzročna veza između mane prospekta i nastale štete investitorima. Najteže je, ipak, dokazivanje krivice odgovornog lica za manu prospekta, jer se njegovi sastavljači obično brane da ni oni nisu za nju znali. Posebno norme o odgovornosti emitenta i njegovih pomagača ublažavaju opisane teškoće oštećenim investitorima, uspostavljanjem raznih pretpostavki, kojim im se u parnici olakšava teret dokazivanja.

Naše pravo posebno uređuje odgovornost samo za manjkav prospekt, dok u ostalim slučajevima štete usled nezakonitosti emisije važe opšta pravila o odgovornosti.

5.1. MANE PROSPEKTA

Manjkav je prospekt, čija je sadržina manljiva. Ona je manljiva, kad nije usklađena sa propisima o njegovoj potpunosti, istinitosti i jasnosti. S obzirom na vrstu mane, prospekt može da bude nepotpun, netačan i krivo navodeći („iskrivljen“, „ulepšavajući“). *Nepotpunost* postoji kad prospekt ne sadrži jedan ili više podataka imperativno nabrojanih propisima o njegovoj sadržini. Nepotpun je i prospekt, koji sadrži sve propisima nabrojane podatke, ali nema podatak o kakvoj nenabrojanoj činjenici, koja je, uobičajeno pažljivom neukom investitoru, razumno potrebna za ispravno shvatanje isplativosti i rizičnosti kupovine emitovanih hartija. *Netačnost* postoji kad prospekt sadrži podatak, koji je neistinit, jer ne odgovara činjenici na koju se odnosi (npr. prikazan veći kapital ili dobit, nego što jeste). Netačnost mora da je takva, da može dovoljno da motiviše investitora da kupi hartije. Najzad, krivo navodeći prospekt sadrži sve propisane i tačne podatke, ali su oni tako napisani da stvaraju kod neupućenog čitaoca (investitora) pogrešan utisak o većoj pogodnosti kupovine hartija, nego što stvarno jeste. Njime se investitor neosnovano navodi na kupovinu. Dok se nepotpunim i netačnim prospektom od investitora skrivaju nepovoljne činjenice, krivo navodećim prospektom činjenice se ulepšavaju. Načini stvaranja pogrešnog utiska kod investitora su mnogobrojni. To može da se postigne nejasnošću upisanih

izraza ili rečenica, sklopom datih podataka, rasporedom opisanih činjenica, stilom pisanja, grafičkom nenaglašenošću ili prenaglašenošću određenih reči, misli ili delova i slično.

Rezultat netačnosti, nepotpunosti ili „ulepšanosti“ prospekta je stvaranje kod investitora krive predstave o većoj isplativosti ili sigurnosti, ili manjoj rizičnosti kupovine ponuđenih hartija. Međutim, emitentovu odgovornost za štetu izaziva samo bitna nepotpunost, netačnost ili pogrešan utisak u prospektu. To znači da je potrebno da se ona odnosi na podatak, koji je *razumnom* investitoru, prema okolnostima slučaja, bio potreban da ispravno i celovito u oceni emitenta, njegovo stanje, poslove, ponudu, isplativost i rizičnost kupovine hartija. Nije potrebno da je izostavljena, netačno ili „ulepšano“ prikazana činjenica glavni uzrok štete, koje su investitori nakon emisije pretrpeli. Dovoljno je da je ona jedna od činjenica, u uzročnom sklopu, koji je štetu izazvao (npr. nagli i preterani pad cene emitentovih hartija).

Uslovi odgovornosti za manjkav prospekt - Da bi kupac hartija ostvario pravo na naknadu, nužno je da ispuni nekoliko uslova.

Prvo, mora da kupi hartije u emisiji ili u vezi sa njom. Bitno je da je kupio dok je tržište pod utiskom i uticajem javne ponude i prospekta. Nije značajno da li ih je kupio neposredno od emitenta, njegovog pomagača u emisiji (npr. pokrovitelj, preprodavac, zastupnik) ili od trećeg lica (npr. od svog prijatelja).

Drugo, kupac mora da bude savestan. To znači da u vreme kupovine emitovanih hartija nije znao niti je, prema okolnostima, mogao, a ni morao da zna da je prospekt manljiv. U protivnom, svesno je pristao da plati višu cenu, te nije prevaren, niti je u zabludi. Otuda nema pravo na povraćaj datog, niti na naknadu plaćenog viška, kada se obelodani manjkavost, a cena padne na stvarnu tržišnu vrednost, investitorova savesnost, kao i svakog lica, se pretpostavlja, tako da ne mora da je dokazuje. Odgovorno lice snosi teret dokazivanja suprotnog.

Treće, mora da postoji mana prospekta. Nije potrebno da investitor dokaže da je kupio hartije zbog neznanja za prikrivene činjenice, niti da ih ne bi kupio, da je za njih znao. Dovoljno je da dokaže postojanje mane i da je ona bitna, jer se odmah neoborivo pretpostavlja da je manljivost bitno motivisala oštećenika na kupovinu hartija. Značajno je vreme pojave mane u prospektu, zbog vrste zahteva, koji oštećeno lice ima pravo da postavi emitentu. Ako je manljivost postojala u času kad je investitor kupio hartije (tj. zaključio ugovor), ugovor o njihovoj kupovini je rušljiv, zbog mana ku-

pčeve volje (prevare ili zablude). Takav kupac ima pravo da traži poništaj ugovora. Prospekt koji je u početku bio potpun i tačan, a kasnije, zbog izmena okolnosti, postao netačan ili nepotpun, takođe je razlog za poništaj svih ugovora o prodaji hartija investitorima, ali samo do časa dok se nove okolnosti (izmene osnovnog prospekta) objave u naknadnom (dodatnom) prospektu. Nakon objavljivanja izmena osnovnog prospekta u naknadnom prospektu, investitori, koji su već kupili hartije, imaju pravo na jednostran raskid zaključenih ugovora sa emitentom, zbog promenjenih okolnosti. I u slučaju poništaja, i u slučaju raskida ugovora, kupci imaju pravo na naknadu štete po istim pravilima, jer su im posledice u našem pravu iste.

Četvrto, imalac hartija mora da pretrpi štetu. Šteta se sastoji u padu cene hartija, koje je kupio, tako da može da ih proda trećem licu samo po nižoj ceni. Osim toga, šteta se sastoji i u troškovima kupovine hartija, koje ne bi snosio, da ih nije kupio (npr. provizija koju je platio profesionalnom zastupniku, berzanski troškovi, porez na promet i slično). Oštećeni imalac snosi teret dokazivanja štete, koju je pretrpeo.

Peto, mora da postoji uzročna veza između štete (pada cene), kao posledice, i manljivosti prospekta, kao uzroka. Oštećeni investitor ne snosi teret njenog dokazivanja. Uporedno pravo pretpostavlja da je pad cena nastao usled mane prospekta, čim je investitor dokaže. Odgovorno lice može pretpostavku da pobija, dokazujući da je stvarni uzrok pada cene nešto drugo. Naše pravo ne uspostavlja pretpostavku ove uzročnosti, što otežava parnični položaj investitora, kao tužioca.

Šesto, emitent mora da je nesavestan, što znači da je znao ili morao da zna za manu prospekta. To je uslov našeg prava, koji se svodi na težu krivicu emitenta, a to znači na nameru ili krajnju nepažnju. Kako se savesnost svakog lica pretpostavlja, teret dokazivanja nesavesnosti snosi tužilac u parnici, a to je oštećeni investitor. Time se kod nas investitorima bitno otežava ostvarenje prava na povraćaj datog i na naknadu štete, jer se nesavesnost, po pravilu, teško dokazuje.

Sedmo, oštećeni investitor mora da podnese sudu tužbu protiv odgovornog lica u propisanom roku. Rok je prekluzivan, tako da oštećenik gubi prava po osnovu mane prospekta, ako ga propusti. Tužba za poništaj rušljivog ugovora se podnosi u roku od jedne godine od kad je investitor saznao za manu prospekta, a najkasnije u roku od tri godine od dana kad su hartije prvi put javno ponuđene na prodaju. Tužbu za raskid ugovora o kupovini hartija zbog promenjenih okolnosti, objavljenih u naknadnom prospektu, investitor mora da podnese do isteka roka za ispunjenje svoje obaveze iz tog ugovora.

6. FINANSIJSKA ETIKA U FUNKCIJI ZAŠTITE INVESTITORA

6.1. ETIČKI PRINCIPI

Finansijska etika se odnosi na primenu etičkih principa preko kojih se ostvaruje: finansijski moral, poslovni interes, poslovno poštenje i korektnost u poslovnim odnosima. Veće prisustvo finansijske etike na finansijskom tržištu ima za rezultat manji poslovni nemoral, manju poslovnu prevaru i manji obim poslovne korupcije. Osnovni etički principi u finansijskoj trgovini odnose se na:

- (1) princip međusobnog poverenja,
- (2) princip obostrane koristi i interesa,
- (3) princip dobrih namera,
- (4) princip poslovnog kompromisa i poslovne tolerancije,
- (5) princip etičke sanacije poslovnog promašaja,
- (6) princip demonopolizacije položaja,
- (7) princip konfliktnosti sopstvenih izvora

Princip međusobnog poverenja ima poseban značaj za funkcionisanje finansijskog tržišta, jer se na njemu kupuju i prodaju hartije od vrednosti. Izuzetno velike vrednosti (u obliku hartija od vrednosti) zaključuju se na reč, telefonskim putem, a potvrđuju se pismenim putem nakon zaključivanja posla. S obzirom da se na finansijskom tržištu sprovodi kupoprodaja hartija od vrednosti i to bez predmeta trgovine i bez prisustva svedoka, ovaj princip međusobnog poverenja je od posebne važnosti.

Princip obostrane korisnosti i interesa proizilazi iz prethodnog etičkog principa i on polazi od pretpostavke da se ni jedan poslovni partner ne treba da oseća prevarenim, odnosno poslovno izigranim. Eventualne greške u njihovom poslovnom odnosu ne mogu se pripisati drugom poslovnom partneru, nego iste treba tražiti u sopstvenom poslovnom ponašanju.

Princip dobrih namera polazi od činjenice, da učesnici na finansijskom tržištu nastupaju jedni prema drugima sa iskrenim poslovnim namerama. To znači, da učesnik u finansijskoj transakciji nema nameru da prevari ili ošteti drugog učesnika, kao što ne bi želeo da se i prema njemu tako postupi. S obzirom da se trguje sa imaginarnom robom (novcem, devizama, hartijama od vrednosti) i da se ne može ista "opipati", značaj ovog etičkog principa još više dolazi do izražaja.

Princip poslovnog kompromisa i poslovne tolerancije polazi od usaglašavanja suprotnih interesa kupaca i prodavaca finansijskih efekata na tržištu. Interes je kupca da finansijske efekte kupi što je moguće jeftinije, dok je interes prodavca da finansijske efekte proda što je moguće skuplje. Stoga se upravo ovim etičkim principom mire interesi kupaca i prodavaca i ostvaruju uslovi za skladno funkcionisanje finansijskog tržišta. Kompromis i tolerancija su neophodni i sa strane kupaca i sa strane prodavaca hartija od vrednosti, kao i njihovih brokersko-dilerskih posrednika.

Princip etičke sanacije poslovnog promašaja i tuđih grešaka polazi od činjenice, da svaki poslovni partner svoj poslovni promašaj sam sanira na svoju štetu, svestan da su isti rezultat njegovih umnih i poslovnih mogućnosti. Na ovaj način održaće se duži vremenski period poslovni odnos u trgovini sa hartijama od vrednosti i isti će se obavljati u daleko većem obimu.

Princip demonopolizacije sopstvenog položaja polazi od činjenice, da ne treba zloupotrebiti monopolski položaj u trgovini sa hartijama od vrednosti. Odstupanje od primene ovog etičkog principa značilo bi demotivaciju učešća drugih učesnika na finansijskom tržištu. Takav odnos većeg broja učesnika u trgovanju sa hartijama od vrednosti imao bi negativnog uticaja i na samog monopolistu kao učesnika na finansijskom tržištu. Negativni finansijski efekti monopoliste (izazvani smanjenjem obima trgovine sa hartijama od vrednosti) imali bi za posledicu pojavu korupcije i drugih neetičkih vrednosti na finansijskom tržištu.

Princip konfliktnosti sopstvenih interesa polazi od činjenice nemogućnosti spajanja sopstvenih i zajedničkih interesa na finansijskom tržištu. S toga treba pronaći načine njihovog pomirenja uz primenu etičkih normi u postupku trgovanja na finansijskom tržištu.

Primena etičkih principa od strane učesnika na finansijskom tržištu predstavlja njihovu standardizaciju i kodifikaciju u postupku trgovanja sa hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima. Putem standardizacije etičkih principa:

- (1) destimuliše se nemoralno (namerno ili nenamerno) poslovno ponašanje učesnika na finansijskom tržištu,
- (2) sprečava se na efikasan način "kupoprodaja magle", "improvizacija finansijskog trgovanja",
- (3) identifikuju se nosioci i uzročnici nemoralnog poslovnog ponašanja i efikasno se primenjuju sankcije protiv istih (stavljaju se na "crnu listu", oduzima se istima korist i sl.),
- (4) prioritet imaju javne nad tajnim finansijskim transakcijama i sl.

Kodifikacija etičkih principa pretpostavlja:

- (1) donošenje i primenu etičkog kodeksa u poslovanju na finansijskom tržištu,
- (2) donošenje i primenu "insajder pravila" u poslovanju na finansijskom tržištu,
- (3) donošenje i primenu regulative u oblasti berzanskog i vanberzanskog poslovanja,
- (4) donošenje i primenu regulative u oblasti sukoba interesa učesnika, posrednika i institucija na finansijskom tržištu

Cilj svake finansijske etike jeste zaštita investitora u odnosu na sve druge učesnike na finansijskom tržištu, čiji su interesi u suprotnosti sa njegovim interesima. Interes investitora na finansijskom tržištu treba zaštititi od potencijalnih rizika koji dolaze od strane emitenata hartija od vrednosti, brokersko-dilerskih društava kao posrednika i institucija koje su organizatori transakcija na finansijskom tržištu. Zaštita investitora se može ostvariti, ako investitor poseduje:

- (1) celovite i sveobuhvatne informacije o emitentu hartija od vrednosti (prospekt emisije hartija od vrednosti, godišnji izveštaj i sl.),
- (2) javno obavljanje informacija o svim tržišno-finansijskim transakcijama (kretanje cena, kretanje kurseva, kretanje indeksa i sl.),
- (3) javno objavljene informacije o poslovanu emitenata hartija od vrednosti,
- (4) zaštitu od "bankarske zloupotrebe položaja" (važi za brokere i dilere banaka da imaju položenu kauciju kao garanciju zakonitog trgovanja na finansijskoj berzi),
- (5) zaštitu od rizika naplate potraživanja (obaveza nadoknade štete i izgubljene dobiti investitoru),
- (6) odgovornost učesnika na finansijskoj berzi

Odgovornost učesnika na finansijskoj berzi regulisana je opštim i posebnim pravilima.

VI. GLOBALIZACIJA TRŽIŠTA I FINANSIJSKE KRIZE

1. GLOBALIZACIJA EKONOMIJE

Globalizacija je relativno novi izraz koji označava skup procesa koji su izmenili sliku sveta počev od 80-tih godina prošlog veka. Globalizacija potiče od francuske reči "global" što znači celovit, sveobuhvatan. U naučnoj teoriji još uvek ne postoji jedinstvena definicija ovog fenomena, prvenstveno zbog njegove složenosti i višedimenzijalnosti, pa se zbog toga može tumačiti kroz prizmu političkih, sociioloških, ekonomskih i drugih nauka.

I ako je ekonomija tek jedna dimenzija, odnosno jedno područje zahvaćeno globalizacijskim promenama, njoj se pridaje najveća važnost zbog projekta stvaranja svetskog slobodnog tržišta. Globalizacija je na taj način pretvorena u isključivo ekonomsku globalizaciju.

Ekonomska ujedinjenja, odnosno stvaranje velikih ekonomskih blokova, shvaćeno kao proces otvaranja i sve intenzivnije međusobne ekonomske saradnje gotovo svih zemalja sveta, predstavlja samo jednu etapu na velikom putu globalizacije svetske privrede.

Proces ekonomske globalizacije je dinamičan multi dimenzionalan proces preraspodele. Međunarodno kretanje kapitala je jedan od osnovnih generatora i akceleratora procesa globalizacije. Internacionalno kretanje kapitala predstavlja međusobnu migraciju investicija, sa ciljem njihovog najpovoljnijeg plasmana u inostranstvo sa aspekta države davaoca, a takođe i privlačenje neophodnih materijalnih finansijskih sredstava iz inostranstva u uslovima njihovog nedostatka po obimu i strukturi sa aspekta države primaoca.

Kao najjednostavnije tumačenje i najšire prihvaćena definicija globalizacija predstavlja skup prekograničnih procesa, pokrenuti razvojem modernih tehnologija i informatike, koje su dovele do ubrzanih ekonomskih pro-

mena sa direktnim uticajem na politička, kulturna, ekonomska i druga područja života i rada na svetskom nivou.

Ubrzani protok informacija, kapitala, roba, usluga i ljudi, u svetu u kojem je promenjen značaj međunarodnih granica i nacionalnih država, doveo je do novih društveno-političkih odnosa, koji je potpuno drugačiji od onih koji su bili do 80-tih godina prošlog veka.

Koncept država - nacija i regulisanje međunarodne ekonomije koji je uspostavljen posle Drugog svetskog rata, napušten je posle konferencije u Bretion - Woodsu 1944. godine, kada je usvojen koncept nove ekonomije koji se zasniva na neoliberalnoj doktrini.

Današnji proces, odnosno neoliberalni poredak je zapravo oživljena verzija ekonomskog liberalizma ili liberalnog kapitalizma iz druge polovine XVIII veka. Osnovna ideja liberalizma je nemešanje države u ekonomske procese, odnosno prepuštanje regulatornih mehanizama u okvire slobodnog tržišta, odnosno "nevidljivoj ruci" kako je to govorio Adam Smit, kao najpoznatiji predstavnik liberalne doktrine.

Koncept liberalne doktrine preovladavao je do velike Ekonomske krize iz 1929. godine. Usled krize napušta se liberalna doktrina i prihvata se učenje Johana Maynarda Keynesa, koji je zastupao tezu o potrebi puno zaposlenih za uspeh kapitalizma i u tom slučaju potrebna je intervencija države i Centralne banke.

Keynesova doktrina se zadržala sve do 1970. godine, kada je došlo do velike naftne krize, kada zemlje izvoznice nafte povećavaju cenu za više od 5 puta. Kao odgovor na ovaj postupak, usledila je reakcija Amerike o napuštanju zlatnog standarda i konvertabilnost dolara u zlato. Usled toga se napušta Keynesova doktrina i započinje povratak na ekonomiju liberalizma.

Počeci globalizacije poklapaju se sa novom filozofijom, poznatom pod nazivom novi svetski poredak, koji potiče iz Sjedinjenih Američkih Država i to nakon raspada komunističkog pokreta u istočnoj Evropi, a osnovno obeležje je stvaranje i razvoj globalnog tržišta.

Pojam globalizacije se može posmatrati i definisati sa različitih aspekata. Jedno od shvatanja polazi od stava da je globalizacija jedan pozitivan i optimistički proces, koji donosi razvoj novih tehnologija, razvoj nauke i obrazovanja, dovodi do proširenja tržišta, većeg profita, lepšeg i udobnijeg života, razvoj demokratije, potrošačkog društva (kroz povezivanje sveta bez značaja za nacionalne granice).

Drugo stanovište globalizaciju tretira kao nužno zlo, odnosno prevlast SAD i Evropske unije u svim sferama života i rada (ekonomski, politički, kulturni i dr.).

Nezavisno od različitih stavova i pogleda, globalizacija kao fenomen je prisutna i moraju se koristiti sve prednosti koje sobom nosi. Globalizaciju kao proces nije moguće izbeći, s obzirom na već visoko razvijenu informatičku i komunikacionu tehnologiju, koje svet pretvaraju u globalno selo. Tako globalno otvoreno tržište zahteva visoke kriterijume u pogledu kvaliteta proizvoda koji se javljaju na svetskim tržištima i velike sposobnosti menadžmenta za globalnu tržištnu utakmicu.

Otvorenost prema svetskim tržištima, duboka međunarodna integracija i primena novih tehnologija, oblikuju globalizaciju kao proces u kojem nacionalne države imaju sve manje mogućnosti da utiču na ekonomske procese. Vlade pojedinih država raspolažu sa sve manjim moćima, koje prelaze u ruke menadžmenta multinacionalnih kompanija.

Kako naglašava Dr Lovre Božina[68], ekonomisti već dugi niz godina imaju puno poverenje u tržišne mehanizme, globalne institucije, a slabo poverenje u nacionalne institucije.

Procesi globalizacije koje karakteriše liberalizacija uvoza robe i finansijskih tržišta, nose i negativne efekte ukoliko nisu stvorene adekvatne makroekonomske pretpostavke za politiku liberalizacije. U osnovi liberalizacija podrazumeva potrebu strukturnih promena ekonomskih sistema i porasta blagostanja širokih slojeva stanovništva, odnosno smanjenje siromaštva.

Liberalizacija tržišta, osobito finansijskih nije doprinela globalnoj ekonomskoj stabilnosti. Naprotiv, doprinela je lošoj finansijskoj regulativi koja je u tajnosti služila globalnim ekonomskim interesima, posebno finansijskih institucija. Naravno, ne mislimo pri tome na loše motive tih institucija, već motive onih koji institucije vode.

Najveću korist od ovakvog stanja imaju finansijski centri moći, kompanije i vlasnici kapitala. Zato se kao neophodnost nameće potreba za hitno reformisanje postojeće zakonske regulative kako u oblasti finansijskih tržišta, tako i u trgovinskim propisima. Odgovornost se ne svodi na vodeće svetske sile ili multinacionalne korporacije i transnacionalne institucije, već na intelektualnu elitu svih zemalja.

Globalizacija posmatrana kroz ekonomsku dimenziju odnosi se na ogroman porast trgovine, investiranja, pojačane finansijske tokove, stvaranje jedinstvenog tržišta, transnacionalnu integrisanu proizvodnju, prostorno i vremenski ograničeno kretanje biznisa, uz pojačane trgovinske aktivnosti.

U globalnoj privredi faktori proizvodnje, kapital, tehnologija, rad informacije i druga dobra i usluge, kreću se slobodno, celim svetom. Špekulanti

[68] Božina Lovre, Monetarna teorija i politika, Pula, 2008. god.

zarađuju, prebacujući navedene resurse sa mesta gde su jeftinija na mestima gde su skuplja, a proizvođači lociraju svoju proizvodnju gde je to najjeftinije, a to su zemlje u tranziciji i nerazvijene zemlje.

Osnovni cilj globalizacije je profit, zatim osvajanje novih tržišta, pronalazak novih tržišta, pronalazak novih i jeftinih sirovina i smanjenje rizika u poslovanju.

Uslovi za globalizaciju su internacionalizacija svetske proizvodnje i trgovine. Globalizacija podrazumeva potpunu ekonomsku liberalizaciju, to jest otvaranje vrata krupnom biznisu. Multinacionalne kompanije su na čelu. Vlade najrazvijenijih zemalja stvaraju maksimalno povoljne uslove za porast njihovog biznisa. Regionalne grupacije su takođe posvećene istom cilju.

Bez obzira na različita stanovišta naučnih krugova globalizacija ima pozitivne i negativne uticaje na društvene, privredne i nacionalne faktore.

Kao pozitivni uticaji mogu se ubrojati:

- a) preduzimljivost i kreativnost glavnih nosilaca progresa, dobra organizacija rada, razvoj novih tehnologija, tehnike proizvodnje, racionalizacija i supstitucija sirovina, korišćenje novih izvora energije i čvršće povezivanje nauke i proizvodnje,
- b) drugu grupu pozitivnih uticaja čine prestruktuiranje proizvodnje, gde se radna i intenzivna proizvodnja locira u zemljama u razvoju jer je radna snaga jeftinija, a kapitalno intenzivna proizvodnja se locira u razvijenim zemljama,
- c) lakši pristup informacijama, znanjima, kulturama i tehnologijama,
- d) negativan uticaj globalizacije predstavlja i nametanje običaja i shvatanja razvijenih zemalja i potiskivanje domaćih tradicionalnih vrednosti i nesolidarnosti,
- e) unificiranje ukusa, običaja i navika koje dolaze iz razvijenih zemalja.

Raspadom komunističkog ustrojstva u istočnoj Evropi, kapitalizam je postao dominantan oblik društvenog uređenja. Kada kapitalizam dominira tržišnim snagama svi resursi su kapitalizovani.

Kapitalizam ima samo jedan cilj stalno proširenje osnove kapitala. Kapitalizam sve "stvari" koje su produktivne, pretvara u kapital. Tu su uključeni ne samo prirodni resursi, već i tehnologija, znanje, kao i individue. Sve ono što ne može da dobije cenu i bude prodato ignorisano je u tržišnom procesu. U svojoj najnovijoj manifestaciji, kapitalizam se javio kao finansijski kapitalizam.

Dobit nije samo zasnovana na štednji i radu, već i na špekulativnim transakcijama na globalnim berzanskim tržištima. Glavni učesnici na tim tržištima su banke, finansijske organizacije i razni fondovi, praćeni milioni-

ma malih privatnih investitora, koji su svoju štednju pretvarali u različite hartije od vrednosti. Predmet trgovanja su državne hartije i hartije korporacija i lokalnih organa uprave. Kada se tome dodaju i finansijski derivati, izvedeni iz tih osnovnih hartija (fjučersi, opcije i dr.) svetski privredni sistemi suočeni su sa velikim izazovima.

Proces globalizacije se ne odnosi samo na ekonomsku globalizaciju, on menja naše životne okolnosti. To je način na koji danas živimo. Opirati se ekonomiji globalizacije bila bi jednako promašena taktika i za siromašne i za bogate nacije. Oni koji pesimistički gledaju na procese globalizacije istu doživljavaju kao proces postepenog uništavanja lokalne kulture i širenje svetske nejednakosti.

Globalizacija je kompleksan set procesa, a ne jedan proces. Oni se odvijaju na kontradiktorne načine. Zbog kontradiktornosti, postoji mišljenje da globalizacija odvlači moć i uticaj lokalnih zajednica i nacija prema globalnom tržištu. To svakako jeste jedna od njenih posledica, jer zaista nacije gube deo svoje ekonomske moći i samostalnosti koje su nekada posedovale.

Nezavisno o svim negativnim aspektima globalizacije, njenu pojavu treba prihvatiti kao izazov za mogućnosti koje ona nudi u ekonomskom razvoju, rastu i blagostanju.

Budućnost kako svetskih kompanija tako i kompanija Srbije i zemalja u razvoju zavisiće od građenja konkurentnosti i sposobnosti ostvarivanja prednosti na lokalnom, regionalnom i globalnom tržištu. Vođene sposobnim, inovativnim menadžmentom, takve kompanije će ostvariti rast i na takvim tržištima. Neke od njih će se i povezivati sa međunarodnim kompanijama i na taj način se uspešnije uključiti u globalno tržište.

2. FINANSIJSKE KRIZE I IMPLIKACIJE U TRANZICIONIM EKONOMIJAMA

Kada u dužem vremenskom periodu, obično dužem od šest meseci, dođe do pada vrednosti finansijskih instrumenata, i kada usled delovanja zakona vrednosti, opšta ponuda vrednosnih papira bude znatno veća od njihove tražnje, tada govorimo o procesu finansijske krize. To je period kada investitori nemaju slobodna sredstva ili nisu zainteresovani da svoju ušteđevinu ulažu u vrednosne papire i kada je vrednost papira značajno pala ispod uobičajenih vrednosti i pad je iznenadan. U zavisnosti od toga gde se ovi procesi događaju (privredne grane, regioni, nacionalne države ili svet), moguće je bliže definisati i analizirati indikatore i društvenu klimu za njen nastanak.

Osnovne posledice finansijske krize, pored pada privredne aktivnosti i siromaštva, je i nepoverenje investitora u finansijski sistem zemlje ili globalna tržišta. Taj odbojan stav investitora za posledicu ima otežan i dugotrajan proces oporavka finansijskog tržišta.

Prema geografskoj lokaciji nastanka finansijske krize, moguće je izvršiti podelu na svetsku krizu koja zahvata sva veća finansijska tržišta, regionalnu krizu koja zahvata finansijska tržišta u okvirima značajnih i većih ekonomsko povezanih finansijskih tržišta (latinska Amerika, istočna Evropa, Azijski kontinent i drugi delovi sveta) i nacionalnu koja neposredni uticaj ima u granicama jedne države.

Savremena privredna kretanja se odvijaju po ekonomskim zakonitostima u talasima ili fazama, u ekonomskoj nauci definisana kao faze poleta, kriza (recesija), uspona i opadanja.

U fazi poleta sve privredne aktivnosti su intenzivne. Ponuda i tražnja su raznovrsne i obimne, proizvodnja i usluga su u usponu, stopa zaposlenosti velika, zarade i kupovna moć značajne. Između ponude i potražnje postoji približna ravnoteža, dok su oscilacije cena i inflacija u granicama od 1 - 3%. Cena vrednosnih papira u fazi poleta kreću se iznad nominalne vrednosti i postoji velika utrživost, odnosno likvidnost. Faza krize je karakteristična po tome što privredni subjekti smanjuju svoje aktivnosti, zbog toga što su im troškovi poslovanja viši od prihoda koje ostvaruju. U ovoj fazi dolazi do stečaja i likvidacija privrednih subjekata, povećava se stopa nezaposlenosti i padaju zarade, a time i kupovna moć. Vlasnici vrednosnih papira nastoje da prodaju svoje hartije kako bi povratili deo uloženog kapitala, ali zbog velike ponude i slabe kupovne moći, tražnja za njima je mala, a prodajna cena se spušta ispod nominalne vrednosti hartija.

U fazi oživljavanja, proizvodnja raste, povećava se stopa zaposlenosti, povećavaju se i zarade, pa i cena vrednosnih papira raste.

Potpuno je obrnuta situacija u fazi opadanja.

Uzroci nastanka finansijskih kriza su brojni i raznovrsni, a mogu dolaziti iz domena politike, monetarnih teorija, tehnološkog napretka, kao i uticaja vanekonomskih faktora (ratova, prirodne nepogode i dr.) i propusti i pogrešno vođena poreska i kreditna politika i uticaji prevelikih manipulacija na tržištima hartija od vrednosti.

Periodi oporavka su dugotrajni i države kao i značajne međunarodne organizacije nastoje da ekonomskim politikama izvrše stabilizaciju i oporavak ekonomskih sistema i finansijskih tržišta. Krize se ponavljaju kroz ekonomsku istoriju. Teško ih je predvideti i uvek nose značajne troškove. Jedna od najvećih kriza je ona iz 1929 - 1931. godine, iz 1989. godine i nekoliko regionalnih do najnovije iz 2008. godine.

Do velike depresije koja se dogodila od 1929 - 1933. godine kursevi akcija na svim berzama u Americi su znatno rasli. Učesnici na tržištu hartija od vrednosti su nastojali da kupe što više akcija, nastojeći da uvećaju svoje bogatstvo.

Kupovinu su obavljali na kredit (margini) tako da su u momentu zaključivanja ugovora uplaćivali 10% do 20%, a u trenutku dospeća ugovora za otplatu, mogli su prodati akcije po većoj ceni, otplatiti kredit i zaraditi na razlici u ceni. U slučaju da kurs akcija padne kupac bi odustajao od kupovine, a kreditor bi prodajom akcija namirio svoja potraživanja. U stvarnosti su se razvili špekulativni poslovi tako da su se akcije kupovale po znatno većim cenama, nego što im je bila stvarna vrednost. Sve se svelo na nerealnim očekivanjima rasta cena akcija kod investitora, bez realnog profita kod emitenata akcija.

Kada su investitori shvatili stvarnost, nastala je opšta panika i nastojanje da se što pre prodaju akcije, usled čega se dogodio opšti krah na berzama. Svi učesnici na tržištu pretrpeli su velike gubitke, a cena akcija su u periodu od 1929 - 1933. godine pala za više od 85% od svoje vrednosti.

Banke su bile u situaciji da nivelišu suprotstavljene interese štediša i pozajmljivača. Štediše su želele, uvek slobodan pristup novcu i to u kratkom periodu.

Zajmodavac želi poverenje, neće da rizikuje da mu se zatraži iznenada otplata. Banke zadovoljavaju interese obe strane. Deponenti novčanih sredstava imaju pristup svom novcu kad god to zažele. Međutim, banka deponovan novac plasira u dugoročne kredite, zbog dopune novim depozitima, tako da su banci potrebne skromne rezerve za redovan rad. Ali u situacijama iznenadnih "glasina" veliki broj deponenata želi da istovremeno dođe do svog novca. Tako da banka ostaje bez gotovog novca za rad, i može da propadne i ako je bila samo obična "glasina".

Taj pritisak na jednu banku se odmah prenosi i na druge banke, po principu lančane reakcije. Navala na banke dovodi do sloma kreditnog tržišta, obzirom da banke nemaju sredstva za rad i odobravanje novih kredita, što dovodi do propadanja firme kojima je kredit bio neophodan i tako se stvaraju novi problemi sa zapošljavanjem i kupovnom moći, odnosno ide se u začarani krug zbog čega je inače u periodu od 1930 - 1931. godine velika depresija bila teška i dramatična.

Ovakav slom finansijskog tržišta naveo je predsednika SAD da inicira donošenje znatnog broja zakona u cilju preventiva i kontrole propisa.

Osnova sadašnje krize nalazi se u opštem trendu liberalizacije, deregulacije i napretku u komunikacionim i informacionim tehnologijama. Među-

narodni tokovi kapitala, ljudi, ideja su intenzivni, a na finansijskim tržištima se pojavljuju novi i nepoznati instrumenti. U opštoj konkurenciji za osvajanjem novih tržišta, za uključivanjem što većeg broja učesnika na tržištu, mala se pažnja poklanja riziku.

Jedan od indikatora sadašnje krize nalazi se u nepovoljnim uslovima pod kojima su dodeljivani kreditni zajmovi i dugovi koji su nastali nepovoljnim kreditiranjem na tržištima SAD-a. Takođe kao uzroci krize mogu se smatrati i značajni problemi u američkoj privredi i neadekvatna supervizija institucija koje učestvuju na finansijskom tržištu. Loš menadžment banaka i velika pohlepa bankarskog sektora. Neadekvatni kreditni rejtinzi i pucanje cenovnog mehura na tržištu nekretnina.

Kriza je započela na američkom hipotekarnom tržištu. U stvari početkom 2000. godine polazeći od stava da vrednost stanova - kuća u Americi nikad ne pada, razvijen je sistem visokorizičnih kredita, poznatiji kao "sab-prajm" hipoteke, koji investitorima donosi značajne profite, ako korisnik kredita jednog dana otplati odobreni kredit za stan.

Osnovna karakteristika "sab-prajm" hipoteka jeste da se stambeni krediti nude i odobravaju bez velike provere platežne sposobnosti i imovinskog stanja tražioca kredita. Niske kamatne stope u početku, takođe privlače stanovništvo sa nižim imovinskim stanjem da relativno lako dođu do stana. Kao meru zaštite od nastanka gubitka, hipotekarne banke su kao ugovornu obavezu kupcu, navele klauzulu po kojoj se kupcu u slučaju neredovnog izmirenja rata, kamatna stopa eksponencijalno uvećava.

Ova klauzula nije bila posebno naglašena, ali za običnog korisnika kredita u početku nije bila značajna. Značajno je da raste tražnja za nekretninama i njihove cene rastu mnogo više od realnih cena. Cenovni mehur se i dalje naduvavao, a američki zajmodavci su krenuli da hipotekarne kredite prepakuju u kompleksne finansijske aranžmane i prodaju ih zainteresovanim investitorima širom sveta. Putem sekjuritizacije ova potraživanja su pretvorena u hartije od vrednosti, gde se ostvaruju maksimalni profiti, a rizik se transferiše na druge institucije. U toku 2007. godine kreću turbulencije i dolazi do kraha.

Balon se izduvava i cene nekretnina naglo padaju vraćajući se na realnu cenu. Korisnici kredita nisu u stanju da otplaćuju rate za kuću koja je nekoliko puta jeftinija od momenta dobijanja kredita. Sledi izlazak iz kuća, a banke nude kuću na prodaju. Tržište je zasićeno ponudama za prodaju, jer toliki broj nekretnina nema ko da kupi. Cene i dalje padaju. Građani su u strahu od još veće krize, a banke ostaju bez novca, tako da ne mogu da vrate svoje dugove i registruju značajne gubitke. Neke od banaka bankrotiraju.

Kriza nekretnina ne obuhvata samo bankarski sektor, već se prenosi na građevinarstvo i investitore koji beleže značajne gubitke. Kriza se dalje odražava na druge institucije finansijskog sektora. Gubitak beleže i brojne banke i finansijske institucije koje nisu direktno bile angažovane na hipotekarnom tržištu, a trgovale su sa ovim hartijama od vrednosti. Negativni uticaji krize se prenose u druge sektore ekonomije i realni sektor, koji nije u stanju da izdrži ogroman pad potražnje. Posle finansijskog sektora i građevinarstva, ekonomska kriza se direktno odrazila na autoindustriju i mašinsku industriju, zatim sledi energetika, hemijska industrija, uslužni sektor (turizam, trgovina, usluge), zatim sledi umnožavanje problema - multiplikacija. Krajem 2008. godine zbog globalne međuzavisnosti finansijskih tržišta, kriza se brzo prenela i na tržište razvijenih zemalja zapadne Evrope i Azije.

Na finansijskim tržištima je nastupila panika, rast nepoverenja i problem likvidnosti. Glavna reakcija se događa na tržištima kapitala.

Uzroci krize nastale na američkom hipotekarnom tržištu neće lako i brzo nestati. Oporavak će biti dugotrajan pre svega što uzroci zadiru u suštinu ekonomskih sistema. Jake ekonomije, kao mehanizam ublažavanja krize, koristile su ubrizgavanje novca u bankarski sektor i druge ekonomije, čime su održavali njihovu relativnu stabilnost, ali su generisali i dodatnu agregatnu tražnju.

Prve reakcije događaju se u Americi upumpavanjem značajnih sredstava u bankarski sektor u cilju održavanja likvidnosti. Uključena je država - poluga intervencionizma. U zemljama zapadne Evrope pripremaju se programi pomoći bankama i finansijskom sektoru. Slede dogovori najrazvijenijih zemalja o budućim potezima, ali se odbrambene mere preduzimaju u okviru nacionalnih granica pojedinačnih država.

3. UTICAJ EKONOMSKE KRIZE U SRBIJI I ZEMLJAMA U TRANZICIJI

Na svim berzama u zemljama regiona krajem 2008-2009. godine došlo je do znatnog pada obima trgovanja i pada kurseva finansijskih instrumenata kotiranih na ovim berzama. Svi indeksi koji prikazuju kretanje cena akcija i obveznica zabeležili su znatan pad, a na nekim berzama zabeleženi su i istorijski minimalni, što i nije ništa neobično, obzirom na relativno mlada tržišta. Isti trend je nastavljen i 2010. godine. Berze zemalja u tranziciji kao što su Srbija, Crna Gora, Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Rumunija, Makedonija, Albanija i dr. susreću se sa problemom likvidnosti i

povlačenjem depozita stranih banaka. Politika investicionih fondova iz ovih zemalja je takva da se povlače sa ovih područja i kapital plasiraju na sigurnijim tržištima. Direktnih stranih investicija takođe nema, ali kada su u pitanju zemlje u tranziciji potencijali za priliv direktnih stranih investicija nisu iskorišćeni i realno se mogu očekivati u narednom periodu. Ne može se isključiti i mogućnost da neki strani investitori koji su planirali dolazak u ovaj region, odlože svoje investiranje za neki naredni period, zbog činjenice da će u sledećoj godini biti smanjena dostupnost kreditima na globalnom nivou, kao i da će oni biti skupi. Poznato je da se najveći deo stranih investicija finansira iz kredita, a da globalno okruženje nije trenutno povoljno. Moguće je da će izvestan broj investitora otići u neke druge delove sveta, ali izvestan broj će samo na određeni period odložiti svoje investiranje u ovom regionu.

Direktni uticaji globalne krize su vidljivi u građevinarstvu, izvozu, metalskom kompleksu, turizmu i uslugama. Takođe, kao direktna posledica krize je i slabljenje nacionalnih valuta u odnosu na dolar i evro i rast kamatnih stopa kao monetarna mera u cilju održavanja stabilnosti nacionalnih valuta.

Na razvijenim tržištima kamatne stope beleže minimume i predstavljaju podsticajnu meru za ponovno korišćenje kredita i vraćanja poverenja u finansijski sistem.

VII. PRILOZI

Izračunavanje stope prinosa za akcije

- 1. Akcija je kupljena na početku godine po ceni od 9000 dinara, a na kraju godine prodata je po ceni od 9900 dinara.Pre nego što je prodao akcije, vlasniku nije isplaćena dividenda.
  Izračunati koliko iznosi godišnja stopa prinos na akciju?
  KC = 9000
  PC = 9900
  SP = ?

$$\text{Stopa prinosa} = \frac{\text{prodajna cena - kupovna cena}}{\text{kupovna cena}} \cdot 100$$

Stopa prinosa = 10%

- 2. Akcija je na početku godine kupljena po ceni od 10.000 dinara, a na kraju godine prodata je za 9900 dinara. Kao i u predhodnom primeru pre prodaje vlasniku nije isplaćena dividenda.Potrebno je izračunati godišnju stopu prinosa na ovu akciju?

Stopa prinosa = -1%

- 3. Akcija je na početku godine kupljena po ceni od 900 dinara, a na kraju godine je prodata po ceni od 990 dinara.Pre prodaje vlasniku je isplaćena dividenda u iznosu od 50 dinara.Izrčunati godišnju stopu prinosa na akciju?

Stopa prinosa = 15,5%

- 4. Akcije su na početku godine kupljene po ceni od 10.000 dinara, a na kraju godine prodate su po ceni od 9.000 dinara.Pre prodaje vlasniku je isplaćena dividenda u iznosu od 1500 dinara.Izračunati godišnju stopu prinosa na ovu akciju?

  KC =10.000
  PC =9000
  Div =1500
  SP = ?

$$\text{Stopa prinosa} = \frac{(\text{PC - KC}) + \text{Div}}{\text{KC}}$$

Stopa prinosa = 5%

- 5. Akcija je na početku godine kupljena po ceni od 1000 dinara, a na kraju godine je prodata po ceni od 900 dinara. Pre prodaje vlasniku je isplaćena dividenda od 75 dinara. Koliki je godišnji prinos na ovu akciju?

Stopa prinosa = -2,5%

<u>Izračunavanje stope prinosa na obveznice</u>

- 1. Ako ste kupili kratkoročnu tromesečnu obveznicu(koja dospeva za 91 dan) nominalne vrednosti 10.000 dinar, za 9850 dinara.Ako predpostavimo da ste rešili da je prodate i to 31 dan pre dospeća i da ste prodajom dobili 9948 dinara.Kolika je stopa prinosa na obveznicu na godišnjem nivou?

$$\text{Stopa prinosa} = \frac{\text{prodajna cena} - \text{kupovna cena}}{\text{kupovna cena}} \cdot \frac{365}{91-31} = 0{,}0602 = 6{,}02\%$$

- 2. Da je obveznica iz predhodnog primera prodata na kraju roka dospeća, kolika bi bila godišnja stopa prinosa na ovu obveznicu?

$$\text{Stopa prinosa} = \frac{\text{nominalna vrednost} - \text{kupovna cena}}{\text{kupovna cena}} \cdot \frac{365}{91} = 0{,}0611 = 6{,}11\%$$

- 3. Ako beskuponska obveznica dospeva za 3 godine i ima nominalnu vrednost od 1000 dinara i ako je zahtevana stopa prinosa na obveznicu 13% godišnje. Kolika je procenjena vrednost obveznice u sadašnjem trenutku?

$$\text{Stopa vrednost obveznice} = \frac{\text{nominalna vrednost}}{(1 + \text{zahtevana stopa prinosa})^n}$$

$$SVO = 693{,}05$$

Sadašnja vrednost kuponske obveznice

- 4. Emitovana je obveznica čija je nominalna vrednost 2000 dinara i rokom dospeća od 6 godina.Vrednost kamatnog kupona, odnosno kamate koja se isplaćuje godišnje iznosi 10%,ili 200 din.U slučaju da kupac želi da proda obveznici posle tra godine u uslovima kada je tržišna stopa 6%, sadašnja vrednost obveznice može se izračunati po sledećem obrascu:

  N = 2000
  R = 6 g
  Kupon. Stop = 10%
  Prodaja = 3g
  Tržišna stopa = 6%
  SV = ?

$$SV = \frac{P1}{1+R} + \frac{P2}{(1+R)^2} + \frac{P3}{(1+R)^3} + \frac{N}{(1+R)^3}$$

U opštoj formuli eksponent se obeležava sa n.

U našem primeru sadašnja vrednost obveznice iznosi 2.213,86 dinara i ovo bi bila prodaja sa premijom.

- 5. Ako kuponska obveznica,čija je nominalna vrednost 1000 din., dospeva za tri godine, kolika je njena procenjena vrednost ako je preovlađujuća kamatna stopa na tržištu 8%, a kuponska stopa obveznice nosi kamatu od 13%?

  N=1000
  R=3g
  Kupon. Stopa=13%
  Tržišna stopa=8%
  SV=?

$$SV = 1.136{,}43 \text{ dinara}$$

- 6. Ako kuponska obveznica ima kupon koji donosi kamatu od 10% i dospeva za tri godine a emitovana je sa nominalom od 1000 dinara, postavlja se pitanje kolika je sadašnja vrednost obveznice, ako je na tržištu preovlađajuća kamatana stopa od 12%?

SV = 954,98 dinara

Ova obveznica se prodaje uz diskont.

- 7. Ukoliko kamatne stope na tržištu rastu, sadašnja vrednost obveznica sa kuponom:
  a) raste
  b) opada
  c) nema uticaja

Razmislite o mogućim odgovorima na ova pitanja:

- 1. Među različitim tipovima akcija najrizičnije su:
  a) akcije malih firmi
  b) prioritetne akcije
  c) obične akcije
- 2. Među različitim tipovima obveznica najrizičnije su:
  a) kratkoročne državne obveznice
  b) dugoročne korporativne obveznice
  c) srednjoročne korporativne obveznice
  d) dugoročne državne obveznice
- 3. Klasifikujte sledeće tipove obveznica prema rastućem riziku
  a) dugoročne korporativne obveznice
  b) dugoočne državne obveznice
  c) kratkoročne državne obveznice
- 4. Investitor kupuje hartiju od vrednosti po 100 din. Posle godinu dana istu prodaje po ceni od 110 dinara.Koliko iznosi njegov prosečan prinos tokom držanja ove hartije u vlasništvu?
  a) 20%
  b) 10%
  c) više od 10%

- 5. Ako investitor kupi hartiju od vrednosti za 1000 din. a proda je posle tri godine po ceni od 1300 din.Koliko iznosi njegov godišnji prinos tokom perioda držanja.
  a) 10%
  b) 30%
  c) manje od 10%
- 6. Ako je akcija kupljena na početku godine po ceni od 5.000 din. a na kraju godine prodata po ceni od 5.500 din.i ako nije bilo isplate dividende, koliko iznosi godišnja stopa prinosa na ovu akciju?
  a) 15%
  b) 10%
  c) -5%
  d) 5%
- 7. Ako ste zapis državnog trezora čija je nominalna vrednost 1000 dinara, kupili za 970 din.,kolika je vaša stopa prinosa?
  a) 3%
  b) 3,30%
  c) 2,75%
  d) 3,03%
- 8. Dobro diversifikvani portfolio hartija od vrednosti na tržištu kapitala ima sledeću vrednost Beta koeficijenta:
  a) 10
  b) 1
  c) 100
  d) 1000
- 9. Standardna devijacija se izračunava na osnovu varijanse i to kao njen:
  a) integral
  b) logaritam
  c) kvadratni koren
  d) izvod
- 10. Varijansu možemo izračunati na osnovu standardne devijacije i to kao njen:
  a) kvadrat
  b) logaritam
  c) kvadratni koren
  d) izvod

- 11. Ako je varijansa 4, standardna devijacija je :
  a) 8
  b) 4
  c) 2
  d) 10
- 12. Šta od navedenog nije mera rizika
  a) standardna devijacija
  b) prinos do dospeća
  c) beta koeficijent
  d) varijansa
- 13. Ukoliko postoje dve investicione mogućnosti sa datim verovatnoćama njihovog ostvarenja
  a) R1= 10%(stopa prinosa), P1=0,7 (verovatnoća ostvarenja)
  b) R2=18%(stopa prinosa), P2=0,3

  Koliko iznosi očekivana stopa prinosa?
  14%
  11,3%
  12,4%
  9%
- 14.Ukoliko postoje tri investicione mogućnosti sa datim verovatnoćama ostvarenja
  a) R1=5% , P1= 0,5
  b) R2=7% P2=0,5
  c) R3= 10% P3=0,1

  Odrediti očekivanu stopu prinosa
  1. *6,5%*
  2. *8,1%*
  3. *6%*
  4. *9,2%*
- 15. Za invenstitora koji ne voli rizik kaže se da su:
  a) nezaintresovani
  b) ljubitelji rizika
  c) indiferentni
  d) averzni

- 16. Racio zarada po akciji-EPS se dobija kao:
  - *a) ukupna dobit akcionarskog društva, podeljena sa ukupnim brojem akcija*
  - *b) dobit akcionarskog društva,umanjena za prioritetne dividende i poreze, podelena sa ukupnim brojem akcija*
  - *c) dobit akcionarskog društva sa prioritetnim dividendama , podeljena sa ukupnim brojem akcija*
- 17. Racio isplate pokazuje:
  - *a) koji deo dobiti vlasnici akcija dobijaju kao dividendu*
  - *b) koji deo dobiti je zadržan za samofinansiranje kompanije*
  - *c) odnos između tekuće godišnje dividende i trenutne tržišne cene akcija*
- 18. Racio ukupnog prinosa akcionarima je:
  - *a) prinos koji donosi dividenda na godišnjem nivou*
  - *b) dividende na običnu akciju i prirast tržišne vrednosti običnih akcija*
  - *c) odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcija*

19.Ako je data serija prinosa za neku neku akciju:

9% 9% 9% 10% 10% 10% 10% 11% 11% 11% 12% 12% 12% 3% 13% 13% 14% 14% 14% 15% 15% 15% 16% 16% 16% i ako su date verovatnoće za ostvarivanje ove serije prinosa

0,1-9%
0,2-10%
0,1-11%
0,1-12%
0,2-13%
0,1-14%
0,1-15%
0,1-16%

Potrebno je izračunati:

- Ponderisani prosek
- Medijanski prosek
- Interval varijacije
- Varijansu
- Standarnu devijaciju
- Koeficijent varijacije

- 20. Ukoliko imamo hipotetički podatke za neku kompaniju,

Dobitak pre oporezivanja	1.384.000,00 din
Porez na dobit.....	504.000,00 din
Bez prioritetnih akcija	-
Neto dobit.....	880.000,00 din
Dividenda na obične akcije	480.000,00 din
Akumulirana dobit.....	400.000,00 din
Nominalna vrednost akcija.....	100,00 din
Knjigovodstvena vrednost akcija	1.100,00 din
Tržišna vrednost akcija.....	1.400,00 din,
Broj običnih akcija	4.000

Potrebno je izračunati:

I. dobitak po akciji EPS
II. P/E racio
III. P/BV racio
IV. Racio plaćanja dividendi
V. Dividendni prinos
VI. Ukupan prinos akcionarima

VIII. LITERATURA

1. Arsić - Bogojević Vesna, *Tržište hartija od vrednosti*, Fakultet organizacionih nauka, Beograd, 2004. god.
2. Arsić - Bogojević Vesna, *Upravljanje portfoliom hartija od vrednosti Banke*, Beogradska banka, 1999. god.
3. Anthony Sounders, Marcia Million Cornell, *Finansijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, 2006. god.
4. Babić B., *Prelaz u tranziciju*, Prometej, Beograd, 1996. god.
5. Balabanov I. T., sa grupom autora, *Dengi i Finansobe Instituti*, Sankt Petersburg, 2000. god.
6. Bejatović Milorad, *Berze i finansijska tržišta*, Fineks, Beograd, 2007. god.
7. Bejatovič Milorad, *Berze i berzanski poslovi*, Fineks, Beograd, 2008.
8. Bernard J. Foley, *Tržište kapitala*, Mate, Zagreb, 2003. god.
9. Bogojević - Arsić V., *Upotreba derivatnih hartija od vrednosti*, Menadžment, Beograd, 2000. god.
10. Božina Lovre*, Monetarna teorija i politika*, Pula, 2008. god.
11. Branko Novak, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet, Osijek, 2005. god.
12. Brzaković Tomislav, *Tržište kapitala*, Čugura print, Beograd, 2007.
13. Bruno Silnik and Denis McLeavey, *International Investments*, Addision Wesley, 2004. god.
14. Bunčić Sonja, *Berzansko pravo*, Novi Sad, 2007. god.
15. Carić Slavko, *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Privredna akademija, Novi Sad, 2007. god.
16. Ćirović Milutin, *Finansijska tržišta (instrumenti, institucije, tehnologije)* Naučno društvo Srbije, Beograd, 2007 god.

17. Ćirović Milutin, *Investicioni fondovi u tržišnim ekonomijama*, Beograd, 1994. god.
18. Ćirović Zoran, *Portfolio menadžment*, Bridge Company, Beograd, 2005. god.
19. Ćirović Zoran, *Finansijski derivati*, Ekonomski institut, Beograd, 2003 god.
20. Dabić Stojan, *Hartije od vrednosti i finansijsko tržište*, Naučna knjiga, Beograd, 1996. god.
21. Dabić Stojan, Instrumenti *na finansijskom tržištu hartija od vrednosti*, Vesnik, Beograd, 1992. god.
22. Diekov V., *Globalizacija svetske ekonomije*, Stylos, Novi Sad, 2004.
23. Dugalić V., *Cena akcija*, Stubovi kulture, Beograd, 2000. god.
24. Dugalić, Štimac, *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, 2005. g.
25. Dželetović Milenko, *Finansijska tržišta*, Beoprint, Beograd, 2007. g.
26. Đukić Đorđe, Zečević Pava, *Utvrđivanje cena hartija od vrednosti i zaštita investitora*, Litopapir, Čačak, 2004. god.
27. Erić Dejan, *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, 2003.
28. Erić D., Bojović P., Menadžment hartijama od vrednosti, Fin, Kruševac, 2005. god.
29. George Soros, *Alchemy of finance*, New York, 2003. god.
30. Hennir Van Ereving, Sonja Brajović Bratanović, *Analiza i upravljanje bankovnim rizicima*, Mate, Zagreb, 2006. god.
31. *Hull C.J., Risik* management and Financial Institutions, Person, Boston, 2010. god.
32. Jeager L., *Mananing risk in Alternative investment Strategies*, Perason, 2002.
33. Jeremić Zoran, Finansijska tržišta, *Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje*, Beograd, 2003. god.
34. Kaličanin Slavomir, *Portfolio analiza investicionih fondova*, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2010 god.
35. Kapar Predrag, *Investicioni fondovi i ulaganje u hartije od vrednosti*, Poslovni biro, Beograd, 2007. god.
36. Kenichi Ohmae, *Nova globalna pozornica*, Mate, Zagreb, 2007. god.
37. Kočović Jelena, *Značaj institucionalnih investitora za razvoj tržišta kapitala*, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet, Beograd, 2001. god.

38. Krstić B., Živković A., Bojović P., *Bankarsko poslovanje*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2004. god.
39. Krstić B., Živković A., Bojović P., *Monetarna ekonomija i bankarstvo*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2004. god.
40. Kulić Mirko, *Finansijsko tržište*, Megatrend univerzitet, Beograd, 2007. god.
41. Levy H., *Fundamentals of investments*, Pearson, 2002. god.
42. Livingston M., *Bonds and bond derivatives Blackwell*, UK, 2005. g.
43. Ljutić B., *Bankarsko i berzansko poslovanje*, MBA Press, Beograd, 2004. god.
44. Madura J., *Financial markets and Institutions*, Thomson South Western, 2005. god.
45. Manjka Gregori, *Novi propisi ekonomije*, CID, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006. god.
46. Markowitz H. M., *Portfolio selection - Efficient Investments*, Basil Blackwell Cambridge Massachusetts, 1991. god.
47. Martin J. Whitman, *The agresive conservative investitor*, London, 2005. god.
48. Meigs & Meigs, *Računovodstvo - temelj poslovnog odlučivanja*, Zagreb, 2004. god.
49. Mishkin Frederic and Stanley, Eakins, *Financial markets and institutions*, Addison Wesly, Reading, 2000. god.
50. Mishkin S. Frederic, *Monetarna ekonomija, bankarstvo, finansijska tržišta*, Delta status, Beograd 2006. god.
51. Mishkin S Frederic, *Novac, bankarstvo i finansijska tržišta*, Mete, Zagreb 2010. god.
52. Petrović Pero, *Menadžment rizicima na tržištu kapitala*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2000. god.
53. Petrović B. Pero, *Berze i berzansko poslovanje*, Institut za međunarodnu politiku iprivredu, Beograd, 2009. god.
54. Popović Saša, *Portfolio analiza, kvantitativni aspekti investiranja u hartije od vrednosti*, Modus, Podgorica, 2000. god.
55. Popović Saša, *Portfolio menadžment*, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2005. god.
56. Rakočević Slađana, *Uloga banaka na tržištu HOV u Srbiji*, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2008. god.

57. Ristić Života, *Tržište kapitala*, Privredni pregled, Beograd, 2000. g.
58. Reilly Fk. Brown K. C., *Investmen Analyses and Portfolio managment*, Thomason, 2006. god.
59. Ristić Žarko, *Globalni finansijski menadžment*, Savremena administracija, Beograd, 2000. god.
60. Robbins S. Coulter M., *Menadžment*, Data status, Beograd, 2005. g.
61. Rose S. Peter, *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Delta status, Beograd, 2005. god.
62. Rose S. P., *Money and capital markets*, Megrow-Hill, Irvin, 2003. g.
63. Savić N., Pitić G., *Evrotranzicija*, Media centar, Beograd, 1999. god.
64. Sharpe W., *Portfolio theory and capital markets*, New York, 1971.
65. Slović Dragoslav, *Filozofija prava i ekonomije*, Fineks, Beograd, 2006. god.
66. Slović Slobodan, *Teorija investiranja*, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2008. god.
67. Slović Slobodan, *Finansijski menadžment*, Fineks, Beograd, 2000. g.
68. Slović Slobodan, *Kako zaraditi na promenama deviznih kurseva*, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2008. god.
69. Slović Dragoslav, *Prirodno pravo i fiktivni kapital*, Fineks, Beograd, 2006. god.
70. Stanišić Milovan, Stanojević Ljubiša, *Evolucija i rizik*, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, Beograd, 2005. god.
71. Stighe Džozef, *Protivrečnosti globalizacije*, CMB, Beograd, 2004. g.
72. Stojanović J., *Država i tržišne reforme*, Prometej, Beograd, 2000. g.
73. Stojanović Ivica, *Globalizacija kao civilizacijski izazov*, Megatrend univerzitet, Beograd, 2007. god.
74. Šoškić Dejan, *Hartije od vrednosti*, Upravljanje portfoliom i investicioni fondovi, CID, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006. god.
75. Van Horne J., Wachowicz J., *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Data status, Beograd, 2005. god.
76. Vasiljević Branko, Vasiljević Mirko, Malinić Dejan, *Finansijska tržišta*, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2008. god.
77. Vukajlović - Grba Danijela, *Investicioni fondovi - strana iskustva i domaće mogućnosti*, Centralna Banka Crne Gore, Podgorica, 2006.

78. Vunjak Nenad, Kovačević Ljubomir, *Finansijska tržišta i berze, Ekonomski fakultet*, Subotica, 2010.god.
79. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, *Investments*, Megraw - Hill, 1998. god.
80. Žarkić - Joksimović Nevenka, *Upravljanje finansijama*, Beograd, 2001.
81. Živković Boško, Šoškić Dejan, *Finansijska tržišta, instrumenti i institucije,* CID, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006. god.
82. *Finansijska tržišta, institucije, procesi i regulacije*, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2005. god.

Ostali izvori:

- Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata Republike Srbije,
- Zakon o privrednim društvima Republike Srbije,
- Zakon o investicionim fondovima Republike Srbije,
- Zakon o Narodnoj banci Srbije,
- Direktive Evropske unije o komisijama za hartije od vrednosti i o investicionim fondovima,
- Pravila poslovanja učesnika na finasijskim tržištima i njihova normativna akta,
- Internet strane berzi iz regiona i regulatornih organa za tržišta hartija od vrednosti

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

ISBN: 978-86-86745-20-0

ISBN 978-86-86745-20-0
9 788686 745200