Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje

Dr. Slavomir Kaličanin

REPETITORIJUM

IZ

BERZANSKOG PRAVA I HARTIJA OD VREDNOSTI

Beograd, 2011. god.

BERZANSKO PRAVO I HARTIJE OD VREDNOSTI

SADRŽAJ

1. POJAM BERZANSKOG PRAVA 5
2. PREDMET BERZANSKOG PRAVA 6
3. METOD I NAČELA BERZANSKOG PRAVA 7
3.1. OPŠTA NAČELA 7
3.2. STATUSNA NAČELA 9
3.3. UGOVORNA NAČELA 10
3.4. METODI BERZANSKOG PRAVA 11
4. IZVORI BERZANSKOG PRAVA 13
4.1. DOMAĆI IZVORI 13
4.2. MEĐUNARODNI IZVORI 15
4.2.1. MEĐUNARODNA ORGANIZACIJA KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI 16
4.2.2. DIREKTIVE EVROPSKE UNIJE 19
4.2.3. EVROPSKE BERZANSKE DIREKTIVE 21
4.2.4. SLOBODNO KRETANJE KAPITALA 22
4.2.5. CILJEVI STVARANJA JEDINSTVENOG BERZANSKOG PRAVA 24
4.2.6. UPUTSTVA O TRŽIŠTIMA VREDNOSNICAMA (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE) MIFID 25
4.2.7. SISTEM PRIMENE MIFID-A 28
4.2.8. POLJE PRIMENE MIFID-A 29
4.2.9. MINIMUM POTREBNIH USLOVA ZA OTPOČINJANJE MIFID-A 29
4.2.10. DOZVOLA ZA RAD - EVROPSKI PASOŠ 30
4.3. BERZANSKO PRAVO KAO DEO PRAVNOG SISTEMA 31
4.3.1. ODNOS BERZANASKOG PRAVA PREMA KOMPANIJSKOM PRAVU 31
4.3.2. ODNOS BERZANSKOG PRAVA PREMA POSLOVNIM PRAVOM 32
4.3.3. ODNOS BERZANSKOG PRAVA PREMA TRGOVINSKOM PRAVU 33
4.3.4. ODNOS BERZANSKOG PRAVA PREMA GRAĐANSKOM PRAVU 33
4.3.5. ODNOS BERZANSKOG PRAVA SA PORESKIM PRAVOM 33
4.3.6. ODNOS BERZANSKOG PRAVA I KRIVIČNOG PRAVA 34
4.3.7. ODNOS BERZANSKOG PRAVA I UPRAVNOG PRAVA 34
5. SVRHA ZAKONSKOG REGULISANJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA 36
5.1. OSNOVNE FORME REGULACIJE 39
6. DRŽAVNI NADZOR NAD POSLOVANJEM FINASIJSKIH TRŽIŠTA 42
6.1. KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI 43
6.1.1. PRAVNI POLOŽAJ 43
6.1.2. PROPISANI POSTUPCI NADZORA 44
6.1.3. AKTI I NADLEŽNOST KOMISIJE ZA HOV 44
6.1.4. MERE NADZORA 44
6.2. OBLICI OBAVEŠTAVANJA PROFESIONALNIH UČESNIKA 48
6.2.1. OBAVEŠTAVANJE BERZE PREMA KOMISIJI ZA HOV 48
6.2.2. FORME IZVEŠTAVANJA TRGOVACA I UPRAVLJANJE RIZICIMA 49

6.2.3. OBAVEŠTAVANJE DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE 50
6.2.4. OBAVEŠTAVANJE CENTRALNOG REGISTRA 50
6.3. IZVEŠTAVANJE KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI 51
6.3.1. IZVEŠTAVANJE ZAKONODAVNOG TELA 51
6.3.2. IZVEŠTAVANJE VLADE 52
7. ZAŠTITA UČESNIKA NA FINASIJSKOM TRŽIŠTU 53
7.1. ZAŠTITA VLASNIKA AKCIJA 53
7.1.1. POSEBNA ZAŠTITA MANJINSKIH AKCIONARA 53
7.1.2. PRAVA MANJINSKIH AKCIONARA 55
7.1.3. PRINUDNA PRODAJA I KUPOVINA AKCIJA 60
7.1.4. PRINUDNA KUPOVINA AKCIJA 61
7.1.5. SPAJANJE I PODELA AKCIJA 61
7.2. ZAŠTITA POVERILACA 63
7.3. BERZANSKE SMICALICE 64
7.4. SADRŽAJI BERZANSKIH SMICALICA 65
7.5. POZNATI MODELI BERZANSKIH SMICALICA 65
7.6. ZAŠTITA INVESTITORA - SANKCIONISANJE BERZANSKIH SMICALICA 68
8. ZAŠTITA OD ZABRANJENIH MANIPULACIJA 70
8.1. POJAM PRIVILEGOVANIH –INSAJDER INFORMACIJA 71
8.2. TERMIN „INSAJDER“ - UPUĆENI (insider dealing i insider trading) 72
8.2.1. SUKOB INTERESA DILERA 73
8.3. ZABRANA ŠIRENJA NEISTINITIH INFORMACIJA 78
8.4. ZABRANJENE MANIPULACIJE NA TRŽIŠTU 79
8.4.1. ODNOS BERZANSKOG POSREDNIKA I KLIJENTA 80
8.5. ODGOVORNOST EMITENTA 84
8.6. USLOVI ODGOVORNOSTI ZA MANJKAV PROSPEKT 86
8.7. OBAVEZA IZVEŠTAVANJA EMITENTA 88
8.8. NAČINI OBJAVLJIVANJA IZVEŠTAJA 89
8.9. OGRANIČENJA ZA ZAPOSLENE I ČLANOVE BERZE 91
9. SPOROVI I ARBITRAŽE NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU 94
9.1. VRSTE BERZANSKIH SPOROVA 94
9.2. REŠAVANJE SPOROVA NA BERZI 95
9.3. POJAM ARBITRAŽE NA BERZI 97
9.4. JAVNA DOSTUPNOST INFORMACIJA U FUNKCIJI ZAŠTITE INVESTITORA (INFORMACIONA ASIMETRIJA) 101
10. HARTIJE OD VREDNOSTI 104
10.1. IZVORI PRAVA O HARTIJAMA OD VREDNOSTI 104
10.2. POJAM HARTIJA OD VREDNOSTI 105
10.3. OSNOVNE OSOBINE I KARAKTERISTIKE HARTIJA OD VREDNOSTI 106
10.4. BITNI SASTOJCI HARTIJA OD VREDNOSTI 108
10.5. VRSTE I PODELE HARTIJA OD VREDNOSTI 109
10.5.1. HARTIJE NA IME 111
10.5.2. HARTIJE PO NAREDBI 112
10.5.3. HARTIJE NA DONOSIOCA 113
10.5.4. STVARNOPRAVNE, OBLIGACIONOPRAVNE I HARTIJE DA PRAVOM UČEŠĆA 113
10.5.5. PODELA HARTIJA PREMA VRSTI PRAVA KOJA SADRŽE 114
10.5.6. JAVNE I PRIVATNE HARTIJE 114
10.5.7. PODELA HARTIJA PREMA POREKLU IZDAVAOCA 114

10.6. PRESTANAK HARTIJA I PRESTANAK PRAVA IZ HARTIJA 115
10.7. SLOBODA RASPOLAGANJA HARTIJAMA 115
10.8. ZAMENA HARTIJA.....116
11. POJAVNI OBLICI HARTIJA OD VREDNOSTI 117
11.1. AKCIJE.....117
11.1.1. OBIČNE AKCIJE 119
11.1.2. ELEMENTI AKCIJSKOG KAPITALA 121
11.1.3. VREDNOVANJE AKCIJA 122
11.2 INSTRUMENTI DUGA-OBVEZNICE.....124
11.2.1 OBVEZNICE 124
11.2.2. DUGOROČNE HARTIJE – INSTRUMENTI DUGA 127
11.2.3. KLASIFIKOVANJE OBVEZNICA 129
11.2.4. CENA OBVEZNICA 132
11.2.5. DRŽAVNE I AGENCIJSKE OBVEZNICE 134
11.2.6. OSNOVNA SVOJSTVA DRŽAVNIH OBVEZNICA.....136
11.2.7. MUNICIPALNE OBVEZNICE 138
11.2.8. OBVEZNICE PRIVREDNIH DRUŠTAVA I PREDUZEĆA.....139
11.2.9. PODELA KORPORATIVNIH OBVEZNICA I NJIHOVA OBELEŽJA.....140
11.3. IZVEDENE HARTIJE OD VREDNOSTI 144
11.3.1 POJAM I VRSTE DERIVATA.....144
11.3.2 FORVARD UGOVORI 145
11.3.3 FJUČERSI.....146
11.3.4 OSNOVNA PODELA FJUČERS UGOVORA.....147
11.3.5 OPCIONI UGOVORI 152
11.3.6 VRSTE OPCIJA.....154
11.3.7. KOMBINOVANI KUPOVNI I PRODAJNI OPCIJSKI POSLOVI.....159
11.4. INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA.....160
11.4.1 KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI 160
11.4.2 KOMERCIJALNI ZAPISI.....161
11.4.3 BLAGAJNIČKI ZAPISI 162
11.4.4 DEPOZITNI SERTIFIKATI.....163
11.4.5 BLAGAJNIČKI ZAPISI CENTRALNE BANKE.....164
11.5. MENICA.....167
11.5.1. POJAM I ZNAČAJ MENICE.....167
11.6. ČEK.....169
11.7. SKLADIŠNICA.....170
11.8. KONOSMAN 171
11.9. LEGITIMACIONI PAPIRI I ZNACI.....172
11.9.1. RAZGRANIČENJE HARTIJA OD VREDNOSTI OD LEGITIMACIONIH PAPIRA.....173
12. PORESKI TRETMAN HARTIJA OD VREDNOSTI NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA 176
13. OPŠTI UTICAJ POREZA NA PRINOSE HARTIJA OD VREDNOSTI 177
13.1. EFEKTI OPOREZIVANJA NA PRIMARNOM TRŽIŠTU.....178
13.2 PROCESI HARMONIZACIJE POREZA U EVROPSKOJ UNIJI.....185

1. POJAM BERZANSKOG PRAVA

Polazeći od najšireg stava da pravo predstavlja sistem pravila sankcionisanih od strane države, kojima se uređuju društveni odnosi i održava odgovarajući poredak na određenoj teritoriji, tako i berzansko pravo predstavlja sistem pravila u domenu finansijskih tržišta.Primena prava u ovoj oblasti takođe je neophodna obzirom da bez njegove primene važili bi principi morala koji nemaju čvrstinu i jasna pravila ponašanja u različitim situacijama.Zato je uloga prava na finansijskom tržištu važna jer za duže vreme uređuje ponašanje njegovih učesnika na način da lične interese prilagode opštim.

Uloga prava na finansijskim tržištima ogleda se pre svega u obezbeđivanju stalnog i sređenog načina trgovine a druga uloga je u očuvanju stabilnosti finasijskih tržišta i sprečavanja nastanka finansijskih kriza.U odsustvu jasno definisanih načina i postupaka u ponašanju učesnika u trgovini sa hartijama od vrednosti, od strane države, događale su se i bile su prisutne česte prevare, smicalice, zloupotrebe i druge nepravilnosti na berzama i finansijskim tržištima uopšte.U cilju eliminisanja mogućih negativnosti savremene države su donele značajne propise sa namerom da se obezbedi stabilnost tržišta i obezbedi odgovarajuća zaštita pre svega malih i neukih investitora.Na taj način država preko primene pravnih normi postiže pravnu sigurnost svih učesnika na tržištu.Tako se obezbeđuje poverenje između učesnika na tržištu a time i njegov razvoj i rast.Sveukupnost pravnih normi kojima se uređuje rad berzi, njenih članova i transakcionih poslova između učesnika naziva se berzansko pravo.

2. PREDMET BERZANSKOG PRAVA

Veliki broj pitanja se pravno uređuje na finansijskim tržištima.Po svom karakteru se mogu razvrstati na tri grupe i to, statusno pravna, trgovinskopravna i upravnopravna pitanja.U statusnim[1] pitanjima, pravo uređuje učesnike koji se pojavljuju na finansijskom tržištu kao što su to posrednici u trgovanju sa hartijama od vrednosti, organizatori trgovine, emitenti-izdavaoci hartija od vrednosti i drugi.Ono što berzansko pravo uređuje odnosi se na njihovu sposobnost da učestvuju na tržištu u smislu njihove organizacije, i sposobnosti da obavljaju pravne poslove za koje su registrovani.

U trgovinskim pitanjima, berzansko pravo uređuje obaveze učesnika u trgovini hartijama, mogućnosti za zaključivanje ugovora, odgovornosti za povredu nastalih obaveza, kao i pravila o samim hartijama od vrednosti.

U upravnom delu finansijskog tržišta, pravo uređuje organizaciju tržišta, način trgovine, postupke i načine obaveštavanje ulagača, zvaničan nadzor države nad učesnicima tržišta, kao i otklanjanje uočenih nepravilnosti i poremećaja na tržištu.

Statusno pravna pitanja uređuju Zakoni u Srbiji kojima se uređuje rad privrednih društava, a na poseban način ih uređuje Zakon o tržištu kapitala.Kao što je već naglašeno posebno se uređuje njihov status i uloga na finansijskom tržištu.

Trgovinske odredbe regulišu se Zakonom o obligacionim odnosima, odnosno pravima i obavezama koje proističu iz ugovorenih pravnih poslova.

Upravnopravna pitanja uređuje Zakon kojim se uređuju hartije od vrednosti, kao zakoni iz oblasti državne uprave, zakoni o upravnim sporovima i drugi upravni zakoni.

Bez obzira na raznovrsnost svojih pravila, berzansko pravo pretežno pripada porodici građanskog prava, jer prava građanskopravne prirode čine njegovu glavnu sadržinu.

U berzanskom pravu se primenjuju dva metoda uređivanja odnosa i to građanskopravni metod i javnopravni metod.Građanskopravni metod se primenjuje u statusnopravnom i ugovoropravnom delu, a javnopravni metod u u upravnopravnom i poreskopravnom delu.

[1] Branko Vasiljević, Mirko Vasiljević, Dejan Malinić, Finasijska tržišta, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2008 godina

3. METOD I NAČELA BERZANSKOG PRAVA

Uređivanjem građanskopravnog i javnopravnog metoda, berzansko pravo je stvorilo osobena načela kojima uređuje svoj predmet.[2]

Ukupnost tih načela čini njegov osobeni metod.Načela koja karakterišu berzansko pravo mogu se podeliti na opšta, statusna i ugovorna.[3]

3.1. OPŠTA NAČELA

Opšta načela definišu ona pitanja, koja bliže određuju rad berzi a odnose se pre svega na sledeća pitanja:

- načelo berzanskih sastanaka
- načelo javnosti u radu
- načelo obaveštenosti
- načelo sigurnosti
- načelo discipline
- načelo sveobuhvatne uređenosti
- načelo hitrosti

A. Načelo berzanskih sastanaka. To podrazumeva da berza organizuje sastanke na kojima se vrši kupoprodaja hartija od vrednoszti i izvršavaju se transakcije sa hartijama od vrednosti.Organizujući sastanke berza obezbeđuje najveću koncentraciju ponude i potražnje za hartijama od vrednosti na određenom mestu u određeno vreme i za određenim instrumentima-predmetima trgovanja.Tako je ostvarena pretpostavka da se ostvari najveći mogući promet po najpovoljnijm cenama za sve učesnike u trgovini sa hartijama od vrednosti.Po najpovoljnijim cenama, znači najpovoljnije za one učesnike koji se nalaze na strani ponude i za one učesnike koji se nalaze na strani potražnje za određenom finansijskom aktivom.

Primena savremenih tehničkih sredstava (računara) značajno je izmenila potrebu neposrednog prisustva trgovaca na sastancima berze, ali je zato

[2] Milorad Zebić, O berzama a posebno o Beogradskoj berzi, Mladost, Beograd, 1990. godina
[3] Nebojša Jovanović, Berzansko pravo, Pravni fakultet, Beograd, 2009. godina

omogućen pristup svim učesnicima pod jednakim uslovima na berzi.Fizička dislokacija berzanske zgrade i udaljenost profesionalnog trgovca kao i primena računarskih sistema u trgovini, omogućava produžetak berzanskog sastanka na ceo radni dan.

B. Načelo javnosti podrazumeva da je trgovina koju berza organizuje javna.

Berza ima obavezu i interes da obaveštava javnost o postignutim kursevima, o ostvarenom prometu, o ostvarenom obimu i opštim kretanjima na tržištu.Takođe berza ima obavezu da izveštava i određene državne i kontrolne organe o svom poslovanju i onome što je bitno za celokupno tržište hartija od vredosti. Javnost u radu berze podrazumeva da je svim ovlašćenim učesnicima pod jednakim uslovima dostupan pristup na berzi i da je ponuda upućena nepoznatim i svim zainteresovanim licima za kupoprodaju hartija koje je berza primila u svoju kotaciju.Ovako javna ponuda se razlikuje od klasičnog građansko pravnog načina u kome ponudilac daje ponudu nejavno unapred određenom licu kao ponuđenom.

C. Načelo obaveštenosti, podrazumeva da se na berzi odvija proces obaveštavanja dvosmerno.Sa jedne strane postoje obaveštavanje od strane berze, koja se upućuju nadležnim državnim i kontrolnim organima kao i javnosti, a sa druge strane postoji i sistem obaveštavanja unutar berze između nje i njenih članova, kao i između samih članova i klijenata.Načelo obaveštenosti takođe podrazumeva i prikupljanje određenih relevantnih informacija iz okruženja za potrebe same berze i njenih članova.

D. Načelo sigurnosi sugeriše da procesi koji se odvijaju na berzi moraju biti zaštićeni od prevelikih rizika i mogućih poremećaja na celokupnom tržištu.Sama trgovina na berzi je po svojoj prirodi rizična i rizik kao fenomen koji prati berzansku trgovinu nije moguće izbeći ali ga je moguće svesti na najmanju meru, do nivoa sistemskog rizika.Berza mora sprečiti moguće manipulacije, smicalice i nepoštene špekulacije koje bi njen rad svele na nivo kladionice sa malim brojem učesnika koji bi se kockali oko nivoa kurseva hartija od vrednosti.Špekulacije u smislu mogućih zarada na razlikama u cenama hartija ili prodaji i kupovini na različitim berzama različitih finansijskih instrumenata, zarada na osnovu znanja, sreće i intuicije trgovaca su neizbežne i bez njih berza ne bi ni postojala.

E. Načelo discipline, znači da je berza uređena organizacija sa jasno definisanim pravilima poslovanja i strogom disciplinom svojih članova, službenika i klijenata i pojačanim nadzorom države.Ovo načelo obezbeđuje poverenje klijenata u rad berze i uliva sigurnost u njenom poslovanju.

F. Načelo sveobuhvatne uređenosti, govori o tome da je celokupno poslovanje berze „pokriveno“ jasno definisanim pravilima i postupcima.To posebno važi za berze koje organizuju trgovinu hartijama od vrednosti.Elementi ovog

načela isključuju i male greške i nejasnoće oko kurseva ili bilo kog drugog važnog pitanja, što sve zajedno ulagačima omogućuje da potvrde opravdanost svojih ulaganja.Bilo koji propusti ili pravne neuređenosti nose rizik da izazovu krizu i pad berzanske trgovine, a kao posledica toga i moguće gubitke njenih ulagača.

G. Načelo hitrine, znači da se u definisanim vremenskim intervalima odvijaju određeni postupci, što zahteva da službenici berze rade brzo i kvalitetno svoj posao.Brzina i vremenska ograničenja ne smeju imati posledice na pravilno i tačno poslovanje.

3.2. STATUSNA NAČELA

Statusna načela govore o položaju berze u okviru pravnog sistema nacionalne ekonomije.U okviru statusnih načela mogu se uvrstiti sledeća načela i to:

- načelo stalnosti
- načelo samostalnosti
- načelo pojačanog nadzora države na rad berze
- načelo organizovanosti
- načelo stručnosti i znanja

A. Načelo stalnosti, podrazumeva da je berza stalno tržište po čemu se inače razlikuje od drugih vidova trgovine kao što su sajmovi, pijace i slično.Zato je berza dobro organizovana institucija a ne obično tržište.

B. Načelo samostalnosti, i ako postoje različiti oblici samostalnosti berzi, (postoje različiti modeli samostalnosti berzi u različitim državama) ali berza je samostalna organizacija u svom poslovanju u odnosu na državu. I u onim državama gde je berza državna ustanova, država ima veoma male ingerencije u njenom poslovanju koje se pre svega odnose na utvrđivanje istinskih kurseva predmeta trgovine koju berza organizuje.

C. Načelo pojačanog nadzora države, to znači i ako je berza samostalna organizacija u odnosu na državu, njen rad je pod pojačanim nadzorom države za razliku od drugih privrednih subjekata.Ta zainteresovanost države za pojačanim nadzorom nad radom berze, proističe iz same prirode berzanskog poslovanja koje je po svojoj suštini rizično. To su motivi i razlozi zbog kojih se država postavlja u tom položaju, a sa namerom da štiti opšte interese svih učesnika na tržištu i sprečava moguće poremećaje u okviru celokupne nacionalne ekonomije.Sa tom ulogom država, doprinosi i u održavanju

poverenja u rad celokupnog finansijskog tržišta , kako u okvirima nacionalne ekonomije, tako i u okvirima međunarodnog tržišta.

D. Načelo organizovanosti, znači da je berza dobro organizovana institucija bez obzira na različite oblike organizacije koji se mogu sresti u svetu.Dobra organizacija berze obezbeđuje da se u kratkom vremenskom periodu zaključi i obavi veliki broj poslova uz što je moguće manjih grešaka i uz najmanje transakcione troškove.

E. Načelo stručnosti i specijalizacije.Ovo načelo ukazuje na to da su berzanski službenici i berzanski trgovci stručna i posebno obučena lica.To su profesionalni trgovci sa predmetnom aktivom kojom se trguje na berzi.

3.3. UGOVORNA NAČELA

Ugovorna načela se odnose na berzanske poslove kao na posebnu vrstu ugovorenih poslova, te se u okviru ovih načela mogu nabrojati sledeća načela:

- načelo veletrgovine
- načelo standardizacije
- načelo trgovine na neviđeno
- načelo posrednog zaključivanje berzanskog posla
- načelo kotiranja
- načelo zarade-špekulacije
- načelo pojačane zaštite neukih učesnika na tržištu

A. Načelo veletrgovine, znači da berza organizuje trgovinu samo na veliko ali ne i na malo.Berza svojim pravilima utvrđuje minimalni iznos predmeta kojim se može trgovati (svežanj, lot) i sa kojima se može zaključiti berzanski posao. Berza organizuje trgovinu između trgovaca, onih koji sa nalaze na strani tražnje i na strani ponude za određenom aktivom koja je predmet trgovine koju organizuje berza.

B. Načelo standardizacije, podrazumeva da berza organizuje trgovinu standardizovanim predmetima trgovine koji poseduju ujednačene karakteristike-osobine i svojstva.Ujednačavanje osobina predmeta trgovanja berza definiše unapred svojim pravilima i trgovcima je uskraćena mogućnost da pregovaraju o pojedinačnim osobinama i eventualnim izmenama.Trgovci su upoznati i moraju prihvatiti ponuđene osobine i oblike koji su primljeni u

kotaciju berze.U slučaju da neki predmet trgovine ne ispunjava propise berze, isti se ne mogu naći na njenoj kotaciji.

C. Načelo trgovine na neviđeno, znači da se na berzi ne može fizički videti i vizuelno opaziti roba koja je predmet berzanskog ugovora-odnosno trgovine.Svakako nema ni uzorka što je inače slučaj kod nekih drugih oblika trgovanja, već je kvalitet i osobine predmeta trgovanja unapred određen pravilima berze.

D. Načelo posrednog zaključivanja berzanskog posla, govori o tome da lica koja nisu članovi berze mogu da zaključuju berzanske poslove samo preko posrednika koje je berza primila u svoje članstvo, i njihovih službenika kao stručnih lica.

E. Načelo kotiranja, znači da se berzanski poslovi zaključuju u posebnom – aukcijskom postupku.Na ovaj način berzanska aukcija omogućava dvosmerno nadmetanje i prodavaca i kupaca sa druge strane.Sasvim su drugačije aukcije gde se nadmeće više kupaca naspram jednog prodavca ili više prodavaca naspram jednog kupca.To su aukcije za prodaju umetničkih dela ili javne nabavke.

F. Načelo računice-špekulacije, znači da učesnici berzanske trgovine računaju na zaradu ili dobit, odnosno da uštede novac na osnovu promena cena koje se događaju na berzi.Iz toga proizilazi da nije svaki posao na berzi špekulativan.Moguće zarade na razlikama u ceni čine suštinu berzanske trgovine, pa špekulanti sa ovog aspekta predstavljaju važnu kariku.Potrebno je pravnim merama sprečiti devijantne pojave, prevare, zlooupotrebe „smicalice“ i nepoštene računice.

G. Načelo pojačane zaštite neukih učesnika na tržištu.Berzansko pravo nastoji da zaštiti neke učesnike na tržištu i to posebno kod trgovine na efektivnim berzama posebno zbog susreta neukih sa jedne strane i sa druge strane profesionalnih investitora koji su u prilici da zloupotrebe svoju veću stručnost i ekonomsku snagu od malih i manje obučenih učesnika u trgovini na berzi. Primena ovog načela štiti značajan broj „amatera“ koji su istovremeno po broju najveći ponuđaći ili kupci na tržištu.

3.4. METODI BERZANSKOG PRAVA

U berzanskom pravu se primenjuju dva metoda uređenja odnosa koji čine njegov predmet i to su:

1) građansko-pravni, i
2) javno-pravni metod

Građanskopravni metod se primenjuje u ugovornopravnom i statusnopravnom delu a javnopravni metod u upravnopravnom i poreskopravnom delu.Građanskopravni metod je metod uređenja odnosa, koji nastaje slobodnom voljom ravnopravnih subjekata (berzanski trgovci).

Javnopravni metod je metod nadređivanja države i nametanje njene volje nedržavnim subjektima (to su stranke u upravnom postupku) uključujući i berzu i učesnike njene trgovine putem donošenja propisa, i njihove primene u berzanskoj trgovini.U slučaju povrede propisa, država prema berzi i berzanskim trgovcima može da preduzme mere prinude (upravne mere) kako bi ih primorala da se pridržavaju propisa.Javnopravni metod se primenjuje kad berza i berzanski posrednici nisu u stanju da sami spreče ili otklone nastale nepravilnosti u svom poslovanju.I berza primenjuje metod sličan javnopravnom u odnosu na svoje članove jer reguliše njihov rad, nadzire, i disciplinuje u poslovanju koje organizuje.I ako i berza nije država, ona ima „vlast“ nad svojim članovima, s tim što je njena prinuda zasnovana na pravu da „neposlušne“ članove isključi iz članstva, čime ih onemogućava da u njoj posluju.

4. IZVORI BERZANSKOG PRAVA

Osnovna podela izvora berzanskog prava potiče od geografskog područja na kome se primenjuje, pa sledi podela na nacionalne izvore i međunarodne izvore prava.Nacionalni izvori berzanskog prava, kao što naziv govori, važe samo na prostoru jedne države i svakako obavezuju lica koja se nalaze u okvirima nacionalne granice te države.

Međunarodni izvori berzanskog prava su međunarodne konvencije (ugovori) i međunarodni običaji.[4]

4.1. DOMAĆI IZVORI

Kao nacionalni izvori berzanskog prava prvenstveno se naglašavaju zakoni, podzakonska akta, samostalni izvori, običaji i sudska praksa.

1. ZAKONI

Svaka država uređuje berzansko poslovanje svojim pozitivnim zakonskim propisima, pa se sa tog aspekta mogu razlikovati tri sistema koji regulišu rad berzi i berzanskog poslovanja i to:

a) romanski

b) anglosaksonski

c) germanski

Romanski sistem se karakteriše po tome što Trgovački zakon sadrži opšte odredbe o radu berzi, a nizom drugih podzakonskih akata se regulišu druga pitanja iz ove oblasti.

Anglosaksonski sistem odlikuje to što je rad berzi regulisan sa sistemom više posebnih zakona i specijalnih zakona o berzi.

Germanski sistem karakteriše to što u nacionalnom pravnom sistemu, pored opšteg građanskog i trgovačkog zakona postoje i posebni zakoni koji regulišu rad berzi.Taj sistem razuđenog uređenja berzi preuzela je i Srbija, tako da zakoni koji definišu rad berzi su pre svega:

[4] Milorad Bejatović, Berze i berzansko poslovanje, Fineks, Beograd, 2008. godina

- Zakon o tržištu kapitala (Sl. glasnik RS. br.31/2011godine)
- Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (Sl.glasnik RS. Br.46/2006

- Zakon o investicionim fondovima (Sl. glasnik RS. br.46/2006 godine)
- Zakon o preuzimanju akcionarskih društava (Sl. glasnik RS. br.46/2006 godine)
- Zakon o deviznom poslovanju (Sl. glasnik RS.br.62/2006 godine)
- Zakon o bankama (SL.glasnik RS.br. 107/2005 godine)

- Pored ovih zakona berzansko pravo u Srbiji se oslanja i na neke druge zakone kao što su:
- Zakon o obligacionim odnosima iz 1978 (SL. list SFRJ br. 29/78..,031/93 godine), kao opšti izvor obligacionog prava, jer uređuje obligacione odnose, uključujući i one iz trgovačkog-odnosno berzanskog poslovanja o trgovini hartijama od vrednosti.
- Zakon o privrednim društvima iz 2011 godine, ovaj Zakon stupa na snagu 1.02.2012 godine, (Sl.glasnik RS br. 36 /2011 godine), Zakon koji uređuje rad akcionarskih društava i način izdavanja hartija od vrednosti
- Zakon o računovodstvu i reviziji
- Zakon o opšte upravnom postupku
- Zakon o privatizaciji i drugi zakoni

2. PODZAKONSKI AKTI kao drugi važan izvor berzanskog prava obuhvata veliki broj opštih akata koje donosi nadležni kontrolni organ ili država preko svojih ministarstava a u Srbiji je to Komisija za hartije od vrednosti koja donosi pravilnike i daje dozvole za rad, berzi i trgovcima hartijama od vrednosti, kao i dozvole za izdavanje hartija od vrednosti emitentima.

3. SAMOSTALNI IZVORI berzanskog prava predstavljaju opšta akta i uslove poslovanja koje donose organizatori berzanske trgovine, brokersko-dilerska društva i njihova udruženja.To se pre svega odnosi na statute, pravila poslovanja, korisnička uputstva, pravilnike o kotaciji i druga akta.U okviru ovih opštih akata njihovi izdavaoci bliže razrađuju odredbe definisane u

Zakonima.Ovi izvori prava su značajni za klijente jer ako su upoznati sa istima pre zaključenja poslovnog-berzanskog posla isključuju se moguće buduće nesaglasnosti.Upoznavanje klijenta sa opštim uslovima poslovanja profesionalnog trgovca i zaključenjem ugovora o kupoprodaji, isključuje mogućnost da klijent kasnije osporava valjanost ugovora ili da traži ništavnost već potpisanog ugovora zbog svoje neobaveštenosti.U slučaju da klijentu nije omogućeno upoznavanje sa već napomenutim aktima, dalo bi mu za pravo da osporava valjanost zaključenog berzanskog posla.Zbog toga posrednici imaju obavezu da pre zaključivanja nekog berzanskog posla sa klijentom, klijenta upoznaju sa pravilima poslovanja i tarifnikom na osnovu kojih se naplaćuju usluge, kao i druge informacije koje ukazuju na rizik koje nosi poslovanje na finansijskom tržištu.

4. OBIČAJNI IZVORI

Ovo se odnosi na običaje u berzanskoj trgovini i oni kada se prihvate, podrazumevaju se kao normalan način rada.To su obično pravila koja nigde nisu zapisana ali se učesnici u berzanskoj trgovini njih čvrsto pridržavaju.U svakodnevnoj praksi ovi postupci se nazivaju ustaljeni načini poslovanja.Kada ih berza i drugi posrednici kodifikuju onda se oni nazivaju berzanske uzanse.

5. SUDSKI IZVORI BERZANSKOG PRAVA

Posebno je važna primena arbitraže u rešavanju berzanskih nesaglasnosti a praksa ovih berzanskih sudova može služiti kao primer u budućim sličnim situacijama

4.2. MEĐUNARODNI IZVORI[5]

Izvori međunarodnog prava za rad finansijskih tržišta nastali su radom međunarodnih organizacija koje se bave ovim poslovima a to su:

Međunarodna organizacija efektivnih berzi (World Federation of Stock Exchanges) i Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (International Organisation of Securites Commissions).Rad ovih međunarodnih organizacija usmeren je na staranju o radu finansijskih tržišta i usaglašavanju regulative iz ove oblasti između nacionalnih zakonodavstava.Odluke i preporuke ovih organizacija imaju uticaja na

[5] Sonja Bunčić, Berzansko pravo, Poslovni biro SB, Novi Sad, 2008. godine

kreiranju normative za međunarodnu trgovinu berzanskim materijalima.Za finanijsko tržište (ono koje obuhvata trgovinu hartijama i valutama), naročito njegov monetarni deo, posebno su značajne konvencije, pomoću kojih su osnovane specijalizovane Međunarodne finansijske organizacije pri Organizaciji ujedinjenih nacija. To su Međunarodni monetarni fond i grupacija svetskih banaka, čiji su glavni članovi Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Međunarodno udruženje za razvoj i Međunarodna finansijska korporacija. Dok se Međunarodni fond stara o stabilnosti nacionalnih valuta svojih članica, članovi Svetske banke se bave naplatom i davanjem kredita u odnosima sa državama.Njihovo poslovanje, odluke i pravila koje donose mogu bitno da utiču na kurseve deviza, kreditnu sposobnost i politiku država kao i na međunarodnu trgovinu obveznicama i to posebno na državne i takozvane evro obveznice.Takođe određeni značaj se pridaje, saopštenjima i zaključcima koje objavljuju dve Međunarodne organizacije u ovoj oblasti i to: Svetski savez efektnih berzi i Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti.

4.2.1. MEĐUNARODNA ORGANIZACIJA KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI

Globalizacija tržišta kapitala, uslovila je potrebu za jedinstveno uređenje principa rada svih nacionalnih tržišta kapitala.Veliki značaj u unifikaciji principa i regulaciji tržišta kapitala ima i Međunarodna organizcija komisija za hartije od vrednosti (International Organization of Securites Comissions.

Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti nastala je 1983 godine, transformacijom inter-američke regionalne asocijacije regulatora, koje je bilo osnovano devet godina ranije.[6]

Nacionalni regulatori iz Francuske, Indonezije, Južne Koreje i Velike Britanije, priključili su se ovoj organizaciji 1984 godine a dve godine kasnije na redovnoj konferenciji u Parizu, doneta je odluka da se osnuje stalni generalni Sekretarijat.Danas Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti ima 181 člana, koje svojim aktivnostima pokrivaju skoro sva tržišta kapitala u svetu.

Dva su ključna doprinosa koje je Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti dala razvoju regulacije tržišta kapitala.Prvi je usvajanje Ciljeva i principa regulisanja tržišta hartija od vrednosti , koji je usvojen 1998 godine.Ovi principi postali su osnovni standardi za uređenje svojih nacionalnih tržišta kapitala.

[6] Finasijska tržišta, institucije, procsi i regulacija, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2005 godine.

Drugi doprinos ogleda se u kreiranju i usvajanju 2002 godine, Memoranduma o razumevanju.To je ultilateralni dokument, čija je osnovna svrha da omogući razmenu informacija i iskustava nacionalnih komisija i na taj način im olakša delatnost na primeni opštih principa.Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti, pomaže svoje članice u razradi konkretnih rešenja za probleme sa kojima se članice suočavaju pri primeni opštih principa.

Članstvo u Međunarodnoj organizaciji komisije za hartije od vrednosti može biti punopravno, pripremno i pridruženo.Samo punopravni članovi imaju pravo glasa i pravo da njihovi predstavnici budu birani u Izvršni komitet.Predstavnici svih članova predstavljaju Predsednički komitet koji se sastaje jednom godišnje na redovnim konferencijama. Pored ova dva, rad Međunarodne organizacije komisije za hartije od vrednosti, organizuje se i kroz rad dva tela i to, Regionalni komitet i Tehnički komitet za tržišta u razvoju.

Članstvo u Komisiji obavezuje članice na sledeće aktivnosti:

- saradnju u promociji visokih standarda regulacije da bi se obezbedila efikasna i zdrava tržišta.
- razmenu informacija u cilju razvoja nacionalnih tržišta
- zajedničke napore u uspostavljanju standarda i kreiranje efikasnog nadzora nad međunarodnim transakcijama
- obezbeđuje se uzajamna pomoć u zaštiti integriteta tržišta

Biti član Međunarodne organizacije komisije za hartije od vrednosti, predstavlja jasan signal da je tržište kapitala uređeno na zadovoljavajući naćin i da investitori na njemu imaju odgovarajuću zaštitu.Takođe ovo članstvo ukazuje i da su tokovi kapitala na njemu transparentni.Stvarna nezavisnost nacionalnih regulatora postaje imperativ na kome insistiraju i Svetska banka i Međunarodni monetarni fond kao i Međunarodna komisija za hartije od vrednosti.

Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije ima status stalne članice ove organizacije obzirom da je nasledila članstvo iz 2002 godine od predhodne države.

Da bi Komisija za hartije od vrednosti uspešno izvršavala svoje funkcije mora posedovati nezavisnost u pogledu finansiranja, zatim personalne samostalnosti i institucionalne samostalnosti.

Komisija za hartije od vrednosti ima dva dela, činovnički i funkcionerski.Činovnički deo čine službe komisije, koje obrađuju i procesuiraju predmete koji su upućeni Komisiji, kao što je pregled

dokumentacije za emisiju hartija od vrednosti ili pregled dokumentacije sa predlogom postupaka za njih a koje se odnose na određene radnje na tržištu kapitala.U okviru ovih službi nalaze se i organi nadležni za nadzor i kontrolu učesnika na tržištu.

Odluke Komisije donose se glasanjem od strane funkcionerskog dela Komisije.Komisija Republike Srbije broji pet članova koje bira i razrešava parlament Republike.Predsednik komisije, članovi kao i zaposleni ne smeju učestvovati u trgovini sa hartijama od vrednost kao ni davati savete u vezi sa hartijama. Takođe dužni su čuvati podatke o emitentima hartija od vrednosti i drugih učesnika na tržištu do kojih su došli obavljajući svoje poslove.

Komisija u rešavanju u upravnim sporovima primenjuje odredbe Zakona o Upravnom postupku ako Zakonom nije drugačije rešeno.Rešenja komisije su konačna i protiv njih se može pokrenuti upravni spor.

Komisija za hartije od vrednosti može pokrenuti i voditi sudski postupak radi zaštite interesa investitora i svih drugih lica za koje utvrdi da im je povređeno neko pravo u vezi sa hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima.

Komisija donosi stavove i mišljenja kao i druge oblike javnog saopštavanja kada je to potrebno radi primene i sprovođenja pojedinih odredbi Zakona. Komisija saglasno Zakonu donosi statut, odnosno akt kojim reguliše svoje nadležnosti u radu, organizaciju i način obavljanja svoje delatnosti.Takođe statutom se uređuju prava i obaveze kao i odgovornost članova komisije.Statut sadrži i odredbe o pravima i obavezama zaposlenih u Komisiji.Statutom se uređuje način obezbeđivanja sredstava za rad, način donošenja opštih i pojedinačnih akata, kao i druga pitanja značajna za rad Komisije.Statut Komisije i podzakonska akta objavljuju se na internet stranici Komisije.Saglasnost na statut, daje Narodna skupština Republike Srbije.Radi sprovođenja i izvršavanja svojih poslova Komisija donosi pravilnike, naredbe uputstva i druga akta kao i pravila.Komisija može davati Mišljenja i druge oblike javnih saopštenja, kada je to potrebno radi primene i sprovođenja pojedinih odredaba Zakona o tržištu kapitala ili akata koje je kreirala sama Komisija.[7]

Funkcije komisije su usmerene u pravcu zaštite interesa investitora i obezbeđenja efikasnog i poštenog funkcionisanja tržišta i smanjenje sistemskog rizika.

Međunarodni izvori berzanskog prava proističu i iz regionalnih grupacija, te se može reći da najveći uticaj imaju izvori iz Evropske unije.Zbog potrebe

[7] Zakon o tržištu kapitala (Službeni glasnik RS, br. 31/2011)

ujednačavanja nacionalnih prava članica Unije, doneto je više preporuka i direktiva njenog Ministarskog saveta.

4.2.2. DIREKTIVE EVROPSKE UNIJE

Potreba za jačanjem i unificiranjem regulative na finansijskim tržištima uočena je još osamdesetih godina.Ona je imala za cilj:[8]

- da zaštiti investitore od obmana koje mogu nastati prikrivanjem informacija od strane emitenata hartija od vrednosti
- da unapredi konkurenciju i korektno ponašanje na finansijskom tržištu
- da poboljša stabilnost finansijskih tržišta
- da ograniči aktivnost koncerna i monopolističkog ponašanja na domaćem tržištu
- da kontroliše nivo ekonomskih aktivnosti

Glavne karakteristike savremenih finansijskih tržišta su vezane za proces globalizacije svetske ekonomije.U oblasti finansijskog sektora to dovodi do liberalizacije kretanja kapitala, ljudi i roba između zemalja do porasta konkurencije i diversifikacije rizika kroz pojavu univerzalnog tipa finansijskih organizacija koje se bave različitim finansijskim uslugama.Normativno regulisanje poslovanja finansijskih subjekata zauzima značajno mesto, jer je čvrsta, dobra i standardizovana regulativa upravo pretpostavka za veću slobodu kretanja kapitala, ljudi, roba i usluga, što je jedna od osnova na kojima počiva Evropska unija.

Za ujednačavanje nacionalnih prava država članica Evropske unije u oblasti finasijskog tržišta, značajne su Direktive njenog Ministarskog saveta.Regulacija finasijskih tržišta u Evropskoj uniji odvijala se kroz set direktiva, preporuka i upustava.

Najvažnija pitanja vezana za rad finansijskih tržišta, definisana su u Evropskoj uniji direktivama koje su bazirane na prihvatanju međunarodnih standarda i normi, prihvatanju pravila regulatornih tela kao što je to Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti, ali i udruženja berzi, udruženja brokera i dilera, samoregulatornih organizacija i slično.

Direktive Evropske unije koje se odnose na bankarstvo i direktive koje se odnose na hartije od vrednosti delimično se poklapaju.

---

[8] Fabozzi, Modigliani, Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, Prentice-Hall, International, USA, 1994

Direktive su pravni akti koji obavezuje države članice na koje su adresirane u pogledu ciljeva koji se moraju ostvariti, ali je adresantima ostavljena sloboda u pogledu izbora oblika i sredstava njihovog sprovođenja u život, odnosno implementacije i izvršenje.Ova sloboda podrazumeva slobodu izbora najpovoljnijeg instrumenta primene (proceduralna diskrecija) i slobodu izbora sadržine (materijalna diskrecija).

Direktive Evropske unije su osnovni pravni akti jedinstvene zakonske regulative evropskog finansijskog tržišta.Odredbe ovih direktiva su inkorporisane u nacionalna zakonodavstvima članica unije.

Prve direktive Evropske unije koje su dale temelje na području jedinstvenog regulisanja kretanja novca i kapitala, ljudi, roba i poslovanja zvaničnih privrednih subjekata kao učesnika na finansijskom tržištu su:

1. Direktiva saveta EU br 77/780/EWG iz 1977 godine, o usklađenosti ekonomskih, pravnih, upravnih propisa koji se odnose na organizaciju i način obavljanja bankarske i brokersko-dilerske delatnosti od strane banaka i drugih finansijskih institucija.
2. Direktiva saveta EU br 85/611/EWG iz 1985 godine o liberalizaciji slobodnog kretanja kapitala i o usklađenosti pravnih i upravnih akata koja se odnose na oficijelne učesnike u transakcijama kapitalom i hartijama od vrednosti , kao i u oblastima zajedničkih ulaganja.
3. Direktiva saveta EU br.86/635/EWG iz 1986 godine o knjigovodstvu, završnom računu banaka i drugih finansijskih institucija.
4. Direktiva saveta EU br.89/646/EWG iz 1989 godine, o usklađenosti ekonomskih, pravnih i upravnih propisa koji se odnose na organizaciju i način obavljanja bankarske, brokersko-dilerske delatnosti od strane banaka i drugih finansijskih institucija.
5. Direktiva saveta EU br.89/647 iz 1989 godine o koeficijentu solventnosti banaka i drugih finansijskih institucija
6. Direktiva saveta EU br.93/6/EEC iz 1993 godine o adekvatnosti kapitala za investitore i kreditne institucije.

Početak stvaranja jedinstvenog načina regulisanja i procedura, kao i uslova za izdavanje dozvola za emitovanje hartija od vrednosti, izrada i objavljivanje prospekata o emisiji, kao i uslova i procedura za izdavanje dozvola za zvaničnu i slobodnu berzansku trgovinu emitovanim hartijama od vrednosti, uređeni su sledećim direktivama:

1. Direktiva saveta EU br.79/279/EEZ iz 1979 godine, o usklađenosti uslova emisije hartija od vrednosti za javni upis na berzi hartija od vrednosti,
2. Direktiva saveta EU br.89/298/EWG iz 1989 godine o usklađenosti uslova za izradu, kontrolu i umnožavanje prospekata koji se objavljuju u slučaju javnih ponuda hartija od vrednosti,
3. Direktiva saveta EU br.89/592/EEC iz 1989 godine o ujednačavanju pravila za insider dealing.
4. Direktiva saveta EU br.94/19/EEC o šemama depozitnih garancija.

Pored ovih direktiva, postoje i direktive koje se odnose na ujednačavanje pravila koja se odnose kako na listing tako i na mogućnost kotiranja berzanskg materijala na svim berzama, ujednačavanje pravila za prijem berzanskog materijala na berzi i slično.

Evropska unija ujednačava nacionalna prava svojih članica putem tri vrste pravnih akata i to, uputstva, uredbe i preporuke.

Uputstva-direktive, Ministarskog saveta predstavljaju pravni akt koji obavezuje samo države članice Evropske unije da ove direktive pretoče u svoja zakonodavstva ili podzakonska akta.Na taj način prava svih članica postaju ujednačena i za sve postaju obavezujuća.

Uredbe-pravilnik, druga vrsta pravnog akta, koje neposredno obavezuju lica na teritoriji unije na njihovu primenu, bez obaveze da ih vlade zakonima uvrste u svoja zakonodavstva.

Preporuke su akti Evropske unije koji ne nose obavezu da budu ugrađeni u nacionalna zakonodavstva, ali su na to često prinuđene zbog političkih pritisaka od strane onih koje su ih već prihvatili i zbog mogućih ucena.

4.2.3. EVROPSKE BERZANSKE DIREKTIVE

Stvaranje Evropske unije kretalo se u etapama, a motivi za integraciju država nalaze se u sveri svojih preovlađujućih interesa.[9]

Objedinjavanjem, Evropske zajednice za ugalj i čelik i Evropske zajednice za atomsku energiju, u osnoivi predstavljaju stubove na kojima počiva Evropska unija, zajedno sa stvaranjem Evropske ekonomske zajednice. Ugovorom iz Mastrihta uvedeni su osnovni ciljevi zajednice a to su stvaranje ekonomske i monetarne unije.Svakako presudan uticaj na ove procese imalo je i uvođenje

[9] Nenad Avramović, Pravo Evropske unije, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad, 2009. godine

jedinstvene monete, kao i formiranje Evropskog bankarskog sistema, odnosno stvaranje Centralne evropske banke.Institucionalni okvir Evropske ekonomske zajednice koncipiran je po uzoru na Evropsku zajednicu za ugalj i čelik uz određene razlike.Ovakva koncepcija imala je za cilj stvaranje jedinstvenog zajedničkog tržišta i stvaranje uslova za slobodan protok roba, ljudi, usluga i kapitala te usklađivanje drugih politika na nivou zajednice.Proces integracije se odvijao uz stalne reforme u okvirima sve ove tri zajednice.Sredinom 1990 godine počinje ostvarivanje zacrtanih ciljeva ekonomsko –monetarne unije, kroz liberalizaciju prometa kapitala i jačanje monetarne i političke saradnje između članica.Osnovni ciljevi monetarne unije bili su:Uvođenje zajedničke valute sa visokom stabilnošću cena i uravnotežen i stabilan razvoj privrede sa visokim stepenom zaposlenosti radne snage.Kao rezultat političkih, društvenih i ekonomskih usaglašavanja početkom 1992 godine, dvanaest država članica Evropske zajednice potpisalo je u Mastrihtu Ugovor o osnivanju Evropske unije.Osnovna načela na kojima počiva funkcionisanje država članica Evropske unije su:

- razvoj demokratije
- poštovanje ljudskih prava
- poštovanje manjinskih prava i opštih sloboda
- načelo slobode i nediskriminacije i dr...

4.2.4. SLOBODNO KRETANJE KAPITALA

Pojmovno određenje

Liberalizacija i otvorenost tržišta u sveri međunarodnih odnosa, odavno je pored trgovine kao integracionog faktora svetske privrede, u prvi plan stavila finansije.Zahvaljujući razvoju informatičkih tehnologija i globalizacije tržišta kapitala na kome se trguje non-stop, oblast finansija postala je glavna integraciona snaga svetske privrede.Kao jedno od tri najrazvijenija regionalna svetska tržišta ni tržište Evropske unije nije u tom smislu izuzetak.Oblast finansija, odnosno slobodno kretanje kapitala, postao je jedan od preduslova izgradnje jedinstvenog tržišta Evropske unije, uslov privrednog prosperiteta i kamen temeljac budućih integracionih procesa.Sloboda kretanja kapitala je samo jedno od četiri osnovne sloboda, na bazi kojih se razvija tržište Evropske unije.

Ekonomsko-pravna teorija, međunarodno kretanje kapitala definiše kao kretanje kapitala iz jedne nacionalne ekonomije u dugu bez vremenskog

ograničenja a sve u cilju ostvarivanja određenih ekonomskih pa i političkih ciljeva.U međunarodnoj poslovnoj praksi mogu se susresti pojmovi kao: izvoz kapitala, uvoz kapitala, strana ulaganja, strane invaesticije itd. Naša ekonomska i pravna teorija stoje na stanovištu da je pod pojmom kretanje kapitala najpogodniji termin "strana ulaganja".Krug subjekata koji učestvuju u prometu kapitala kreće se od preduzeće, trgovačkih društava, kompanija, banaka, država, do međunarodnih organizacija iz najmanje dve nacionalne ekonomije.

Sloboda kretanja kapitala se najčešće vrši u formi kredita, odnosno zajmova, portfolia i stranih direktnih ulaganja.[10]

Kredit je po definiciji imovinsko pravni odnos između dužnika i poverioca u kome poverioc svoj novac daje dužniku na određeno vreme i uz određene uslove.

Drugi oblik međunarodog kretanja kapitala su portfolio investicije, koje se javljaju u dva oblika u međunarodnoj praksi trgovine sa hartijama od vrednosti.Prvi oblik se odnosi na akcije i obveznice koje služe za prikupljanje sredstava na nekom međunarodnom tržištu kapitala.Drugi oblik portfolio investicija podrazumeva ulaganja u inostrana privredna društva, koja ne daju pravo upravljanja i kontrole nad njima, i nemaju značajnog uticaja na poslovanje društva u koje je izvršeno ulaganje.Ono što karakteriše prvi oblik ulaganja portfolio investicija je ostvarivanje dobiti od kamate ili kapitalne dobiti, a u drugom slučaju likvidno i efikasno poslovanje gde su locirana sredstva.

Treći oblik predstavlja direktna strana ulaganja.Prema definiciji Međunarodnog monetarnog fonda, strano direktno ulaganje, postoji kada strani ulagač (nerezident) dođe u posed 10% ili više svojinskih udela ekonomskog subjekta rezidenta, sa namerom da ostvaruje trajni poslovni interes u privrednom subjektu u kome nema većinski vlasnički deo.

Strana ulaganja, nezavisno od modela u kojim se realizuju, mogu se podeliti u dva osnovna oblika.Prvi predstavlja ona ulaganja koja stvaraju novu proizvodnju i imovinu i nazivaju se *greenfield* investicije.Ovaj vid investicija je najpogodniji za zemlju rezidenta.

Drugi oblik direktnih stranih ulaganja predstavljaju, *brownfield* investicije.Suština ove vrste direktnih stranih investicija je kupovina postojećih postrojenja i preduzeća, preuzimanje kontrole u njima, sa namerom da novi vlasnik upravlja preduzećem efikasnije od predhodnog.

Ova pravila kretanja kapitala na međunarodnoj osnovi ugrađena su u nacionalna zakonodavstva članica Unije i u okvirima komunitarnog prava.

[10] Nenad Avramović, Pravo Evropske unije, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad, 2009. godine

Očuvanje slobode kretanja kapitala prema trećim državama, moguće je samo ako je predviđeno nacionalnim zakonodavstvom, i da nema diskriminatorski karakter odnosno da se uvodi sa ciljem očuvanja opšteg interesa.Potpuna liberalizacija kretanja kapitala i potpuna sloboda platnog prometa između članica Unije i trećih država uvedena je još 1994 godine. Ipak ugovor o osnivanju Evropske zajednice daje pravo Savetu ministara da uvede embargo u odnosu na treće države.Ove mere mogu biti i politički determinisane a u većini slučajeva imaju za cilj zaštitu ekonomskih interesa Unije.

4.2.5. CILJEVI STVARANJA JEDINSTVENOG BERZANSKOG PRAVA

Osnovni cilj stvaranja i ujednačavanja pravila berzanskog prava u okviru Evropske unije je dosledno ostvarivanje i sprovođenje odredaba utvrđenih u osnivačkim ugovorima Unije.Rad na ujednačavanju pravila i donošenjem velikog broja Direktiva i uputstava u ovoj oblasti, doveo je do postupka njihove implementacije u nacionalna zakonodavstva.Na taj način je stvoren novi, nadnacionalni okvir za berzansko pravo.

Zahvaljujućiu implementaciji svih ovih direktiva, berzanska odnosno ukupna finansijska trgovina, definisana kao brokersko-dilerska delatnost postaje važan činilac privrednog razvoja svih članica Evropske unije.

Standardizacija berzanske i ukupne finansijske trgovine i kodifikacija pravila i ponašanja brokersko-dilerskih društava kao i drugih finansijskih subjekata, omogućili su primenu ujednačenih finansijskih vrednosti, pravila i principa u berzanskoj odnosno ukupnoj finanijskoj trgovini i na nadnacionalnim finansijskim tržištima Evropske unije.

Radom organa Evropske unije stvoreni su svi uslovi i realizovana je želja za stvaranjem jedinstvenog finansijskog tržišta, pa se može zaključiti da berzansko pravo u okviru EU predstavlja skup pravnih normi i procedura u regulisanju rada jedinstvenog finasijskog tržišta.

Sobzirom na zacrtane ciljeve koje Evropska unija postavila, jasno je da bez stvaranja uslova za slobodno kretanja lica ne bi bilio ni slobode kretanja usluga koja je sa njom u najdirektnijoj vezi, ali ni slobode kretanja roba i kapitala koje su promovisane kao principi funkcionisanja unutrašnjeg tržišta.Pored privrednog značaja, sloboda kretanja građana ima i svoje pozitivne političke i društvene ciljeve, koje se pre svega ispoljavaju u socijalnoj koheziji evropskih naroda i država i praktičnoj promociji evropskog građanina.

Komunitarno pravo koje reguliše slobodu kretanja lica u najvećoj meri donosi propise koji se odnose na zasnivanje radnog odnosa na teritoriji Unije,

odnosno uslove koje treba zadovoljiti u nekoj drugoj zemlji članici u pogledu obavljanja privredne delatnosti.

Pravila kretanja kapitala, ljudi, roba i usluga, ugrađena su u nacionalna zakonodavstva država članica, ali i u komunitarno pravo Evropske unije.

Za nas je posebno interesantno tržište kapitala i novca i njihov slobodan protok.Sve je to pretrpelo značajne izmene u odnosu na regulativu koja je do tada bila poznata.U okvirima Evropske unije donet je značajan broj direktiva i uputstava u cijlju jačanja zajedništva na tržištu za finansijskim uslugama.Namera je da svi njegovi učesnici imaju neograničen pristup svim delovima teritorije koju predstavljaju ova tržišta, tako da mogu sprovoditi svoje aktivnosti unutar svih zemalja članica Unije.

Na taj način su prava i obaveze svih investitora-ulagača- novca i kapitala u svim zemljama Evropske unije, ravnomerno zaštićena a berzanska trgovina, odnosno brokersko-dilerska delatnost i ukupna finansijska trgovina objedinjeni su evropskom regulativom.Ujedno u izgradnji novog komunitarnog prava nisu suspendovani nacionalni zakoni i drugi propisi već se u posebnim postupcima implementacije u svakoj zemlji vrši postepena harmonizacija propisa.Na taj način se, jedinstvenom regulativom, preuređuje postojeća nacionalna berzanska regulativa u savremenu nadnacionalnu regulativu Evropske unije.Pravila koja su usvojena unutar zajedničkog tržišta, prave razliku između odnosa koji nastaju u okviru članica i onih izvan njih.To nameće potrebu da treće zemlje, van unije usaglase svoju finansijsku regulativu kao i članice unije i da obezbede veću sigurnost za investitore.

4.2.6. UPUTSTVA O TRŽIŠTIMA VREDNOSNICAMA (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE) MIFID

Markets in Finacial Instruments Directive (MiFID), Upustvo o tržištima vrednosnica je jedna od najznačajnijih direktiva u okviru legislative Evropske unije koja reguliše investiciono posredovanje, investicione usluge i rad na finansijskim tržištima.

Značaj ove direktive ogleda se u tome što je postavljeni cilj, stvaranje jedinstvenog finansijskog tržišta u okviru Evropske unije, ovom direktivom omogućeno stvaranje zajedničke osnove za dalju izgradnju.Značaj je i u tome što MiFID, uređjuje vrednosnice, efektne berze i trgovinu vrednosnicama odnosno hartijama od vrednosti.

Zbog zastarelosti nekih odredbi, osnovno upustvo je izmenjeno a u cilju njegove adekvatne primene donete su i dve nove Uredbe.

Ostali propisi EU na tržištu vrednosnicama su:

1. Uputstvo br.71/2003 o prospektu koji se objavljuje kada se vrednosnice nude javnosti ili su primljene u trgovini.
2. Uputstvo br.34/2001 o prijemu vrednosnica u zvaničnu berzansku kotaciju i podaci koji se o njima objavljuju.
3. Uputstvo o investicionim fondovima OJL 375/85.
4. Uputstvo br. 47/2002 o ugovorima finansijskog obezbeđenja.
5. Uputstvo br.6/2003 o trgovini upućenih i o tržišnim smicalicama (zloupotrebama) i druga uputstva.

Cilj ujednačavanja je da se omogući trgovcima hartijama od vrednosti, da posluju pod jednakim uslovima na celom području Unije, bez obzira u kojoj su državi članici nastanjeni.

Osnovna prepreka stvaranja jedinstvenog tržišta, do donošenja MiFID-a, bilo je postojanje zasebne regulatorne vlasti u svakoj zemlji članici i nemogućnost njihovog kordiniranja.Nisu postojali uslovi ni za stvaranje jedinstvenog organa koji bi imao mogućnost izdavanja dozvole za rad po istim uslovima za sve aktere finansijskog tržišta.Kako bi se prevazišao problem, rešenje je nađeno u postavljanju principa „uzajamnog priznavanja“ nacionalnih dozvola izdatih trgovcima u zemljama članicama.

Početak uvođenja jednakih standara za sve trgovce, vezuje se za Uputstva o investicionim uslugama u oblasti vrednosnih papira iz 1993 godine.Ovom direktivom stvorene su osnove za uzajamno priznavanje nacionalnih dozvola za pružanje investicionih usluga jedne članice na teritoriji drugih članica uz ispunjavanje minimalnih uslova za osnivanje i njihovo poslovanje.Ove neophodne uslove, svaka članica je imala obavezna da unese u svoje nacionalno zakonodavstvo.

Za tržište vrednosnicima su značajni i propisi Evropske unije u kompanijskom i bankarskom pravu.Propisi u kompanijskom pravu su značajni zbog toga što su berze i trgovci vrednosnicama obično privredna društva (kompanije) koje uređuju ti propisi, kao i zbog toga što se u ovim propisima uređuje i izdavanje akcija pri osnivanju otvorenog akcionarskog društva i u njegovim statusnim promenama (pripajanje, podela, spajanje).Propisi u oblasti bankarstva su takođe značajni, jer banke mogu da budu trgovci vrednosnicama, kao i zbog toga što se na sve trgovce vrednosnicama primenjuju bankarski propisi o ograničenju izloženosti ruziku u poslovanju i o primerenosti veličine kapitala ruzicima u poslovanju.

Direktivom iz 1993 godine dozvoljeno je da investiciona firma kada jednom dobije dozvolu za rad u matičnoj zemlji, posluje na celoj teritoriji, odnosno u svim drugim članicama bez obaveze da se ponovo autorizuje.Ovakva firma može postati član bilo kog regulisanog tržišta i mora joj biti omogućen slobodan pristup, što znači da ne može biti nacionalne restriktivnosti.

Da bi to postigla investiciona firma mora:

- imati odgovarajući inicijalni nivo adekvatnosti kapitala
- odgovarajuću kadrovsku strukturu i upravu
- zaposleni moraju zadovoljavati odgovarajuće kriterijume u pogledu kvalifikacija i ponašanja
- firma mora imati uspostavljeno knjigovodstvo po propisanim kriterijumima i odgovarajuću tehničku opremljenost

Da bi zadovoljila kriterijume potrebne za regulisano tržište, investiciona institucija treba da:

- da bude priznata kao regulisano tržište u matičnoj zemlji
- da posluje regularno, saglasno propisima
- da posluje po uslovima i ovlašćenjima za koje je dobila dozvolu uključujući listing i trgovanje
- da zadovoljava uslove transparentnosti i potrebne oblike izveštavanja.

Propisana je procedura izveštavanja po kojoj se ono mora izvršiti, kao i procedura transparentnosti koja specificira minimum podataka koji se moraju izložiti javnosti.

Evropska unija je donela još direktiva, preporuka i uputstava, od kojih su najvažnije one koje regulišu:

- adekvatnost kapitala investicionih konpanija
- tržišne manipulacije i insajder informacije
- propisane postupake preuzimanja kompanija
- objavljivanje i sadržaj neophodnih podataka u prospektu

Inače zemlje Evropske unije, za razliku od SAD-a, više su orijentisane da se finasiranju putem bankarskih kredita, nego da se finasiranju na tržištu kapitala, putem emitovanja vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti.Zbog toga je stepen usaglašenosti propisa vezanih za hartije od vrednosti manji

nego što je to u bankarskom sektoru.Za razliku od od Evropske centralne banke koja funkcioniše kao jedinstveno telo, dakle postoji EUROFED kao pandam američkom FED-u ali u oblasti regulisanja poslovanja sa hartijama od vrednosti ne postoji jedinstvena komisija Evropske unije koja bi regulisala poslovanje sa hartijama od vrednosti, već se radi o njihovoj što većoj kordinaciji i približavanju.To praktično znači da još uvek ne postoji Evropski SEC, kao u SAD.

4.2.7. SISTEM PRIMENE MIFID-A

MiFID predstavlja sveobuhvatni režim rada za finansijske trgovce i posrednike na finansijskom tržištu u Evropskoj uniji.

Osnovni cilj MiFIDA-a bio je da uspostavi sistem izdavanja jedne dozvole trgovcu sa važnošću za rad u svim članicama unije.

Sistem se zasniva na četiri mere:

1. Jedinstvena dozvola- to znači da lice zainteresovano za trgovinu hartijama i finasijskim uslugama mora da pribavi dozvolu samo od države članice gde je nastanjeno (home member state), a dozvola se po principu uzajamnog priznavanja, prihvata i u državi poslovanja (host member state).
2. Minimalni uslovi poslovanja- po pravilu su ujednačeni, a obuhvataju najblaže uslove neophodne za osnivanje i otpočinjanje delatnosti.Ovi uslovi važe i prihvaćeni su za sve članice.
3. Nacionalni tretman- u osnovi podrazumeva da trgovac koji je dobio dozvolu za rad uživa taj položaj u bilo kojoj državi članici unije.
4. Nadzor države porekla- to znači da je država koja je izdala dozvolu za rad određenom licu, nadležna da nadzire njegovo poslovanje i van njenih granica.[11]

MiFID –Uputstvo o tržištima vrednosnicama, je imalo zadatak da objedini potrebne uslove, koncentrisanjem pravila u jednoj direktivi.Tako bi se stvorili uslovi za slobodnu utakmicu i investitora i berzi.To je dalje značilo da se u sve većem broju investicionih usluga i na sve veći broj finsijskih instrumenata primenjuje Evropski pasoš, odnosno načelo uzajamnog priznavanja, ujednačavanja i stvaranja jedinstvenih pravila za područje cele Evropske unije.

[11] Jovanović N., Pravo Evropske unije o investicionim uslugama, Pravo i privreda, br. 5-8/2006, Beograd

4.2.8. POLJE PRIMENE MIFID-A

Osnovni princip u pogledu polja primene MiFID- (Upustva o tržištima vrednosnicama), jeste da se direktiva odnosi i primenjuje samo u granicama propisanog (u odnosu na subjekte, uslove poslovanja i predmet poslovanja) te je van njenih granica merodavno nacionalno zakonodavstvo.

MiFID se odnosi na investicione firme čija je glavna delatnost pružanje investicionih usluga drugim licima na tržištu.

Investiciona usluga je usluga koja se nekom pruža a u vezi je sa finansijskim instrumentima.

Položaj svake pojedinačne investicione firme zavisi od prirode delatnosti kojom se firma bavi, pod uslovom da ne obuhvata posebna oslobađanja navedena direktivom.

Načela koja primenjuje MiFID odnose se samo na investicione firme koje se bave investicionim uslugama, a u njih su uključene:

- investicione banke
- portfolio menadžeri
- brokeri i dileri
- finansijske korporacije
- investicione firme koje se bave opcionim i fjučers ugovorima
- firme koje se bave robnim derivatima

4.2.9. MINIMUM POTREBNIH USLOVA ZA OTPOČINJANJE MIFID-A

Kao što je već naglašeno na sve subjekte finansijskog tržišta primenjuju se jedinstveni uslovi za otpočinjanje poslovanja i za njihovo osnivanje.

Usvojeno je pet minimalnih uslova za otpočinjanje „evropskog“ poslovanja koji su obavezni za sve članice Evropske unije.Ovi minimalni uslovi u nacionalnom zakonodavstvu članica ne mogu biti blaži od usvojenih.

1. Sedište- Firme se moraju registrovati i dobiti dozvolu za rad u zemlji gde obavljaju deo poslova, kako bi se izbeglo samo formalno registrovanje u zemlji članici sa „eventualno“ blažim uslovima osnivanja a posao se obavljao pretežno u drugim zemljama.

2. Početni kapital- Investiciona firam mora da ima početni kapital u minimalnom iznosu, zavisno od vrste poslova kojim se bavi.Za brokerske poslove-minimum je 50.000 evra, za poslove upravljnja tuđim sredstvima i portfolio poslove, najmanje 125.000 evra, za pokroviteljske poslove 750.000 evra itd.Za sve zemlje koje teže da uđu u Evropsku uniju pa tako i za Srbiju iznosi predviđeni kao minimalni uslovi za otpočinjanje delatnosti na finanijskom tržuištu, predstavljali su takođe osnovu od koje se polazilo u zakonima koji reguloišu rad finansijskih tržišta.Tako je u našem Zakonu za neke delatnosti i kriterijum nešto strožiji nego u Evropskoj uniji (za prtfolio menadžere u Evropskoj uniji je 125.000 a kod nas 200.000 evra) ali je za poslove poktrovitelj kod nas predviđeno 300.000, a u Evropskoj uniji 730.000 evra.
3. Članovi uprave i uprava- Upravljanje investicionom firmom mora biti povereno samo licima koja su za to stručna i imaju proveren ugled i poslovnu reputaciju.Za članove uprave ne mogu biti imenovana lica koja su osuđivana ili se vodi neki sudski spor, ali to moraju biti lica koja zaista upravljaju kompanijom, a ne da njom upravlja i diriguje neki „skriveni“ ili tajni partner.
4. Program poslovanja- Investiciona firma mora da podnese program poslovanja u kojem mora izložiti koje sve vrste poslova želi da obavlja i odgovarajuću organizacijsku strukturu koja joj to omogućava.
5. Kvalifikovano učešće vlasnika- Pri osnivanju investicione firme, nadležni organi pri postupku dodeljivanja dozvole za rad, vrše indentifikaciju svih akcionara koji je osnivaju.Proverava se njihova podobnost za status osnivača a u slučaju da stiču više od deset posto ukupnog kapitala proverava se i njihova solventnost.

4.2.10. DOZVOLA ZA RAD - EVROPSKI PASOŠ

MiFID-(Upustvo za tržišta sa vrednosnicama) ovlašćuje svaku berzu i trgovca vrednosnicama za koji je dobio dozvolu za rad u jednoj članici Evropske unije (država porekla) na osnovu njenog prava, da slobodno posluje u svim ostaliim članicam, bez potrebe da od njih posebno traži dozvolu za rad.

Zamlja u kojoj se podnosi zahtev za dobijanje dozvole, predstavlja zemlju domaćina.Nadležni organ odlučuje o podnetom zahtevu. Rok za rešavanje zahteva iznosi šest meseci od dan podnošenja zahteva.

Nadležni organ ima mogućnost da pozitivno reši podneti zahtev, ali isti tako i da odbije u okolnostima da podnosilac zahteva ne ispunjava propisane uslove za dobijanje dozvole.

Kao što ima nadležnost da donese odluku i odobri rad nekoj investicionoj firmi, isto tako taj organ može i oduzeti već datu dozvolu u posebno propisanim sliučajevima:

- ako investiciona firma ne otpočne poslove u roku od dvanaest meseci od dana dobijanja dozvole za rad
- ako je dozvola dobijena na osnovu lažne i nepotpune dokumentacije
- ako firma prestane da ispunjava neophodne uslove za rad

U slučaju da se nekoj investicionoj firmi oduzme dozvola za rad, ona gubi pravo da vrši investicione usluge i o tome se obaveštava zemlja domaćin i poseban komitet za vrednosne papire.

Investicione firme koje dobiju dozvolu za rad u bilo kojoj zemlji članici, stiču pravo da poslove za koje su registrovane, obavljaju van svoje zemlje u svim zemljama EU.Prekogranično poslovanje investicinih firmi moguće je kroz osnivannje posebne firme u zemlji poslovanja, zatim putem ogranka i najzad, pružanjem usluga bez zavisnog društva i ogranaka, na načelu slobode pružanja usluga na celom području Evropske unije.

4.3. BERZANSKO PRAVO KAO DEO PRAVNOG SISTEMA

Berzansko pravo kao grana prava čvrsto je povezana sa drugim granama prava.Pažljivom analizom mogu se uočiti osobine berzanskog prava i njegovo mesto u okviru pravnog sistema.

4.3.1. ODNOS BERZANASKOG PRAVA PREMA KOMPANIJSKOM PRAVU

Kompanijsko pravo je grana prava koja uređuje privredna društva.[12] Privredna društva mogu imati veoma različite oblike organizovanja, ali ih karakteriše zajednička odrednica da je svrha njihovog postojanja, sticanje profita.Ti različiti oblici organizovanja mogu biti u obliku: akcionarskih društva, ortačkih društva, društva sa ograničenom odgovornošću ili komandintnih društva.Veza između kompanijskog prava i berzanskog prava ogleda se u tome što i berzansko pravo jednim delom svog predmeta tretira privredna društva u onom delu koji se odnosi na njihov nastanak, neka njihova lična svojstva, oblik organizovanja, normativna akta, način upravljanja i dr.Ovo se

[12] Mirko Vasiljević, Kompanijsko pravo, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2006. godine.

odnosi i na berze i berzanske posrednike i njihove međusobne odnose i odnose prema državi.Opšte odredbe Kompanijskog prava se primenjuju na položaj berze i drugih posrednika na finansijskom tržištu, pod uslovom da berzanskim pravom nije drugačije regulisano.Za razliku od kompanijskog prava, berzansko pravo uređuje i ugovorne odnose između učesnika berzanskih transakcija, odnosno berzanskih poslova, tako da u ovom delu ima i širi predmet uređenja od kompanijskog prava.Pored ostalog kompanijsko pravo uređuje način organizovanja akcionarskih društava, visinu potrebnog kapitala za osnivanje društva, i način upravljanja društvom.Kompanijsko pravo uređuje i način izdavanja hartija od vrednosti koje izdaju kompanije, iz čega slede i prava koja prističu iz tih vrednosnica a posebno prava koja se odnose na upravljanje u akcionarskom društvu kada se ona javlja u ulozi emitenta.Hartije od vrednosti sa ovim osobinama se kotiraju na berzi, ali berzansko pravo se javlja kao nadgradnja nad kompanijskom pravu zato što definiše način poslovanja berzi i drugih učesnika na tržištu.Kompanijsko pravo uređuje način izdavanja hartija od vrednosti u okviru akcionarskog društva kao i prava koja te hartije nose, a berzansko pravo reguliše način trgovanja sa ovim hartijama, odnosno cikluse berzanskog poslovanja.

4.3.2. ODNOS BERZANSKOG PRAVA PREMA POSLOVNIM PRAVOM

Berzansko pravo je usko povezano sa poslovnim pravom , obzirom da je iz njega i proisteklo.

Poslovno pravo se bavi uređenjem svih poslovnih subjekata, privrednih društava, preduzetnika i njihovog odnosa prema državi , kao i njihovim međusobnim odnosima.Poslovno pravo se sastoji iz tri dela i to: statusnopravnog dela, (uređuje se poslovni položaj subjekata), ugovornopravnog dela (uređuje se odnos poslovnih subjekata prema državi) i obligacionog dela (uređuje međusobne odnose u koje stupaju poslovni subjekti, kao što su kupoprodaja, zastupanje, prevoz, skladištenje i dr)[13]

Sobzirom da berzansko pravo uređuje samo jednu vrstu poslovanja poslovnih subjekata, a to su berze i berzanski trgovci, sledi da poslovno pravo i berzansko pravo imaju odnos opšte grane prava prema posebnoj grani prava.Ovde se berzansko pravo može smatrati kao posebna grana poslovnopravne oblasti kao što je kompanijsko pravo, trgovinsko ili saobraćajno pravo.

[13] Mirko Vasiljević, Poslovno pravo, Udruženje pravnika u privredi Srbije, Beograd, 2005. godine

4.3.3. ODNOS BERZANSKOG PRAVA PREMA TRGOVINSKOM PRAVU

U najužem smislu trgovinsko pravo uređuje samo obligacione odnose u kojima stupaju poslovni subjekti u obavljanju svojih delatnosti.U zavisnosti šta je predmet trgovanja, trgovinsko pravo može se podeliti na tri dela i to:

- promet robe i usluga (ugovori u privredi)
- promet novca (bankarski poslovi)
- promet hartija od vrednosti (hartije od vrednosti)

Zbog specifičnosti trgovine sa hartijama od vrednosti i zbog posebne tehnike brzog i masovnog zaključivanja i ispunjavanja berzanskih poslova, berzansko pravo, u svom ugovornom delu posebno uređuje berzanske poslove kao posebnu vrstu ugovora.Osnovna pravila trgovinskog prava se primenjuju i u trgovanju hartijama od vrednosti ukoliko berzansko prava nema drugačija pravila.

4.3.4. ODNOS BERZANSKOG PRAVA PREMA GRAĐANSKOM PRAVU

Građansko pravo je pravna grana kojom se uređuju robno-novčani odnosi primenom posebnih metoda.

Od svih grana klasičnog građanskog prava, berzansko pravo je najviše povezano sa obligacionim pravom i to pre svega u svom ugovornom delu.Zbog toga se i na berzanske poslove primenjuju pravila obligacionog prava-kada je kupoprodaja u pitanju, izuzev kada berzanskim pravom nije drugačije predviđeno.

4.3.5. ODNOS BERZANSKOG PRAVA SA PORESKIM PRAVOM

Poresko pravo je grana prava kojim se uređuje pravo države i njenih teritorijalnih jedinica da razrezuju i ubiraju poreze i druge javne prihode od pravnih subjekata-poreskih obveznika.[14]

Kako u berzanskom poslovanju može da se ostvari velika dobit, to se kao važni poreski obveznici pojavljuju berza, berzanski trgovci, profesionalni investitori, klijenti i drugi učesnici berzanske trgovine.Poresko pravo predviđa

[14] Dejan Popović, Poresko pravo, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2008. godine

nekoliko vrsta poreza za učesnike u berzanskim taransakcijama.Poreska stopa koja je predviđena poreskim Zakonom ima direktan uticaja na prihode koji se ostvaruju na berzi.To sve nameće potrebu da se klijenti i drugi učesnici detaljno upoznaju sa poreskim obavezama iz ovog poslovanja.Ovaj skup poreskih propisa koji se odnosi na berzansku trgovinu, predstavlja poseban deo berzanskog prava.

4.3.6. ODNOS BERZANSKOG PRAVA I KRIVIČNOG PRAVA

Krivično pravo uređuje krivična dela i uslove za izricanje krivičnih sankcija njihovim učiniocima, kao i same krivične sankcije.[15]

Samo berzansko poslovanje predstavlja rizičnu delatnost, te su sa tog aspekta moguće i nezakonite radnje i postupci koji mogu dovesti do bitnih poremećaja u celokupnom finansijskom sistemu nacionalne ekonomije.Zbog toga je potrebna takva zakonska regulativa koje sprečava moguće smicalice ili druge zabranjene radnje u okviru berzanskog poslovanja.Krivično pravo ne može pokriti sve moguće nepravilnosti u berzanskom poslovanju, te njihovi učinioci ponekad izmiču krivičnoj odgovornosti.U cilju sprečavanja takvih dela, berznsko pravo posebno uređuje trgovinske smicalice kao krivično delo.Pored toga, zakonom se predviđa da su brojne radnje učesnika u berzanskoj trgovini privredni prestupi i prekršaji i ako nisu krivična dela.

Krivično pravo uređuje svoj predmet isključivo zakonima za razliku od berzanskog prava, koje obiluje mnoštvom podzakonskih akata posebno u upravnom delu.U ugovornom delu berzansko pravo sadrži mnoštvo pravila, čiji kreator nije država već berza, trgovci i njihova udruženja ili učesnici berzanske trgovine.

4.3.7. ODNOS BERZANSKOG PRAVA I UPRAVNOG PRAVA

Značajne krize koje su se javljale u pojedinim delovima sveta i to posebno u delu trgovine sa hartijama od vrednosti, primorale su države da se umešaju u berzansku trgovinu i rad ovih institucija kako bi sprečile moguće poremećaje i berzanske krahove.Pristipi su bili različiti ali učešće držve nije izostalo.U nekim zemljama je ukinuta samostalnost ovih institucija (Francuska, Italija) i pretvorene su u državne ustanove.U nekim drugim državama rad ovih institucija regulisan je strogim zakonskim normama (Nemačka) dok je u nekim zaveden sistem stalne pretnje ukidanjem samostalnosti kao što je slučaj

[15] Zoran Stojanović, Krivično pravo, Prva knjiga, Beograd, 2006. godine

u (Engleskoj).Na taj način je nastao poseban deo berzanskog prava koji uređuje organizovanje, i vršenje kontrole državne uprave u funkcionisanju berzanske trgovine.Svakako da je i berza dobila nadležnost da uređuje, nadzire i sankcioniše svoje članove u trgovini koju organizuje.Pri tome berza može samo da pooštrava državna pravila poslovanja, a nikako da ih ublažava.

5. SVRHA ZAKONSKOG REGULISANJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Jedno od klasičnih shvatanja, bilo je da je regulisanje finasijskih tržišta neophodno i od strane državnih organa, zbog uverenja da tržišni mehanizmi nisu savršeni i da sami nisu dovoljni.Ipak se morao prihvatiti stav da je zakonsko regulisanje finasijskih tržišta postalo neophodno zbog toga što su ova tržišta veoma kompleksna i da imaju ogroman značaj za nacionalnu privredu i ukupne privredne tokove uopšte.Pored toga praksa je u prošlosti pokazala da je bilo puno pokušaja prevara, mahinacija i manipulacija na finansijskim tržištima.Tipičan primer za donošenjem određenih Zakonskih rešenje u sveri rada finansijskih tržišta, bilo je donošenje Zakonske regulative tokom tridesetih godina prošlog veka u Americi, zbog posledica jedne od najvećih finansijskih kriza u tom vremenu.Smatralo se da su tri grupe faktora dovele do kraha berzi u tom periodu i to:[16]

- Veliki obim trgovine na margini, odnosno na kredit.Tokom dvadesetih godina prošlog veka, kada je došlo do rasta cena skoro svih akcija (bllu market) mnogi investitori su kupovali hartije na kredit, što je dalje dovodilo do enormnog rasta cena akcija.
- Trgovanje pozajmljenim hartijama. Posebno trgovanje na kratko (short sale) što je dolazilo do izražaja u uslovima opadajućeg tržišta (bull market) kada je veliki pad cena delovao demorališuće na mnoge ulagače-investitore.
- Čitav niz manipulativnih radnji.Njih su upražnjavali pojedinci, i na taj način rušili principe sigurnosti, poverenja i jednakosti, koji su ujedno osnovni principi postojanja i rada berze.Pojam manipulacije je inače širok pojam i obuhvata različite aktivnosti kako na robnim, tako i na finasijskim berzama.Manipulacija se može shvatiti kao veština kontrole cena hartija od vrednosti, finasijskih instrumenata ili određene robe, koja ima za cilj da podstiče trgovanje po cenama koje su iznad ili ispod onih koje bi se formirale kroz regularne odnose ponude i tražnje na tržištu.Postoje i druga mišljenja koja u osnovi imaju slične postavke a glase: „To je svaka aktivnost pojedinca 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 grupa“. Mora se takođe znati da nisu svi oblici manipulativnih radnji negativni i nezakoniti.

[16] Dejan Erić, Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja štampa, Beograd, 2003. godine

Smatra se da mogu postojati tri osnovne vrste manipulacija:

1) da se povećaju cene - gde manipulant poseduje određenu aktivu i manipulacijom želi da isprovocira rast cena koje će kasnije iskoristiti da putem prodaje aktive (hartije, finansijski instrumenti ili roba) ostvari određenu dobit.
2) da stabilizuje cenu - ovaj oblik manipulacije je ponekad veoma poželjan ukoliko se već javlja 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.
3) da se utiče na pad cena - gde su napori usmereni na kreiranje opadajućeg tržišta (bear market) u kome profitiraju manipulanti koji vrše prodaju aktive bez pokrića (na kratko, takozvani short sale trgovina).

Sprečavanje manipulativnih radnji sa negativnim posledicama na funkcionisanje tržišta predstavlja jedan od osnovnih razloga za aktivno uključivanje državnih organa u regulisanju i kontroli savremenih finansijskih tržišta.Kao oblici zaštite koje država čini direktno ili preko svojih organa najčešće se naglašavaju sledeći:

1) *zaštita svih učesnika na tržištu*-kako emitenata, tako i investitora, kako vlasnika akcija, obveznica i drugih finansijskih instrumenata, tako i kreditora odnosno poverilaca.Ovaj oblik zaštite može se ostvariti preko nekoliko aktivnosti:
   - *donošenjem takvih zakona* i podzakonskih akata koja obavezuju sve učesnike na finansijskom tržištu da objavljuju sve relevantne informacije
   - *objavljivanje svih relevantnih* informacija koje mogu uticati na donošenje odluke o investiranju u neki finansijski instrument
   - *obezbeđenje potrebnog nivoa solventnosti* i likvidnosti finansijskih institucija
   - *regulisanjem i primena kaznenih mera* za nedozvoljene radnje, kao na primer trgovina na bazi poverljivih informacija

Suština involviranja državnih organa na ovom polju je zaštita investitora, obezbeđenje međusobnog poverenja i povećenje efikasnosti funkcionisanja

celog finasijskog sistema.Orijentacija na zakonsko regulisanje ovih pitanja kod većine zemalja je usmerena ka smanjenju i elimisanju mogućih prevara i malverzacija.Do tako nedozvoljenih radnji najčešće dolazi zbog toga što svi učesnici na tržištu nemaju sve potrebne informacije neophodne za donošenje investiconih odluka.Rešavanje problema nedovoljne informisanosti učesnika na tržištu se rešava u relacijama veće javnosti rada, potrebe za javnim objavljivanjem svih relevantnih informacija i strožoj kontroli svih učesnika na finansijskim tržištima.

Šort sejl (šort sale) je jedan od popularnih berzanskih termina, a u prevodu to bi značilo prodaju bez pokrića.Reč je o aktivnostima gde se određena aktiva, koja se inače ne poseduje, ne nalazi se u vlasništvu prodavca-upravo prodaje na tržištu.Da bi takva prodaja mogla da se realizuje, neophodno je da prodavac takvu aktivu (robu, sredstva, akcije, hartije od vrednosti) pozajmi od onih koji takvu aktivu imaju. Suština je u tome da se aktiva proda po višoj ceni, kako bi se kasnije kupila po nižoj ceni i ista vratila originalnim vlasnicima, odnosno onome od koga je i pozajmljena.Prodavac je ostvario dobit na razlikama u kupoprodajnoj ceni.Ovaj princip u berzanskom žargoniu se naziva „kupi jeftino i prodaj skupo“ ili „prodaj skupo –kupi jeftino“.Razlika u ovim cenama je dobit za investitora. U berzanskoj praksi bilo je mnogo špekulacija koji su ovu berzansku operaciju zloupotrebljavali i učinili je jednom od najgorih mogućih oblika manipulacije.

Danas je ova oblast zakonski dosta regulisana, tako da se bliže definišu određeni postupci i radnje:

1. ukoliko želite da pozajmite određenu hartiju morate da obezbedite najmanje pedeset posto njene vrednosti i isti uplatite kao depozit
2. u ovim aktivnostima se zabranjuje učešće službenicima, direktorima i vlasnicima velikih paketa akcija u korporaciji
3. prodaja na kratko kao način manipulacije na nacionalnim tržištima dobija tretman protivzakonskih radnji

Prodaja bez pokrića se može obaviti samo ako je cena jednaka ili viša od cene poslednje zaključene transakcije.Na taj način je značajno smanjena mogućnost manipulacije na bazi prodaje hartija koje se zaista ne poseduju.

Putem zakonske regulative rada finansijskih tržišta, moguće je obezbediti neophodan nivo stabilnosti privređivanja, čime se stvaraju osnove za skladan ekonomski rast i razvoj.

Državni organi putem zakonske regulative mogu obezbediti određeni nivio konkurentnosti na pojedinm segmentima finansijskog tržišta. Domaće finansijske institucije ojačane oštrom konkurentskom borbom na domaćem finansijskom tržištu, mogu biti sposobne da se održe i u globalnom finansijskim tokovima.Na finansijskim tržištima trebala bi da bude visoka konkurentnost učesnika i finansijskih instrumenata.Koje su odlike visoke konkurenscije.To su pre svega:

- postojanje velikog broja učesnika –trgovaca
- niko od učesnika nema značajnu ulogu
- učesnici su relativno samostalni i nezavisni
- barijere za ulazak na tržište su niske i zavise od visine stope prinosa, kao motivacionog faaktora

Ovi elementi konkurentnosti na razvijenim finansijskim tržištima su najčešće ispunjeni.Problem je u formulaciji da niko od učesniku nema značajnu ulogu na tržištu, ali se ovde mora naglasiti da profesionalni investitori imaju veću snagu i moć pa time i veću ulogu.

Iz svega što je rečeno može se zaključiti da je cilj zakonskog regulisanja poslovanja na finansijskim tržištima u tome da se obezbedi, afirmacija, jačanje i očuvanje poverenja u finansijska tržišta i svih učesnika na njemu. Poverenje je jedan od osnovnih postulata na kojima počivaju ova tržišta i ono se dugo i strpljivo gradi, ali se na žalost vrlo lako i brzo izgubi.

5.1. OSNOVNE FORME REGULACIJE

Svakako da je regulisanje rada finansijskih tržišta veoma kompleksan posao.Uopšteno posmatrano ceo ekonomski sistem a u okviru njega i finansijska tržišta zavise od pravnog sistema zemlje.U tom smislu smatra se da pravni sistem utiče na ova tržišta na četiri osnovna načela:

1) jasno definisani vlasnički odnosi i imovinska prava, što znači definisano vlasništvo nad određenom imovinom
2) regulisanje ugovornih poslova, striktno poštovanje i izvršavanje ugovornih obaveza
3) regulisanje rada privrednih subjekata, kroz zakon o privrednim društvima i drugi zakonima

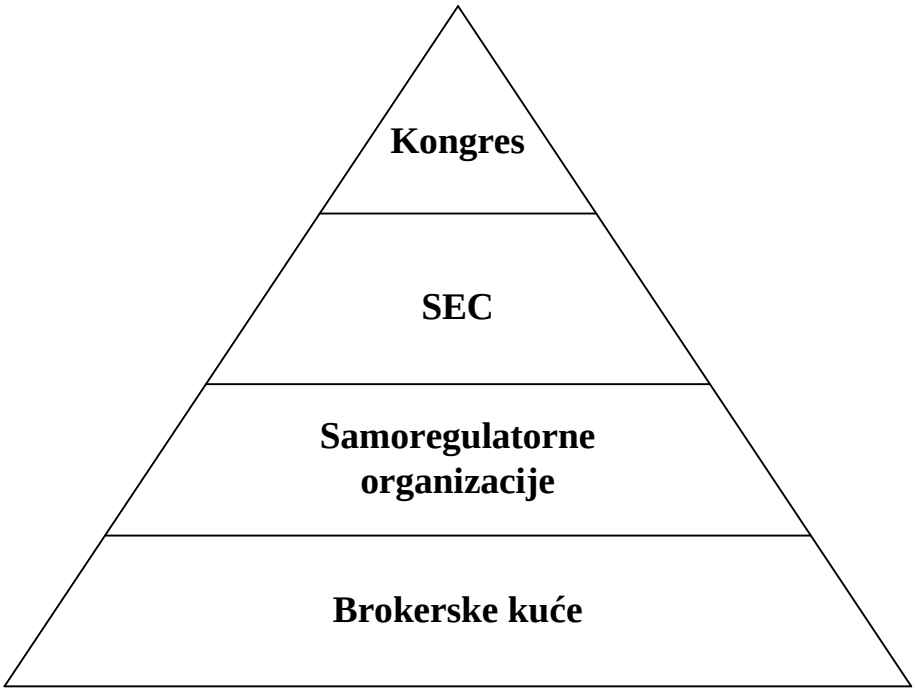
4) regulacija tokova kapitala- finansija, gde se bliže reguliše rad finansijskih institucija, banaka, penzionih fondova, osiguravajućih kompanija, investicioni fondova, berzi, berzanskih posrednika i drugih učesnika .

Pravna piramida pravnog sistema

Kao što se vidi u osnovi piramide finansijskog sistema neke zemlje nalaze se određeni bazični zakoni koji bi trebalo da postoje u savremenim društvima.Ova zakonska regulativa treba da spreči pojavu korupciju, da jasno definiše imovinsko-svojinske odnose, da bliže definiše zaštititu vlasničkih odnosa i izvršavanje ugovorenih obaveza.

U srednjem delu piramide regulišu se prava vlasnika akcija (akcionara) i prava kreditora (poverilaca).Reč je o vrlo značajnam propisima koji obuhvataju mera za prevenciju od prevara i različitih manipulativnih i nedozvoljenih radnji a sve u cilju zaštitite manjinskih akcionara.U okviru srednjeg dela piramide uključene su mere na obezbeđenju plaćanja potraživanja i drugi propisi kojima se štite poverioce.A na vrhu piramide nalaze se zakonski propisi koji regulišu rad i funkcionisanje finansijskih institucija.

Model piramide pravnog sistema u SAD-u, dat je na sledećem grafikonu.



Regulatorna piramida u SAD

Kao što se vidi u osnovi piramide nalaze se neposredni igrači, brokersko-dilerske kuće.Zatim slede samoregulatorne organizacija, zatim komisija za hartije od vrednosti i kongres.

6. DRŽAVNI NADZOR NAD POSLOVANJEM FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Državni nadzor je nadzor koji vrši država, preko svojih organa, nad poslovanjem svih učesnika tržišta sa hartijama od vrednosti na svojoj terutoriji.Pored opšteg nadzora koji vrši nad svim privrednim subjektima, država organizuje i poseban nadzor nad berzama, i profesinalni učesnicima trgovine kao i ulagačima.Taj nadzor je strožiji nego nadzor nad ostalim poslovnim subjektima zbog veće rizičnosti u trgovini i zbog posledica koje mogu nastati u pogledu stabilnosti privrede.

U svetu se mogu prepoznati dva sistema posebnog (pojačanog) državnog nadzora u trgovini sa hartijama od vrednosti i to: Američki i Nemački sistem.

U Američkom sistemu, država vrši nadzor preko posebne Komisije, koja je samostalan državni organ, stručno osposobljena i specializovana za efikasan nadzor svih učesnika trgovine sa hartijama u celoj državi.Ovaj model nadzora prihvaćen je u velikom broju drugih zemalja. Za razliku od ovog oblika nadzora koji je centralizovan, Nemački sistem je decentralizovan, jer država u svakoj berzi postavlja poseban organ preko kojeg sprovodi nadzor.U tom sistemu država neposredno nadzire tržište hartija od vrednosti, preko svojih ministarstava, ali i preko posebnih komesara kao stalno prisutnih državnih službenika koje postavlja u svakoj berzi.

Američki sistem nadzora pokazao se efikasnijim u praksi.To je zbog toga što je nadzornoj vlasti omogućena veća nepristrasnost u regulisanju poslovanja sa hartijama od vrednosti, stručnije obavljanje većeg obima poslova uz manje troškove.Zbog toga su nova zakonska rešenja u Nemačkoj približena Američkom sistemu , i ako nije ukinut tradicionalni sistem komesara.

U Srbiji je prihvaćen Američki sistem pojačanog državnog nadzora u tgovini sa hartijama od vrednosti, i to preko stručne i samostalne organizacije pod nazivom Komisija za hartije od vrenosti. Pored nje u državnom nadzoru učestvuju i Skupština i Vlada kao i Narodna banka.Uloga Skupštine i Vlade svodi se na nadzor nad radom Komisije za hartije od vrednosti. Nadzor se vrši praćenjem izveštaja o njenom radu kao i praćenjem stanja na celokupnom tržištu hartija od vrednosti.Uloga Narodne banke svodi se na:

- davanje saglasnosti poslovnoj banci i osigurvjućim društvima na sticanju velikog učešća u berzi ili u trgovini sa hartijam od vrednosti
- uređenje platnog prometa koji se u trgvini sa hartijama odvija preko novčanih računa kod Centralnog registra i

- nadzora nad zakonitošću odvijanja platnog prometa preko Centralnog registra.

6.1. KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI

Komisija za hartije od vrednosti ima ststus pravnog lica i javna ovlašćenja da nadzire trgovinu hartijama od vrednosti na tržištima Srbije.Ona u ime države reguliše pitanja u sprovođenje Zakona o tržištu kapitala i nadzire učesnike u trgovini hartijama.

Osobine komisije su:

- pravni subjektivitet, jer je pravno lice sa sedištem u Beogradu
- samostalnost, jer je u vršenju svoje delatnosti, potpuno samostalna i nezavisna

Niko nema pravo da se meša u smostalnost njenog rada niti da utiče na odluke koje donosi.

- centralizovanost, jer je centralni državni organ, koji nadzire i reguliše trgovinu hartijama od vrednosti u celoj zemlji
- stručnost, jer je sačinjavaju stručna lica za poslove sa hartijama od vrednosti
- specijalizovanost, jer je specializovana samo za nadzor i sankcionisanje učesnika trgovine sa hartijama od vrednosti, te ne sme obavljati druge poslove
- ima javna ovlašćenja, jar ima vlast nad licima koja nadzire data od strane države, te joj se ta lica moraju podređivati u poslovima za koje je nadležna (na primer da joj omogući inspekcijski pregled, da joj se dostave određeni izveštaji)
- zakonska postojanost, jer je osnovana i uređena zakonom.Samo Skupština može da je ukine donošenjem novog Zakona, ali ne i Vlada ili neki drugi organ.

6.1.1. PRAVNI POLOŽAJ

I ako je obrazuje država, Komisija za hartije od vrednosti je samostalna i u odnosu na državu.Ta smostalnost joj omogućava da nadzire i samu državu kada učestvuje u tgovini sa hartijama od vrednosti ili kad emituje obveznice, zapise, ili kupuje hartije.Ali država u nekim slučajevima može biti

privilegovana, kao na primer što je slučaj da država ne mora da objavljuje prospekt jer se smatra da drževa stoji kao garant i za hartija koje emituje.Komisija za svoj rad odgovara Skupštini, kao zakonodavnom organu.

6.1.2. PROPISANI POSTUPCI NADZORA

Komisija vodi upravni postupuk u obavljanju nadzora i odlučivanja o pitanjima iz svoje nadležnosti.Postupak je jednostepen , te su odluke i rešenja koje ona donosi konačna i ne može se uputiti žalba drugostepenom organu (na primer Vladi). Zaštitu nadziranih lica od strane samovolje Komisije (nezakonite odluke i slično) pruža Vrhovni sud Srbije, jer nezadovoljna strana može da pobija odluku Komisije tužbom u upravnom sporu pred tim sudom.

6.1.3. AKTI I NADLEŽNOST KOMISIJE ZA HOV

Komisija ima svoja akta koja smostalno donosi i to su:

1. statut, kojim uređuje svoju unutrašnju organizaciju i svoju nadležnost i način obavljanja poslova iz te svoje nadležnosti, prava, obaveze i odgovornosti članova Komisije i drugih zaposlenih, način donošenja opštih i pojedinačinih akata i druga pitanja značajna za rad Komisije.Saglasnost na statut Komisije daje Narodna skupština Republike Srbije.
2. tarifnik, akt kojim uređuje svoje nadoknade za poslove koje obavlja
3. drugi opšti akti, kao što su pravililnici, uputstava , naredbe, kojim se na opšti način uređuju pitanja značajna za sprovođenje zakona u tgovanju sa hartijama od vrednosti.Opšti akti se objavljuju u „Službenom glasniku RS“ kao i na internet sranici Komisije.

6.1.4. MERE NADZORA

Komisija vrši brojne funkcije.

Prva funkcija je normativna, jer donosi statut i druga akta radi uređenja niza pitanja u primeni Zakona u trgovini sa hartijama od vrednosti.

Druga funkcija je funkcija odlučivanja, jer donosi odluke o pojedinačnim pravima i obavezama učesnika na tržištu , kao što je davanje ili oduzimanje

dozvole za rad investicionim društvima, kao i davanje dozvole za emisiju hartija od vrednosti emitentima.

Zatim funkcija je nadzora, jer Komisija proverava zakonitost i pravilnost rada učesnika na tržištu hartija od vrednosti.U okviru ove funkcije Komisija ima pravo da vodi određene istrage u cilu utvrđivanja činjenica značajnih za odlučivanje o nekim pitanjima iz njene nadleznosti.

Četvrta funkcija je disciplinska, jer je ovlašćena da preduzima upravne mere prema povrediocima propisa radi otklanjanja tih povreda. U ovoj funkciji ima i prava da podnosi i krivične prijave protiv učinilaca kaznenih radnji, nadležnim organima krivičnog gonjenja.

Peta funkcija je evindeciona, jer Komisija mora da vodi javne registre profesionalnih učesnika na tržištu i o emitentima.

Šesta funkcija je zastupnička, jer Komisija može voditi parničke postupke protiv lica koja su učinila masovnu povredu propisa a na štetu neukih ulagača a sve u cilj obeštećenja od povredilaca ovih pravila.

Vršenjem poslova u okvirima svoje nadležnosti Komisija za hartije od vrednosti ostvaruje svoju Zakonsku funkciju.Funkcije komisije se ostvaruju kroz opštu podelu nadležnosti na regulatornu, kontrolnu nadležnost i nadležnost u okvirima stalnog unapređenja i usavršavanja rad i funkcionisanja finansijskog tržišta.

Komisija u okviru svojih nadležnosti i u skladu sa Zakonom ima sledeće nadležnosti:

1) donosi podzakonska i ostala akta za sprovođenje zakona
2) odobrava objavljivanje prospekta za javnu ponudu i uključenje finansijskih instrumenata u trgovanje
3) odobrava ponude i uključenje finansijskih instrumenata u trgovanje koji su izuzeti od obaveze objavljivanja prospekta
4) odobrava fizičkim i pravnim licima status kvalifikovanih investitora
5) daje dozvole za obavljanje delatnosti investicionim društvima, dozvolu za rad organizatoru tržišta, odbija zahteve za davanje dozvole, privremeno ili trajno oduzima dozvole
6) daje dozvolu organizatora Fonda (fond za zaštitu investitora) i saglasnast na opšta akta Fonda i izmene tih opštih akta
7) odobrava izmene opštih akata, sticanje kvalifikovanog učešća, daje predhodnu saglasnost na imenovanje članova uprave organizatora tržišta, investicionih društava i Centralnog registra

8) organizuje nastavu i polaganje ispita i izdaje dozvole za obavljane poslova brokera, portfolio menađera i investicionog savetnika

9) reguliše, vrši nadzor i prati:

-poslovanje izdavaoca i javnih društava

-izvršavanje obaveza izveštavanja izdavaoca i učesnika na regulisanom tržištu, odnosno MTP

-prati poslovanje investicionih društava i organizatora tržišta i članove uprave i drugih zaposlenih kod njih

-poslovanje Centralnog registra, njegove uprave i njegovih zaposlenih

-sekundarno trgovanje finansijskim instrumentima u Republici

-poslovanje Fonda, organizatora fonda i članova fonda

10) organizuje, preduzima i kontroliše sprovođenje mera i sankcija kojima se obezbeđuje zakonito, pravično , uređeno i efikasno funkcionisanje regulisanog tržišta, odnosno MTP, a u cilju sprečavanja poremećaja na tržištu i zaštite investitora

11) vodi registre

12) prati usklađenost sa odredbama i povredu odredaba zakona, akata Komisije i opštih akata organizatora tržišta, investicionih društava i Centralnog registra

13) obavlja i druge dužnosti u okviru svijih opštih i posebnih ovlašćenja

14) sarađuje i zaključuje sporazume sa međunarodnim organizacijama, stranim regulatornim organima i drugim domaćim, odnosno stranim organima i organizacijama radi pružanja pravne pomoći i razmene informacija

15) sastavlja izveštaje i daje informacije o regulisanom tržištu, odnosno MTP

16) izdaje dozvole i podzakonska akta u vezi sa izdavanjem dozvola, regulisanjem i nadzorom agencija koje se bave procenom kreditnog rizika u Republici

17) vrši nadzor, preduzima i kontroliše sprovođenje mera i sankcija u vezi sa primenom zakona kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava, zakona kojim se regukiše poslovanje investicionih fondova i zakona kojim se reguliše sprečavanje pranja novca i finasiranje trezora

18) obavlja i druge poslove saglasno zakonu

Komisija je dužna da vodi sledeće vrste javnih registara:

1.registar izdavalaca kojima je Komisija odorila objavljivanje prospekta za javnu ponudu hartija od vrednosti

2. registar izdavalaca čiji su finansijski instrumenti uključeni u trgovanje na regulisani tržište, odnosno MPT u Republici

3. registar javnih društava , uključujući i određeni broj podregistara

4.registar pravnih i fizičkih lica kojima je odobren status kvalifikovanog investitora

5.registar izdatih i oduzeti dozvola za rad, dozvola za obavljanje delatnosti, uključujući i saglasnosti na opšta akta, upravu , kao i izrečene mere i sankcije

6.registar lica koja imaju dozvolu za obavljanje poslova brokera, portfolio menadžera i investicionog savetnika, kao i spisak lica kojima je oduzeta dozvola za rad

7.registre koje vodi saglasno zakonu kojim se uređuju investicioni fondovi

8.registre koje vodi saglasno zakonu koji uređuje preuzimanje akcionarskih društava

POSLOVI NADZORA

Komisija je dužna da najmanje dva puta godišnje po svom nahođenju proverava zakonitost poslovanja beze, i drugih profesionalnih učesnika na tržištu. Nadzor obavlja preko svojih kontrlora-inspektora.

MERE

Komisija može da izrekne nekoliko upravnih mera učesniku tržišta zbog utvrđenih povreda propisa ili nepravilnosti u poslovanju.Kada je berza u pitanju Komisija može izreći sledeće mere:

- nalog za otklanjanje nepravilnosti u poslovanju
- ukidanje sglasnosti na izbor članova uprave Berze, zbog čega Berza mora da izvrši izbor novih članova

- privremena zabrana trgovine sa određenim hartijama dok se ne otklone poremećaj
- isključenje iz kotacije pojedinih hartija (trajna zabrana trgovine na berzi)
- privremena zabrana (do tri meseca) berzi da raspolaže sredstvima sa računa
- privremena zabrana berzi da plaća dividende akcionarima i naknade zaposlenima i članovima uprave
- privremena (tri meseca) zabrana ili trajna zabrana rada berzi i oduzimanje dozvole za rad
- druga podobna mera za otklanjanje povrede propisa

Iste mere Komisija može da izrekne i trgovcu i drugom profesionalnom učesniku tržišta uz neke razlike.

Prvo, isključenje ili suspenziju neke hartije iz kotacije ne može da izrekne posredniku-trgovcu već samo berzi kao organizatoru trgovanja

Drugo, trgovcu može da izrekne meru zabrane obavljanja poslova (nekih ili svih) za koje je dobio dozvolu za rad.

Komisija može da izrekne novčanu kaznu nadziranom licu koji odbije da izvrši nalog za otklanjanje nepravilnosti u ostavljenjom roku ili koji ponovo povredi propis.

6.2. OBLICI OBAVEŠTAVANJA PROFESIONALNIH UČESNIKA

6.2.1. OBAVEŠTAVANJE BERZE PREMA KOMISIJI ZA HOV

Profesionalni učesnici su dužni da Komisiji dostavljaju određene izveštaje.

BERZA je dužna da Komisiji podnese:

1. izveštaj o trgovanju vrednosnicama sa kursnom listom na kraju svakog radnog dana
2. izveštaj o prijemu u članstvo, odbijanje i prestanak članstva (tri dana po odluci)
3. izveštaj o prijemu hartija u kotaciju, odbijanje i isključenje iz kotacije (tri dana po odluci)

4. godišnje izveštaje sa mišljenjem revizora i izveštaj o poslovanju (do petaestog jula za predhodnu godinu)
5. mesečnei izveštaj o poslovanju (do petnaestog u mesecu za predhodni mesec)
6. izveštaj o promeni ispunjenosti uslova o poslovanju (sadam dana od nastale promene)
7. druge podatke koje zatraži Komisija

6.2.2. FORME IZVEŠTAVANJA TRGOVACA I UPRAVLJANJE RIZICIMA

Brokersko- dilersko društvo je dužno da izračnava iznos kapitala, rizike i izloženost rizicima na način koji je propisan aktima Komisije.

Upravljanje rizicima je skup radnji i metoda za utvrđivanje, merenje i praćenje rizika uključujući i izveštavanje o rizicima kojima je brokersko-dilersko društvo izloženo ili bi moglo biti izloženo u svom poslovanju.

Brokersko –dilersko društvo propisuje procedure za indentifikovanje, merenje i procenu rizika, kao i upravljanje rizicima a u skladu sa propisima, standardima i pravilima struke.

U okviru ovih procedura Brokersko-dilersko društvo obuhvata sve vste rizika, a nročito:

- tržišni rizik
- kreditni rizik
- rizik likvidnosti
- operativni rizik
- rizici izloženosti prema jednom licu ili grupi povezanih lica

Brokersko-dilersko društvo je dužno da Komisiji dostavlja:

1.godišnji finansijski izveštaj i izveštaj o reviziji finansijskih izveštaja koji se izrađuje u skladu sa zakonom koji uređuje računovodstvo i reviziju- u roku koji ne može biti kraći od 60 dana niti duži od 120 dana od poslednjeg dana poslovne godine

2.mesečni izveštaj o poslovanju, i to najkasnije 15 dana nakon završetka meseca u kome se iskazuje usklađenost društva u pogledu kapitala i izloženosti riziku

3.podatke o promeni propisanih uslova za obavljanje poslova za koje je dobijena dozvola

4.druge podatke i informacije koje traži Komisija i to u formi i obliku koji je ona propisala

6.2.3. OBAVEŠTAVANJE DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE

Društvo za upravljanje dužno je da Komisiji podnese tri vrste izveštaja i to:

1. godišnje izveštaje za sebe i za investicione fondove kojima upravlja zajedno sa izveštajem revizora (do kraja marta za predhodnu godinu)
2. polugodišnje finasijske izveštaje za sebe i fondovima kojima upravlja sa izveštajem revizora (do kraja avgusta za predhodnih šest meseci)
3. kvartalne izveštaje (do desetog u mesecu za predhodno tromesečje)

6.2.4. OBAVEŠTAVANJE CENTRALNOG REGISTRA

Centralni registar je pravno lice koje se organizuje i posluje kao akcionarsko društvo u skladu sa Zakonom o Tržištu kapitala i Zakonu o privrednim društvima.Udeo državnog kapitala u Centralnom registru ne može biti manji od 51%.Akcije centralnog registra su obične sa pravom glasa, a sedište Centralnog registra je u Beogradu.

Minimalni kapital Centralnog registra ne može biti manji od 750.000 evra u dinarskoj protiv vrednosti, a kao i druga akcionarska društva mora imati odgovarajuća normativna akta i konstituisanu upravu.Potrebne saglasnosti, Centralni registar mora pribaviti od Komisije za hartije od vrednosti i za normativna akta i za imenovanje članova uprave.

Centralni registar vrši kontrolu nad svojim članovima u delu poslova koji se odnose na rad sa Centralnim registrom.

Kada u postupku kontrole Centralni registar utvrdi nezakonitosti i nepravilnosti koje predstavaljaju povredu odredaba Zakona o tržištu kapitala, akata Komisije i akata Centralnog registra, rešenjem nalaže članu da u određenom roku otkloni takve nepravilnosti.

Centralni registar takođe obaveštava organizatora tržišta i Komisiju o svakoj značajnoj povredi zakona i akata koje počini član Centralnog registra.

Centralni registar podnosi Narodnoj skupštini, Vladi i Komisiji, godišnji izveštaj o poslovanju najkasnije četiri meseca nakon završetka poslovne godine.Komisija bliže propisuje sadržaj i način podnošenja izveštaja kao i rokove za dostavljanje drugih izveštaja.

Centralni registar javno objavljuje godišnje finasijske izveštaje, koji moraju biti urađeni u skoladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija i iste dostavlja Vladi i Komisiji, sa izveštajem nezavisnog revizora.

Narodna banka donosi propise kojima se uređuje način obavljanja platnog prometa preko novčanih računa kod Centralnog registra.

Narodna banka Srbije vrši kontrolu zakonitosti poslovanja Centralnog registra i njegovih članova u delu koji se odnosi na obavljanje platnog prometa preko novčanih računa kod Centralnog registra.

6.3. IZVEŠTAVANJE KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI

Komisija za hartije od vrednosti, takođe ima zakonsku obavezu, da o svom radu izveštava, nadležne organe koji su propisani Zakonom.Ta izveštavanja prvenstveno se odnose na Skupštinu, kao zakonodavno telo i Republičku Vladu.

6.3.1. IZVEŠTAVANJE ZAKONODAVNOG TELA

IZVEŠTAJI KOJE KOMISIJA PODNOSI NARODNOJ SKUPŠTINI

Komisija podnosi godišnji izveštaj o poslovanju u roku od četiri meseca od završetka poslovne godine.

Ovaj izveštaj sadrži finasijski izveštaj o poslovanju za predhodnu godinu, izveštaj ovlašćenog revizora, i izveštaj o poslovanju Komisije tokom predhodne godine.

Godišnji finasijski izveštaj i revizija godišnjih finasijskih izveštaja Komisije vrši se na način utvrđen Zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija.

Finansijski plan za narednu godinu Komisija donosi do tridesetog novembra tekuće godine i upućje ga Narodnoj skupštini na potvrđivanje.

6.3.2. IZVEŠTAVANJE VLADE

Komisija je dužna, da jednom u šest meseci, informiše Vladu o svom radu i kretanjima na tržištu kapitala i da priloži dokumentaciju u vezi sa:

1) izdatim i oduzetim dozvoloma za rad, ovlašćenjima i saglasnostima u vezi sa poslovima sa hartijama od vrednosti
2) o ostvarivanju nadzorne funkcije i merama preduzetim u toku nadzora u i toku izveštajnog perioda
3) o preduzetim merama u nadzoru u toku izveštajnog perioda
4) o realizacija finasijskog plana Komisije za tekuću godinu
5) pravilnike i druga akta i sopštenja koja su doneta u toku izveštajnog perioda
6) druge priloge u sprovođenju nadležnosti Komisije

7. ZAŠTITA UČESNIKA NA FINASIJSKOM TRŽIŠTU

7.1. ZAŠTITA VLASNIKA AKCIJA

Za zaštitu prava vlasnika akcija postoji više načina i to:

- utvrđivanje međunarodno prihvaćenih računovodstvenih standarda i prakse javnog objavljivanja finansijskih informacija.To praktično znači da sve firme koje imaju emitovane akcije i koje su kotirane na berzi moraju javno staviti na uvid izveštaje o finansijskom poslovanju, kroz bilans stanja i bilans uspeha i izveštaj o novčanim tokovima kao i pojedina racia.
- zaštita od prevara, što je propisano zakonima i podzakonskim aktima kao i pravilima berze i berzanskih posrednika.Namera je zakonodavca da se spreče moguće korupcije, manipulacije, prevare i spreči trgovina na bazi posedovanja poverljivih informacija i drugo.
- smanjenje problema u odnosima menadžera i vlasnika akcija.To se događa i na razvijenim tržištima gde dolazi do zanemarivanja interesa akcionara od strane menadžera.
- zaštita manjinskih akcionara, kroz ponudu prava preče kupovine

7.1.1. POSEBNA ZAŠTITA MANJINSKIH AKCIONARA

Zakon o privrednim društvima u velikom broju svojih odredbi, reguliše materiju pojma akcionarskog društva, materiju osnovnog kapitala društva, njegovog smanjenja i povećanja, kao i pravima i obavezama imalaca akcija tog društva.Zakon utvrđuje i načine ostvarivanja i zaštite njihovih prava.

Odredbe Zakona definišu razlike između običnih i preferencijalnih akcija, zatim postupak sticanja i način otuđenja sopstvenih akcija, o odlukam po kojima se vrši smanjenje i povećanje kapitala društva, o načinu i vrsti akcija koje društvo izdaje, o klasama akcija. Zakon jasno definiše i prava organa koji donose odgovarajuće odluke a koje su vezane i izuzetno značajne za delatnost društva, svakako u nameri da se ostvare pozitivni ekonomski efekti i za društvo i za akcionare.

Odnos društva i akcionara

Zakon o privrednim društvima daje jednak tretman svim akcionarima.

Svi akcionari koji poseduju istu vrstu i klasu akcija tretiraju se pod istim okolnostima i na isti način.

Posle usvajanja finasijskih izveštaja za poslovnu godinu, dobit kompanije se raspoređuje sledećim redom:

- za pokriće gubitaka prenesenih iz predhodnih godina
- za rezerve, ako su one predviđene posebnim zakonom (zakonske rezerve)

Ako posle navedenog raspoređivanja, prestane deo dobiti, skupština ga može rasporediti za određene namene

- za rezeve ako ih je društvo predvidelo statutom (statutarne rezerve)
- za dividendu u skladu sa Zakonom

U savremenim zakonodavstvima u razvijenim tržišnim privredama, značajna pažnja se poklanja zaštiti prava manjinskih akcionara.Ta zaštita se pre svega odnosi na sprečavanju zloupotreba pozicije jednog ili više akcionara u odnosu na druge akcionare, sa namerom da se uklone štete koje mogu nastati između njih.Zbog toga se mogu sresti različiti oblici udruženja malih akcionara, koji preko tih asocijacija pokušavaju da utiču na nadležne organe pri donošenju odgovarajućih odluka.

Poznata je asociacija akcionara EURO SHAREHOLDER (Evropska asocijacija akcionara), sa sedištem u Briselu.Osnovni cilj ovog udruženja je da pri telima Evropske unije, iznosi svoja mišljenja, stavove i predlge, i na taj način utiče na donošenje odluka kojima bi se zaštitili interesi i prava akcionara.

Na tržištima koja su još u razvojnoj fazi kao što je to naše tržište, gde ne postoji pravna sigurnost, potrebna je Zakonska zaštita prava manjinskih akcionara.Radi se o zaštiti interesa akcionara u Akcionarskom društvu, pri donošenju različitih odluka sobzirom na njihove različte pozicije koje zavise pre svega od učešća u vlasništvu kompanije.Za one akcionare koji nemaju većinski paket akcija u vlasništvu (ispod 50% akcija) pozicija je nepovoljnija od drugih akcionara koji u svom posedu imaju kontrolni paket akcija.Na ime oni koji imaju više od 50% akcija, u postupcima donošenja odluka na sednicama nadležnih organa imaju mogućnost da direktno utiču na politiku poslovanja kompanije.Radi se o odnosu manjinskih i većinskih akconara.Na

skupštini gde se donose odluke, manjinski akcionari nemaju dovoljan broj glasova da donesu odluku o ostvarivanju svojih interesa u situacijama kada njihovi interesi nisu isti kao interesi većinski akcionara.U teoriji se za manjinske akcionare koristi termin akcionarska manjina po kapitalu, kako bi se precizirala njihova pozicija, jer po broju su oni u većini u odnosu na ukupan broj akcionara u akcionarskom društvu.

U našem Zakonu o privrednim društvima, kontrolni akcionar jeste lice, koje samo ili sa drugim licima koja sa njim deluju zajedno, ima više od 50% glasačkih prava u društvu, što u akcionarskom društvu označava vlasništvo i pravo glas sa više od 50% običnih akcija-većinsko učešće.Kao kontrolni akcionar, prema istom Zakonu može biti i lice koje na drugi način vrši kontrolni uticaj na upravljanji društvom, na osnovu svojstva akcionara ili na osnovu zaključenog ugovora.

Za sveukupno sagledavanje zaštite prava i interesa manjinskih akcionara nije dovoljno samo posmatrati položaj akcionara u akcinarskom društvu, već na celokupnom finansijskom tržištu.Uređenost pravnog sistema, izgrađenost tržišnih institucija i pravnih mehanizama, kao i efikasnosti pravosudnih organa, imaju direktan i značajn uticaja na zaštiti i ostvarivanje prava svih učenika na finansijskom tržištu, a naročito manjinskih akcionara.Kao što vidimo od funkcionisanja velikog broja institucija zavisi sigurnost sticanja, zaštite i raspolaganja pravima i manjnskih i većinskih akcionara.

7.1.2. PRAVA MANJINSKIH AKCIONARA

Ovde sa pre svega misli o pravima i mogućnostima da na skupštini i drugim organima imaju prava u učestvovanju pri donošenju odluka koje se tiču poslovanja društva, donošenju investicionih odluka, i razvojnih strategija.Za donošenje validnih odluka akcionarima moraju biti dostupne sve relevantne i pravovremene informacije o poslovanju društva.Moraju se sprečiti pojave da se od akcionara kriju važne informacije, kao i da se daju saveti koji mogu štetiti interesima malih akcionara.

U razvijenim tržišnim privredama gde postoji nesmetano odvijanje prometa i transakcija sa različitim hartijama od vrednosti, postoje i kvalitetne savetodavne i posredničke usluge za sve one kojima takve usluge trebaju.Tako su nezadovoljni akcionari u prilici da lakše realizuju svoje odluke, da akcije jednog društva zamene akcijama drugog društva ili da iskoriste predlog za neku drugu investicionu mogućnost.

Svakako da akcionarima na nerazvijenim tržištima nedostaju ovakve mogućnosti zbog čestih promena sistemskih zakona, nedovoljno izgrađenih

finansijskih institucija, nerazvijene primene etičkih principa, odsustva vladavine prava, nedovoljne edukovanosti i u kratokom periodu „pojave“ velikog broja novih vlasnika akcija, kao i nedostatak savetodavnih usluga.

Zbog toga svega vlasnici akcija i drugih instrumenata ostaju nezadovoljni u društvu čije akcije poseduju ne razmišljajući o njegovoj realokaciji u neku drugu investicionu mogućnost.Svim akcionarima treba pružiti zaštitu a posebno manjinskim, obzirom da su oni manje obučeni i da mogu pretrpeti značajne gubitke i štetu kako od nesavesnog i zlonamernog nastupanja većinskog akcionara, tako i od menadžmenta kompanije i profesionalaca koji se bave ovim poslom.Njima je potrebna pojačana zaštita inkorporirana u pravni sistem i pružena od odgovarajućih institucija.

Ta zaštita manjinskih akcionara, prvenstveno se odnosi na zaštitu u okvirima Akcionarskog društva, kroz zaštitu u procesu odlučivanja.Pravo njih štiti preko sledećih obaveza:

- sazivanje skupštine
- proveru rada oragana društva
- pozivanje na odgovornost članova uprave
- kontrolu poslovanja kompanije
- istupanje iz društva i dr.

Tako je u Zakonom o tržištu kapitala predviđena obaveza za Javna društva, čijim se vlasničkim hartijama trguje na regulisanom tržištu, odnosno na MTP, da obavezno obezbedi sve informacije potrebne akcionarima za ostvarivanje njihovih prava, uz odgovarajuću zaštitu celovitosti tih podataka.

Javno društvo dužno je naročito da:

- pruža informacije o mestu, vremenu i dnevnom redu održavanja skupštine akcionara, ukupnom broju akcija i akcijama sa pravom glasa, kao i pravo akcionara da učestvuje u radu skupštine u skladu sa zakonom koji uređuje privredna društva
- dostavi izjavu o punomoćniku pismenim putem ili u elektronskoj formi, zajedno sa obaveštenjem o održavanju skupštine, svakom licu koje ima pravo glasa na skupštini akcionara
- odredi kreditnu instituciju preko koje izvršava svoje finasijske obaveze prema akcionarima
- objavi ili dostavi obaveštenje o dodeli i isplati dividende, kao i o emisiji novih akcija, uključujući informacije o novoj dodeli, upisu, poništavanju ili zameni postojećih instrumenata.

Kada se govori o zaštiti manjinskih akcionara tada se javlja potreba za njihovom zaštititom i kada se nađu na finansijskom tržištu u ulozi prodavca ili kupca akcija.Tada se susreću sa profesionalcima i drugim učesnicima na tržištu. U poslovanju sa hartijama od vrednosti koriste se razne profesionalne usluge (savetodavne, posredničke i zastupničke). Zbog toga se javlja potreba da se zaštite njihova prava zbog neukosti i manje znanja i nedovoljnog iskustva, kao ni finansijske moći, da zaštite svoje interese u odnosnu na druge učesnike.

Zakonska zaštiti prava akcionara obuhvata pre svega sledeće:

- mogućnost pobijanja odluke skupštine akcionara koje su suprotne Zakonu i statutu društva,
- pravo na naknadu štete,
- zaštitu opšte zakonisti rada

Mora se naglasiti i uloga Kontrolnog organa-Komisije za hartije od vrednosti, da saglasno svojim ovlašćenjima može štiti interese akcionara u situacijama kad su narušena njihova prava.

Zakonodavac inače vodi računa i o pravima većinskih akcionar stečena ulaganjem većinskog kapitala, kao i to da se ne ometa donošenje odgovarajućih odluka u okviru kompanije.U koliko manjinski akcionari ne mogu ostvariti svoju zaštitu u okvirima akcionarskog društva oni mogu koristiti mere sudske zaštite

Zaštita akcionara po osnovama Zakona o privrednim društvima iz 2011 godine predstavlja solidnu osnovu za zaštitu manjinskih akcionara. On predviđa nekoliko različitih mehanizama za zaštitu akcionara i ovom prilikom ukazujemo na nekoliko važnih.

Pravo učešća u radu Skupštine društva.

Zakon daje pravo glasa svim akcionarima na skupštini bilo direktno ili preko punomoćnika.Donete odluke su punovažne za sve članove koji su učetvovali u donešenju odluka, bez obzira da li su glasali za ili protiv usvojene odluke.Ako manjinski akcionari smatraju da su donetom odlukom povređena njihova prava, oni kao nesaglasni akcionari mogu koristiti određena prava predviđena Zakonom o privrednim društvima.

Zakon takođe decidno precizira obavezu većinskih akcionara da moraju uvek raditi u interesu akcionarskog društva, a kao lica koja imaju dužnost prema

društvu navode se između ostalih članovi upravnog odbora i većinski kontrolni akcionari.[17]

Za zaštitu svojih prava i interesa Zakon daje mogućnost akcionarima da podnesu pojedinačnu ili derivatnu tužbu.

Individualnu tužbu akcionar može podneti u svoje ime, protiv određenih lica za nadoknadu nastale štete kao posledice povrede propisanih dužnosti.Tužba može biti podneta protiv kontrolnih akcionara, zastupnika društva, članova upravnog , nadzornog i izvršnog odbora, revizora, likvidacionog upravnika ili lica koja po ugovoru upravlju poslovima društva.

Tužbu može podneti jedno lice u svoje ime, ili više lica koja deluju zajedno, ali ponovo u svoje ime.[18]

Individualna tužba se odnosi na odgovornost samog društva, ali se i konkretizuje na direktnu odgovornost lica koja su radila suprotno Zakonu.Tužbe sa ovakvim zahtevima proističu iz nezadovoljstva akcionara sa isplaćenim dividendama, kod povrede prava preče kupovine-upisa akcija, kod povrede prava glasa, ili kod povećanja ili smanjenja kapitala.

Svaki akcionar ima pravo da podnese i derivatnu tužbu u svoje ime, a za račun društva protiv odgovornih lica koja su naznačena u predhodnom stavu.Tužbeni zahtev se definiše tako da se njime zahteva i traži nadoknada štete prouzrokovane akcionarskom društvu od strane odgovornih lica zbog povrede propisanih dužnosti koje imaju prema društvu.

Da bi tužbeni zahtev bio saglasan Zakonskim propisima moraju biti ispunjeni neophodni uslovi:

- da lice podnosilac tužbe ima svojstvo akcionara
- da poseduje najmanje 5% osnovnog kapitala društva
- da je pre podnošenja tužbe, pismenim putem zahtevalo od akcionarskog društva da podnese tužbu po tom osnovu i da je pismeno obavešten o odbijanju zahteva, odnosno da u roku od 30 dana nije postupljeno po pismenom zahtevu od dana podnošenja zahteva

Ostvarena naknada štete pripada akcionarskom društvu, a podnosilac tužbe ima pravo na nadoknadu sudskih troškova.[19]

Zakonom o privrednim društvima isključena je mogučnost vansudskog rešavanja sporova po derivatnim tužbama, kako bi se izbegle moguće zlupotrebe.

---

[17] Zakona o Privrednim društvima
[18] Zakona o Privrednim društvima
[19] Zakona o Privrednim društvima

Ono što manje motiviše akcionare za podnošenje derivatnih tužbi je okolnost da nadoknade pripadaju društvu a ne podnosiocu tužbe.

Pravo na informisanje akcionar i pristup aktima i dokumentima društva

Zakonodavac štiti poziciju akcionara člana društva, daju ći mu pravo na informisanje i uvid u određenu dokumentaciju društva koja nije suprotna zakonu.Akcionar može u pisanoj formi zahtevati uvid u određenu dokumentaciju uz obavezu navođenja sledećih podataka:

- svoje lične podatke i podatke koji ga indentifikuju kao člana društva
- mora navesti koje dokumente i akta traži na uvid
- mora naglasiti svrhu uvida tražene dokumentacije
- mora navesti i podatke o trećim licima kojima namerava takođe dati na uvid dobijenu dokumentaciju

Ako društvo ne postupi po pismenom zahtevu akcionara u roku od osam dana od dana prijema zahteva, nezadovoljan član društva može u narednih trideset dana podneti tužbu nadležnom suda da u vanparničnom postupku naloži društvu uvid u traženu dokumentaciju i pristup traženim aktima.

Važno je naglasiti da je postupapak hitan i da sud mora u roku od osam dana doneti odluku od dana prijema zahteva.

Takođe jedno od prava manjinskih akcionar u smislu njegove zaštite je i zakonska mogućnost izlaska iz akcionarskog društva.[20]

U zakonu su regulisana i prava akcionara u slučaju neslaganja i na otkup akcija od akcionarskog društva.Akcionari koji su glasali protiv neke odluke ili su bili uzdržani od glasanja imaju pravo istupanja iz društva, prodajom akcija sopstvenom društvu, po tržišnoj ceni.

Zakon je posebno definisao uslove za ostvarivanje ovog prava a koje se odnose na:

- promene osnivačkog akta društva, koja se tiču prava akcionara
- statusne promene društva
- promene pravne forme društva
- sticanje i raspolaganje imovinom velike vrednosti

[20] Zakona o Privrednim društvima

Svakako uslov je da se akcije ovog društva kotiraju na zvaničnom tržištu-berzi, tako da nezadovoljni akcionari mogu da izvrše dislokaciju svog kapitala.

7.1.3. PRINUDNA PRODAJA I KUPOVINA AKCIJA

Prinudna prodaja akcija

Ovaj institut prvi put je kod nas uveden 2004 godine u Zakonu o privrednim društvima.Uvođenje ove pravne norme u našem Zakonu iniciran je Direktivom evropske unije br.XIII o preuzimanju akcionarskih društava.

Ovaj institut je različito regulisan od zemlje do zemlje, ali u suštini se razlikuju dva koncepta, jedan za razvijena tržišta i sa razvijenim i efikasnim pravosudnim sistemom, gde se pravo na prinudnu prodaju može koristiti bez obzira na način sticanja i učešća u kapitalu (tender, aukcija, na berzi ili putem dokapitalizacije).

Na drugoj strani su tržišta i zemlje gde su ove institucije u fazi razvoja, pa je i naš pravni sistem prihvatio ovaj rigorozniji stav kada je prinudna prodaja i kupovina u pitanju kao jedna od mera u zaštiti prava i interesa manjinskih akcionara.Ovaj koncept povezuje pravo na prinudnu prodaju sa javnom ponudom za preuzimanje, odnosno ovo pravo postoji ako je propisano učešće u kapitalu društva (kod nas 95%) stečeno putem uspešnog preuzimanja akcionarskog društva (javnom ponudom).

U Zakonu o privrednim društvima ova odredba isključivo je vezana za uspešno sprovedeni postupak preuzimanja akcionarskog društva.

Lice koje u postupku preuzimanja javnom ponudom otkupi najmanje 95% akcija nekog akcionarskog društva, pod određenim uslovima, ima pravo da kupi i akcije od akcionara koji nisu prihvatili prodaju po toj ponudi (nesaglasni akcionari) pod uslovima iz javne ponude.[21]

Isto rešenje preuzeo je i zakon o Preuzimanju akcionarskih društava[22], odnosno prinudna prodaja isključivo je vezana za uspešno preuzimanje akcionarskog društva javnom ponudom.Lice koje je steklo 95% akcija sa pravom glasa, u toku postupka preuzimanja javnom ponudom ima pravo da u propisanom postupku, otkupi akcije od preostalih akcionara.Svakako to pravo podrazumeva i obavezu akcionara da proda svoje akcije.

---

[21] Zakona o privrednim društvima.
[22] Zakon o preuzimanji akcionarskih društava

7.1.4. PRINUDNA KUPOVINA AKCIJA

Suprotan institut u odnosu na prinudnu prodaju, Zakon o privrednim društvima je uveo i institut prinudne kupovine akcija.

Akcionar koji stekne 95% akcija nekog društva (većinski vlasnik) obavezan je da kupi akcije preostalih akcionara na njihov zahtev (manjiski akcionari) pod određenim uslovima.[23]

I u Zakonu o preuzimanju akcionarskih društava, takođe postoje odredbe koje definišu ovaj postupak.Ovde se radi o ponuđaču koji je stekao najmanje 95% akcija društva nakon sprovedenog postupka preuzimanja.

Kada je ponuđač otkupio najmanje 95% akcija ciljanog preduzeće (većinski akcionar) obavezan je da kupi akcije preostalih akcionara, na njihov zahtev po istim uslovima iz ponude.Manjinski akcionari imaju pravo na ovu prodaju preostalih akcija, što je ujedno i obaveza većinskog akcionara da akcije kupi po zahtevu manjinskih akcionara.

7.1.5. SPAJANJE I PODELA AKCIJA[24]

Institut podele i spajanja akcija nalazi se i u Zakonu o privrednim društvima-član. O podeli i spajanju akcija odlučuje skupština akcionara.I u ovom slučaju mora se voditi računa da se ne povrede prava imalaca varanata za sticanje akcija, kao ni imalaca obveznica zamenljivim za akcije.

Poslovnu politiku akcionarskog društva vodi menadžment kompanije, a na osnovu smernica koje dobija od Upravnog odbora kompanije.U pogledu važnih odluka za rad acionarskog društva, zakonodovac je ovlasti skupštinu akcionara da o tim pitanjima donosi odluke.

Podela akcija (stock split), praktično znači da se jedna akcija, sa višom nominalnom vrednošću, deli na dve ili više akcija sa manjom nominalnom vrednošću.Kada menadžment kompanije čije su akcije kotirane na berzi proceni da je cena njihovih akcija visoka, ono može doneti odluko o podeli akcija (stok split) što znači deobu ili umnožavanje akcija.Ta visoka cena može izgledati visoka i nedostupna za male investitore, pa menadžment pristupa činu podele.Najčešća je praksa da se jedna akcija iste klase deli na dve, i ako zakon daje mogućnost da se jedna akcija deli na više akcija.

---

[23] Zakon o privrednim društvima
[24] Zakon o tržištu kapitala

Namera je da se na taj način poveća promet akcija na berzi, zbog „povoljnije“ cene koja se sada utvrđuje na tržištu.Sam čin podele znači da se broj akcija uvećava, ali se samim tim pojedinačna vrednost propolciono smanjuje.Podela akcija nema nikakvog uticaja na akcionare, jer se iznos njihovog učešća u osnovnom kapitalu kompanije ne menja, ali se menja broj akcija koje sada poseduju.Akcionari dobijaju veći broj akcija sa nižom nominalnom vrednošću, što je u stvari isto kao i pre podele.Ovaj čin, nosi efekat, sigurnosti i dobija na značaju zbog osećaja da posedovanje većeg broja akcija –vredi više.

U koliko neki akcionar poseduje 50 akcija neke firme, čija je pojedinačna vrednost 1000 dinara, njegova ukupna vrednost kapitala sa kojom učestvuje u kapitalu akcionarskog društva iznosi 50.000 dinara.Posle sprovedene procedure podele akcija, naš akcionar će imati, veći broj akcija, sada 100, čija će nominalna vrdnost biti ne više 1000 dinara , već duplo manja, odnosno 500 dinara po akcija.Akcionar zadržava isto učešće u kapitalau od 50. 000 hilada kao i pre podele.Ovim postupkom akcionarsko društvo, nastoji da privuče veliki broj malih investitora da kupuju njihove akcije.

SPAJANJE AKCIJA

Potpuno suprotni postupak od predhodnog, kada dolazi do toga da se veći broj akcija sa manjom nominalnom vrdnošću, spaja u manji broj akcija sa većom nominalnom vrednošću.Rukovodstvo akcionarskog društva, u oba ova slučaja, rukovodstvo sprovodi odluku skupštine.U slučaju spajanja akcija radi se o želji, da se izvrši usklađivanje akcija sa različitim nominalnim vrednostima(asimilacija) ili da se izvrši samo promena postojeće nominalne vrednosti.Suština je da se u oba slučaja akcionarovo učešće u kapitalu kompanije ne menja.Za sprovođenje ovih odluka neophodno je da ove odredbe postoje u statutu društva.

Ako se dogodi da u postupku podele ili spajanja akcija, kod nekog akcionara da nastane okolnost da mu preostne deo akcije ili da mu nedostaje deo za jednu akciju, zakon propisuje pravo da on od društva, pismenim putem zahteva i to u roku od 30 dana od dana donošenja odluke, da dokupi nedostajuću akciju, kako bi na taj način stekao celu akciju ili da bude isplaćen od strane društva za deo akcije koja bi mu preostane.

Akcionar koji je zahtevao da dokupi nedostajući deo akcije, obavezan je društvu da uplati tržišnu vrenost nedostajućeg dela akcije.

Isti važi i za društvo, u situaciji, da je akcionar zahtevao da mu društvo odkupi preostali deo akcije, tada društvo plaća takođe tržišnu cenu akcija.

U slučajevima da ove situacije dovedu do povećanja ili smanjenja kapitala društva ali manjeg od 1%, društvo nema obavezu da primanjuje odredbe Zakona o privrednim društvima o smanjenju ili povećanju kapitala, ali zato ima obavezu da te promene registruje u skladu za zakonom o registraciji.

Ako je društvo izdalo finansijske instrumente koji se mogu zameniti za obične akcije, a bude sprovodilo odluke o podeli i spajanju akcija, u obavezi je da istovremeno donese odluku, odnosno preduzme druge rednje koja će obezbediti da prava imalaca tih finansijskih instrumenata ostanu nepovređena.

Zakonodavac štiti interese ovih vlasnika instrumenata, tako što svakom imaocu ovih instrumenata obezbeđuje mogućnost zaštite preko tužbi nadležnom sudu, kojom se može zahtevati da se ovakva odluka može staviti van snage.

7.2. ZAŠTITA POVERILACA

Ranije je naglašeno da zakonodavac sve akcionare vlasnike akcija iste klase jednako tretra.U postupku smanjenja osnovnog kapitala društva, akcionari iste klase akcija imaju isti tretman.Tokom svog poslovanja akcionarsko društvo može doći u situaciju da donosi odluku o smanjenju osnovnog kapitala.

Osnovni kapital društva može se smanjiti u sledećim slučajevima:

- povlačenjem i poništavanjem akcija u vlasništvu akcionara
- poništenjem sopstvenih akcija društva
- smanjenjem nominalne vrednosti akcija, odnosno računovodstvene vrednosti, kod akcija koje su emitovane bez nominalne vrednosti
- drugi uslovi propisani zakonom

Smanjenje osnovnog kapitala društva vrši se uz obavezu primene odredaba Zakona o zaštiti poverilaca.Pored obaveštavanja poverilaca o donetim odlukama, veoma važno pitanje je da se obezbedi mehanizam za brzu naplatu neneplaćenih potraživanja.To podrazumeva efikasan sudski i nadzorni sistem.

7.3. BERZANSKE SMICALICE

Berzanske smicalice jesu radnje koji učesnici berzanske trgovine (spletkaroši) preduzimaju sa namerom da promene tekući kurs kotiranih stvari, protivno delovanju tržišnih zakona (zakona ponude i tražnje) kako bi sebi ili drugim učesnicima pribavili imovinsku korist kupoprodajnim ugovorom sa drugim učesnicima koje time oštećuju.Smicalice se nazivaju i tržišnim zloupotrebama ili manipulacije.

STVARANJE LAŽNOG TRŽIŠTA

Posledica uspešno preduzete smicalice je stvaranje lažnog (veštačkog) tržišta. To je tržište na kome kurs jedne ili više kotiranih stvari ne odražava stvarni odnos ponude i potražnje te se ne poklapa sa njihovom stvarnom tržišnom vrednošću.Znači na lažnom tržištu utvrđeni kurs kotiranih stvari, koja je premet smicalica, viši je ili niži od njene stvarne vrednosti.Otstupanja kurseva od stvarne tržišne cene nije poznato učesnicima na tržištu koji nisu učestvovali u smicalici.Time su oni postali moguće žrtve spletkaroša.Spletkaroši stvaraju i održavaju kod ostalih učesnika tržišta pogrešan utisak o isplativosti i rizičnosti kupovine ili prodaje predmeta smicalica, sve dok ne uoče priliku i žrtvu da okončaju spletku u svoju korist.Tada žrtva poda u „zamku“ i zaključuje berzanski posao sa spletkarošom po onom kursu koji odgovara spletkarošu. Ispunjavanjem posla spletkaroši prestaju sa svojim aktivnostima a ostvaruju dobit. Nakon toga se kursevi vraćaju na njehovu stvarnu tržišnu vrednost, čime žrtva trpi gubitak, često i ne shvatajući da je iskorišćena.

Pogrešan utisak na tržištu održava se „veštačkim putem“, koji se sastoji u preduzimanju radnji koje sprečavaju delovanje tržišnih zakona.Da li se radnje preduzimaju na strani ponude ili tražnje to nije važno, ali su važne posledice.Ako se njima ograničava tražnja, tada se obaraju kursevi predmeta smicalice ili se veštački uvećavaju, čime se kursevi podižu a sve u zavisnosti šta spletkarošima odgovara u datim oklnostima.Spletkaroši veštački menjaju i održavaju kurs kad im se zbog delovanja ekonomskih zakona, računica u poslovima ne ostvaruje.Da bi se računica ipak ostvarila oni moraju da spreče, ograniče ili izigraju delovanje tržišnih zakona.

Sve stvari kotirane na berzi mogu biti pretmet smicalica, ako u njihovoj trgovini može da se izazove neprirodna promena cena u datim okolnostima.Ipak najčešće smicalice se preduzimaju na tržištima sa hartijam od vrednosti ali mogu se pojaviti i kod drugih predmeta trgovine (roba, plemeniti metali, novac), kako na zvaničnim berzama tako i na van berzanskim tržištima.Najopasnije su masovne smicalice kojima se oštećuje veliki broj malih učesnika.Kad oštećeni uoče da su izigrani , gube poverenje na berzu, povlače svoj kapital iz berzanske trgovine, čime nastupa njen pad.

7.4. SADRŽAJI BERZANSKIH SMICALICA

7.5. POZNATI MODELI BERZANSKIH SMICALICA

Postoje mnogi primeri izigravanja učesnika tržišta i izvrtanja tržišnih zakona.U praksi su takva ponašanja postala tipična pa su dobila i svoja imena.Pravo ih je uredilo sankcionišući njihove učinioce.

LAŽNE GLASINE (false rumors), to je radnja kojom jedno lice ili više njih pušta pogrešne vesti o određenom izdavaocu ili o konkretnoj stvari kako bi se stvorio pogrešan utisak u javnosti o njenoj vrednosti i time nave učesnike tržišta da kupuju ili prodaju po kursu koji odgovara prenosiocima pogrešnih vesti.Lažne glasine mogu da budu povoljne za predmet smicalica (na primer veličanje emitenta akcija), čime se njegova tržišna situacija prikazuje povoljnijom nego što jeste, što za posledicu ima rast kurseva njegovih hartija.Kada kurs poraste spletkaroši ga prodaju uz dobit.Nepovoljne glasine se šire u situcijama kada kurs treba da se obori jer su spletkaroši ročno prodavali te hartije bez pokrića.Kada kurs hartija padne, spletkaroši kupuju po niskoj ceni i vraćaju pozajmljene hartije orginalnim vlasnicima, ostvrujući zaradu na razlikama u ceni.

PRIVIDNI UGOVORI (wash sales, fictitious trade) jeste mnoštvo ugovora kojim njegovi ugovornici stvaraju utisak učestale trgovine kotiranih hartija-robe, kod učesnika tržišta, a da im se stvrni vlasnik ne menja.

Ugovori se zaključuju između lica koja ih uopšte ne ispunjavaju, ili ih jedan ugovornik ispunjava sredstvima koji je dobio u dogovoru sa drugim ugovoračem.

Ugovori se obavljaju na berzi, ali se ne ispunavaju, te izgleda kao da se predmetom koji je predmet ugovora, stvarno trgovalo.Kad ugovor dospe, ugovornici odustaju od njega, a u slučaju rizika da budu otkriveni, ispunjavaju

ugovor, pa ga zatim međusobno dele ili vraćaju novac i stvari.Prividni ugovori se praktikuju kada imalac neke robe ne može da nađe kupca, jer niko nije zainteresovan za njenu kupovinu.

PREKLAPANJE NALOGA (ukrštanje naloga, matching orders), jeste radnja kojom klijent u berzi daje berzanskim posrednicima nalog i za kupovinu i za prodaju iste vrste stvari, iste količine za istu cenu i isti rok dospelosti, tako da je isto lice i kupac i prodavac stvari.Pošto se berzanski posao obavlja između dva posrednika u berzi, koji rade za isto lice, stvara se utisak kao da je obavljen promet, i ako i stvari i novac ostaju u imovini nalogodavca.Pošto posrednici ne saopštavaju imena svojih klijenata, sugovrniku, klijent ostaje skriven, te se ne primećuje da promet nije ostvaren i da u stvari vlasnik nije promenjen.Ove radnje sa preklapajućim nalozima može da organizuje jeno lice ili više njh.Kad je u pitanj jedno lice, tada on daje naloge dvojici posrednika, jednom nalog prodaje a drugom nalog kupovine i to sa istim cenama, količinom i rokom dospeća.On ustvari zaključuje posao sam sa sobom, ali plaća proviziju za dva posrednika.Kada su uključena dva lica tada se jedan javlja u ulozi prodavca a drugi u ulozi kupca.Preklapanje naloga ima za cilj samo da stvori utisak o učestalosti trgovine, bez promene kursa, kako bi se drugi učesnici uključili u trgovinu.Ako preklapanje naloga ima za cilj podizanje ili obaranje kursa određene stvari-hartije, tada svaki sledeći posao glasi na malo veći ili manji kurs od predhodnog.Kada je u celu akciju uključeno više lica, koji su međusobno dogovorili operaciju, tada se radi o posebnoj vrsti smicalica koja se zove kampanja za promenu kursa (udruživanje-pool).

SKALPIRANJE (scalping) je radnja kojom investicioni savetnik kupi za svoj račun vrednosnice-hartije, a zatim svojim klijentima preporuči njihovu kupovinu.Na taj način on aktivira povećanu tražnju za njima, a time im podiže i kurs.Kada kurs poraste, savetnik prodaje ranije kupljene vrednosnica uz dobitak, čime „skalpira“ svoje naivna klijenta.Način na koji je izvršena preporuka nije mnogo bitan, ali je važna suština, da je preporuka izazvala podizanje kursa, što je ipak prevara.Čak i u situaciji da je do povećanja kursa došlo zbog stvarnih pokazatelja, ovko ponašanje investicionog savetnika predstavlja smicalicu-manipulaciju.Zbog ovakog ponašanja savetnika, sledi mu kaznenopravno i upravnopravno sankcionisanje.Sobzirom da ulagač ne trpi štetu, jer je kurs stvarni, oni nemaju pravo da traže od savetnika naknadu razlike u ceni po pravilima imovinskopravne odgovornosti koje nema.Ipak imaju pravo da traže poništaj posla koji su zaključili i naknadu troškova posla, koji ne bi pretrpeli da nisu bili podstaknuti savetnikovom preporukom.

MULJANJE (mešanje, churning), je radnja upravljača portfolia, koji nepotrebno i često menja kreirani portfolio hartija od vrednosti za klijenta sa namerom da klijentu naplati proviziju.Portfolio menadžer-upravljač portfolia,

ima diskreciono pravo da za klijenta uvećava vrednost portfolija, što znači da može prodavati rizične hartije (hartije slabijeg kvaliteta, hartije čiji kursevi padaju-rizične hartije) i da za dobijeni novac popunjava portfolio sa kvalitetrtnim hartijama.U situaciji kada upravljač portfolia kupuje i prodaje hartije iz portfolia, a ne uvećavajući njegovu vrednost, ili ne održava postojeći nivo njegove vrednosti, kaže se da upravljač "mulja" klijentov portfolio.[25]

LIČNO NUĐENJE (high pressure sales tactics) je radnja koja se satoji od ličnog prilaženja trgovca neukim ulagačima radi ubeđivanja da kupe kotirane hartije-stvari.Ličnim pristupom, iskusni trgovac vrši značajan pritisak na neukog ulagača da kupi kotirane hartije, koje inače ne bi kupio.Načini ubeđivanja su veoma različiti a kreću se od posete kućama, preko slanja pisama, telefonskih poziva, organizovanjem promocija, do elektronskih poruka.Ovakav način prodaje je izričito zabranjen, a ako ponuđeno lice ipak kupi hartije, ono ima pravo da u određenom roku raskine ugovor, vraćajući kupljene hartije prodavcu uz pravo na povraćaj realne cena.

SKRIVANJE (parking) je posao kojim jedno lice (stvarni vlasnik) prodaje svoje hartije drugom (pojavni, registrovani vlasnik) kako bi sakrio svojinu na njima, istovremeno se obavezujući da će ih od kupca kasnije otkupiti po istoj ceni.Kako se ovim poslom skriva stvarni vlasnik hartija od nekog lica (akcionar od uprave akcionarskog društva), smatra se smicalicom, odnosno prevarnom radnjom.

SATERIVANJE U ĆOŠAK (cornering) jeste skup ugovora kojim jedan ili više učesnika na tržištu pokupuju većinu vrednosnica-hartija nekog izdavača, i to kada uoče da je drugi učesnik kupvao ročno te hartije bez pokrića u većem obimu, nadajući se padu njihovog kursa.U času dospelosti svojih obaveza ročni prodavac ne može da kupi dovoljno predmetnih vrednosnica na tržištu, kako bi ispunio svoju obavezu prema svojim klijentima, pa je prinuđen da hartije kupuje od spletkaroša koji ih jedino imaju.Oni mu nameću preveliku cenu, a on je prinuđen da ih plaća kako ne bi predstavljao „problem" na tržištu.I ako je saterivanje u ćošak ozbiljna smicalica koja je štetna za tržište, u anglosaksonskim zemljama nije sankcionisana izuzev ako su spletkaroši naveli žrtvu na veće ročne prodaje bez pokrića, prikazujući da na tržištu ima dovoljno „slobodnih"vrednosnica da bi mu kasnije nametnuli visoku cenu.

KAMPANJA (pool) to je ukupnost radnji više lica, kojom se po njihovom unapred dogovorima zaključuje mnoštvo kupoprodajnih ugovora sa ciljem da se kurs neke kotirane stvari neprimetno podigne ili spusti u zavisnosti od

[25] Muljanje se često zove trgovina motivisana za naplatom provizije. U SAD je muljanje krivično delo, a u Britaniji povlači samo disciplinsku i imovinsku odgovornost upravljača portfolia. U Srbiji je to privredni prestup - čl. 250 ZTHV

namere grupe, kao da su posledica delovanja ponude i tražnje.Poslovi se inače zaključuju između članova grupe (sindikati, udruženja), a kada se proceni da su postigli određeni nivo kursa, učesnici kampanje nakupovane stvari prodaju po toj postignutoj ceni, i na taj način ostvaruju dobitak obzirom da cena nije stvrana ni tržišna.Po predstanku kampanje kurs se vraća na realan nivo, ostavljajući žrtvama gubitak u razlici u ceni.

7.6. ZAŠTITA INVESTITORA - SANKCIONISANJE BERZANSKIH SMICALICA

Berzanske smicalice su zabranjene, te su njihovi izvršioci kaznenopravno, upravnopravno i imovinskopravno sankcionisani. Od zabrane sankcionisanja izuzeti su samo izdavaoci i članovi njihove uprave u situaciji prodaje emisije hartija od vrednosti, kad je kao motiv prodaje namera da se tržište smiri.Njima je uz saglasnost regultornog organa dozvoljeno podešavanje kursa, protivno delovanju tržišnih zakona, ako je stabilnost kursa značajnija nego slobodno delovanje tržišnih zakona.Na taj način se omogućava da se prodaju sve hartije u emisiji po primerenoj ceni, bez prevelikih rizika od „ vruće „ emisije ili od njenog neuspeha.Vruća emisija je ona u kojoj tržišna cena hartija skoči bitno iznad emisione, a neuspela emisija je ona kada izdavalac nije uspeo da proda sve hrtije, zbog čega nije sakupio dovoljno kapitala za završetak planiranog poduhvata.

Kaznenopravno sankcionisanje se satoji u tome što su mnoge smicalice predviđene kao krivična dela ili privredni prestup ili prekršaj, za koje je predviđena novčana kazna a u težim slučajevima i kazna zatvora.Dovoljno je da oštećenik dokaže da je počinilac smicalice imao nameru da veštački izmeni kurs u datim okolnostima na tržištu, pa da ovaj bude kaznenoprvno odgovoran.

Upravnopravno sankcionisanje se sastoji u prinudnim merama koje preduzimaju zvanični organi nadzora na tržištu prema izvršiocima smicalica.Oni mogu da nalože prestanak tih radnji, mogu da otklone posledice, mogu da vrate kurs na realni nivo, da zabrane privremeni ili stalni rad spletkaroša i da preduzmu druge mere na otklanjanju njenih posledica.

Imovinskopravno sankcionisanje se sastoji u tome što se izvršilac smicalice smatra odgovornim licem za štetu koju je nanelo žrtvi, te je dužan da je nadoknadi.Ako smicalicu načini više lica njihova odgovornost u nadoknadi štete je solidarna.

U Srbiji ni jedna vrsta „manipulacije“ u trgovini hartijama od vrednosti nije previđena kao krivično delo, čak ni u slučaju trgovine upućenih, koja se u

svim ozbiljnim pravima sankcioniše kao krivično delo.Zbog toga i nisu kažnjive zatvorom i ako mogu da izazovu velike posledice. Zakonu o tržištu hartija od vrednosti mnogo je bolje uredio kaznenopravno sankcionisanje nego pravo, jer je mnoge smicalica predvideo kao posebna krivična dela.U njih spadaju trgovina upućenih, manipulacija cenama, širenje lažnih informacija i navođenje neistinitih podataka u prosektu.Za ta krvična dela predviđena je novčana kazna ili kazna zatvora do dve godine.

8. ZAŠTITA OD ZABRANJENIH MANIPULACIJA

UVODNE NAPOMENE

Zaštita investitora i poštovanje načela ravnopravnosti učesnika na finansijskom tržištu predstavlja osnovni zadatak za organizatore tržišta i njegove kontrolore.Investitori moraju da budu zaštićeni pre svega od konfuznih i lažnih informacija a naročito od zloupotrebe privilegovanih informacija poznatijeg kao insider dealing.[26]

Trgovina po povlašćenim informacijama je ustvari korišćenje prednosti koja je stečena poznavanjem privilegovanih informacija a koje utiču na cenu (pre nego što su te informacije postale javne) a odnose se na emitenta ili na samu hartiju sa kojom se trguje.Zabranjene radnje ogledaju se kroz zabranu manipulacija, zabranu širenja neistinitih informacija i zabrane koje se tiču zaposlenih kod organizatora tržišta.

Cilj regulisanja zabrane zloupotrebe tržišta jeste sprečavnje raznovrsnih oblika u kojima se one mogu pojaviti.

Unutar zemalja evropske unije prvi put insider dealing je pravno uobličen 1989 godine donošenjem Direktive 89/592/EEC poznat pod nazivom Insider Dealing Directive.Ova direktiva postala je osnova za borbu protiv insajder informacija na evropskom tržištu hartija od vrednosti.Povezivanje finasijskih tržišta zahtevalo je proširenje kruga država koje sankcionišu kao protiv pravnu radnju trgovinu na osnovu privilegovanih infoormacija.Nastala je potreba za uspostavljanjem saradnje i pomoći između država u pogledu indentifikovanja i sprečavanja insider dealinga.Veliki broj zamalja je po prvi put u svojim zakonodavstvima regulisao ovu oblast.Ubrzo je nastala potreba za određane dopune Direktive, zbog ubrzanog širenja finansijskih tržišta, kao i pojava novih oblika zlouptreba na tržištu.Tako je 2003 godine doneta nova direktiva, koja je pored insider dealinga regulisala i zloupotreba na tržištu a proširena je ne samo na hartije od vrednosti već i na finasijske instrumente uopšte. U Republici Srbiji prvi put ova oblast je regulisana Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2003 godine.Takođe i Zakonom o tržištu kapitala koji je usvojen a koji stupa na snagu krajem 2011 godine postaju odredbe koje se odnose na insajder informacije o finansijskim instrumentima i izvedenim hartijama od vrednosti. Zakon definiše i insajder informacije koje se odnose i na robne derivate.Odredbe novog Zakona o tržištu kapital napravile su značajane pomake u ovoj oblasti i uvrstile nova rešenja data u direktivama Evropske unije. Upoređujući

[26] Vasiljević M., Pravo i zaštita investitora, Pravo i privreda, Beograd, 2007. godine

odredbe u našem Zakonu sa odredbama Direktiva evropske unije iz ove oblast moguće je utvrditi stepen harmonizacije propisa Srbije sa evropskom regulativom.

8.1. POJAM PRIVILEGOVANIH –INSAJDER INFORMACIJA

Insajdeske informacije su informacije o tačno određenim činjenicama koje nisu javno objavljene, i odnose se direktno ili indirektno na jednog ili više izdavalaca ili finansijskih instrumenata, a da su javno objavljene, verovatno bi imale značajan uticaj na cenu tih finansijskih instrumenata ili na ceniu izvedenih hartija od vrednosti.

Značajan uticaj u stvari postoji ako bi razumni ulagač verovatno uzeo u obzir takvu informaciju kao deo osnove za donošenje svojih investicionih odluka.

Da bi neka informacija imala status povlašćene ili poverljive informacije ona mora kumulativno da ispunjava nekoliko uslova i to:

- da nije poznata javnosti
- da je dovoljno određena
- da je objavljena verovatno bi bitno uticala na cenu te hartije od vrednosti i na robne derivate
- da se odnosi na jednog ili više izdavalaca, odnosno na jednu ili više hartija

Prvi element ukazuje na činjenicu da ta informacija nije objavljena i nije dostupna javnosti, a odnosi se na tačno određenu činjenicu a u vezi je sa određenim izdavaocem ili njegovim vrednosnicama-hartijama, njeno objavljivanje bitno bi uticalo na kurs tih hartija.Povlašćeni podatak-informacija, ne mora da bude poslovna tajna izdavaoca niti na drugi način da bude poverljiv.To može biti podatak o preuzimanju kontrole nad kompanijom, (spajanje, pripajnje, podela), zatim najava isplate dividendi, promena uprave kod izdavaoca, promena delatnosti i sedišta kompanije, emisija nove serije hartija, poboljšanje ili pogoršanje stanja kompanije i dr.Sve ove informacije se smatraju da nisu poznate javnosti ako nisu dostupne širokoj ulagačkoj publici.

Druga karakteristika je da se informacija mora odnositi na tačno određenu činjenicu o određenoj hartiji ili o emitentu.Podatak o upštenom kretanju na tržištu o nekoj hartiji nije povlašćena informacija, jer da je ta informacija poverljiva, tada bi berzanski analitičari koji razmatraju kretanja na tržištu i

izvode zaključke, smatrani da poseduju povlašćene informacija.Glasine po odredbama Zakona o tržištu kapitala se tretiraju kao manipulacije na tržištu.

Treća bitna odlika privilegovane informacije je da ona mora imati bitan uticaj na cenu.To znači da joj je priroda takva će njeno objavljivanj bitno uticati na kurs hartija.Iz ovoga treba isključiti uobičajene fluktuacije koje se svakodnevno događaju na tržištu.

Četvrti element ne definiše pojam privilegovane informacije nego objašnjava njenu svrhu, jer se privilegovane informacije odnose na jednog ili više izdavaoca, odnosno na jednu ili više hartija.

8.2. TERMIN „INSAJDER“ - UPUĆENI (insider dealing i insider trading)

Ovaj termin upravo i znače nedozvoljeno korišćenje takve poverljive informacije (price sensitive information) od strane insider-a u trgovini sa hartijama od vrednosti.Mora se naglasiti da nije dovoljno da ova informacija bude opšte prirode (koja se direktno ili indirektno odnosi na emitenta) već je bitno da bude posebne prirode.

Kao insajderi, odnosno lica koja raspolažu sa povlašćenim informacijama, podrazumevaju se direktori, članovi uprave društva, članovi nadzornog odbora društva, menađžeri i drugi organi emitenta.U zavisnosti od bliskosti sa izvorom povlašćenog podatka Insajderi se razvrstavaju na Primarne i Sekundarne insajdere.

Kao Primarni insajderi najčešće se podrazumevaju:

1. članovi upravnih i nadzornih odbora kao i njihove administrativne službe
2. veći imaoci učešća u kapitalu izdavaoca (10 i više posto)
3. zaposleni kod izdavaoca koji imaju pristupa povlašćenim informacijama
4. lica van izdavaoca koja imaju pristupa povlašćenim informacijam zbog prirode posla koji obavljaju, kao što su ravizori, upravljači portfolia, investicioni savetnici, brokeri, finasijski analitičari, računovođe, knjigovođe, poreski inspektori, advokati, procenjvaći, veštaci i sudije.

Kao Sekundarni insajderi nazivaju se sva ostala lica a posebno:

1. članovi porodica primarnih nosilaca insajder informacija (deca, roditelji, bliski rođaci)
2. društva u kojima primarni insajderi imaju vladajuće učešće u kapitalu
3. manji imaoci učešća u kapitalu izdavaoca.

Ostala lica se ne smatraju da su posedovala povlašćene informacije dok se ne dokaže da su u vreme kupoprodaje znala povlašćenu informaciju.

Takođe određena lica se ne mogu smatrati licima koja raspolažu povlašćenim informacijama a to su, likvidatori, stečajni upravnici, poveroci u stečaju.

Javni izdavalac (javno društvo) u Srbiji mora da sastavi spisak upućenih lica i da ga na propisani način dostavi Komisiji za hartije od vrednosti.Taj spisak lica mora se redovno ažurati.Lica koja se po Zakonu tretiraju kao lica koja poseduju povlašćene informacije, dužna su da Komisiji za hartije od vrednosti prijave sva sticanja ili otuđenja akcija izdavaoca u kome to lice obavlja nabrojane poslove.Takođe to lice je dužno prijaviti i sva druga sticanja i otuđenja i drugih finasijskih instrumenata povezanim sa akcijama i to u roku od pet dana od dana predmetnog sticanja ili otuđenja.

Da bi organizatori tržišta, berza i organizator vanberzanskog tržišta uspešno ostvarili privredne funkcije, Zakonom su propisane određene zabrane kojima se štiti funkcionisanje finansijskih tržišta.

Te zabrane su ustvari zabrane manipulacija, zabrane širenja neistinitih informacija i zabrane koje se tiču zaposlenih kod organizatora tržišta kao i za članove njihovih organa uprave.

8.2.1. SUKOB INTERESA DILERA[27]

Kako diler može doći u sukob interesa?

Kada diler nastupa kao kupac hartija od vrednosti, na finansijskom tržištu, u svoje ime, nema u tome sukoba intresa.

Kada diler nastupa kao prodavac hartija od vrednosti u svoje ime ni u tome nema sukoba interesa.

Sukob interesa ne postoji ni:

1. kada diler nastupa samo kao konsultant kupca,

[27] Obren Kulić, Odgovornost i pravna zaštita veštaka, revizora i berzanskih posrednika, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2010. godina

2. kada nastupa samo kao konsultant prodavca.

Međutim, diler je uvek u sukobu interesa kad nastupa kao konsultant na obe strane i na strani kupca i na strani prodavca. To znači da se on uvek nalazi u sukobu interesa kad nastupa kao konsultant obe zainteresovane strane.

Ako se nađe u sukobu interesa on je obavezan da neutrališe sukob interesa. Kako se vrši neutralizacija sukoba interesa?

Neutralizacija sukoba interesa se vrši tako što je diler dužan da obema stranama transparentno saopšti da je konsultant obe strane i kupca i prodavca, što bi se narodski reklo "da stavi karte na sto".

Kada je diler konsultant jednog lica za interese trećeg lica od kojeg ima korist, on može da upotrebi insajdersku informaciju koja drugima nije dostupna što znači da se ovde insajderska informacija zloupotrebljava, tako da on vrši zloupotrebu te informacije. Diler se mora paziti da ne dodje u sukob interesa.

Privilegovane informacije

Direktan uticaj na kretanje cena hartija od vrednosti imaju informacije koje su vezane za subjekat koji ih je emitovao. Iskusni investitori prate i analiziraju sve informacije koje imaju bilo kakve veze sa onim ušta su uložili ili planiraju da ulože.

Za efikasno funkcionisanje finansijskog sistema neophodna je široka dostupnost informacija.

Pored tačnih i netačnih, kompletnih i nekompletnih, pozitivnih i negativnih, postoje i privilegovane informacije.

Pod ovim pojmom se, prema Zakonu o tržištu hartija od vrednosti, podrazumeva *svaka informacija o tačno određenim činjenicama koje se odnose na jednog ili više izdavalaca, kupca odnosno prodavca hartija od vrednosti, koje nisu dostupne javnosti, a mogu uticati direktno ili indirektno na izdavaoca, trgovinu HoV, koja bi, da je javno objavljena verovatno, imala značajni uticaj na cenu HoV.*

Sa druge strane na tržištu HoV formulisana su dva načela poslovanja: načelo jednakog položaja investitora i načelo zaštite investitora od zloupotrebe privilegovanih informacija. U Zakonu je precizirano da niko ne može da kupuje, prodaje ili da na drugi način raspolaže HoV korišćenjem privilegovanih informacija.

Takođe, zabranjeno je i saopštavanje ovih informacija drugim licima, kao i preporučivanje trgovine HoV na osnovu ovih informacija. Zabrana korišćenja

privilegovanih informacija odnosi se i na lica koja ih u obavljanju svojih poslova, svoje funkcije ili profesije saznaju. Ova lica su dužna da ove informacije čuvaju kao poslovnu tajnu, jer je odavanje privilegovane informacije, odnosno poslovne tajne predviđeno kao krivično delo.

Kao primer uticaja informacija na kretanje vrednosti akcija na berzi imali smo prilike da vidimo u slučaju Agrobanke (AGBN). Naime, štura novinska vest o mogućem preuzimanju ove bankarske ustanove od strane Moskovske banke značajno je podigla cenu akcije, dok je kasnijim širenjem ove informacije cena svakodnevnim skakanjem došla do nivoa od 50.000 dinara. Moskovska banka je kasnije odustala od preuzimanja uz obrazloženje da je cena po akciji previše porasla!

Informacija da će beogradska telekomunikaciona kompanija Telefonija isplaćivati dividendu sigurno je jedan od razloga snažnog skoka cena ovih akcija.
Isto tako, verovanje investitora u dobre finansijske rezultate AIK banke (AIKB - koji su se kasnije pokazali kao tačni) svakodnevno je pomerala istorijski maksimalnu cenu.

Na isti način samo u kontra smeru na cenu akcija utiču i negativne informacije. Informacije se moraju pratiti, ali i proveravati jer su često nepotpune i mogu imati "bumerang" efekat na investicije.

Lica na koja se odnose privilegovane informacije su lica koja su u obavljanju svojih poslova, svoje profesije ili funkcije saznala za privilegovane informacije.

Zabrana korišćenja privilegovanih informacija odnosi se i na:

1) sva lica koja imaju učešće u kapitalu izdavaoca od najmanje 10%;
2) zavisno društvo izdavaoca;
3) sva lica koja su stekla privilegovanu informaciju a znaju, odnosno mogla su znati da su je stekla od navedenih lica.

Ako neko od ovih lica namerava da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaže hartijama od vrednosti u odnosu na koga se smatra da zna ili je morao znati da poseduju privilegovanu informaciju, a posebno u odnosu na lice koje je u obavljanju poslova, svoje profesije ili funkcije saznalo za privilegovanu informaciju (insajder), dužno je da o svakoj kupovini ili prodaji hartija od vrednosti na koje se odnosi privilegovana informacija obavesti

izdavaoca, Komisiju za hartije od vrednosti i berzu, odnosno organizatora tržišta na kome se obavlja trgovina tim hartijama.

Pored toga ova lica dužna su da Komisiji, izdavaocu, berzi i organizatoru tržišta na kome se obavlja trgovina hartijama od vrednosti na koje se odnosi privilegovana informacija dostavi obaveštenje sa sledećim podacima:

1) Poslovno ime i sedište izdavaoca hartija od vrednosti kojima se trguje;
2) Poslovno ime i sedište za pravno lice, odnosno ime, prezime i adresu insajdera;
3) Poslovno ime i sedište brokersko-dilerskog društva koje učestvuje u trgovini za račun insajdera;
4) odnos insajdera prema izdavaocu hartija od vrednosti kojima se trguje;
5) podatke o vrsti, klasi, seriji, CFI kodu i ISIN broju, količini i ceni hartija od vrednosti koje je posedovao insajder pre zaključenja transakcije;
6) podatke o vrsti, klasi, seriji, CFI kodu i ISIN broju i količini hartija od vrednosti kojima je izvršen promet, datum i mesto prometa, vrsta transakcije, drugu stranu u transakciji ako je poznata, kao i brokersko-dilersko društvo preko kojeg je izvršen promet;
7) ime i prezime, e-mail i/ili poštanska adresa i telefonski broj lica ovlašćenog za kontakt sa Komisijom za hartije od vrednosti povodom tog obaveštenja;
8) datum dostavljanja obaveštenja i potpis podnosioca obaveštenja, odnosno ovlašćenog lica.

Insajder kako se jednim imenom naziva svako navedeno lice koje poseduje privilegovane informacije, obaveštenje dostavlja na obrascu INS - 1, najkasnije u roku od 3 dana od dana zaključenja transakcije, pismenim putem neposredno ili preko pošte (preporučenom pošiljkom).

Takodje je i javno društvo koje je upisano u registar privrednih društava koje se bavi ovim poslovima dužno je da sačini spisak lica -insajdera u roku od 7 dana od dana upisa u registar privrednih društava, te da taj spisak dostavi na zahtev Komisije za hartije od vrednosti ili drugog nadležnog organa sa najmanje sledećim informacijama koje se odnose na identitet lica koja raspolažu privilegovanim informacijama:

- identitet tih lica,
- funkcija, odnosno svojstvo tog lica kod izdavaoca,
- razloge za stavljanje na spisak i

- datum sastavljanja spiska.

O svakoj izmeni podataka iz spiska javno društvo je dužno da podatke iz navedenog spiska obnavlja u roku od 7 dana od nastanka izmene.

Javno društvo je dužno da poseduje dokaz (uručenje neposredno ili putem pošte preporučenom pošiljkom) da je u pismenoj formi upoznao ova lica sa spiska sa obavezom čuvanja privilegovanih informacija i propisanim sankcijama u slučaju nepoštovanja propisanih obaveza.

Komisija za hartije od vrednosti ne može davati podatke iz ovih obaveštenja drugim licima, osim kad je drugačije određeno Zakonom.

Izdavalac hartija od vrednosti kojima je izvršena transakcija takodje je dužan obavestiti Komisiju bez odlaganja o svakoj transakciji na osnovu privilegovanih informacija, a najkasnije u roku od 3 dana od dana zaključenja transakcije.

Obaveštenje Komisiji dostavlja se na obrazacu INS-2, koji sadrži:

1) vrsta pravnog posla;
2) razlog zbog kojih podnosilac obaveštenja smatra da bi ova transakcija, odnosno transakcije mogle predstavljati transakciju na osnovu privilegovane informacije;
3) poslovno ime i sedište za pravno lice, odnosno ime, prezime i adresu za fizičko lice uključeno u transakciju ili bilo koju drugu identifikaciju za lica uključena u transkakciju:
4) podatke o hartijama od vrednosti;
5) mesto obavljanja transakcije, odnosno da li je transakcija obavljena na berzanskom tržištu ili kod drugog organizatora tržišta ili izvan njega;
6) datum i vreme transkacije:
7) obim transakcije (količina i cena);
8) svi podaci i dokumentacija koji mogu biti od značaja za proveru transakcije;
9) u slučaju prijema/izvršenja naloga za prodaju ili kupovinu hartija od vrednosti navodi se: berza ili organizator tržišta, obim, vrsta izvršenog naloga i vrsta trgovine.

Obaveštenje se dostavlja u pisanoj formi, putem faksa, elektronskoj formi, a može i telefonom, s tim što se u tom slučaju Komisiji za hartije od

vrednosti dostavlja pismena potvrda telefonskog obaveštenja najkasnije narednog dana (Obrazac INS -2).

U nadzoru postupanja Komisija može, u skladu sa Zakonom i drugim propisima, tražiti informacije i dokumentaciju, pored navedenih lica za koje postoji obaveza obaveštavanja i od bilo kojeg fizičkog i pravnog lica koje može dati te informacije, odnosno dokumentaciju.

8.3. ZABRANA ŠIRENJA NEISTINITIH INFORMACIJA

Komisija za hartije od vrednosti propisuje bliže postupke koji se mogu smatrati zloupotrebom tržišta i obaveze Komisije i učesnika na tržištu u cilju sprečavanja i otkrivanja istih.

Po odredbama Zakona o tržištu kapitala koji je stupio na snagu, a primenjivaće se od novembra 2011 godine, Manipulacije na tržištu predstavljaju:

a) transakcije i nalozi za trgovanje

- kojima se daju ili koji će verovatno pružiti neistinite ili obmanjujuće signale ili informacije o ponudi, tražnji ili ceni finansijskih instrumenata
- kojima lice, odnosno lica koja deluju zajednički, održavaju cenu jednog ili više finansijskih instrumenata na nerealnom ili veštačkom nivou.

b) transakcije ili naloge za trgovanje u kojima se upotrebljavaju fiktivni postupci ili svaki drugi oblik obmane ili prevare

c) širenje informacija putem medija, uključujući i internet ili bilo kojim drugim putem kojim se prenose, odnosno kojim bi se mogle prenositi neistinite vesti ili vesti koje mogu izazvati zabludu o finansijskim instrumentima, uključujući širenje glasina i neistinitih vesti i vesti koje dovode u zabludu, a od strane lica koje je znalo ili je moralo znati da su te informacije neistinite ili da dovode u zabludu.

U radnje i postupke koji se smatraju manipulacijama naročito se ubrajaju sledeće:

- aktivnost jednog ili više lica koja deluju zajednički kako bi obezbedili dominantni položaj nad ponudom ili potražnjom finansijskog instrumenta koji za rezultat ima direktno ili indirektno nameštanje kupovnih ili prodajnih cena ili stvaranje drugih nepoštenih uslova trgovanja.

- kupovina ili prodaja finansijskih instrumenata pred zatvaranje radi dovođenja investitora u zabludu
- iskorišćavanje povremenog ili redovnog pristupa tradicionalnim ili elektronskim medijima iznošenjem mišljenja o finansijskom instrumentu ili indirektni o izdavaocu, i to tako što je to lice predhodno zauzelo poziciju u tom finansijskom instrumentu i ostvarilo korist nakon uticaja koje je iznošenje mišljenja imalo na cenu tog instrumenta, a da istovremeno javnosti nije objavilo postojanje sukoba interesa na odgovarajući i efikasan način.

8.4. ZABRANJENE MANIPULACIJE NA TRŽIŠTU

Manipulacije na tržištu su zabranjene.

Lica koja učestvuju u manipulacijama na tržištu solidarno su odgovorna za štetu koja nastane kao posledica manipulacije na tržištu.

Organizator tržišta, regulisano tržište i Multilateralna Trgovačka Platforma je dužna da propiše i primenjuje postupke i mere čiji je cili otkrivanje i sprečavanje manipulacija na tržištu, kao i da pruže punu pomoć Komisiji prilikom sprovođenja mera nadzora.

Organizator tržišta, odnosno regulisano tržište i investiciona društva obavezna su da na osnovu njima dostupnih podataka obaveste Komisiju o slučajevima za koje se opravdano sumnja da se radi o zloupotrebi tržišta.

U Zakonu o tržištu kapitala, kao krivično delo tretiraju se manipulacije koje se dogode na tržištu i za njihove izvršioce predviđene su određene sankcie.Za lica koja preduzimaju manipulaciju na tržištu na osnovu kojih ostvaruju imovinsku korist za sebe ili drugo lice ili nanose štetu drugim licima sa transakcijam i postupcima koji su predhodno opisani, kazniće se zatvorom od šest meseci do pet godina i novčanom kaznom.

Zakonodavac je takođe predvideo sankcije i za lica koja ostvare imovinsku korist ili nanose štetu drugim licima korišćenjem insajder informacija i to:

- ako neposredno ili posredno pri sticanju, otuđenju i pokušaju sticanja ili otuđenja za sopstveni račun ili za račun drugog lica finansijskih instrumenata na koji se ta insajder informacija odnosi
- za otkrivanje i činjenje dostupnim insajdeske informacije bilo kom drugom licu

- za preporučivanje ili navođenje drugog lica da na osnovu insajderske informacije stekne ili otuđi finansijske instrumente na koje se ta insajder informacija odnosi.

8.4.1. ODNOS BERZANSKOG POSREDNIKA I KLIJENTA

Berzanski posrednik ne sme da podstiče klijente na kupovinu ili prodaju hartija od vrednosti isključivo radi sticanja provizije, odnosno, isključivo radi pribavljanja imovinske koristi i u tom smislu je dužan da se prilikom obavljanja poslova za klijenta dosledno pridržava klijentovih uputstava i ponaša se sa pažnjom dobrog stručnjaka, da u svemu ima u vidu interese klijenta. Ako berzanski posrednik smatra da bi izvršenje posla u skladu sa uputstvima klijenta bilo štetno po klijenta, kao po člana Udruženja i druge članove, dužan je da na to upozori klijenta, da traži izmenu naloga ili potvrdu prvobitno datog naloga, odnosno da odbije da izvrši takav nalog klijenta.

Slučaj Frank Furino[28]

Komisija za hartije od vrednosti optužila je, 9. marta 2005. godine, Frank-a J. Furino-a, višeg službenika brokera na parketu Njujorške berze, za učešće u prevarnoj radnji "trgovanje pre" (trading ahead[29]). Furino je optužen za obelodanjivanje velikih blok naloga institucionalnih klijenata koji su u toku "dnevnom trgovcu" (day trader[30]) a za novčane isplate u periodu od avgusta 2000. do decembra 2001. godine. Komisija za hartije od vrednosti navodi da je "dnevni trgovac" trgovao pre naloga klijenta i profitirao na kratkoročnim pomeranjima cene kada se blok nalog realizuje. Do otkaza, Furino je radio na parketu Njujorške berze kao službenik brokera na parketu, kompanije Jefferies Execution Services i njenog pravnog prethodnika, Lawrence Helfant LLC.

Komisija za hartije od vrednosti navodi da je, između avgusta 2000. i decembra 2001. godine, Furino redovno dojavljivao "dnevnom trgovcu" kada bi institucionalni klijenti plasirali velike uloge Helfant-u. Veliki nalozi mogu da utiču na tržišnu cenu akcija uticanjem na ponudu ili tražnju. "Dnevni trgovac" onda trguje pre naloga klijenta - tj. prodaje ili kupuje "na kratko" istu hartiju - pre nego što Helfant izvrši nalog klijenta. "Dnevni trgovac" onda zatvara svoju poziciju kad Helfant unese nalog klijenta, ostvarujući profit na

[28] Regulativa SAD u praksi, op.cit. strana 28
[29] Trading Ahead - trgovanje sa računa specijaliste iako je bilo javnih naloga koji utiču na trgovinu
[30] Day Traders - intenzivno kupuju i prodaju akcije u toku dana očekujući da će njihove akcije nastaviti da rastu ili padaju u vrednosti tokom trajanja izvesnog broja sekundi ili minuta dok su akcije u njihovim vlasništvu, omogućavajući im da ostvare brzi profit.

pomeranju cena akcije izazvanom velikim nalogom. Na ovaj način "dnevni trgovac" je zaradio više od 300.000 dolara trgovačkog profita u najmanje 58 transakcija trgovine. Klijenti Helfant-a pretrpeli su gubitke zbog ovih radnji koje su omogućile "dnevnom trgovcu" da trguje po povoljnijim cenama nego klijenti. Furino je tražio i od "dnevnog trgovca" dobijao isplate u iznosu od 2.500 do 10.000 dolara mesečno tokom trajanja ovih radnji. Furino je prekršio obaveze poverljivosti prema svom poslodavcu i prema njegovim klijentima. Furino je takođe prekršio i pisanu politiku kompanije o poverljivom statusu informacija klijenata, kojima se zabranjuje upotreba poverljivih informacija klijenata radi lične koristi ili radi koristi drugog klijenta i zabranjuje primanje neprijavljenih nadoknada od klijenata.

Njujorška berza je pokrenula odvojenu akciju protiv Furino-a optužujući ga za prevaru i kršenje pravila Njujorške berze.

U slučajevima kada se obavljaju poslovi upravljanja finansijskom imovinom klijenta (upravljanje portfeljom), dužan je da sa klijentom, prilikom uspostavljanja poslovne saradnje, zaključi ugovor u pisanoj formi o obavljanju poslova sa hartijama od vrednosti u kome su precizno definisana prava i obaveze ugovornih strana, kao i rizici poslovanja i odgovornost.

Hartije od vrednosti koje su vlasništvo klijenta, ovlašćeni posrednik ne sme davati na zajam, niti koristiti kao zalogu i slično bez prethodno pribavljene saglasnosti klijenta u pisanoj formi, osim ako to nije utvrđeno odredbama Ugovora.

Kada obavlja poslove posredovanja, berzanski posrednik je dužan da, po izvršenom poslu, bez nepotrebnog odlaganja, klijentu ispostavi obračun koji sadrži sve relevantne podatke o izvršenom poslu i da za obavljeni posao klijentu obračunava proviziju po važećoj tarifi utvrđenoj od strane nadležnog organa, osim ako Ugovorom nije drugačije utvrđeno, s tim da ista ne može biti ispod minimuma standarda utvrđenih aktima nadležnog organa.

Detaljnija pravila o postupku i načinu rada sa klijentima za pojedinačne vrste poslova član Udruženja utvrđuje Pravilima koja donosi na propisan način u skladu sa zakonom i podzakonskim aktima, drugim propisima odredbama Etičkog Kodeksa.

Pravila i drugi akti koji se odnose na poslovanje sa klijentima, klijentu moraju biti na raspolaganju u sedištu ovlašćenog lica, na mestima gde obavlja svoje poslovanje i moraju se dati na uvid klijentu na njegov zahtev.

Podaci koje dostavlja klijent, odnosno podaci o klijentu, predstavljaju poslovnu tajnu, osim ako nije drugačije utvrđeno zakonom, odredbama Etičkog Kodeksa, ili ugovorom zaključenim u pisanoj formi između člana Udruženja i klijenta.

U skladu sa ovim Kodeksom, obaveza čuvanja podataka koji predstavljaju poslovnu tajnu podrazumeva zabranu dostavljanja podataka koji predstavljaju poslovnu tajnu drugim licima, uključujući i druge berzanske posrednike kao i ostale ovlašćene učesnike, zabranu zloupotrebe, odnosno ostvarivanja koristi na osnovu podataka koji predstavljaju poslovnu tajnu, kao i obavezu sprečavanja zloupotrebe, odnosno pribavljanje koristi na osnovu podataka koji čine poslovnu tajnu trećim licima.

Svaki berzanski posrednik internim aktima i nadzorom nad njihovim sprovođenjem obezbeđuje čuvanje podataka o klijentima, kako unutar društva tako i van njega. Isto tako, zaštićuje svoje kompjuterske sisteme od eventualnih upada u baze podataka koje vodi.

Učesnici, njihovi organi i zaposleni su dužni da čuvaju ove podatke i posle prestanka vršenja poslova posredovanja, odnosno posle prestanka vršenja funkcije, odnosno po prestanku radnog odnosa, u trajanju od najmanje dve godine.

Podaci koji se koriste u cilju istraživanja ili za potrebe analize, moraju biti tako uređeni da garantuju sigurnost podataka o klijentu.

Ukoliko neko od učesnika snima telefonske razgovore, dužan je da o tome sačini odluku koja se odnosi na snimanje telefonskih razgovora i koja mora biti u skladu sa Pravilima Etičkog kodeksa.

Zaposleni kod člana Udruženja, je dužan da lice koje nije upoznato sa Pravilima, na početku telefonskog razgovora upozori da se razgovori snimaju.

Način i rok čuvanja, stepen poverljivosti na ovaj način pribavljenih podataka, te dostupnost snimcima telefonskih razgovora, utvrđuju se internim aktom u skladu sa Etičkim kodeksom.

Ponašanje članova udruženja na tržištu hartija od vrednosti

Svi berzanski učesnici moraju biti svesni da svojim ponašanjem i delovanjem na tržištu utiču na ugled celokupne struke, kao i na poverenje investitora u tržište hartija od vrednosti, pa se, u skladu sa tim, moraju starati da svojim poslovanjem ne štete ugledu struke i poslova koje obavljaju i ne umanjuju poverenje investitora u tržište hartija od vrednosti, tako da ne smeju na tržištu da nastupaju u suprotnosti sa dobrim poslovnim običajima i ne smeju da vrše radnje koje prouzrokuju ili bi mogle da prouzrokuju štetu drugim učesnicima na tržištu.

Takođe, ne smeju ni na koji način namerno, ili zbog grube nepažnje, da šire ili objavljuju netačne informacije koje bi mogle da prouzrokuju promene cena hartija od vrednosti na tržištu.

Strogo je zabranjeno obavljanje fiktivnih poslova sa namerom da kod investitora stvore pogrešan utisak u pogledu kretanja cena hartija od vrednosti.

Ne smeju neposredno ili posredno da obavljaju poslove sa hartijama od vrednosti koje se kotiraju na berzi sa namerom nameštanja ili fiksiranja cena hartija od vrednosti (manipulacija cenama).

Ne smeju da formiraju, odnosno da podstiču formiranje grupa u cilju vršenja uticaja na formiranje cena hartija od vrednosti, niti smeju da učestvuju u takvim grupama, obezbeđuju im sredstva ili od njih primaju naloge ili sredstva.

Slučaj David S. Davidson[31]

Komisija za hartije od vrdnosti pokrenula je civilni postupak, 17. februara 2005. godine, protiv David S. Davidson-a, Lloyd S. Beirne-a i Brandon T. Bush-a, svi iz Boka Ratona na Floridi. Davidson je bivši predsednik upravnog odbora i generalni direktor D.L. Cromwell Investments, bivše brokersko-dilerske kompanije sa sedištem u Boka Ratonu, Beirnei je bivši predsednik i Bush je bio trgovac u Cromwell-u.

U tužbi Komisije za hartije od vrednosti navodi se da su tuženi, na prevaran način po šemi kratke prodaje, od oktobra 2002. do marta 2003. godine, koristili nepostojeća trgovanja da bi prikrili rastuću kratku poziciju u akcijama Expedia Inc.-a na vlasničkom računu Cromwell-a kod njihovog kliring brokera, sa sedištem u Filadelfiji, Pensilvanija. Davidson, Beirne i Bush su iskoristili pristup koji Cromwell, kao "introducing broker"[32] ima u sistemu kliring-brokera da bi lažno uneli naloge kupovine akcija kompanije Expedia, a za koje su znali da će ih povući narednog dana, tvrdeći da su uneti greškom. U tužbi se navodi da su optuženi povlačili ove fiktivne kupovine skoro svakog dana tokom pet meseci, prikrivajući tako kratku poziciju od kliring-brokera i na taj način izbegavajući ozbiljne finansijske konsekvence, uključujući i poziv na margini (margin call)[33].

Berzanski učesnici svojim internim aktima uređuju na koji način i pod kojim uslovima mogu da zaključe posao sa hartijama od vrednosti za svoj račun. U slučaju dozvoljenog trgovanja člana Udruženja za svoj račun, to ni u kom slučaju ne sme da ugrozi interese klijenta, ili drugog ovlašćenog učesnika za koga berzanski posrednik obavlja poslove sa hartijama od vrednosti.

---

[31] Regulativa SAD u praksi, op.cit. strana 29

[32] Introducing broker - IB je broker fjučersa koji ostvaruje direktnu vezu sa klijentom, dok su aktivnosti na parketu i trgovanje delegirani drugom trgovcu fjučersima koji je blizak partner IB.

[33] Margin Call - zahtev brokera upućen investitoru da deponuje dodatna sredstva ili hartije od vrednosti na račun (margin account) do iznosa minimuma margine održavanja (maintenance margin)

Pristup privilegovanim informacijama, ne sme se koristiti da se zaključuju poslovi sa hartijama od vrednosti na osnovu tih informacija koje je neko pribavio prilikom obavljanja poslova, odnosno na osnovu svoje funkcije ili položaja koji zauzima.

Zaračunavanje provizije klijentu od strane ovlašćenog lica za obavljeni posao u iznosu koja ne pokriva stvarne troškove po konkretnom poslu, smatra se kao nelojalna konkurencija prema ostalim članovima Udruženja, kao i sva druga ponašanja koja su propisima etikom poslovanja utvrđena kao nelojalna konkurencija.

Učesnici su dužni da se pridržavaju i postupaju u skladu sa odlukama, preporukama zaključcima organa Udruženja Etičkog kodeksa, da prilikom javnog oglašavanja, u komuniciranju sa medijima, kao i prilikom prezentacije svojih usluga, vode računa o ugledu struke i interesima drugih članova Udruženja, da se u skladu sa tim ne smeju koristiti formulacije koje posebno ističu člana Udruženja, a eliminišu druge članove Udruženja, kao npr.: "jedini, najbolji, bolji od drugih, isključivi".

Učesnik je dužan da ne inicira samostalno sklapanje poslovnog odnosa sa klijentima za koje ima saznanje da su u poslovnom odnosu sa drugim članovima Udruženja. Svaki učesnik je dužan da prilikom sklapanja novog poslovnog odnosa na inicijativu klijenta, klijenta upozna sa ovom odredbom Etičkog kodeksa, da traži od klijenta da dostavi tačan podatak tome da li klijent jeste, ili je bio u poslovnom odnosu, sa drugim učesnikom ili članovima Udruženja.

Ukoliko je klijent u poslovnom odnosu sa drugim učesnikom ili članovima Udruženja dužan je da ih obavesti o uspostavljanju poslovnog odnosa sa klijentom. Preuzimanje klijenta mimo procedure utvrđene odredbama Etičkog kodeksa, i na štetu drugog člana Udruženja, smatra se kršenje Kodeksa.

Učesnik je dužan da prilikom prelaska brokera člana Udruženja na rad kod drugog člana Udruženja, ugovorom preuzimanju zaposlenog reguliše međusobna prava i obaveze između člana Udruženja i zaposlenog, što se posebno odnosi na zaposlene sa posebnim pravima obavezama, kao što su ovlašćeni brokeri, izvršni direktori, brokeri analitičari i slično.

8.5. ODGOVORNOST EMITENTA

Naše pravo posebno uređuje odgovornost za mankav prospekt, dok u ostalim slučajevima štete usled nezakonite emisije važe opšta pravila o odgovornosti.

Mane prospekta

Prospekt emitenta ima mane kad nije usklađen sa propisima o njegovoj potpunosti, istinitosti i jasnosti.S obzirom na vrstu mane, prospekt može da bude nepotpun, netačan, i krivo navodeći.

Nepotpunost prospekta postoji kad prospekt ne sadrži jedan ili više podataka koji su nabrojani u propisima o njegovoj sadržini.Nepotpun je i prospekt koji sadrži sve propisane podatke, ali nema podatke o nekoj ne navedenoj činjenici, koja bi pažljivom ali neukom investitoru bila od koristi za ispravno shvatanje isplativosti i rizičnosti kupovine emitovanih hartija.

Netačnost prospekta postoji kada prospekt sadrži sve predviđene podatke definisane pravilim, ali su ti podaci netačni (prikazan veći kapital i dobit nego što jeste).Netačnost treba da je takva da kod investitora izazove potrebu da investira u tu hartiju.

Krivo navodeći ptospekt sadrži sve propisane i tačne podatke, ali su oni tako napisani da stvaraju kod nedovoljno upućenog investitora utisak o većoj pogodnosti za kupovinu hartija baš tog emitenta i ako u stvarnosti nije tako.

Dok se kod nepotpunog ili netačnog prospekta od investitora skrivaju nepovoljne činjenice, krivo navodeći prospekt vrši ulepšavanje činjenica.Načini stvaranja pogrešnih utisaka kod investitora su mnogobrojni.To može da se postigne nedovoljnom jasnošću upisanih izraza ili rečenica, rasporedom opisanih činjenica, sklopom datih podataka, stilom pisanja, grafičkom nenaglašenošću ili prenaglašenošću određenih reči, misli, delova i slično.

Kao konačni cilj netačnosti, nepotpunosti ili ulepšavanja prospekta je ustvari namera da se kod investitora stvori pogrešna slika i izazove sklonost u sigurnost ili manju rizičnost pri kupovini 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 ivestitoru bio potreban da ispravno i celovito oceni emitenta, njegovo stanje, poslove, ponudu, isplativost i rizičnost kupovine hartija.

Prema odredbama Zakona o tržištu kapitala, kao odgovorna lica za sadržaj prospekta se navode sledeća lica:

Posebno kada prospekt ili skraćeni prospekt sadrže pogrešne ili netačne posdatke koji dovode u zabludu, odnosno izostavljene su bitne činjenice, odgovornost snose:

1. izdavalac, direktor i članovi upravnog odbora izdavaoca, osim ako član upravnog odbora nije glasao protiv odobrenja javne ponude
2. lice koje upućuje ponudu a nije izdavalac (ponuđač)
3. garant u vezi sa izdavnjem hartija od vrednosti
4. investiciono društvo koje pruža usluge pokrovitelja ili agenta u vezi sa javnom ponudom
5. nezavisni revizori izdavaoca, isključivo u vezi sa finansijskim izveštajima koji su uključeni u prospekt, a obuhvaćeni su njihovim izveštajem o reviziji
6. drugo lice koje preuzme odgovornost za tačnost i potpunost informacija u delu prospekta za koji je preuzeo odgovornost i isključivo u vezi sa tim podacima.

Prospekt mora da sadrži sve informacije o licima koja su odgovorna za tačnost i potpunost podataka u prospektu.Za fizičko lice se navodi ime i funkcija u pravnom licu, a za pravno lice se navodi sedište i naziv tog pravnog lica.

Prospekt mora da sadrži izjavu svakog lica koje je odgovorno za tačnost i potpunost informacija u prospektu i da su prema njegovim saznanjima informacije u prospektu u skladu sa činjenicama, kao i da nisu izostavljene činjenice koje bi mogle da utiču na istinitost i tačnost podataka u prospektu.

Komisija za hartije od vrednosti nije odgovorna za istinitost i celovitost podataka navedenih u bilo kom delu odobrenog prospekta, odnosno skraćenog prospekta za javnu ponudu ili uključenje u trgovanje na regulisano tržište i Multilateralnu Trgovačku Platformi

Komisija za hartije od vrednosti propisuje formu i minimalni sadržaj informacija koji treba uključiti u prospekt u vezi sa različitim izdavaocima, hartijama od vrednosti i ponudama, kao i objavljivanje i oglašavanje u vezi sa prospektom.

Komisija vodi računa o standardima u vezi sa finasijskim i ne finasijskim podacima koje propisuje Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti, kao i o relevantntnim propisima Evropske unije koji se odnose na sadržaj prospekta.

8.6. USLOVI ODGOVORNOSTI ZA MANJKAV PROSPEKT

Da bi kupac hartija ostvario pravo na nadoknadu štete neophodno je da budu ispunjeni određeni uslovi.

Prvo, mora da kupi hartiju u emisiji ili u vezi sa njom.Bitno je da kupi dok je tržište pod uticajem javne ponude i prospekta.U ovom slučaju nije bitno od koga je kupac kupio hartiju.Da li je to neposredno od emitenta ili njegovog pomagače u emisiji (zastupnik, pokrovitelj ili preprodavac) ili od trećeg lica.

Drugo, kupac mora da bude savestan.To znači da u vreme kupovine emitovne hartije nije znao niti je prema okolnostima mogao, ni morao znati da je prospekt manjljiv.U suprotnom slučaju, kupac je svesno pristao da plati višu cenu, te nije prevaren i nije u zabludi.Zbog toga i nema pravo na povraćaj datog, niti na nadoknadu plaćenog viška, kada se obelodani manjkavost prospekta, a cena padne na tržišni nivo.Investitorova savesnost, kao i svakog lica se predpostavlja, 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 prikrivrene činjenice, niti da ih ne bi kupio, da je za njih znao.Dovoljno je da dokaže postojanje određene mane u prospektu.Takođe mana prospekta mora biti bitna jer se predpostavlja da je manjljivost prospekta motivisala investitora da kupi predmetnu hartiju.Značajno je i vreme pojave manjkavosti prospekta., zbog vrste zahteva koje oštećeno lice ima prema emitentu.

Ako je manjljivost prospekta postojala u trenutku kada je investitor kupio hartije (zaključio ugovor o kupovini) ugovor o njihovoj kupovini je rušljiv, zbog mana prodavčeve volje (prevara, zabluda).Tada kupac ima pravo da traži poništaj ugovora.Takođe 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 smo do časa dok se nove okolnosti (izmena 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 poništenja i u slučaju raskida ugovora, kupci imaju pravo na naknadu štete po istim pravilima jer su im posledice iste.

Četvrto, kupac hartija mora da pretrpi štetu.Šteta se sastoji u padu cena hartija, koje je kupio, tako da može da ih proda trećem licu samo po nižoj ceni od one po kojoj je kupio.Pored toga u štetu se uključuju i troškovi koji prate sam čin kupovine, a kojih ne bi bilo da hartije nije kupovao (provizije koje mora platiti profesionalnim trgovcima-zastupnicima, berzanski troškovi, porezi i slični).Svakako da oštećeni u ovom postupku snosi teret dokazivanja nastalih troškova i štete koju je pretrpeo.

Peto, mora da postoji uzročna veza između štete koju je kupac pretrpeo (pad cene) kao posledice i manjkavosti prospekta kao uzroka.U ovom slučaju oštećeni investitor ne snosi teret dokazivanja.Pravo tretira da je pod cena nastao usled manjljivosti prospekta čim je investitor dokaže.Odgovorno lice predpostavku može da pobija, dokazujući da je pad cena izazvalo nešto sasvim drugo.Naše pravo ne uspostavlja predpostavku ove uzročnosti, što otežava parnični položaj investitora koji se nalazi u ulozi tužioca.

Šesto, emitent hartija mora da je nesavestan, što znači da je znao ili morao da zna za manu prospekta.Ovaj uslov svodi krivicu na emitenta a to znači na njegovu nameru ili krajnju nepažnju.Kako se savesnost svakog lica predpostavlja, teret dokazivanja nesavesnosti emitenta snosi tužilac u parnici a to je u našem slučaju kupac hartija, odnosno oštećeni investitor.Time se investitor dovodi u nepovoljan položaj u ostvarivanju prava na povraćaj datog i na naknadu štete jer se nesavesnost po pravilu teško dokazuje.

Sedmo, oštećeni investitotor mora da podnese tužbu sudu protiv odgovornog lica u propisanom roku.Rok je prekluzivan što znači da oštećenik gubi pravo po osnovu manljivog prospekta ako propusti propisani rok.Tužba za poništaj rušlivog Ugovovora se podnosi u roku od jedne godine od kada je investitor saznao za mane u prospektu, a najkasnije u roku od tri godine od dana kada 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.

8.7. OBAVEZA IZVEŠTAVANJA EMITENTA

Dužnost obaveštavanja emitenta danas je zavedena kao obaveza kako u primarnoj emisiji, tako i u postupku preprodaje hartija od vrednosti (sekundarna trgovina).

Emitent ne može da bira da li će nakon emisije da obaveštava investitore o činjenicama koje utiču na cenu njegovih hartija, jer po zakonu je dužan da to čini.Na osnovu tih informacija investitororu se omogućava da donosi razumne odluke o raspolaganju hartijama, a pre svega da ih zadrže, ili otuđe ili ako ih nemaju da ih kupe.

Kod javno emitovanih hartija, zbog velikog broja investitora i njihove nepovezanosti kako između njih tako i sa emitentom, nužno je da ih emitent organizovano obaveštava i to putem objavljivanja izveštaja o svom poslovanju.

Vrste obaveštavanja

Prema učestalosti postoji redovno i povremeno obaveštavanje.

Radovno obaveštavanje se sastoji u obavezi emitenta da jednom godišnje u propisano vreme objavljuje izveštaje o svom poslovanja. Ako propusti ili zakasni sa objavljivanjem naznačenih izveštaja, čini privredni prestup, a može investitorima i da odgovara za nastalu štetu, ako su njegove hartije kotirane na berzi.

Privremeno obaveštavanje je dodatna obaveza emitenta, da pored redovnog izveštavanja, mora investitore upoznati sa svakim događajem u svom poslovanju koji može značajno da utiče na cenu hartija koje je emitovao.On je dužan da izda javno saopštenje u roku od deset dana od nastupanja važnog događaja.Da bi se sprečila samovolja emitenta oko ocene značaja vanrednih događaja, pravo ih nabraju i to se odnosi pre svega na informacije kao što su: sticanje velikog učešća u emitentovom kapitalu, najava nove emisije hartija, statusne promene emitenta, promene uprave, promene u pogledu smanjenjenja kapitala i dr.

Naime svaki emitent je obavezan da obaveštava imaoce svojih hartija o činjenicama koje su značajne za ostvarivanje njegovih prava, bez obzira da li se nalaze u prometu ili ne.Prema našem pravu akcinarsko društvo obaveštava akcionare o svom radu i radu njegovih organa na način predviđen statutom društva.Za imaoce obligacionih hartija koje je emitovalo, kao i druge svoje poverioce, akcionarsko društvo obaveštava tako što dostavlja državnom organu, kod koga je registrovano, izvode iz svog računovodstvenog izveštaja, izveštaje uprave o svom poslovanju i izveštaj ovlašćenog revizora.Ove obaveze društvo koje nije javno može i da objavi ali i ne mora, ako to nije predviđeno kao obaveza propisana u statutu.

Za razliku od toga , emitent čije se hartije javno prodaju (javno društvo) mora da objavljuje propisane izveštaje, sa propisanim podacima, radi obaveštavanja investitora.Zakonskoj dužnosti objavljivanja ne podležu javnopravna lica kao emitenti kao što su država, njene teritorijalne jedinice (pokrajina, grad, opština) i centralna banka.

8.8. NAČINI OBJAVLJIVANJA IZVEŠTAJA

Zakon o tržištu kapitala sadrži odredbe koje nalažu obavezu izdavaocu čije su hartije od vrednosti uključene u trgovanje na regulisano tržište, odnosno na

Multilateralnu trgovačku platformu, da najmanje jednom godišnje sastavi i objavi dokument koji sadrži ili upućuje na sve informacije koje su objavili ili stavili na raspolaganje javnosti tokom predhodnih dvanaest meseci.

Godišnji dokument o objavljenim informacijama, dostavlja se Komisiji u roku od 20 dana od dana objavljivanja godišnjih revidiranih finasijskih izveštaja i stavlja na uvid javnosti saglasno odredbama ovog zakona.

Komisija propisuje način na koji mora biti objavljen dokument o objavljenim informacijama, rokove objavljivanja i podnošenje ovog dokumenta Komisiji.

Javno društvo je obavezno da se pridržava propisa pri objavljivanju izveštaja o svom poslovanju u pogledu forme, sadržine, načina i vremena obaveštavanja.

Obaveštavanje mora biti učinjeno u pismenoj formo, jer usmena obaveštavanje ne predstavljaju obaveštavanja i nevažeća su.Izveštaji moraju imati jasan tabelarni prikaz računovodstvenih podataka, koji omogućavaju investitotima lako snalaženje i upoređivanje podataka sa predhodnim periodima i sa drugim emitentima.

Emitent je dužan da obrazloži objavljene podatke, tako da omogući investitorima , da tačno procene tendencije njegovog poslovanja, odnosno moguće ostvarenje dobitka ili gubitka.

Samo su javna društva, čije su hartije primljene na kotaciju na zvanično berzansko tržište, dužna da sačine i objave ceo godišnji izveštaj o poslovanju.Ostala društva objavljuju samo izvode iz godišnjeg izveštaju o poslovanju.

Izveštaj koji emitent objavljuje, mora da ima propisanu sadržinu.Izveštaj mora da sadrži podatke o osnovnim podacima za emitenta, podatke o emitovanim hartijama, o imovinskom stanju emitenta, njeg finasijski položaj, neto promet, dobitka ili gubitka, pre i posle plaćanja poreza, o prihodima čnaova uprave i njihovim poslovima sa emitentom, promenama u organizaciji, te njegovoj zaduženosti i potraživanjima.

Emitent je dužan da izveštaje, koje je sačinio, objavi na propisani način.To znači da je dužan da objavi i izvod i godišnji izveštaj o poslovanju najmanje u jednom dnevnom listu, koji se objavljuje na celoj teritoriji republike Srbije i kao elektronski dokument po pravilima berze.Uporedno pravo obavezuje emitenta da objavi izveštaj o svom trošku, što znači besplatno po investitore.Emitentu je zabranjeno da bilo koje obaveštenje naplaćuje investitoru.

Emitent je dužan da izveštaje sačinjava i objavljuje u propisanim rikovima.Povremena obaveštenja Emitent je dužan da objavljuje odmah pošto

se dese činjenice na koje se odnose, a najkasnije u roku od deset dana od dana nastupanja odnosnog događaja.

Emitent je odgovoran za tačnost podataka u obaveštenju na isti način kao i za tačnost i potpunost podataka u javnoj ponudi ili prospektu.

8.9. OGRANIČENJA ZA ZAPOSLENE I ČLANOVE BERZE

Berza mora da ima propisani organizacioni oblik a u Srbiji to je akcionarsko društvo.Lice koje nije akcionarsko društvo(pojedinac,društvo sa ograničenom odgovornođću, udruženje, zadruga i dr) mora se predhodno organizovato kao akcionarsko društvo ili da se u njega preobrati da bi moglo da ispuni ovaj uslov.Ako je ispunjen organizacioni uslov berza može samo da se bavi organizovanjem trgovine, a druge delatnosti nisu joj dozvoljene.

Stručnost kadrova

Berza mora da ima stalno zaposlena tri lica stručno osposobljena za trgovinu sa hartijama od vrednosti (brokeri berze).Pored toga berza mora da ima dovoljan broj i drugih zaposlenih lica, odgovarajućih struka i iskustava, kako bi mogla uspešno da izvršava poslove za koje je organizovana (kontrolori, računovođe, pravnici, informatičari, programeri itd).Licencu brokera neko lice može dobiti polaganjem stručnog ispita koji organizuje Komisija za haretije od vrednosti.Jedan od uslova za lice koje želi da se bavi brokerskim poslom je da nije osuđivano za propisana teža krivična dela, i da nije teže povredilo pravila dobrog poslovanja ili da nije teže ugrozilo interese učesnika tržišta.

Pored organizacionih, tehničkih i prostornih uslova berza mora da ima i odgovarajuća normativna akta i upravu.

Uprava berze

Član uprave berze, direktor, član upravnog i izvršnog odbora, može da bude samo fizičko lice sa čijim se izborom složi Komisija za hartije od vrednosti.To lice mora takođe imati i određeno radno iskustvo u radu sa hartijama od vrednosti, u trajanju od tri godine. Za članove uprave postoje još neka ograničenja i to:

- da nisu krivično osuđivana za teža krivična dela
- da nisu vršila teže povrede dobrog poslovanja i da nisu ugrožavala interese učesnika tržišta

- da nisu zaposleni i da nisu članovi uprave kod nekog drugog organizatora tržišta hartija od vrednosti ili banke koja vodi račun berze.
- da nisu povezana sa navedenim licima

Ova ograničenja su uvedena da bi se umanjila mogućnost zloupotreba i sukoba ličnih interesa članova uprave sa interesom berze da organizuje poštenu trgovinu.Ako članovi uprave berze ispunjavaju napred navedene uslove Komisija za hartije od vrednosti nema pravo da uskrati saglasnost na njihov izbor.Ova pravila Komisije ne važa za ostale organe berze kao što je nadzorni odbor, sekretar, interni revizor .

Lica zaposlena u berzi ne smeju istovremeno biti članovi organa i zaposleni kod drugog trgovca sa hartijama, kao ni kod izdavaoca čije su hartije kotirane na berzi.Ova ograničenja mogu da postoje i posle prestanka rada na berzi ali najduže do šest meseci.

Dužnosti zaposlenih na berzi i članova njenih organa

Postoje dve važne obaveze i to:

1. Čuvanje poslovne tajne.Zaposleni i članovi uprave i nadzornog odbora berze, dužni su da čuvaju kao poslovnu tajnu podatke o prometu na berzi koji nisu objavljeni, kao i druge poverljive podatke ako njihovim saopštavanjem mogu da izazovu
   - štetu berzi i njenim članovima ili izdavaocima, čije se hartije kotirane na berzi
   - poremećaj na tržištu

   Izuzetno su izuzeti od čuvanja tajne u slučajevima kontrole od strane komisije ili od zvančnih državnih i istražnih organa.

2. Druga zbrana se odnosi na davanju saveta

Zaposleni i članovi organa berze ne smeju da savetuju bilo koga o ulaganju u vrednosnice-hartije niti da klijentima preporučuju posrednike za trgovanje hartijama.

Zaposleni u berzi se nazivaju berzanski službenizici.Oni su fizička lica koja u berzi rade za berzu ili za njene članove.Kako su berza i njeni članovi kod nas

pravna lica, svoje poslove vrše preko svojih službenika.Otuda se u berzi njeni službenici razlikuju od službenika njenih članova.Berzansko pravo reguliše položaj berzanskih službenika samo u vezi sa berzanskom trgovinom.Ostala pitanja njihovog položaja uređuju se opštim pravilima radnog prava, obligacionog prava i opštih akata berze i njenih članova,

Članovi berze takođe imaju svoje službenike koji rade za njih na berzi.Oni nisu zaposleni na berzi, već kod njenih članova.Za berzansko pravo značajni su samo oni službenici koji neposredno rade u berzanskoj trgovini (brokeri članovi).Oni su ovlašćeni ne samo u berzanskoj već i u van berzanskoj trgovini.Njihov osnovni zadatak je da zaključuju poslove na berzi samo za članove berze.U berzi poslove zaključuju samo preko članova berze, posredno ili neposredno.Brokr je dužan da berzi prijavi sve zaključene poslove ostvarene u njenoj kotaciji, kako bi se prato ostvareni promet i ostvareni kursevi.

9. SPOROVI I ARBITRAŽE NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

9.1. VRSTE BERZANSKIH SPOROVA

U okviru berzanske trgovine,kao i u drugim privrednim aktivnostima može doći do nesaglasnosti između učesnika po nekim važnim stavovima.U pitanju su sporovi koji se odnose na obim prava u vezi sa kojim su nastale nesaglasnosti sukobljenih strana.Nesaglasnosti mogu biti čisto pravne ili van pravne prirode. Kada su u pitanju moralne postavke, tada se očigledno radi o vanpravnoj nesaglasnosti na suprot nasaglasnosti proistekloj oko cene predmeta transakcije, ili sukoba u berzanskoj kotaciji, kad je reč o sporu iz pravnog posla.

Sporovi koji nastanu u okviru berzanskih aktivnosti, nazivaju se berzanski sporovi a sporovi nastali na vanberzanskom tržištu,nazivaju se vanberzanski sporovi.

Sporovi se mogu razvrstati po više kriterijuma ali su najčešće dele na tri vrste i to:[34]

- statusni
- ugovorni
- upravni sporovi

Statusni sporovi se odnose na pravni položaj učesnika u na finasijskim tržištima i o njihovom organizacionom obliku, statusnoj promeni ili članstva u nekoj asocijaciji i slično.

Ugovorni sporovi predstavljaju grupu sporova koji nastaju u vezi sa postojanjem i izvršavanjem obaveza nastalih po osnovu zaključenih ugovora između učesnika kod kupoprodaje finasijske aktive na finasijskom tržištu.

Treću grupu sporova sačinjavaju sporovi koji učesnisici na tržištima mogu da vode protiv konačnih odluka zvaničnih institucija koje su zadužene za kontrolu i nadziranje rada na tržištu.Ovde se pre svega misli na spor koji se može voditi protiv odluke Komisija za hartije od vrednosti da nekom emitentu ne dozvoli novu emisiju hartija od vrednosti ili u slučaju da nekom profesionalnom trgovcu oduzme dozvolu za rad.

[34] Finansijsko tržište, institucije, procesi, analiza, regulacija, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2005. godine

9.2. REŠAVANJE SPOROVA NA BERZI

Za berzanske sporove je veoma važno da budu evikasno i brzo završeni obzirom na prirodu celokupnog berzanskog poslovanja.Zbog toga u berzanskom pravu postoji pet načina za njihovo rešavanje i to:

- pregovori
- sudskim putem
- arbitražom
- upravni
- mešoviti

Kod pregovora kao načina rešavanja nastalog spora ,pokušava se pregovorima i obostranim "popuštanjem"da se reši nastali spor , koji se zaključuje poravnanjem, što predstavlja posebnu vrstu Ugovora.Svakako da se na ovakav način rešavaju sporovi kod stranaka koje su "razumne" i svesne da se na ovaj način izbegava dug proces i smanjuju nepotrebni parnični troškovi.

Sudsko poravnanje pred sudom ima snagu izvršne isprave, na osnovu koje može da se pokrene izvršni postupak ako neka od strana odbije da izvrši već postignuti dogovor.Sa namerom da se podspeši ovakav način rešavanja berzanskih poslova donet je i Zakon o posredovanju iz 2005 godine.Van sudsko poravnanje nije izvršna isprava.

Sudski način rešavanja nastlih berzanskih sporova je osnovni način rešavanja sporova.Stranka u sporu pokreće postupak pred nadležnim sudom, podnošenjem tužbe.Kada se postupak završi sud donosi odluku kojom se tužbeni zahtev odbija ili usvaja.Ako je tužbeni zahtev usvojen, tužilac-poverilac, ima pravo da u slučaju da tuženi ne želi da ispuni sudsku presudu, zatraži izvršni postupk radi namirenja svoje tražbine.Samo sud ima moć na natera povredioca pravnih pravila da počne da ih poštuje.

Arbitražni način rešavanja berzanskih sporova.To je vrsta sudskog rešavanja sporova gde se umesto zvaničnog suda pojavljuje arbitražno veće .Arbitraža predstavlja alternativu za zvaničan sud.Za razliku od pregovora gde stranke ako ne žele da prihvate postignuti dogovor, to i nemoraju , kod arbitraže ,odluka postaje obavezujuća i ima snagu pravosnažne sudske odluke.

Upravni postupak je dosta redak, jer uprava nije osposobljena da rešava sudske sporove. U poslednje vreme se razvijo poseban oblik rešavanja sporova preko ombudsmana.To je visoki državni funkcioner, izabran od

strane parlamenta, sa ciljem da nadzire rad državnih organa i i rad uprave a u cilju zaštite prava građana.[35]

Shvatajući značaj narodnog advokata (ombudsman)[36] u funkcionisanju Evropske unije,Ugovorom iz Mastrihta utvrđeno je ovlašćenje Evropskog parlamenat da bira narodnog advokata.

Ombudsman je ovlašćen da prima i postupa po žalbama pravnih i fizičkih lica sa sedištem u nekoj državi članici, a koji se odnosi na loš rad institucija,organa ili cele unije.U skladu sa svojim ovlašćenjima narodni advokat postupa po žalbama ili samoinicijativno i po tim pitanjima pokreće istragu.Kada ombudsman konstatuje nepravilnosti u radu on o tome obaveštava dotičnu instituciju,koja je dužna da se u roku od tri meseca izjasni o žalbi.

Zaštitnik prava građana ne vrši nadzor nad radom parlamenta, vlade i sudova,ali parlamentu podnosi izveštaj o uočenim nepravilnostima ,nezakonitim i nemoralnim postupcima.Obično postupa po prijavi građana ili po sopstvenom nahođenju i ima pravo da zatraži uvid u potrebnu dokumentaciju i izvrši lični uvid u predmete koji su predmet njegovog interesovanja.Zaštitnik građana nema “moć” da donosi odluke, ali ima pravo da ukaže na propuste i ubedi povredioce grašanskih prava da drugačije postupe u slučaju nastalog spora.Zastupnik građana ako ne uspe razgovorima da reši spor, može koristiti srestva javnog informisanja da izvrši pritisk preko glasa javnosti da isnosi svoje mišljenje i kritikuje loše pojave i postupke u društvu.

Mešoviti način rešavanja sporova je najređi zbog svoje složenosti.

Radi se o tome da nadležni upravni organ zastupa interese svojih ulagača, vodeći postupak o svom trošku, protiv profesionalnog trgovca na tržištu, zbog masovne povrede prava ulagača kao što su

- niža isplata kamate od pripadajuće
- isplata niže dividende od pripadajuće
- naplata više provizije od pripadajuće i
- drugi slični postupci

U ovim okolnostima upravno-sudska zaštita investitora svakako je jeftinija i efikasnija od čistog sudskog postupka.

[35] Zakon o zaštiti građana, Sl. glasnik RS br. 79/05 iz 2005. godine
[36] Nenad Avramović, Pravo Evropske unije, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad, 2009. godine

Inače u uporednom pravu mogu se naći različiti pristupi u rešavanju sporova na tržištu hartija od vrednosti.Mogu se razvrstati u osnovne tri grupe i to:

U američkim pristupima podstiče se parničenje kad god stranke ne mogu da se pregovorima dogovore o nastalim nesaglasnostima.Ishodišta u ovakvim stavovima proističu iz američkog procesnog prava koje inače ne dopušta advokatima da u toku parnice naplaćuju naknadu za svoj rad od stranke koju zastupaju.Ako se dogodi da spor izgubi nema pravo na bilo koju naknadu izuzev za svoje troškove.

Engleski pristup je dijametralno suprotan od američkog jer nasoji da se sporovi što je moguće više rešavaju pregovorima.Takav stav se podkrepljuje činjenicama da je to jeftinije i efikasnije za stranke u sporu. To takođe nema uticaja na tekuće događaje na tržištu i naglašava se i da sudije nisu dovoljno stručne za rešavanje složenih finasijskih sporova.

Treći pristup je negde na sredini između ova dva i on se naziva kontinentalno-evropski.

9.3. POJAM ARBITRAŽE NA BERZI

Kao što smo to ranije naglasili arbitraža predstavlja alternativu za tradicionalni sudski proces.Ulogu sudije prezimaju stručna i nepristrasna lica koja raspolažu kompetentna znanja iz oblasti kojom se arbitraža bavi.Ako stranke prihvate arbitražu kao način rešavanja nastalih nesaglasnosti, arbitražna odluka postaje obavezujuća i izključuje mogućnost sudskog preispitivanja iste.

Domaći zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (Službeni list RS br. 46/2006 god.) predvideo je obavezu da se radi rešavanje sporova između učesnika na berzi po poslovima zaključenim na berzi , obrazuje arbitraža.Arbitraža berze ima listu arbitara koju propisuje skupština berze.Članovi uprave berze ne mogu biti članovi arbitraže berze.Arbitraža berze donosi Pravilnik kojim uređuje način obavljanja poslova arbitraže.Odluke arbitraže su konačne.

Berzanska arbitraža[37] je nadležna da rešava sledeća pitanja:

- sporovi između članova berze nastale u njihovim berzanskim poslovima
- sporove između člana berze i njegovih klijenata

[37] Nebojša Jovanović, Berzansko pravo, Pravni fakultet Beograd, 2009. godine

- sporovi između klijenata članova u berzanskim poslovima koji su zaključeni za njihov račun
- drugi imovinski sporovi ako je za to stranke ovlaste.

Da bi se uopšte uspostavila nadležnost arbitraže neophodno je da se ona ugovori između stranaka i to u pismenoj formi.Tako potpisani ugovor se naziva sporazum o arbitraži.

U vršenju funkcija arbitara, lica-arbitri i drugi učesnici dužni su da u toku i posle završenog postupka čuvaju podatke do kojih su došli.

Tužba koju podnosi stranka u sporu mora da sadrži sve neophodne elemente za rad arbitražnog veća a naročito:

- tačnu oznaku stranke
- činjenice koje uspostavljaju nadležnost arbitraže- berzanskog suda
- jasno definisan tužbeni zahtev
- potrebne činjenice na koje se odnosi tužbeni zahtev
- prilog orginalnih ili overenih isprava relevantnih za arbitražu
- saglasnost na izbor arbitara

Arbitri se u arbitražno veće biraju sa liste arbitara koju utvrđuje Skupština berze.Jedan član arbitaražnog veća se bira iz reda sudija redovnog suda u cilju vođenja stručnog i zakonitog postupka.

Arbitri rade po slobodnoj volji i ličnom uverenju a arbitražnu odluku donose na osnovu zakona, propisa, trgovinskih običaja i uzansi.Odluka se donosi posle zaključene rasprave, većinom glasova.U slučaju jednakog broja glasova glas predsednika arbitražnog veća postaje odlučujući.

Inače arbitražna odluka mora da sadrži sve elemente kao i druge sudske odluke a naročito, mesto i datum donete odluke, imena arbitara koji su učestvovali u donošenju odluke, naziv stranaka i predmt o kome se vodio spor, činjenično stanje i rok u kome se odluka mora izvršiti.Odluka sadrži i stav o tome koja stranka i koliko mora snositi troškove postupka.Arbitražna odluka je konačna i protiv nje nije dozvoljena žalaba.Troškovi arbitražnog postupka su utvrđeni tarifnikom koji donosi Upravni odbor berze.Upravni odbor takođe utvrđuje i visinu nagrede koja pripada arbitrima i drugim licima koja su učestvovala u radu arbitraže, a namiruju se iz uplaćenih arbitražnih troškova.Značaj arbitraže ogleda se i brzini samog postupka.Stranka koja nije zadovoljna arbitražnom odlukom može uložiti žalbu za poništaj arbitražne

odluke nadležnom državnom sudu.Poništaj odluke može se zasnivati samo na propust proceduralnih pitanja a ne i na suštinu spora.

Postupak pred arbitražom po pravilu vodi se ne javno, što je za stranke povoljna okolnost obzirom da ne moraju pred javnost iznositi svoje poslovne interese i tajne.Zbog svega ovoga arbitraža sve više preuzima dominantnu ulogu u rešavanju sporova na tržištu hartija od vrednosti.

U našoj praksi nisu vođeni arbitražni postupci iz oblasti trgovine hartijama od vrednosti, te su se sporna pitanja između klijenata rešavala u međusobnim kontaktim ili preko redovnih sudova.

Arbitraža na beogradskoj berzi

Kao što je već naglašeno Arbitraža predstavlja veoma pogodan način za rešavanje sporova koji proističu iz rada brokersko-dilerskih poslova, sobzirom da su efikasnije i brže od redovnih sudova.Beogradska berza je još 1997 godine osnovala Berzanski sud (arbitražu)[38]. Berzanski sud je nezavisan u odlučivanju, a svoje funkcije vrši preko Predsedništva, sekretara, komisije za posredovanje, arbitražnog veća, sudja posrednika i arbitara pojedinaca.

Berzanskom sudu u cilju sporazumnog rešavanja sporova, može se obratiti svaka stranka nezavisno da li je ugovorena nadležnost Berzanskog suda ili ne.Ukoliko postupak posredovanja ne uspe, pristanak stranaka na posredovanje ne znači da su stranke prihvatile i nadležnost Bezanskog suda za rešavanje sporova.Postupak posredovanja sprovodi komisija za posredovanje ili sudija posrednik.Postupak posredovanja može trajati najduže tri meseca od momenta započinjanja, pri čemu svaka stranka može odustati svakog trenutka od ovog postupka.Posle sprovedenog postupka posredovanja, komisija za posredovanje ili sudija posrednik podnosi strankama predlog za sporazumno rešavanje spora (poravnanje) a na strankama je da odluče hoće li isto prihvatiti ili ne.Poravnanje je zaključeno kada ga stranke prihvate i potpišu, a na osnovu saglasnosti stranaka ovo poravnanje može biti doneto i u formi arbitražne odluke.

Arbitražni postupak

Nadležnost Berzanskog suda za rešavanje sporova između učesnika na berzi zasniva se ugovorom o arbitraži.Ugovor mora biti zaključen u pismenoj

[38] Pravilnik o radu Berzanskog suda pri Beogradskoj berzi od 15.04.1997. godine

formi, a može se zaključiti pre nastanka spora ili nakon nastanka spora.Pred Berzanskim sudom sporove raspravljaju arbitražna veća.Arbitri se u arbitaržno veće biraju sa liste arbitara Berzanskog suda i to tako da svaka stranka bira po jednog arbitra a presednika arbitražnog veća bira Predsedništvo berzanskog suda iz reda sudija trgovinskog suda.Arbitri moraju biti nezavisni i nepristrasni u vršenju svoje funkcije.Arbitar može biti izuzet iz arbitražnog postupka ukoliko postoje razlozi za izuzeće predviđeni Zakonom o parničnom postupku.Odluku o izuzeću arbitra donosi Predsedinštvo berzanskog suda.Ako neka stranka osporava nadležnost ovog suda, ona može uložiti prigovor nadležnosti.Prigovor o nadležnposti po pravilu se ulaže uz odgovor na tužbu, ili se mora podneti pre upuštanja o raspravi o samoj stvari-suštini spora.Arbitražni postupak se pokreće tužbom koji se podnosi Berzanskom sudu.Tuženi je obavezan da dostavi odgovor u roku od petnaest dana od dana dobijanja tužbe.Ukoliko tuženi ne odgovori u predviđenom roku ili odbije da učestvuje u arbitražnom postupku, arbitražni postupak se nastavlja.

Arbitražni postupak pred Beogradskim sudom se sprovodi prema Pravilniku o radu ovog suda, ako neko pitanje nije uređeno Pravilnikom, primenjuju se odredbe Zakobna o arbitraži, odnosno Zakona o parničnom postupku za pitanja koja nisu regulisana Zakonom o arbitraži.Arbitražno veće zaseda u sedištu Berzanskog suda.Raspravom rukovodi presednik veća.Arbitri u raspravi odlučuju koji će se dokazi izvesti, radi utvrđivanja činjenica relevantnih za donošenje odluke.U tom smislu oni mogu doneti odluku o imenovanju veštaka, a imajući u vidu i stav stranaka o tome.U slučaju izostanka uredno pozvane stranke, arbitražni postupak se nastavlja sa prisutnom strankom.A ukoliko se dogodi da obe stranke ne prisustvuju-izostanu sa rasprave, ili da ni jedna nije dostavila predlog o daljem postupku, -postupak miruje.Postupak miruje i kad to obe stranke predlože.U toj situaciji ukoliko nijedna strana u roku od tri meseca ne zatraži nastavljanje postupka, tužba se smatra povučenom.

Arbitražna odluka se donosi većinom glasova arbitražnog veća, nakon zaključenja glavne rasprave.Arbitražna odluka je konačna i protiv nje nije dozvoljena žalba.Ponavljanje arbitražnog postupka takođe nije dozvoljeno.

9.4. JAVNA DOSTUPNOST INFORMACIJA U FUNKCIJI ZAŠTITE INVESTITORA (INFORMACIONA ASIMETRIJA)[39]

Javna dostupnost informacija za sve učesnike na finansijskom tržištu, predstavlja jedan od važnih preduslova da bi se izvršila adekvatna zaštita investitotra od mogućih nepravilnosti na tržištu hartija od vrednosti.

Tokovi informacija i njihova dostupnost zavise od više faktora a posebno od zakonske regulative u okviru nacionalne ekonomije, od razvijenosti finansijskih tržišta i od adekvatnog delovanja specijalizovanih institucija.Dobra zakonska rešenja podrazumevaju da se bliže uređuju prava i obaveze investitora na finansijskim tržištima kako u primarnoj emisiji hartija od vrednosti, tako i u sekundarnij prodaji.Organizatori tržišta organizuju berzanske satanke u definisanim vremenskim periodima, te putem aukcija (ponude i tražnje) utvrđuje se cene za svaku hartiju od vrednosti koja je primljena u kotaciji.To su osnovne predpostavke da se stvori poverenje između onih koji nude na prodaju finansijske instrumente i onih koji ulažu sredstva sa namerom da bi ostvarili zaradu u razlici u ceni ili budućoj kamati i dividendi.Institucije koje se bave pružanjem kvalitetnih informacija o određenim emitentima ili hartijama od vrednosti takođe imaju važnu ulogu na smanjenju informacione asimetrije.Celokupna zakonska regulativa u oblasti finansijskih tržišta ima za cilj da obezbedi efikasno funkcionisanje tržišta i da sistemski rizik svede na najmanju moguću meru.Na taj način se vrši zaštita investitora svođenjem mogućih malverzacija i prevara na minimum.

Inače praksa u razvijenim tržišnim privredama , gde postoji značajno iskustvo u ovoj oblasti, ukazuje da postoji informaciona asimetrija između emitenata hartija od vrednosti i budućih kupaca tih hartija od vrednosti.Kao razlozi za informacionu asimetriju prepoznaju se

a) nedovoljna razvijenost finansijskih tržišta
b) nepoverenje transaktora u mehanizme finansijskog tržišta

Informaciona asimetrija se može umanjiti i svesti na minimum ukoliko se i jasno donose i primenjuju procedure na finansijskom tržištu i ako se trgovina sa hartijama od vrednosti obavlja javno.Kao zaštitni mehanizmi od informacione asimetrije mogu biti i

- celovito izveštavanje svih učesnika o transakcijama na finansijskoj berzi

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

- zaštita prava malih investitora
- zaštita investitora od korišćenja povlašćenjinih informacija
- zabraniti manipulacije sa informacijama na finansijskoj berzi

Da bi se investitori što bolje informisali o transakcijama i radu berze, berzansko pravo nalaže da svi učesnici na berzi imaju jednak pristup svim informacijama i da se vrši potpuno informisanje o onome što je bitno za učesnike u transakcionim postupcima.Informacije sa berze dostupne su javnosti preko različitih oblika obaveštavanja, ali za investitore važne su i informacije koje se objavljuju u prospektu emitenta hartija od vrednosti.Sadržaj prospekta i njegovi bitni elementi definisani su od strane Komisije za hartije od vrednosti, kao tela zaduženog da se brine i nadgleda rad celokupnog finansijskog tržišta.Javno objavljivanje prospekta je prisutno u slučajevima primarne emisije hartija od vrednosti i javne trgovine dotičnim hartijama.

Prospekt je pisani javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru omogućavaju jasan i celovit uvid u stvaran (objektivan) pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrednosti, u njegove poslovne mogućnosti i prava i obaveze koje proizilaze iz hartija od vrednosti na koje se prospekt odnosi, kao i druge podatke bitne za donošenje investicione odluke.

Prospekt treba da sadrži minimum sledećih informacija:

- identitet emitenta hartija od vrednosti
- državu pod čijim suverenitetom posluje emitent hartija od vrednosti
- sedište firme, emitenta hartija od vrednosti
- ime direktora firme sa adresom
- imena akcionara koji poseduju više od 10% akcija emitenta
- naziv i adresa posrednika u vezi sa procedurom ponude hartija od vrednosti
- opšte poslovne karakteristike emitenta
- izveštaj o poslovanju emitenta –bilansni pokazatelji
- izveštaj ovlašćenog revizora o poslovanju emitenta
- obaveze emitenta
- svrhu prikupljanja sredstava dotičnom emisijom
- očekivane procedure koje proizilaze iz ponude hartija od vrednosti
- cena hartije od vrednosti po kojoj će javna ponuda biti prihvaćena

- troškovi emitenta u vezi sa javnom ponudom
- izjavu o hartijam od vrednosti koje su rezervisane za druge opcije
- kopiju pismenog mišljenja pravne forme o legalnosti emisije hartija od vrednosti
- iznos provizije i premije koje će biti isplaćene posredniku za emisiju hartija od vrednosti

Imajući u vidu da od momenta objavljivanja prospekta do momenta upisa i prodaje hartija, dolazi do promene podataka sadržanih u prospektu, potrebno je pored prospekta, javnosti dostaviti i dodatnu dokumentaciju.Ta dodatna dokumentacija se naziva dodatni prospekt, njen sadržaj određuje Komisija za hartije od vrenosti.Kada se dobije potrebna saglasnost od strane Komisije, emitent ima obavezu da dodatni prospekt objavi u sredstvima javnog informisanja u kojima je objavljen i sadržaj osnovnog prospekta.Emitent hartija od vrednosti ima odgovornost u vezi sa tačnošću podataka objavljenih u prospektu.Ukoliko emitent u prospektu navede podatke i inormacije koje nisu istinite i potpune, te investitor po tom osnovu pretrpi štetu, za emitenta nastaje obaveza da istu nadoknadi. Investitor mora u postupku dokazivanja pretrpljenog gubitka dokazati uzročnu vezu između nastale štete i nepotpunih ili netačnih informacija sadržanih u prospektu.Postupak je naporan i dugotrajan, ali je to jedini način da se ostvari obeštećenje po tom osnovu.

10. HARTIJE OD VREDNOSTI

10.1. IZVORI PRAVA O HARTIJAMA OD VREDNOSTI

U našem pozitivnom pravu, kao i u većini pravnih sistema drugih evropskih zemalja detaljnije se regulišu pojedini oblici hartija od vrednosti, koji imaju manji ili veći privredni značaj.

U Zakonu o obligacionim odnosima iz 1978 godine u naš pravni sistem se unose opšta pravila i pojmovi koji su zajednički za sve hartije od vrednosti.Za nas poseban značaj ima Zakon o privrednim društvima i Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, koji je sada zamenjen sa Zakonom o tržištu kapitala.

Analizirajući navedene Izvore prava o hartijama od vrednosti možemo videti da postoje sledeće hartije od vrednosti:[40]

- akcije
- obveznice
- menica
- ček
- blagajnički zapisi
- komercijalni zapisi
- državni zapisi
- sertifikati o depozitu
- skladišnica
- prenosivi tovaeni list u železničkom saobraćaju
- prenosivi tovarni list u drumskom saobraćaju
- prenosivi tovarni list u vazdušnom saobraćaju
- teretnica (konosman) u pomorskom saobraćaju
- teretnica (konosman) u unutrašnjoj plovidbi (reke, jezera, kanali)

[40] Slavko Carić, Miroslav Vitez, Janko Veselinović, Privredno pravo, Privredna Akademija, Novi Sad, 2006. godine

10.2. POJAM HARTIJA OD VREDNOSTI

Hartija od vrednosti je pismena isprava kojom se njen davalac obavezuje da ispuni obavezu upisanu na toj ispravi njenom zakonitom imaocu.Ovako je hartije od vrednosti definisao Zakon o obligacionim odnosima iz 1978 godine.Pored ove definicije postoje i druge kao na primer: "Hartija od vrednosti jeste isprava koja se, sa jedne strane, prenosi pravnim poslovima u trgovini kao i sve druge telesne pokretne stvari, a sa druge strane, u sebi sadrži imovinsko pravo, koje prema njenom izdavaocu (dužniku) može samo da ostvari njen zakoniti imalac".[41]

Kod hartija od vrednosti postoje dva subjektivna prava od kojih je jedno pravo na hartije, a drugo pravo iz hartija.Pravo na hartije je stvarno pravo (svojina, zaloga) na komadu papira, kao telesnoj stvari od čega se hartije od vrednosti sastoje.Na osnovu ovog prava, imalac njom raspolaže kao sa svakom drugom telesnom pokretnom stvari.Raspolaganje može da bude pravno, jer imalac može da proda, pokloni, razmeni, založi, a može i da uništi (pocepa) hartiju.

U Srbiji pravo na hartije ne postoji više na serijskim hartijama zbog"dematerijalizaije".Njihovo štanpanje je zabranjeno, te se ispoljavaju u vidu elektronskog zapisa na računima svojih imalaca kod ovlašćenih banaka Centralnog registra.Prenose se sa jednog računa na drugi, slično bezgotivonskom prometu novca.Imaoci serijiskih hartija imaju svojinu na računu, a ne i na hartije.Pošto serijskih hartija nema više u papirnom obliku, možda je jezički ispravnije da se zovu VREDNOSNICE, kao isprave koje u sebi nose vrednost (imovinsko pravo).

Pravo iz hartija je pravo koje je sadržano (utelovljeno) u hartiji.Ovo pravo je razlog nastanka i postojanja hartije, koje joj daju posebnu vrednost.Ono mora da je novčane prirode, odnosno da se može novčano izraziti.Može da bude :

1) stvarno pravo, kao što je svojina na opisanoj robi u skladišnici ili zaloga u zalagaonici
2) obligaciono pravo kao što je novčana tražbina iz obveznica, menice ili čeka
3) lično-imovinsko pravo, kao što je pravo na dividendu i upravljanje po osnovu posedovanja akcija

Od svih drugih pismenih isprava hartije od vrednosti se razlikuju dodatnim i strožijim svojstvima u pogledu mogućnosti upotrebe i prenosa svih ovih

[41] Nebojša Jovanović, Berzansko pravo, Pravni fakultet, Beograd, 2009. godine

vrednosti, koje su konstatovane na hartiji od vrednosti.Upravo zbog ovog svojstva hartija od vrednosti su i dobile naziv.

Serijska hartija od vrednosti je skup prava koje izdavalac obećava odlukom o emisiji i iste (proda) ulagačima.

Na efektnim berzama se trguje hartijam od vrednosti ali nisu sve hartije od vrednosti pogodne za masovnu i berzansku trgovinu.Za berzu su pogodne hartije koje mogu da se izdaju u seriji.Serijske hartije se zovu vrednosnice ako su dematerijalizovane.Zbog toga ih Zakon o tržištu kapitala posebno tretira.U berzanske papire, spadaju i neke isprave koje nisu hartije od vrednosti ali se u trgovini ponašaju kao hartije.To su izvedene hartije, odnosno derivatne hartije.

10.3. OSNOVNE OSOBINE I KARAKTERISTIKE HARTIJA OD VREDNOSTI

Hartije od vrednosti su samo isprave (pismene izjave) koje imaju četiri osobine i to:

1) prva osobina hartija
   - formalnost, koja ima tri značenja.Prvo hartije su isprave (telesne stvari) bez obzira na materiju od koje su sastavljene (papir, plastika, drvo, platno, elaktronski zapis).Hartija je uvek u pismenoj formi, nikada nema usmenih hartija.
   - hartije moraju da imaju propisane sadržaje.
   - formalnost se nekad ispoljava i u strogom propisivanju načina, mesta, vremena i sadržine pojedinih sastojaka koji se u njoj upisuju.U suprotnom, isprava nije hartija.

2) druga osobina hartija od vrednosti
   - na hartiji uvek mora biti konstituisano neko imovinsko-materijalno pravo.To znači da hartije sadrže imovinsko pravo njegovih imalaca, koje je na njima upisano (pravo na dividendu, pravo na povraćaj glavnice, pravo na kamatu).Nije hartija od vrednosti, hartija koja nosi nako neimovinsko pravo kao što je, uveranje o državljanstvu ili školska diploma, lična karta, vozačka dozvola.

3) treća osobina hartija

- to je utelovljenost (inkorporisanost) prava koje je u njoj upisano.To znači da je subjektivno imovinsko pravo, kao beztelesna stvar (misao) neodvojivo povezano sa hartijama kao telesnom stvari (komad papira ili elektronski zapis) te da ne može bez nje da postoji.

Posledice utelovljenosti su:

- nastankom hartije (izdavanjem) nastaje i pravo za njenog imaoca
- zakonitim posedovanjem hartije“ poseduje „se i pravo iz nje
- prenosom hartija prenosi se i pravo iz nje
- prestankom hartije (uništenjem, gubitkom) prestaje i pravo iz nje

Izdavalac kao dužnik obavezan je da namiri upisano pravo zakonitom imaocu hartije.Znači dužnik ne donosi svoju obavezu poveriocu, već poverioc je dužan da prezentacijom hartije od vrednosti zahteva od dužnika ispunjenje njegove obaveze iz hartije od vrednosti.Ovo pravo se može preneti sa jednog lica na drugo lice samo sa prenosom i samih hartija između tih lica.

4) četvrta osobina hartija

- prenosivost hartija.Imalac hartije od vrednosti je slobodan da prenese hartiju na drugo lice (sticaoca) čime prenosi i pravo iz nje prema izdavaocu.

Pošto su hartije od vrednosti (vrednosnice) u Srbiji elektronske isprave, one se ne prenose kao papirne hartije (upisom klauzule i predajom sticaocu).One se prenose prebacivanjem sa računa prenosioca na račun sticaoca po nalogu prenosioca koji daje trgovcu koji mu vodi račun hartija od vrednosti.U tehničkom smislu prenos se vrši tako što prenosilac upisuje u nalogu broj hartija koje želi da prenese (smanjenje salda) i njegovim upisom na račun sticaoca (povećanje salda).

Upravo zbog ove prenosivosti hartija od vrednosti, u hartije od vrednosti može biti inkorporirano samo tako imovinsko pravo koje je prenosivo.Imovinska i lična prava koja nisu prenosiva ne mogu se označiti u hartije od vrednosti, jer jedno od bitnih svojstava hartija od vrednosti je upravo ova njihova prenosivost.

Sa aspekta berzanskog prava mogu se naglasiti i sledeće osobine hartija od vrednosti:

- one su pokretne stvari, mogu se prenositi sa jednog mesta na drugo a da se pri tome ne promeni njihova suština
- drugo hartije su telesne stvari, jer predstavljaju isprave koje materijalizuju određena prava, kao idealne nematerijalne pojave.Ako je hartija od vrednosti papir od koga se sastoji, taj papir nema značajnu materijalnu vrednost.Njena vrednost je imovinsko pravo koje papir prožima.Za berzansko pravo je značajno da se u poslednje vreme dolazi do dematerijalizacije, tako da se ono satoji u upisivanju emitovanih hartija u evidencije njihovih izdavalaca ili posebnih obračunskih kuća, a na računima njihovih imalaca, bez izdavanja bilo kakvih papirnih isprava.
- hartije su generične stvari, koje se u ugovorima određuju po vrsti količini i kvalitetu.One uvek pripadaju svom rodu (obveznice, akcije, zapisi), te se zato u ugovorima moraju individualizovati i da se iz roda izdvoje, kako bi se ugovorne obaveze ispunile.
- hartije su plodonosne stvari, jer svojim imaocima redovno daju prihode u vidu dividendi, kamata ili druge vrste plaćanja od strane izdavoca prema imaocu
- hartije su zamenljive stvari, jer na njihovo mesto u ugovornom odnosu mogu da dođu druge hartije istog izdavaoca, iste vrste, količine i kvaliteta.
- hartije su nenovčane stvari, jer nisu novac i ako uvek glase na određenu svotu novca
- hartije su stvari u prometu, njihovi imaoci mogu da prenose pravo svojine na druga lica

Zbog svih navedenih svojstava hartija od vrednosti za njih se kaže da predstavlju „standardizovani kapital“ kojim može da se trguje.

10.4. BITNI SASTOJCI HARTIJA OD VREDNOSTI

Minimum bitnih sastojaka svih hartija bez kojih pojedina isprava nema svojstvo hartije od vrednosti je utvršena u Zakonu o obligacionim odnosima iz 1978 godine a to su:

- označenje vrste hartije od vrednosti
- firma, naziv i sedište, odnosno ime i prebivalište izdavaoca hartije
- firma, odnosno naziv ili ime lica na koje, odnosno po čijoj naredbi hartija od vrednosti glasi, ili označenje da hartija glasi na donosioca
- tačno označena obaveza izdavaoca koja proizilazi iz hartije od vrednosti
- mesto i datum izdavanja hartije od vredniosti, a kod onih koje se izdaju u seriji i njen serijski broj
- potpis izdavaoca hartije od vrednosti, odnosno faksimil potpisa izdavaoca hartija od vrednosti, koje se izdaju u seriji

10.5. VRSTE I PODELE HARTIJA OD VREDNOSTI

Ima više podela hartija od vrednosti zavisno od kriterijuma koji leže u osnovi svake podele.Za berzansko pravo najvažnija je pdela prema razlogu izdavanja, ali su značajne i podele prema načinu određenosti imaoca, vrsti prava iz hartija, položaju izdavaoca, poreklu izdavaoca, trajanju hartije itd.

Podela hartija od vrednosti

1) Podela hartija u odnosu na određenje imaoca prava iz hartija od vrednosti su:
   a) hartije od vrednasti na ime u kojima je imalac prava iz hartija označen na samoj hartriji
   b) hartije od vrednosti po naredbi, imalac prava je označen na hartiji ali se imaocem hartije smatra i svako drugo lice koje je naredbom imaoca određeno kao novi imalac hartija
   c) hartije od vrednosti na donosioca, su one kod kojih se imaocem prava iz hartija smatra svako lice koje je savestan sticalac hartije od vrednosti
   d) alternativne hartije su one kod kojih imalac može biti određen kombinacijom navedenih načina određivanja imaoca hartije
   e) mešovite hartije od vrednosti su one hartije koje se sastoje od dva ili više delova i svaki od njih glasi na drugog imaoca

2) Podela hartija od vrednosti po prirodi inkorporisanog prava
   a) obligaciono-pravne hartije koje uvek sadrže neko pravo potraživanja (menica , ček, obveznica, certifikat)
   b) stvarno-pravne hartije od vrednosti sadrže neko stvarno pravo (skladišnica, konosman, teretnica)

3) Podela hartija po stepenu povezanosti sa osnovnim pravnim poslom (ovaj posao uvek predhodi njihovom izdavanju)
   a) apstraktne hartije od vrednosti kod kojih osnovni pravni posao nije vidljiv iz hartije niti ima uticaj na dalji njen prenos (menica)
   b) kauzalne harrtije od vrednosti kod kojih je osnovni pravni posao vidljiv iz same hartije od vrednosti

4) Podela hartija prema načinu nastanka prava
   a) konstutivne hartije od vrednosti kod kojih je nastnak prava iz hartije od vrednosti vezan za izdavanje, odnosno nastalo je izdavanjem predmetne hartije
   b) deklarativne hartije od vrednosti kod kojih je pravo u njima sadržano i pre njihovog izdavanja.

5) Podela prema karakteru potraživanja
   a) novčane hartije od vrednosti si one koje se odnose na neko novčano potraživanje
   b) robne hartije od vrednosti su one koje se odnose na potraživanja u robi

6) Podela hartija prema roku dospelosti
   a) kratkoročne hartije od vrednosti koje dospevaju u roku od trideset dana do jedne godine
   b) dugoročne hartije od vrednosti dospevaju u roku koji je duži od jedne godine (obveznice, sertifikati)

7) Podela hartija od vrednosti prema načinu izdavanja

a) hartije od vrednosti koje se izdaju pojedinačno (menica, skladišnica i sl)
b) hartije koje se izdaju u seriji (akcije, obveznice, zapisi)

Pored navedenih kriterijuma za podelu hartija od vrednosti, postoje još mnogi drugi kriterijumi.Sada se usled stalnog, dinamičnog razvoja finansijskog tržišta, krug podela hartija od vrednosti ne zatvara već na protiv, novine u poslovanju sa hartijama od vrednosti predstavljaju osnov za stvaranje novih kriterijuma podele.

10.5.1. HARTIJE NA IME

Prema načinu određivanja imaoca hartija od vrednosti (korisnika) postoje hartije na ime, po naredbi i na donosioca.

Hartije na ime su hartije čiji je imalac označen imenom na njima, tako da je izdavalac samo njemu dužan da ispuni obavezu.

Ovo svojstvo hartija od vrednosti na ime, daje veliki stepen sigurnosti ovoj vrsti hartija od vrednosti, jer se sprečava ostvarivanje prava iz hartije od strane neovlašćenog, ali sa druge strane ova vrsta hartija od vrednosti ima osnovnu negativnu stranu da se dosta teško prenosi, to jest teška je cirkulacija hartija od vrednosti na ime.

Prenos hartija na ime je znatno otežan u odnosu na druge hartije od vrednosti jer im je otežana prenosivost.To svakako ne znači da se one ne mogu prenositi.

Prenos hartija od vrednosti na ime vrši se Ugovorom kojim se prenosi i pravo sadržano u njima (cesija).U ovom slučaju prenosa, na hartiji od vrednosti će se konstatovati da je reč o cesiji, a isto tako i ime, odnosno naziv novog imaoca hartije od vrednosti na ime.Sve ove klauzule raniji imalac mora da potvrdi svojim potpisom na samoj hartiji i da preda hartiju novom imaocu.Na ovaj način izvršen je ne samo prenos prava iz hartiju od vrednosti na ime, nego i prenos prava na hartiju. Novi imalac hartije od vrednosti na ime koji je ovu hartiju steka putem cesije, stiče pravo iz hartije od vrednosti jedino u onom obimu i na onaj način u kojem ih je imao predhodni imalac.

Hartije od vrenosti na ime mogu se amortizovati u posebnom vanparničnom postupku koji vode sudovi opšte nadležnosti.

U amortizacionom postupku izgubljena ili teško oštećena hartija od vrednosti na ime oglašava se nevažećom.

10.5.2. HARTIJE PO NAREDBI

Hartije po naredbi su one hartije na kojima je upisano ime imaoca koji je ovlašćen da ih svojom naredbom prenese na drugo lice.Naredba o prenosu se upisuje na poleđini hartije.

Hartije od vrednosti na donosioca ne sadrži ime imaoca, te izdavalac mora da ispuni obavezu prema svakom njihovom držaocu koji mu ih donese, prezentira.

Inače hartije od vrednosti po naredbi stiču to svojstvo po odgovarajućoj klauzuli“po naredbi“ koja se unosi u tu hartiju, ali i najčešće po Zakonskoj odredbi koja reguliše ovu vrstu hartija i u slučaju da ova klauzula nije upisana.

Prenos hartija od vrednosti po naredbi se prenose indosamentom.Prenos indosamentom ustvari predstavlja određivanje novog imaoca hartije po naredbi.Indosamentom raniji imalac hartije od vrednosti po naredbi ,svojom naredbom koja se stavlja na poleđini hartije od vrednosti, određuje novog imaoca hartije po naredbi.

Indosament je pismena izjava zakonitog imaoca hartije od vrednosti po naredbi, koja se stavlja na poleđini te hartije od vrednosti i kojom on svojom naredbom prenosi prava iz hartije od vrednosti na neko drugo lice, koje na taj način postaje imalac hartije od vrednosti po naredbi.

Indosant je raniji imalac hartije od vrednost po naredbi, to jest raniji poverilac, a indosatar je novi imalac hartije d vrednosti , odnosno novi poverilac.

Novi imalac hartije od vrednosti po naredbi može daljim indosamentom odrediti novog imaoca te hartije od vrednosti.Indosamentom se prenose prava na hartiju po naredbi i prava iz hartie od vrednosti po naredbi.

U pogledu redosleda prenosa prava, kod hartija po naredbi, prvo se prenosi pravo na hartiju od vrednosti po naredbi, a predajom hartije, prenose se i prava iz hartije.Za razliku od hartija na ime kod kojih se prenos ostvaruje cesijom, prvo se prenose prava iz hartija od vrednosti na ime, pa tek kasnije prenosi se i pravo na hartije od vrednosti na ime.

Kao što je naglašeno osnovni oblik prenosa hartija od vrednosti na ime je cesija, a osnovni oblik prenosa hartija od vrednosti po naredbi je indosament. Između indosamenta i cesije postoje značajne razlike u pogledu pravnog dejstava i pravnih posledica ovakvih različitih oblika prenosa hartija od vrednosti.

U opštem slučaju hartije od vrednosti po naredbi se mogu negraničeni broj puta prenositi indosamentom.Bitno je da posle jednog indosanmenta dolazi drugi indosament i da je ovom drugom indosamentu indosant ono lice koje je u predhodnom indosamentu bio indosatar.

10.5.3. HARTIJE NA DONOSIOCA

Hartije od vrednosti na donosioca na sadrže ime imaoca, te izdavalac mora da ispuni obavezu svakom njihovom držaocu koji mu ih donese.

Kod hartija od vrednosti na donosioca je do maksimuma izraženo načelo inkorporacije, jer pravo iz hartije od vrednosti na donosioca pripada svakom imaocu te hartije od vrednosti, a gubitkom ove hartije, gubi se i pravo iz hartije na donosioca.

Hartije od vrednosti na donosioca maksimalno ubrzavaju cirkulaciju, ali nisu dovoljno sigurna sredstva u novčanoj cirkulaciji, posebno kada glase na velike iznose.

Pravo iz hartije od vrednosti na donosioca prenosi se njegovom predajom.To znači običnom i neformalnom predajom hartija od vrednosti na donosioca nekom licu, prenosi se i pravo iz te hartije od vrednosti.Lice kome je predata hartija od vrednosti na donosioca postaje zakoniti imalac te harije, a isto tako i poverilac iz te hartije.Znači prenosi se prostom predajom iz ruke prenosioca (poklonodavac, ili prodavac) u ruke sticaoca (poklonoprimca ili kupca).

Da li se hartije emituju na ime, na donosioca ili po naredbi zavise od volje izdavaoca, i upisivanja određenog uglavka na njima ili po naređenju Zakona.

Serijske hrtije od vrednosti po zakonu mogu da glase na ime.Njihov imalac je vlasnik računa na kojima su upisane kod Centralnog registra.Prava imaoca su zasnovana na izdavaočevoj odluci o izdavanju emisije, o prospektu, koji je objavio u emisiji, i ugovoru kojim ih je prodao prvom imaocu u emisiji.Prenose se ugovorom o prodaji ili o poklonu.

10.5.4. STVARNOPRAVNE, OBLIGACIONOPRAVNE I HARTIJE SA PRAVOM UČEŠĆA

Prema vrsti prava koje u sebe sadrže, hartije od vrednosti se dele na stvarnopravne, obligacionopravne i hartije s pravom učešća.

Stvarnopravne hartije daju stvarno pravo(svojinu) svom imaocu na opisanim stvarima (teretnica, založnica, skladišnica, depozitna potvrda).

Obligacionopravne hartije imaocu daju tražbinu-oblogaciono pravo- prema označenom dužniku(obveznice, menice).Glavna tražbina je uvek pravo na isplatu označenog nominalnog iznosa kod izdavaoca, postoji i sporedno pravo koje može da bude različito a najčešće: kamata, učešće u dobiti dr.

Hartije sa pravom učešća (akcije) daju imaocu pravo da sa odgovarajućim udelom učestvuju u upravljanju sa tim pravnim licem koje ih je izdalo, da učestvuju u deobi ostvarene dobiti kao i deobi njegove imovine u slučaju njegovog prestanka.

10.5.5. PODELA HARTIJA PREMA VRSTI PRAVA KOJA SADRŽE

Hartije od vrednosti prema vrsti prava koji sadrže dele se na vlasničke i dužničke hartije.Vlasničke hartije su one hartije koje vlasnicima daju svojinu na kapitalu izdavaoca, a dužničke hartije stvaraju dug prema imaocu.Vlasničke hartije su akcije, a dužničke hartije su obveznice

10.5.6. JAVNE I PRIVATNE HARTIJE

Prema položaju izdavaoca hartije se dele na javne i privatne.Javne hartije izdaju Javnopravne ustanove, kao što su država i uže teritorijlne jedinice, grad, opština, okrug.Država obični izdaje obveznice i blagajničke zapise.Niži teritorijalni organi izdaju ove hartije na osnovu odluke u cilju prikupljanja zajma za zadovoljavanje svojih potreba.

Privatne hartije izdaju lica privatnog prava, a pre svega privredna društva i banke.U njih se ubrajaju obveznice kompanija, njihovi zapisi i depozitne potvrde.

Pravni značaj ove podele hartija je u tome što se razlikuju po povlašćenom položaju u prometu.Tako na prihode od hartija države,(Srbije i Narodne banke) njihovi imaoci ne plaćaju porez, za njihovu emisiju nije potrebna saglasnost Komisije za hartije od vrednosti , kao što je to potrebno za druge emisije, a nije potrebna ni saglasnost berze za njihovo uključivanje u sistem berzanske trgovine.

10.5.7. PODELA HARTIJA PREMA POREKLU IZDAVAOCA

Prema poreklu izdavaoca hartije mogu biti domaće i strane.Domaći izdavalc je lice koje ima prebivalište ili sedište firme u domaćoj zemlji, a strani izdavalac je ono lice koje ima sedište u stranoj zemlji.

10.6. PRESTANAK HARTIJA I PRESTANAK PRAVA IZ HARTIJA

Hartija od vrednosti nastaje njenim izdavanjem, a prestaje na različite načine.Hartija je izdata u času kada je izdavalac predao imaocu sa namerom da se sa njom obaveže.Izdavanjem nastaje obaveza za izdavača, a prava iz hartije za imaoca hartije.Hartije od vrednosti, kao serijske hartije, ne izdaju se predajom imaocu kao pojedinačne hartije, jer su elektronske, a ne papirne isprave.Zbog toga se izdaju kada ih izdavalac upiše na račun kod ovlašćene banke u Centralnom registru.

Hartija kao telesna stvar, prestaje fizički nestankom, bilo slučajno ili namernim uništavanjem.Kada hartija nestane suprotno volji svog imaoca, njegova zaštita je sudski poništaj hartije (amortizacija).Imalac hartije na ovaj način ostvaruje pravo iz hartije i ako je nema, i takođe sprečava drugo lice koje je došlo u posed, da ostvari neko pravo iz nje.Hartija prestaje i istekom roka trajanja, kao i kada je izdavalac povuče iz prometa i poništi.

Za razliku od klasičnih oblika hartija koje su izdate u papirnoj formi, hartije izdate u eloktronskoj formi ne mogu da nestanu, ni da se amortizuju.Ako nestanu sa računa imaoca, protivno njegovoj volji, što znači bez njegovog naloga, imalac ima pravo da prigovori trgovcu kod kojeg ima registrovan račun hartija od vrednosti na kome se čuvaju predmetne hartije i da traži da me se vrate na račun kao i da traži nadoknadu po osnovu nastale štete.Izuzetak čini okolnost da ih je trgovac skinuo sa računa, postupajući po pravosnažnoj odluci suda ili poravnanju kao izvršnoj ispravi.

10.7. SLOBODA RASPOLAGANJA HARTIJAMA

Imalac hartije je slobodan da raspolaže sa hartijom, ali je stepen slobode raspolaganja u zavisnosti od vrste prava koje ima na hartije i same sadržine hartije.

Vlasnik hartije može da je proda, pokloni, razmeni ili pozajmi, čime je otuđuje, ali se razlikuje raspolaganje (prenos) serijskih i pojedinačnih hartija.

Hartije se prenose tako što se ispišu sa računa svog prenosioca i upišu se na račun sticaoca na osnovu Ugovora kojeg su zaključili (prodaja, poklon, razmena).Nalog za prenos daje prenosilac kao vlasnik hartije i imalac računa,

trgovcu učlanjenom kod Centralnog registr koji mu vodi račun hartija od vrednosti.

Ako su u pitanju pravno sledbeništvo (smrt, likvidacija ili stečaj) osnov za prenos hartija u korist sledbenika je pravosnažna sudska odluka.

Ugovor o poklonu je uvek u pismenoj formi, za razliku od drugih oblika o otuđenju koji su neformalni.

10.8. ZAMENA HARTIJA

Zamena hartiaj je radnja kojom izdavalac izdaje drugu hartiju umesto postojeće sa istom sadržinom.Izdavalac menja hartiju na zahtev imaoca hartije u slučaju da je toliko pohabana da nije pogodna za promet ili po odluci izdavaoca-na primer akcionarsko društvo- kad svim imaocima menja postojeće hartije iste vrste i klase za nove koje im uručuje.Ova odluka izdavaoca je najčeša u slučajevima kada se akcionarsko društvo spaja, pripaja ili deli.

Hartije se zamenjuju i u slučaju sjedinjavanja ili deljenja.Sjedinjavanje je radnja kojom izdavalac, umesto većeg broja postojećih hartija povlači, a imaocu izdaje jednu ili manji broj novih koje glase na na ukupno jednaku obavezu.

Izdavalac vrši sjedinjavanje hartija kada želi da iz njih isključi siromašnije ulagače. Na taj način vrši se povećanje nominalne vrednosti, što za posledicu ima i povećanje kursa na berzi.Obrnuti je motiv izdavaoca u slučaju deljenja.

Hartije se mogu zameniti i to jednom vrstom i klasom hartija sa drugom vrstom (na primer akcije umesto zamenjivih obveznica ili redovne akcije za povlašćene).

11. POJAVNI OBLICI HARTIJA OD VREDNOSTI

11.1. AKCIJE

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.

11.1.1. 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, mo- gu 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 prioritnih 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 obine akcije.

11.1.2. 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.

11.1.3. 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.[42]

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

- vremensku dimenziju ulaganja novca,

[42] John Burr Williams, The Theory of Investment Value, Harvard University Press, Cambridge, 1938.

- tržišna stopa kapitalizacije

Matematička formula za izračunavanje tržišne vrednosti akcija po ovom modelu glasi:[43]

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

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

Tržišna cena akcija zavisi od:

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

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.

11.2 INSTRUMENTI DUGA-OBVEZNICE

11.2.1 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.

[43] Finansijska tržišta, investicije, procesi i regulacije, Komisija za HoV, Beograd, 2005. god.

Pojmnovno određenje

Obveznica (bond, obligation) je hartija od vrednosti koja pripada, obligacionim hartijama od vrednosti.Njen izdavalac se obavezuje da imaocu (obavezničaru) obveznice isplati novčani isnos naznačen kao glavnica, zajedno sa pripadajućom kamatom..Isplata može biti odjednom ili na rate.Obveznica je inače prenosiva hartija, te imalac ne mora da čeka rok dospeća da bi od izavaoca naplatio uloženi novac pri njenoj kupovini, već može da je otuđi trećem licu na tržištu.A ako se već prodaje po nekoj ceni na tržištu ,dada govorimo o njenoj tržišnoj vrednosti.Tržišna cena može biti viša ili niža od nominalne , našta pre svega utiče ponuda i tražnja za obveznicama.1

Pravna priroda obveznica i njihovi izdavaoci

Za razliku od akcije, koja imocu daje pravo na upravljane i učešće vlasništvu kompanije,obveznica je obligaciona hartija, jer njenom imaocu ne daje mogučnost upravljanja ni prava na dividendu.Ono što vlasnik obveznice očekuje to je povratak novčanog iznosa izdatog za njenu kupovinu uz odgovarajuču kamatu koja može biti unapred ugovorena ili ne ugovorena.

Ovako svojstvo obveznice , upučuje na njen kreditni karakter, odnosno osobinu da kreditira njenog izdavaoca.U pogledu roka dospeća, značajno je naglasiti da obveznica kao obligaciona hartija ima rok dospeća koji je duži od godinu dana.Kod nas je izuzetno dozvoljeno da država ili Narodna banka mogu izdati i obveznice sa kraćim rokom dospeća.

U pogledu Zakonskih propisa koji bliže određuju postupak i proceduru izdavanja obveznca, treba naglasiti da ne postoji poseban Zakon koji reguliše ove procese, već nekoliko Zakona u svojim segmentima imaju odredbe za ovu oblast.To se pre svega odnosi na Zakon o obligacionim odnosima , kao opštem zakonu koji reguliše hartije od vrednosti , zatim zakon o hartijama od vrednosti, Zakon o privrednim društvima.Komisija za hartije od vrednosti bliže definiše i detaljnije uređuje postupke sa obveznicama.Svakao izdavalac obveznica svojim odlukam o emisiji uređuje određena pitanja. Kao izdavaoci obveznica mogu se pojaviti samo pravna lica, ali ne i fizička.To su pre svega privredna društva, i država, ali mogu da ih izdaju i lokalni organi samouprave, ili neka druga pravna lica.

Postupak prodaje i isplate obveznica

Odlukom o emisiji izdavalac odlučuje o njenom isnosu nominalne vrednosti, o roku dospeća , ovisini kamatne stope i drugim bitnim elementima koje propisuje zakon ili drugi propisi.Emitenti obveznica uobičajeno u ovoj fazi , koriste usluge profesionalnih trgovaca sa hartijama od vrednosti, u cilju postizanja uspeha cele emisije.Ređi je slučaj da se emitenti oslanjaju na sopstvenu „sposobnost“ u ovim poslovima. Izdavoci obveznica , prvenstveno ih nude profesionalnim trgovcima, a ulagači ih kupuju na šalterima ovlašćenih banaka.Kupci obveznica plaćaju izdavaocu iznos nominalne vrednosti i na taj način vrše prenos hartija na svoj račun hartija od vrednosti.Izdavalac obveznica može da ih javno prodaje , kada ima obavezu da budućim ulagačima uputi javni poziv.Izdavalac u ovom slučaju mora pribaviti odgovarajuću saglasnost od strane akomisije za hartije od vrednosti.Postoji takođe i mogućnost da ponuda bude ne javna, ali to su posebni slučajevi i u propisanim slučajevima.(to mogu biti profesionalni ulagači, banke, svoji akcionari ili investicioni fondovi).

U pogledu isplate obveznica po njihovoj dospelosti, izdavalac će postupiti kako je u odluci o njenoj emisiji naglasio.Ako je reč o isplati u celini i odjednom (sa kamatom), tada govorimo o jednokratnoj obveznici.Ako se isplaćuju na rate, u označenim rokovima dospeća, reč je o višekratnim obveznicama.

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.

11.2.2. 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.

11.2.3. KLASIFIKOVANJE OBVEZNICA

Postoje različite podele obveznica, a broj podela i njihova vrste zavise od odluke izdavaoca o emisiji.Sobzirom da su motivi za njeno emitovanje , prikupljanje neophodnih sredstava za emitenta i za finasiranje njegovih potreba, podela obveznic je sadržana u odlici o njenoj emisiji.

Podela prema visini emisione cene

Prema ovoj podeli obveznice mogu biti paritetne i diskontne.Ako se radi o paritetnim obveznicama, imalac te obveznice naplaćuje po nominalnoj ceni , za razliku od diskontnih, kada se one prodaju po nižoj ceni, a kupac ima pravo da po roku dospeča da naplati glavnicu u celosti ia diskont predstavlja kamatu.

Podela u zavisnosti od valute na koju obveznice glase

Obveznice mogu biti devizne i dinarske.Devizne obveznice se isplaćuju u stranoj valuti a mogu se izdati samo uz saglasnost Narodne banke Srbije.

Podela prema mogućnosti zamene obveznica

Ova podela znači da mogu biti zamenjljive i nezamenjljive obveznice.Zamenjljive obveznice , prema odluci emitente, mogu se zameniti za akcije izdavaoca.Sama zamena znači da postojeći imalac obveznica, može postati vlasnik akcija i ostvarivati sva prava koje akcije kao hartije od vrednosti nose.

Podela prema promenljivosti kamatne stope

Po ovom kriterijumu obveznice mogu biti sa promenljivom kamatom stopom i sa fiksnom kamatom kamatnom stopom.

Ako se kamatna stopa u periodu do roka dospeća, menja po odrećenim kriterijumima, radi se o obveznici sa promenjljiviom kamatnom stopom.Ako

je visina kamatne stope definisana kao određeni procenat u odnosu na glavnicu glavnicu, tada je reč o nepromenljivosti kamatne stope.

Podela u pogledu obezbeđenosti obveznica

Po ovoj podeli postoje pokrivene i nepokrivene obveznice., a posebnu grupacije čine hipotekarne obveznice.

Drugi vidovi podele obveynica:

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

11.2.4. 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*

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

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.

11.2.5. 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,[44]
- 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.

11.2.6. 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;

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

- *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:

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.

11.2.7. 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.

11.2.8. 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.

11.2.9. 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.

11.3. IZVEDENE HARTIJE OD VREDNOSTI

11.3.1 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

11.3.2 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 njegovog 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.

11.3.3 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:[45]

- 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.

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

[45] Dr Branko Novak, Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet, Osijek, 2005. god.

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.

11.3.4 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.

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

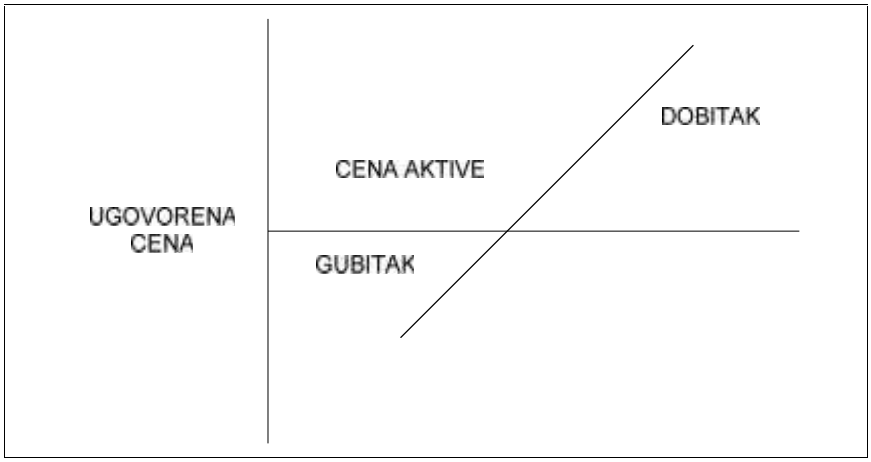
isporuke ugovorene robe i plaćanja ugovorene cene.Poslovi sa fjučersima podrazumevaju i posedovanje dodatnih gotovinskih sredstava u cilju polaganja na ime depozita, margina-marži na svoje račune kod klirinške kuće.Cene fjučersa se svakoga dana objavljuju, a od njihovog kretanja na berzi zavise i promene 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.

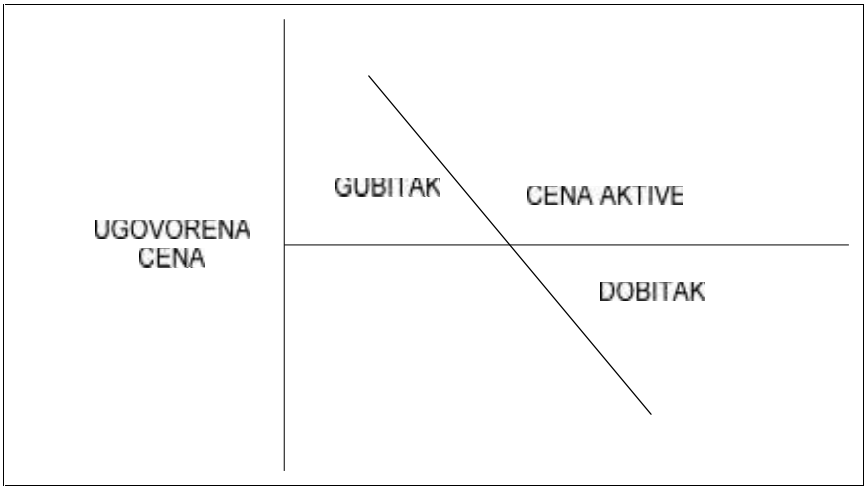
Njih ne interesuje osnovna aktiva (roba) već razlika u ceni koju će ostvariti kupovinom ili prodajom fjućers ugovora. Na većini tržišta broj špekulanata je znatno veći od broja drugih učesnika. Špekulanti stvaraju likvidno tržište.Svakako da će u zavisnosti od njihove procene o kretanju cena osnovne 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.[46]

Grafik 2. Položaj kupca fjučersa



[46] 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 (SBOT). 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.

11.3.5 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.

11.3.6 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:[47]

- duga kupovina (long call),
- kratka kupovina (short call),
- duga prodaja (long put),
- kratka prodaja (short put)

[47] Dr Nenad Vunjak i Dr Ljubomir Kovačević, Finansijska tržišta i berze, Ekonomski fakultet, Subotica, 2010. god.

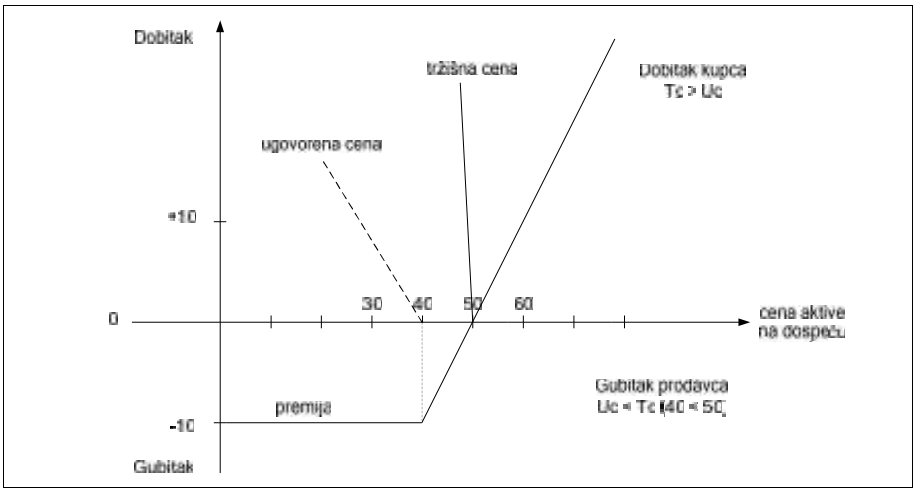
Duga kupovna strategija (long call) je pozicija kupca koji ima očekivanja da će doći do rasta cena osnovne aktive (akcija) i da će tako ostvariti profit, a angažovaće samo malo sredstava za ulazak u dugu poziciju i rizik od gubitka svesti na nivo izdatka za opcionu premiju.

- 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

$$G = O_p$$

- 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 izdvajao 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

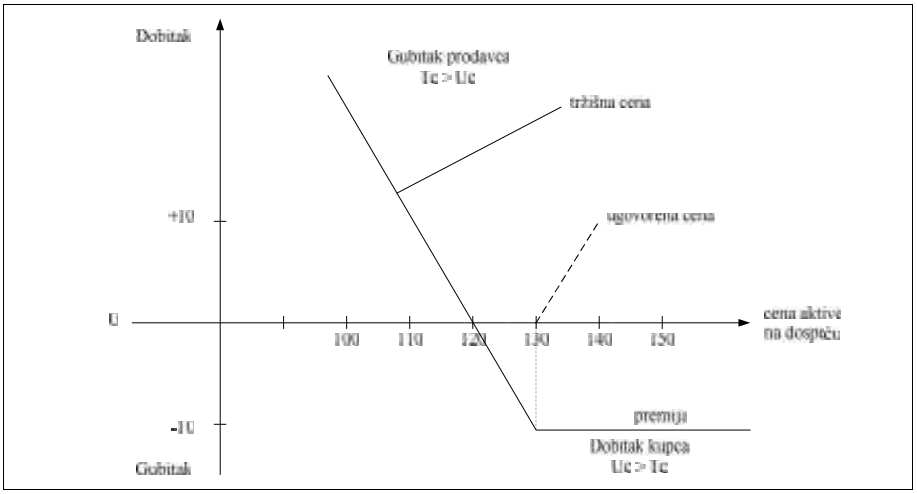


Položaj u kojem se može naći kupac put (prodajne) opcije

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



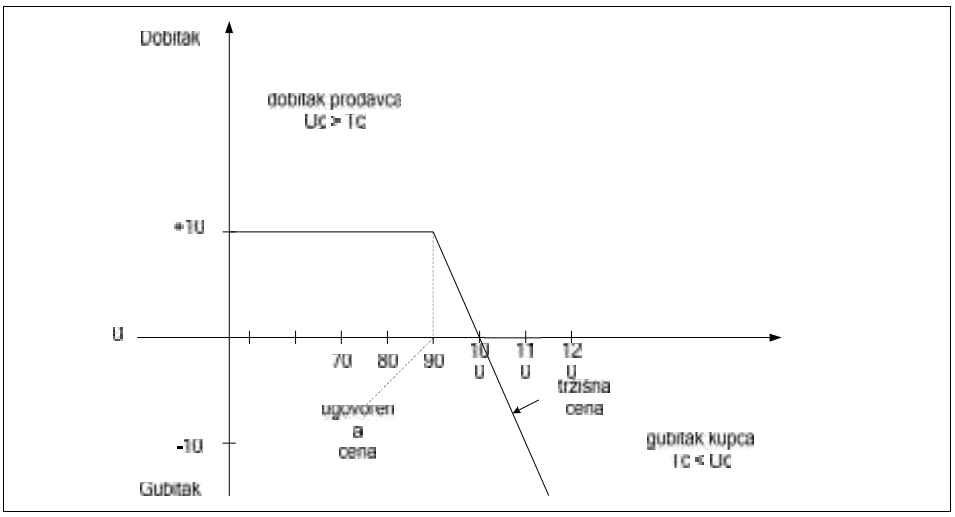
Uloga prodavca call opcije - prodavac kupovne opcije

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



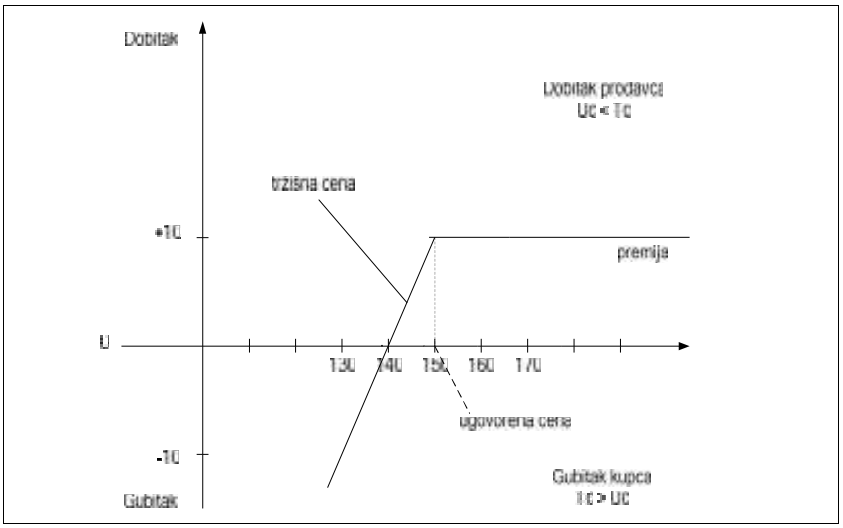
Položaj <u>prodavca prodajne (put) opcije</u>

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 ugovo- rene (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.

11.3.7. 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.

11.4. INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA

11.4.1 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)

11.4.2 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.

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

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

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.

11.4.3 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.

11.4.4 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.

11.4.5 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 opticaju, 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.[48]

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,

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

- 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

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.[49]

<u>Kratkoročna državna obveznica</u>

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

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

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

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 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.

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.[50]

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.

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

11.5. MENICA

11.5.1. POJAM I ZNAČAJ MENICE

РЕПУБЛИКА СРБИЈА

У ..... 20 .....

..... ПЛАТИТЕ ЗА ОВУ ..... МЕНИЦУ

ПО НАРЕДБИ ..... ИЗНОС ОД

ВРЕДНОСТ ПРИМЉЕНА ..... И СТАВИТЕ ИСТУ У РАЧУН ..... ИЗВЕШТАЈ .....

ТРАСАТУ ..... ТРАСАНТ

СЕРИЈА

АВ 9038165

ПЛАЋАЊЕ .....

ИЗДАЈЕ НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

U našem pravu nije određen pojam menice kao u drugim zemljam, ali zato se u pravnoj teoriji najčešće određuje ovaj pojam uz postojanje razlike u shvatanjima i stepenu potpunosti tog pojma. Menica je hartija od vrednosti po naredbi, na osnovu zakona na koji se primenjuju opšta pravila o svim hartijam od vrednosti po naredbi.

Na sve druge hartije od vrednosti primenjuju se mnoga menična prava, izuzev ako za neke posebne hartije nisu predviđena posebna pravila.

To ukazuje da menica ima izuzetan značaj u našem pravnom sistemu.Menica je daleko detaljnije regulisani pojavni oblik hartija od vrednosti kod nas i to na osnovu odgovarajućih međusobnih konvencija, pa se na osnovu toga ističe njen matični karakter u odnosu na druge oblike hartija od vrednosti.

Pod pojmom menice podrazumeva se, da je to hartija od vrednosti po naredbi na osnovu zakona, kojom se njen izdavalac(trasant) obavezuje da će sam ili po njegovom nalogu, određenom trećem licu-remitentu, o dospelosti biti isplaćen menični iznos, i to na određenom mestu od strane lica kome je upućena naredba da isplati trasat ili od strane izdavaoca menice trasanta.

Iz ovog pojma menice može se shvatiti da je uvek reč o hartiji od vrednosti po naredbi, i da je to obligaciono pravna hartija od vrednosti, koja uvek glasi na određeni novčani isnos.

Menica je hartija od vrednosti koja je duže u cirkulaciji i može služiti kao kreditno sredstvo u obezbeđivanju potraživanja.

Takođe zbog visokog stepena apstraktnosti i strogosti menica znatno doprinosi višem stepenu njene sigurnosti u robnonovčanom prometu, posebno uticajem na jačanju ugovorene discipline.

Sve ovo ukazuje na posebne funkcije menice i njen značaj u privrednom sistemu jedne zemlje i to zbog matričnog karaktera u odnosu na druge hartije od vrednosti.

Za menicu se može reći da spada u najstarije i najtraženije hartije od vrednosti.Pojavljuje se negde u XIII veku u Evropi, i u početku je korišćena pri menjanju jedne vrste novca za drugu vrstu novca.Zbog toga je i njen naziv nastao od reči“menjati“ pa je takav naziv prihvaćen širom sveta.I danas se menica u Italiji naziva cambio, u Nemačkoj wechsel, u Engleskoj bill of exchange itd.

Menica je hartija od vrednosti kojom se njen izdavalac bezuslovno obavezuje da će on sam ili po njegovom nalogu određeno treće lice, isplatiti u noj navedenom poveriocu ili po njegovoj naredbi iznos novca koji je u menici određen i to u određeno vreme i u određeno mesto.

Menica je hartija od vrednosti po naredbi, ona ima to svojstvi i kada u njoj nije označena klauzula „ po naredbi“, ali ona može biti i hartija na ime ako je uneta klauzula „ ne po naredbi“

Menica spada u red obligacionopravnih hartija od vrednosti, jer su potraživanja koja su u njoj inkorporisana obligacionopravne prirode.Ta potraživanja su uvek novčana.

Obzirom da ne spada u red dematerijalizovanih hartija, menica je strogo formalna i prezentaciona hartija od vrednosti.

Načela meničnog prava

Načelo formalnosti

Načelo inkorporacije

Načelo menične strogosti

Načelo fiksne menične obaveze

Načelo solidarnosti

Načelo neposrednosti

Načelo samostalnosti

11.6. ČEK

Može se reći da su se kao pretače čeka u savremenom smislu smatrala takozvane „zlatarske potvrde“ koje su korišćene u Engleskoj negde u početku sedamnaestog veka.Na ime, bankari su trgovcima, čiji su zlatni kovani novac uzimali na čuvanje, izdavali povrde koje su galsile na donosioca, a mogle su da cirkulišu u prometu kao novčanice.Kasnje, umesto ranijeg pismena za položene depozite, banke su izdavale svojim klijentima čekovne knjižice sastavljene od jednoobraznih listića, čija je sadržina jednim delom bila ispisana, a drugim delom, imaocima se ostavljala mogućnost i slobodna volja, da unošenjem svog teksta dopune ovu sadržinu.Iz same isprave videla se obaveza bankara, da u svako doba, isplati donosiocu listića svaku naznačenu sumu, koja ima pokri’e u položenom depozitu..Na taj način, kroz praksu engleskih bankara, ček dobija svoj savremeni oblik isprave plative po viđenju.[51]

Reč ček na Engleskom“check“ na Nemačkom „scheck“, Francuskom “cheque“ po svoj prilici potiče iz engleskog, čto znači kontrolisati, verifikovati.Izdavalac je morao da vodi računa o tome da li ima pokriće pre nego što izda ček, a trasat je kontrolisao da li je pokriće njegovog klijenta dovoljno da bi ček mogao da se isplati.

Pojmovno određenje čeka

U našoj pravnoj teoriji uglavnom se susreću dva oblika definisanja čeka.Tako se po jenom određenju ček đefiniše kao hartija od vrednosti, kojom njen izdavalac (trasant) daje nalog drugom licu (trasatu) da remitent (korisnik čeka) isplati određenu svotu novca iz trasantovog pokrića kod trasata.

Drugo određenje pojma čeka opisuje se kao: ček je hartija od vrednosti kojom njen izdavalac (trasant) daje bezuslovni nalog trasatu (banka ili drugo lice) da u čeku označenom korisniku (remitent) ili donosiocu čeka, po viđenju isplati određenu svotu novca iz njegovog (trasantovog) pokrića kod trasata.

Ček je važan zbog toga što predstavlja podesno sredstvo plaćanja i što omogućava lakše odvijanje platnog prometa i otklanja rizike koje prati plaćanje gotovim novcem.Primena čeka u platnom prometu smanjuje količinu gotovog novca u opticaju, što doprinosi i neposrednom čuvanju novca od fizičkog uništavanja i habanja.

Jedna od mana čeka je u tome što se plaćanje može izvršiti i ukradenim čekom.

Čekovi se mogu podeliti u dva grupe:

[51] Bartoš M, Antonijević Ž, Jovanović V., Menično pravo, Beograd, 1974. godina

- prema načinu određivanja imaoca prava
- prema nameni čeka

U pogledu određivanja imaoca prava, čekovi se mogu podeliti na: ček na ima, ček na donosioca, ček po naredbi, alternativni ček, sopstveni trasirani ček.

Drugu grupaciju čini podela koja se odnosi na namenu čeka i to: gotovinski ili isplatni ček, obračunski ček, barirani ček, cirkularni ček, putnički ček, certifikovani ček, akreditivni ček, limitirani ček, komisioni i poštanski ček.

11.7. SKLADIŠNICA

Skladišnica je hartija od vrednosti koju izdaje skladištar za robu koju je primio na uskladištenje.Zakon o obligacionim odnosma iz 1978 godine, definiše obavezu skladištara, da je obavezan da izda skladišnicu na zahteve ostavoca robe, ako je reč o skladištaru koji je na osnovu zakona ovlašćen da za robu koju je primio na uskladištenje izdaje skladišnicu.

Nisu sve skladišne organizacije ovlašćene da izdaju skladišnicu, kao hartiju od vrednosti..U našem pravu sve skladišne organizacije se tretiraju kao javni skladištari, obzirom da su po Zakonu jedino javni skladištari ovlašćeni da izdaju skladišnicu kao hartiju od vrednosti.

Skladišnica je hartija od vrednosti koju skladištar izdaje deponentu(ostaviocu) robe, kao dokaz da je robu primio na čuvanje i rukovanje i koja obavezuje skladištara da po proteku roka čuvanja robe, izda robu legitimnom imaocu ove hartije od vrednosti.

U poslovnoj praksi skladišnica najčešće sadrži sledeće podatke: detaljne podatke o ostaviocu, opis robe, rok čuvanja robe, opis manipulativnih radnji u cilju održavnja robe za vreme čuvanja, i druge podatke iz ugovora o skladištenju robe, broj skladišnice u matičnoj knjizi skladišnice, oznaku skladišta u kome je roba uskladištena, mesto i dan izdavanja skladišnice, kao i potpis skladištara.Skladišnica može sadržati i druge podatke i svi podaci moraju biti tačni jer za primljenu robu odgovara skladištar.

Skladišnica pripada grupi prezentacionih i tradicionih hartija od vrednosti.

Prava koja su konstatovana na skladišnici u vezi sa uskladištenom robom se prenose prenosom skladišnice to je takozvano tradicionalno svojstvo skladišnice, jer predaja skladišnice u potpunosti zamenjuje faktičku predaju robe prilikom prenosa svojine na robi. Skladišnica je prezentovana hartija od

vrednosti, jer se prava iz skladišnice ostvaruju prezentacijom, to jest podnošenjem skladišnice skladištaru ili nekom drugom ovlašćenom licu.

Ova osobina skladišnice omogućava učešće skladištene robe na tržištu, ne samo u cilju prenosa svojine na robi nego i zbog zalaganja robe kao sredstva obezbeđenja za dobijanje kredita.

Skladišnica upravo predstavlja isečak iz matične knjige skladišnica, jer se u toj knjizi konstatovani isti podaci kao i na izdatoj skladišnici.

Kod nas se skladišnica sastoji iz dva dela, koja su povezana i mogu se razdvojiti.

Jedan deo se zove priznanica ili receptis i služi za prenos svojine na uskladištenoj robi, a drugi se zove varant ili založnica i služi za zalaganje uskladištene robe za dobijanje pozajmica ili kredita.

U našem pravu skladišnica, i to oba dela skladišnice moraju glasiti po " naredbi".U drugim državama skladišnica može glasiti na ime, a ređe i na donosioca.

11.8. KONOSMAN

Konosman (teretnica) u pomorskom saobraćaju

Posle završenog ukrcavanja tereta na brod, krcatelj može zahtevati da mu brodar izda teretnicu, i tada je brodar dužan da mu izda teretnicu(konosman).

Teretnica je hartija od vrednosti kojom brodar potvrđuje prijem robe na brod i kojom preuzima obavezu da teret po završetku prevoza preda legitimnom imaocu ove isprave.

Konosman se najčešće izdaje na unapred pripremljenom formularu po pravilu u većem broju primeraka.Svaki od ovih primeraka ima svoju funkciju u poslovnim odnosima.

Teretnica se sastavlja na osnovu podataka koje daje krcatelj robe, a izda je brodar i sadrži sledeće elemente:

- firmu, odnosno naziv i sedište, to jest ime i prebivalište brodara koji izdaje teretnicu
- ime, odnosno druge podatke o identitetu broda
- firmu, odnosno naziv i sedište i prebivalište krcatelja robe

- firmu, odnosno naziv i sedište tj, prebivalište primaoca robe ili oznaku „po naredbi“
- luku, odnosno pristanište prijema robe
- količinu tereta, prema broju komada, težini, zapremini ili drugim mernim jedinicama, zavisno od vrste tereta
- vrstu tereta i oznake koje se na njemu nalaze
- stanje tereta ili omota prema spoljnjem izgledu
- odredbe o vozarini
- mesto i dan ukrcavanja tereta i izdavanja teretnice

Teretnica može sadržati i druge podatke u vezi sa uslovima koji su utvrđeni u ugovoru o plovidbenom prevozu robe.Teretnica mora biti potpisana od strane brodara ili njegovog pomoćnika, obzirom da je brodar njen izdavalac.Teretnicu može da potpiše i krcatelj robe ali je ona punovažna i bez njgovog potpis.

11.9. LEGITIMACIONI PAPIRI I ZNACI

Legitimacioni papiri i legitimacioni znaci u pravnom saobraćaju nazivaju se jednim imenom kao Lagitimacione isprave.Zakonska osnova za legitimacione isprave sadržana je u Zakonu o obligacionim odnosima.[52] I ako imaju status legitimacionih papira, na njih se primenjuju neke odredbe koje se odnese na hartije od vrednosti.Za njih se može reči da su pismene isprave (železničke karte, pozorišne i druge ulaznice, razne vrste bonova, štedne knjižice) na kojima se primenjuju pravila koja važe za hartije odvrednosti, koje su izdate kao da glase na donosioca.

Ta pravila podrazumevaju da izdavalac legitimacionog papira ne može da zahteva od donosioca papira da dokaže da je na zakonit način stekao papir.

Legitimacione isprave služe za legitimisanje poverioca u jednom pravnom odnosu.Tu se najviše vidi njihova sličnost sa hartijama od vrednosti, koje omogućavaju zakonitom imaocu da se lakše legitimiše kao lice koje ima pravo da zahteva od dužnika ispunjenje određenih obaveza.

[52] Zakon o obligacionim odnosima (Službeni glasnik RS, br. član 257-258)

11.9.1. RAZGRANIČENJE HARTIJA OD VREDNOSTI OD LEGITIMACIONIH PAPIRA

Legitimacioni papiri razlikuje se od hartija od vrednosti u sledećem:

- oni ne sadrže sve one sastojke koje moraju da sadrže hartije od vrednosti.Iz njh se jedino mora videti ko je izdavalac i kakva je priroda obaveze izdavaoca,
- svrha legitimacionih papira nije u tome da služe za olakšanje prenosa prava, već prvenstveno za lakše legitimisanja poverilaca.Čak i kad glase na donosioca(što je pravilo), legitimacioni papiri se u praksi retko prenose,
- zbog nepostajanja načela inkorporacije titulara, imalac legitimacionog papira može da ostvari svoje pravo i bez prezentacije legitimacione isprave.Postojanje prava se može dokazivati i drugim dokaznim sredstvima,
- u odnosu na hartije od vrednosti, legitimacioni papiri se razlikuju i po nekim drugim obeležijima:
- legitimacioni znaci (kao i legitimacioni papiri) ne moroju da sadrže sve elemente koji sadrže hartije od vrednosti.Iz tih razloga se ne mora videti ni sadržina obaveza izdavaoca,
- kako legitimacione znake ne odlikuje načelo inkorporacije nekog prava, kao kod hartija od vrednosti, to nosi posledcu da njihova predaja nekom drugom licu ne mora da znači i automatsko priznavanja prava koje oni nose,
- u slučaju nastanka situacije, poverilac može zahtevati ispunjenje obaveze i ako je izgubio legitimacioni znak.U cilju dokazivanja svojstva poverioca, on može koristiti i druga dokazna sredstva,
- ako izdavalac znaka izrazi neku sumnju, može i pored prezentacije znaka, zahtevati od donosioca znaka, da dokaže svoje svojstvo poverioca.

Teret dokazivanja svojstva poverioca, pada na teret poverioca.Ovo predstavlja i osnovnu razliku između legitimacionog znaka i legitimicionog papira.

Legitimacioni znaci su garderobni ili slični znaci, koji se sastoje iz komada papira ili drugog materijala, na kojima je utisnut neki broj, ili naveden broj komada predatih predmeta, i obično ne sadrže nešto određeno o obavezi njegovog izdavaoca, ali služe samo da pokažu ko je poverilac u obligacionom odnosu prlikom čijeg nastanka su izdati.

11.9.2 Različite uloge hartija od vrednosti

Hartije od vrednosti mogu imati veliki broj uloga u poslovnom prometu, te sa tog aspekta ukazujemo na njihovu praktičnu primenu u nekim poslovnim odnosima:

- hartije od vrednosti mogu se koristiti kao sredstva robnog prometa.U okviru ovih hartija ubraja ju se, skladišnica, teretnica, prenosivi tovorni list.Njihovim prenosom vrši se promet robe koja je u tim hartijama naznačena,
- ček, kao hartija od vrednosti, koristi se kao sredstvo plaćanja, umesto gotovog novca,
- menica, obveznica, blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, certifikati, mogu se koristiti kao kreditna sredstva,
- neke hartije mogu se koristiti kao sredstvo za obezbeđenje potraživanja(menica, založnica, i neke skladišnice),
- neke hartije od vrednosti mogu se koristiti i za prikupljanje neophodnih novčanih sredstava (primer, obveznice i akcije),
- akcije, kao hartije mogu se koristiti kao sredstv za učešće u upravljanju preduzećem,

Upotrebom hartija od vrednosti obezbeđuje se pravna i poslovna sigurnost u robnom i novčanom prometu, kako za poverioca tako i za dužnika.[53]

Položaj poverioca postaje povoljniji iz nekoliko važnih razloga:

Prvo, hartije od vrednosti predstavljaju čvrst dokaz o postojanju prava koja je naznačeno na toj hartiji,

Drugo, hartije od vrednosti omogućavaju poveriocu da se lakše legitimiše kao lice koje ima pravo da zahteva od dužnika da ispuni određene obaveze.Posedovanje hartija stvara predpostavku zakonitog i savesnog imaoca prava.U slučaju sumnje, dužnik mora da dokazuje, da imalac hartije nema pravo da zahteva izvršenje prava iz hartije,

Treće, poverilac na mora da dokazuje osnov svog potraživanja.Osnov njegovog prava je posedovanje sama hartija,

Četvrto, hartija od vrednosti omogućava poveriocu, da na lak način raspolaže svojim pravom,

Peto, hartije pružaju sigurnost poveriocu, sobzirom da dužnik može izvršiti obavezu iz hartije tek kada mu bude prezentovana hartija.Sobzirom da se

[53] Milorad Bejatović, Berze i berzansko poslovanje, Fineks, Beograd, 2008. godina

hartija nalazi kod poverioca ili njegovog punomoćnika, dužnik ne može da izvrši obavezu nekom trćem licu,

Šesto, za ispunjenje potraživanja poverioca, pored glavnog dužnika odgovaraju i regresni dužnici,

Sedmo, mogućnost dužnika da se brani isticanjem prigovora je smanjena,

Osmo, poverilac koji je zakoniti imalac hartija od vrednosti, lakše ostvaruje svoja prava nego poverilac, koji ne poseduje hartiju od vrednosti.

U pravnoj teorij postoje dve grupe shvatanja o pravnoj prirodi i odnosima u vezi sa hartijama od vrednosti.Prvu grupu čine shvatanja prema kojima odnos između dužnika i poverilaca, nastaje jednostranom izjavom volje dužnika, u koje spadaju teorija kreacije i teorija emisije.

Drugu grupu čine shvatanja, prema kojima odnos između dužnika i poverioca nastaje na osnovu zaključenih ugovora.Ovde spadaju ugovorena teorija i teorija pravnog privida.

12. PORESKI TRETMAN HARTIJA OD VREDNOSTI NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

Poreski sistem i poreska politika svojstvene su tržišnoj privredi, pa je i Srbija počev od 1992 godine, počela izgradna novog poreskog sistema, kada je usvojena Koncepcija fiskalne reforme.I ako je bilo prekida, počev od 2001 godini, usvojen je značajan set Zakona iz ove oblasti.Poreska politika ima odraza na sve oblasti delovanja u okvirima nacionalnih ekonomija, pa tako i na poslovanje sa hartijama od vrednosti, što je predmet analize ovog dela knjige.Predmet analize bi će politika oporezivanja hartija od vrednosti i koje to implikacije ima na prinose koje hartije po prirodi stvari nose.Akcenat je stavljen na domaću poresku politiku, a naročito porezi koji se primenjuju kod oporezivanja, kamata, dividendi, kapitalnih dobitaka, poreza na prenos apsolutnih prava, porezi koji se odnose na poklone i nasledstva, kao na posedovanje i prodaju hartija od vrednosti.

Potrebno je uočiti ekonomske efekte oporezivanja, naznačiti šta su predmeti oporezivanja i koja rešenja koristi domaće zakonodavstvo.

13. OPŠTI UTICAJ POREZA NA PRINOSE HARTIJA OD VREDNOSTI

Jasno je da poreska opterećenja imaju direktnog uticaja na prinose koje nose hartije od vrednosti,.Zbog toga svi investitori u hartije pridaju značaj ovoj kategoriji pre donošenja investicioniih odluka gde i u šta ulagati novac.Sa aspekta vlasnika akcija njegov prihod u osnovi čin prihodi koje ostvaruje u periodu njihovog držanja u svom posedu, a sačinjavaju ih, dividenda-ako se opšte isplaćuje i kapitalna dobit koja se ostvaruje prodajom akcija u posedu.

Treba naglasiti da je u mnogim zemljama stopa poreza koja se primenjuje na dividende znatno strožija i viša, nego što je stopa koja se primenjuje na kapitalnu dobit.

Postoje i mnogi drugi faktori koji utiču na prinose koje donose hartije od vrednosti kao što su, razni rizici (sistemski i nesistemski) i mnogi drugi, kao što je na primer inflacija.Ovde će mo ukazati na jednom primeru iz najrazvijenije zemlje sveta kako različite stope poreza utiču na prinose nekih hartija.

U toku 1986 godine, u SAD-u prihodi od dividendi i kapitalne dobiti, oporezivani su sa istom poreskom stopom.Kapitalna dobit je mogla biti oporezivana nakon prodaje akcija.Nekoliko godina kasnije, odnosno 1990 godine, u novom zakonskom rešenju, kapitalna dobit je blaže oporezovana za 28% u odnosu na dividende od 31%.

Na primeru koji sledi ukazaće mo na razlike koje donese ovako različito primenjene stope poreza.

Ako se predpostavi da kompanija A očekuje 15% zarade po dividendi (dividendna stopa je iznos dividende podeljen sa početnom cenom akcije) i takođe se očekuje da kapitalna dobit iznosi 3%.

Ako predpostavimo da kompanija B očekuje 3% od dividendi i 13.5% od kapitalne dobiti. Sagledaće mo očekivani prinos koje donose hartije u obe kompanije i pre i posle oporezivanaja.

	Kompanija A			Kompanija B		
	Pre oporezivanja	Učinak oporezivanja	Posle oporezivanja	Pre oporezivanja	Učinak oporezivanja	Posle oporezivanja
Dohodak od dividende	15%	(1-31)	69-8.28%	3%	(1-31)	69-2.07%
kapitalni. dobitak	3%	(1-28)	78-2.34%	13.5%	(1-28)	78-9.31%

Ukupno:	18%		10.62%	15.5%		11.38%

Očekivani prinos kompanije A pre oporezivanja iznosi 18% i viši je od očekivanog prinosa kompanije B, koji iznosi 15.5% .Ako investitor mora da plaća poreze po predpostavljenoj stopi iz našeg primera, mogu će je uočiti da se na kraju u povoljnijoj poziciji nalazi investitor koji je investirao u kompaniju B, i ako je očekivana stopa prinosa pre oporezivanja bila niž od kompanije A.Posle oporezivanja ostvareni prinos je veći u odnosu na kompaniju A.Očigledno je da je na strukturu ostvarenog prinosa najznačajnije uticala različita stop poreza koja se primenjuje na dividende i na kapitalne dobitke.

Kao što smo naglasili ranije, investitori obraćaju pažnju na sve elemente koji imaju uticaja na njihove prinose.Pored poreza, značajan uticaj ima i inflacija čija visina ima jaku korelaciju sa budućim prinosom. Prinosi na mnoge akcije uobičajeno padaju kada inflacija raste i obrnuto.Zbog toga je teško predvideti osetljivost prinosa na uticaje inflacije, kad su promene stopa inflacije nepredvidive.

U uslovima nepredviđene promene inflacije, na udaru su hartije od vrednosti koje glase na nominalne iznose.Kada se desi nepredviđena promena inflacije, zajam, koji je u toku otplaćivanja, ne isplaćuje se, uz očekivani realni prinos u vreme kada je odobren.Ako se desi nepredviđeno povećanje inflacije, zajmoprimac će imati koristi, jer zajam otplaćuje „jeftinije“ nego što je prvobitno bilo predviđeno.Predpostavimo da je nominalna kamatna stopa desetogodišnjeg zajma 10% od kojih je 5% očekivana realna kamata, a drugih pet procenata predstavlja premiju za očekivanu inflaciju.Međutim ako predpostavimo da se u tih 10 godina pojavila inflacija od osam posto godišnje, u tim okolnostima troškovi kamata zajmoprimca su samo dva procenta umesto pet procenata.Zajmodavac gubi, zbog toga što je realni prinos manji od onoga koji je predviđen u trenutku pozajmljivanja.Sa druge strane, sa nepredviđenim smanjivanjem inflacije, zajmoprimac gubi, jer zajam otplaćuje „skuplje“, nego što je prvobitno bilo predđeno, čime dobija zajmodavac.

13.1. EFEKTI OPOREZIVANJA NA PRIMARNOM TRŽIŠTU

Poreski sistem i poreska politika na primarnom trzistu prvenstveno se mogu posmatati sa aspekta efekata ekonomskog dvostrukukog oporezivanja.

Oni se neposredno pokazuju u razlicitim poreskim tretmanima akomuliranog i rasporedenog dela dobiti u preduzecima.Ta akomulirana dobit u preduzecu,

koja je predmet raspodele, akcionarima kao fizickim licima ima u osnovi dva tretmana sa aspekta poreskih opterecena:

- prvi put kao porez na dobit preduzeca
- drugi put kao dividend koja se deli akcionarima, u obliku poreza na dohodak gradana.

U tržišnim privredam, a i u novonastalim tranzicionim ekonomijama, država se javlja kao veoma značajan ekonomski subjekt, u kojima preduzima brojne i raznovrsne aktivnosti u cilju uklanjanja negativnih efekata ekonomskog dvostrukog oporezivanja.U ekonomskoj nauci skup svih tih mera i aktivnosti koje države preduzimaju u cilju otklanjanja ili smanjenja negativnih uticaja ekonomskog dvostrukog oporezibanja nazivaju se jednim imenom PORESKOM INTEGRACIJOM.

Poreska integracija kojom se ekonomsko dvostruko oporozivanje otklanja (potpuna poreska integracija) ili smanjuje (delimična poreska integracija) se može sprovoditi na nivou preduzeća ili na nivou akcionara.

Potpuna poreska integracija je situacija suprotna klasičnom sistemu oporezivanja.Ona predpostavlja postupak gde porez na dobit u potpunosti plaćaju akcionari (nema poreza na dobit preduzeća, on je akontativnog karaktera).To otvara brojna pitanja i dileme, vodi nelikvidnosti akcionara i stvara prepreke u pripisivanja dobiti prilikom promene vlasnika akcija.Zbog toga sistem pune integracije nije u primeni ni u jednoj savremenoj državi.Znači, u savremenim poreskim sistemima je u primeni, pored klasičnog sistema, samo još sistem delimčne poreske integracije, bilo na nivou akcionara bilo na nivou preduzeća.

Efekti koji se ostvaruju primenom delimične poreske integracije, bilo na nivou akcionara ili preduzeća, mogu se sastojati:

a) u smanjanju i

b) eliminisanju ekonomskog dvostrukog oporezivanja.

1) mere kojima se smanjuje ekonomsko dvostruko oporezivanje na nivou preduzeća su:

-sistem dvijnih stopa

-sistem delimičnog odbijanja dividendi pre utvrđivanja osnovice poreza na dobit

2) mere kojima se smanjuje ekonomsko dvostruko oporezivanje na nivou akcionara mogu se iskazati u vidu:

-sistem delimične imputacije

-sistem delimične olakšice za akcionare

Sistem dvojnih stopa se sastoji u postupku kojim se dobit preduzeća deli na dva dela: na neraspoređeni deo, koji se oporezuje višom, i raspoređeni deo koji se oporezuje nižom stopom poreza na dobit preduzeća.Na taj način se akcionarima daje olakšica budući da će raspodeljena dobit (dividenda) biti još jednom oporezovana i to porezom na dohodak građana (pre toga je oporezovana nižom stopom poreza na dobit preduzeća).

Sistem delimičnog odbijanja dividendi, počiva na ideji da bi olakšicu trebalo dati sužavanjem (umanjenjem) osnovice poreza na dobit preduzeća i to za zakonom propisani iznos isplaćenih dividendi.

Sistem delimične imputacije predstavlja jednu od rasprostranjenijih metoda sprovođenja poreske integracije.Ova se metoda sastoji u oporezivanju cele dobiti porezom na dobit preduzeća.Raspodeljena dobit (dividenda) se uključuje u oporezivi dohodak akcionara, ali uvećan za iznos plaćenog poreza na dobit od strane preduzeća.Akcionar ima pravo, zatim na poreski kredit po osnovu onog dela poreza na dobit preduzeća koji je predhodno „inputirao“-dodao, na svoje dividende.Sistem je komplikovan i podrazumeva dobro razvijen sistem računovodstva.

Sistem delimične olakšice za akcionare je takođe jedan od rasprostranjenijih metoda i dosta je jednostavniji od predhodnog.Ova metoda ima nekoliko varijanti, ali je suština u sledećem.Dobit preduzeća se oporezuje propisanom stopom poreza na dobit preduzeća.Porez na dohodak koji pogađa dividende se zatim umanjuje tako da se dividenda oporezuje nižom stopom nego ostali dohodak, pružanjem odgovarajućeg poreskog kredita ili umanjenjem iznosa dividendi prilikom utvrđivanja osnovice poreza na dohodak.

Metod delimične olakšice za akcionare je u primeni i u Srbiji. Zakon o porezu na dohodak građana, predviđa da oporezivi prihod čini 50% bruto dividendi i drugih prihoda ostvarenih učešćem u dobiti raspoređenih obvezniku.

Mere kojima se eliminiše ekonomsko dvostruko oporezivanje se mogu ostvariti i na nivou preduzeća (sistem potpunog odbijanja dividendi) i na nivou akcionara(sistem pune imputacije i sistem potpunog izuzimanja dividendi).

Sistem potpunog odbijanja dividendi na nivou preduzeća nije nigde u primeni.

Sistem pune imputacije i ako složen je jedan od rasprostranjenijih metoda.Sličan je metodu delimične imputacije, osim što se akcionaru inputira ne deo već ukupno plaćeni porez na dobit preduzeća koji je adekvatan primljenim dividendama.

Pored klasičnih zakonskih rešenja koja od ranije egzistiraju, u novije vreme javljaju se i neka nova rešenja u različitim varijacijama.Svi pojavni oblici i mere koje se preduzimaju u cilju umanjena ili uklanjanja negativnih efekata dvostukog ekonomskog oporezivanja mogu se indentivikovati kao:

- sistemi dvojnih stopa
- sistemi delimicne imputacije
- sistem delimicne olaksice za akcionare
- sistem potpunog odbijanjadividendi- i još nekih koje više imaju terijsku osnovu bez mogućnosti da budu primenjene u praksi.

Treba naglasiti da postoji i jedan broj savremenih poreskih sistema u kojima se ne preduzimaju mere da neutrališu, dejstva ekonomskog dvostrukog oporezivanja.U takvim poreskim sistemima u primeni je klasičan sistem poreza na dobit preduzeca.Dobit koja se ne raspodeljujeje oporezivana je samo jedanput- porezom na dobit, a dobit preduzeća koja se raspodeljuje je oporezovana dva puta: prvi put porezom na dobit, a drugi put, porezom na dohodak gradana (oporezivanje dividendi).Ovaj sistem primenjuje se u velikom broju razvijenih zemalja, a prihvaćen je i u nekim zemljam u tranziciji.

Sobzirom da poreska resenja pripadaju kategorijama koje su često podložne promenama, treba očekivati da će i ovi klasični oblici poreza pretrpeti odredene izmene.U našoj zemlji postoj nekoliko Zakona koji regulišu oblast poreza i poreske politike uz napomenu da su ove kategorije takođe podložne čestim promenama.U zakonskim rešenjima i pratećim uredbama takođe se daju rešenja u cilju izbegavanja negativnih efekata dvostrukog ekonomskog oporezivanja .

PRIHODO OD KAPITALA

U nasem Zakonu o porezu na dohodak gradana jasno je nabrojeno šta se pod prihodom od kapitala smatra, a to je izmedu ostalog:

- kamata na osnovu zajmova, štednih i drugih depozita (oročenih ili po viđenju) i po osnovu dužničkih sličnih hartija od vednosti
- dividenda i udeli u dobiti
- primanja članova otvorenog investicionog fonda po osnovu prava na srazmeran deo prihoda od investicione jedinice tog fonda

Prihode od kapitala mogu ostvarivati rezidentna i ne rezidentna lica, kao fizicka i pravna lica.Zakon takođe bliže definiše lica koja se smatraju rezidentima i nerezitentima.Kao rezident po odredbama Zakona o porezu na dohodak građana se navodi da je to fizicko lice koje je obveznik poreza na dohodak građana za prihode koje ostvari na teritoriji Republike i za dohodak koji ostvari na teritoriji druge države.Takođe to lice mora imati prebivalište ili centar poslovnih i životnih interesa na teritoriji Republike, zatim da na teritoriji Republike neprekidno ili sa prekidima boravi 183 ili više dana u period od 12 meseci koji počinje ili se završava u odnosnoj poreskoj godini. Rezitent Republike je i fizicko lice koje je upućeno u drugu državu radi obavljanja za fizicko ili pravno lice-rezidenta Republike ili za međunarodnu organizaciju.

NEREZIDENT-Obveznik poreza na dohodak građana je fizicko lice koje nije rezident, za dohodak ostvaren na teritoriji Republike

Fizicko lice koje nije rezident, obveznik je poreza na dohodak građana samo za dohodak, ostvaren na teritoriji Republike.

Poreze na prihode od kapitala plaćaju i rezidentna i nerezidentna fizicka lica, stim što se kod oporezivanja nerezidentnih fizickih lica moraju uzeti u obzir odredbe međunarodnih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja.

Porez na kapitalne dobitke fizickih lica

U zakonu o porezu na dohodak gradana, kapitalnim dobitkom se smatra prihod koji obveznik ostvari prodajom, odnosno drugim prenosom uz naknadu, između ostalog :

- udela u imovini pravnih lica, akcija i ostalih hartija od vrednosti, osim dužničkih hartija od vrednosti
- investicione jedinice otkupljene od strane investicionog fonda, saglasno zakonu koji regulise rad investicionih fondova
- investicione jedinice dobrovoljnog penzionog fonda

Kapitalni dobitak predstavlja razliku izmedu prodajne cene hartija od vrednosti i njihove nabavne vrednosti, usklađene sa ovim zakonom.

Kapitalnim dobitkom smatra se i onaj prihod koji obveznik, kao član otvorenog, zatvorenog, odnosno privatnog investicionog fonda, ostvari kao razliku izmadu *kupovne i otkupne cene* investicione jedinice, akcije , odnosno udela, saglasno zakonu koji reguliše rad investicionoh fondova.

Kada je razlika izmedu prodajne i kupovne cene hartija od vrdnosti negativna, tada se govori kapitalnom gubitku.

U cilju bližeg definisanja kapitalnog dobitka, Zakon o porezu na dohodak gradana, *prodajnu cenu* smatra ugovorenu cenu, odnosno tržišnu cenu koju utvrduje nadležni poreski organ ako utvrdi da je ugovorena cena niža od tržišne.

Prodajnom cenom investicione jedinice smatra se otkupna cena investicione jedinice koja se sastoji od neto vrednosti imovine otvorenog društva po investicionoj jedinici na dan podnošenja zahteva člana fonda za otkup investicionih jedinica, uvećanu za naknadu za kupovinu u koliko je društvo za upravljnje naplaćuje, saglasno zakonu koji uređuje rad investicionih fondova.

Takođe ovaj Zakon u cilju utvrđivanja kapitalnog dbitka, utvrđuje da se kao *nabavna cena* smatra cena po kojoj je obveznik, stekao pravo, udeo, ili hartiju od vrednosti, odnosno cenu koju je utvrdio nadležni poreski organ u skladu sa ovim zakonom.

Ako je hartiju od vrednosti, obveznik stekao poklonom ili nasledem posle 24 januara 1994 godine, *nabavnom cenom*, smatra se cena po kojoj je poklonodavac, odnosno ostavilac stekao tu hartiju od vrednosti, a ako se ne može utvrditi ta cena, onda se uzima njihova tržišna cena u momentu sticanja tih hartija od vrednosti od strane poklonodavca, odnosno ostavioca.

Ako jeobveznik hartiju od vrednosti *nasledio ili primio od poklonodavca* posle datuma posle 24.1. 1994 godine, nabavna cena se utvrduje kao tžišna vrednost na dan 24.1.1994g.

Ako je obveznik poreza, hartiju stekao po osnovu ugovora o doživotnom izdržavanju, *nabavnom* cenom smatra se tržišna cena, koja je uzeta ili je mogla biti uzeta kao osnovica poreza za prenos apsolutnih prava u momentu njihovog sticanja od strane obveznika.

Za one hartije od vrednosti koje su kotirane na berzi, nabavnom cenom smatra se cena koju obveznik dokumentuje kao stvarno plaćenu, odnosno, ako to ne učini, najniža zabeležena cena po kojoj se trgovalo u period od godinu dana koji predhodi prodaji hatija od vrednosti.

Kod hartija od vrednosti koje se ne kotiraju na berzi, nabavnom cenom smatra se, cena koju obveznik dokomentuje kao stvarno plaćenu, odnosno ako to ne učini, njena nominalna vrednost.

Stopa poreza na kapitalnu dobit iznosi 10%.

Kapitalni gubitak ostvaren prodajom jednog prava, udela ili hartije od vrednosti, može se prebiti sa kapitalnim dobitkom ostvarenim prodajom drugog prava, udela ili hartije od vrednosti u istoj godini.

Ako se dogodi da se i posle prebijanja , iskaže kapitalni gubitak, dopušteno je njegovo prebijanje u narednih pet godina na račun budućih kapitalnih dobitaka.

U zakonu o porezu na dohodak građana, regulisano je pitanje kada se kapitalna dobit ne utvrduje i ne oporezuje.To su slučajevi kada se prenos prava, udela ili hartija od vrednosti prenosi između bračnih drugova i krvnih srodnika u prvoj liniji

- ako se prenos vrši između razvedenih bračnih drugova a u neposrednoj je vezi sa razvodom braka.

Kapitalna dobit se ne utvrduje i ne oporezuje na prihod ostvaren po osnovu prenosa dužničkih hartija od vrednosti, u smislu propisa koji ureduju tržište hartija od vrednosti i drugih finasijskih instrumenata, čiji je izdavalac Republika, autonomna pokrajina, jedinica lokalne samouprave ili narodna banka Srbije.

Nerezidentno fizičko lice

Obveznik poreza jeste i fizičko lice nerezident za prihode koje ostvari na teritoriji republike Srbije.Nerzidentno fizičko lice, obveznik je poreza na kapitalnu dobit, u okolnostima kada ostvari pozitivnu razliku izmedu prodajene i nabavne cene hartija od vrednosti, prodajom (odnosono drugim prenosom uz naknadu) na teritoriji Srbije nezavisno od toga da li je kupac hartija od vrednosti rezidentno ili nerezidentno fizicko ili pravno lice.Obzirom da se radi o nerezidentu –fizickom licu , mora se imati u vidu i odredbe Medunarodno zaključenih bilateralnih ugovora koje je Srbija zaključila sa drugim državama, a kojima se izbegavaju dvostruka poreska oporezivanja.

Postoji obaveza nadležnih organa, da prilikom utvrđivanja obaveza za porez o kapitalnoj dobiti za fizicko lice koje je nerezident,da se ustanovi da li je sa državom iz koje je to lice, Srbija zkljucila ugovor o izbegavanju dvostrukog poreskog oporezivanja, kao i kakva su rešenja ugovorom predviđena.

Ako ipak kapitalnu dobit od prodaje hartija od vrednosti, ostvaruje fizičko lice nerezident, koji je rezitent države sa kojom Srbija nije potpisala međudržavni ugovor o izbegavanju dvosrukog poreskog oporezivanja, kapitalna dobit, koja je ostvarena na teritoriji republike Srbije, oporezuje se saglasno Zakonu o porezu na dhodak građana.

Poreski obveznik koji je ostvario kapitalni dobitak, ima obavezu da u roku od 15 dana od dana pocetka ostvarenja prihoda , podnese poresku prijavu.Ako se radi o obvezniku poreza –rezidentu, on poresku prijavu podnosi poreskom organu na teritoriji Opstine gde ime stalno prebivaliste.Ako se radi o poreskom obvezniku-nerzidentu, on poresku prijavu podnosi poreskom organu- opštini na čijoj teritoriji je ostvarena kapitalna dobit.

Porez na kapitalne dobitke se utvrđuje i uplaćuje po rešenju nadležnog poreskog organa.Porez se uplacuje u roku od 15 dana, od dana prijema rešenja, na odgovarajući račun, naveden u rešenju o poreskoj obavezi.

14.2 PROCESI HARMONIZACIJE POREZA U EVROPSKOJ UNIJI

EVROPSKA UNIJA SE SUSREĆE SA ODREĐENIM PROBLEMIMA U NEKIM OBLASTIMA NJENOG FUNKCIONISANJA.Postoje još uvek različiti stavovi u pogledu izglasavanja evropskog ustava, a nema ni jedinstvenog stava u pogledu politike proširenja i prijema novih članova u okviru Evropske unije.

Pored teškoća koje postoje, nastavlja se aktivnost usaglašavanja znatnog broja zakona, propisa i pravila, sve sa namerom da svim članicama Unije budu omogućeni ravnomerni i jednaki uslovi za razvoj.Novoprimljene članice morale su značajno da reformišu svoju zakonsku regulativu da bi postale punopravni članovi Unije.To svakao očekuje i buduće zemlje koje imaju nameru da postanu članice.Na tom putu harmonizacije zemlje se susreću sa značajnim problemima, koje sureću u direktivama EU.Jedan izuzetno složen proces usklađivanja, odnosi se i na usklađivanje poreza i poreskih stopa.

Osnovna namera je da se harmonizacijom uklone poreske barijere između država članica EU, da se eliminišu razlike u poreskim sistemima država, i na

taj način uklone moguće barijere u nesmetanom odvijanju privrenih aktivnosti.

Ono na čemu počiva funkcionisanje EU, propisano je prilikom osnivanja Ekonomske evropske zajednice a to je:

- sloboda kretanja ljudi
- sloboda kretanja kapitala
- sloboda kretanja robe
- sloboda kretanja usluga

Princip na koji se odnosi sloboda kretanja ljudi, podrazumeva nesmetano i bez ograničenja kretanje ljudi iz bilo koje države članice u drugu državu članicu Unije.

To podrazumeva da ljudi mogu osnivati biznis i zapošljavati se u bilo kojoj državi članici.

Sloboda kretanja kapitala, podrazumeva nesmetano prekogranično odvijanje platnog prometa i drugih vidova plaćanja.

Kada je u pitanju sloboda kretanja roba, to podrazumeva uklanjanje svih carinskih barijera i taksa u okvirima zemalja članica Unije.

Sloboda kretanja usluga, znači da i davaoci i korisnici usluga to mogu nesmetano raditi u zemljama članicama.

Ono što otežava primenu svih ovih principa je to što će privredni subjekti (kompanije) dislocirati svoje kapacitete u kojima su efekti poreskih tretmana povoljniji.

Osnovni argumenti koji govore u prilog potrebe za harmonizacijom neposrednih poreza u EU su:

- ujednačavanje najbitnih činilaca na dobit korporacija(poreski obveznik, poreska oanovica i poreska stopa)
- usklađivanje poreskog tretmana dividendi
- pojednostavljeni procesi grupisanja kompanija među državama članicama
- smanjiti teškoće oko isplata dividendi, kamata i autorskih naknada između kompanija

Osnovne razlike koje se mogu uočiti u tretmanu poreskih sistema članica Unije, ogledaju se kroz dva međusobno suprostavljena modela i to:

- izbor modela u kome se uklanja dvostruko pravno oporezivanje
- izbor modela u kome se ublažava (uklanja) dvostruko ekonomsko poresko oporezivanje raspodeljene dobiti-dividendi

Metod eliminisanja dvostrukog pravnog oporezivanja

Ako se dogodi da više poreskih vlast istog nivoa, oporezuju neko lice u vezi sa ostvarenim dohodkom, dobiti ili imovinom, tada je reč o dvostrukom pravnom oporezivanju

Metod eliminisanja, odnosno ublažavanja dvostrukog ekonomskog oporezivanja raspodeljene dobiti korporacije (dividende)

Klasičan poreski sistem, kompaniju posmatra kao poseban pravni subjekat, koji funkcioniše nezavisno od akcionara. Poreski sistem funkcioniše tako da se prvo oporezuje celokupna ostvarena dobit, a zatim se raspodeljeni deo dobiti dividenda) ponovo oporezuje na nivou akcionara i ima tretman poreza na dohodak fizičkih lica.Zato ovaj klasičan sistem krakteriše dvostruko ekonomsko oporezivanje.I pored toga što se o njegovoj primeni može raspravljati sa argumentima, izvetan broj i razvijenih i zemalja u tranziciji primenjuju ovaj sistem.

Sa druge strane postoje sistemi koji se nazivaju *poreska integracija*, koji predstavljaju skup postupaka, i mera kojima se eliminiše ili umanjuje dvostruko ekonomsko oporezivanje.Realizacija ovih postupaka ostvaruje se na nivou korporacije i na nivou akcionara.

Korišćeni zakoni:

1. Zakon o tržištu kapitala, „Službeni glasnik RS“ br. 31/2011 godine od 9 maja 2011, a primenjivaće se od 17.novebra 2011g.
2. Zakon o privrednim društvima,“Službeni glasnik RS“ br.36/2011 godine , a primenjuje se 1.02. 2012 godine
3. Zakon o investicionim fondovima,Službeni glasnik RS broj 46/02006

3a. Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, Službeni glasnik RS br.46/2006

4. Zakon o obligacionim odnosima ,Službeni list SFRJ br.29/78,39/85,45/89,59/89 Službeni list SRJ br.31/93,22/99,35/99,44/99
5. Zakon o porezu na dohodak građana, Službeni glasnik RS br.24/01,80/02,135/04,62/06,44/09 i18/2010
6. Zakon o porezu na dobit pravnih lica, Službeni glasnik,84/04 i 18/2010
7. Zakon o porezu na imovinu Službeni glasnik RS br.26/01,45/02, 85/02,135/04,061/07,5/09,101/10 i 24/11

8. Zakon o porezu na dodatu vrednost,Službeni glasnik, Rs br.84/04, 86/04, 61/05 i 61/07

LITERATURA:

1. Damjan Šećković, Berzansko pravo, Obod,Cetinje, 2001 godine
2. Dejan Erić, Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja štampa, Beograd, 2003. godine 40.Branko Vasiljević, Mirko Vasiljević, Dejan Malinić, Finasijska tržišta, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2008 godina
3. Dejan Popović, Poresko pravo, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2008. godine
4. Dr Milenko Dželetović, Finansijska tržišta, Beoprint, Beograd, 2006. god. [1] Dr Nenad 37.Vunjak, Dr Ljubomir Kovačević, Finansijska tržišta i berze, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009. [1]
5. Dragomir Đorđević, Javne finasije-Fiskalna ekonomija i menadžment javnog sektora, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd 2009 fodina.
6. Finansijska tržišta, institucije, procsi i regulacija, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2005 godine.
7. Gordana Gasmi, Pravo i osnovi prava evropske unije, Univerzitet Singidunum, Beograd,2010 godina

8. Ljubica Nikolić, Berzansko pravo i poslovanje, izdavač, Five&Co, Niš 2008 godine
9. M. Bartoš, Ž .Antonijević, V. Jovanović, Menično pravo, Beograd, 1974 godina
10. Milorad Bejatović, Berze i Berzansko poslovanje,“ Fineks“Beograd, 2008 godina
11. Milorad Zebić, O berzama a posebno o Beogradskoj berzi, Mladost, Beograd, 1990. godina
12. Mirko Vasiljević, Kompanijsko pravo, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2006. godine.
13. Mirko Vasiljević, Poslovno pravo, Udruženje pravnika u privredi Srbije, Beograd, 2005. godine
14. N.G. Minkiw,Osnovi ekonomije,Mate, Zagreb, 2006 godina
15. Nenad Avrmivić, Pravo evropske unije, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad, 2009
16. Nebojša Jovanović, Berzansko pravo, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd,2009 godina
17. Nebojša Jovanović., Pravo Evropske unije o investicionim uslugama, Pravo i privreda, br. 5-8/2006, Beograd
18. Obren Kulić, Odgovornost i pravna zaštita, veštaka, revizora, i berzanskih posrednika,, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2010 godina
19. Slavko Carić, Miroslav Vitez, Janko Veselinović, Privredno pravo, Privredna akademija, samostalni i nedržavni univerzitet u Novom Sadu, 2006 godine
20. Slavomir Kaličanin, Berze i finasijska tržišta, Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje, Beograd, 2011 godina
21. Sonja Bunčić, Berzansko pravo, Poslovni biro SB, Novi Sad, 2008 godina
22. Zoran Stojanović, Krivično pravo, Prva knjiga, Beograd, 2006. godine