

UNIVERZITET U ISTOČNOM SARAJEVU
FAKULTET POSLOVNE EKONOMIJE BIJE LJINA

FINANSIJSKA TRŽIŠTA
PREDAVANJA

BIJE LJINA 2021.

I TEZA

1. FUNKCIJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

1.1. Definicija finansijskih tržišta

Finansijska tržišta se mogu posmatrati u širem i užem smislu. *Šire posmatrano*, finansijska tržišta predstavljaju zbir svih finansijskih transakcija. Ona ne moraju predstavljati neke specifične i, prosečnom građaninu, nedostupne forme trgovanja finansijskim instrumentima. Ispravnije je čak reći da je svako na neki način uključen na finansijska tržišta kao aktivni učesnik.

Uži koncept finansijskog tržišta polazi od organizovanog tržišta kao načina trgovanja finansijskim instrumentima. To znači da bi se na ovaj način pod finansijskim tržištem podrazumevalo organizovano sučeljavanje ponude i tražnje finansijskih instrumenata na određenom mestu na kome se, uz strogo poštovanje pravila trgovine, organizovano formira cena finansijskih instrumenata. Ovaj uži koncept se, po pravilu, odnosi na primarna i sekundarna tržišta hartija od vrednosti u formi berzanskog i vanberzanskog prometa.

Dakle, finansijska tržišta predstavljaju medijum putem koga najčešće preduzeća i država pribavljaju dodatna sredstva za svoje investicione projekte i javne potrebe, ali i mogućnost za investitore da ulažu svoja slobodna sredstva kako u težnji za njihovo realno očuvanje protivu inflacije, tako i u nastojanju da kroz stope prinosa obezbede njihovo realno uvećanje.

1.2. Direktno i indirektno finansiranje

U svojoj osnovi, funkcija finansijskih tržišta je relativno jednostavna. Ona povezuju suficitarni i deficitarni sektor. To povezivanje se vrši procesom kupoprodaje finansijskih instrumenata.

Prvi deo finansijskih tržišta odnosi se na *direktno, neposredno finansiranje* u kome pripadnici suficitarnog sektora direktno kupuju finansijske instrumente deficitarnog sektora. Ovo je slučaj kada investitori na primer kupuju akcije i obveznice preduzeća, obveznice države, obveznice grada ili opštine. Ovaj proces neposrednog finansiranja, po pravilu, se izvodi posredstvom hartija od vrednosti na berzama i u vanberzanskom prometu.

Drugi deo finansijskih tržišta odnosi se na *indirektno, posredno finansiranje* u kome pripadnici suficitarnog sektora kupuju finansijske instrumente finansijskih posrednika, koji potom ulažu tako prikupljena finansijska sredstva u deficitarni sektor. Najčešći i najstariji primer ovakvog ulaganja je posredstvom banaka u kome građani i preduzeća imaju svoje tekuće i štedne račune kod banaka, a banke iz tako prikupljenih sredstava odobravaju kredite.

Dakle, finansijska tržišta imaju funkciju da *direktno ili indirektno, tj. neposredno ili posredno*, povezuju suficitarni i deficitarni sektor u nacionalnoj ekonomiji.

Neposredno finansiranje ima svoju dugu istoriju, ali se danas češće sreće u razvijenoj formi u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom i, zbog izazova koje nosi, sa dobro regulisanim finansijskim sistemom.

Posredno finansiranje je dominantna, negde i jedina, forma finansiranja u zemljama u tranziciji i nedovoljno razvijenim tržišnim privredama.

1.3. Efikasna alokacija novca i kapitala

Efikasna alokacija novca i kapitala je izuzetno važna karakteristika finansijskih tržišta. U ovom slučaju javnost informacija koje mogu uticati na cenu finansijskih instrumenata jedno je od najosetljivijih i najvažnijih pitanja.

Dakle, u uslovima istinite, ravnopravne i potpune informisanosti investicione publike, cene finansijskih instrumenata omogućavaju da se novac i kapital, kroz proces procene precejenosti i potcenjenosti od strane investitora plasira u projekte i preduzeća koja na datom nivou rizika obezbeđuju najvišu stopu prinosa. Zapravo, time, finansijsko tržište obezbeđuje efikasnu alokaciju novca i kapitala u nacionalnoj ekonomiji i obezbeđuje da se sa raspoloživim novcem i kapitalom ostvare najbolji društveni rezultati.

Ova karakteristika finansijskog tržišta je, naravno, od izuzetne važnosti za svaku tržišnu privredu. Ipak, u nedovoljno razvijenim zemljama, gde su finansijska sredstva naglašeno oskudni ekonomski resurs, efikasna alokacija novca i kapitala i sigurno i efikasno finansijsko tržište, kao njen preduslov, imaju naročiti značaj.

1.4. Poverenje

Kroz istoriju ali i danas, u savremenom svetu u osnovi funkcionisanja finansijskog sistema stoji poverenje. Ako, zbog nepoverenja, subjekti suficitarnog sektora očekuju da će svoju štednju izložiti manjem riziku gubitka ako je ne uključe u finansijski sistem, finansijski sistem prestaje da postoji. Finansijskih tržišta i finansijskih institucija praktično nema ako nema finansijskih sredstava u njemu.

Poverenje o kome govorimo je, međutim vrlo složeno. Ono se oslanja kako na racionalnim očekivanjima, tako i na kolektivnim iracionalnim osećajima.

Ukupno poverenje u finansijski sistem se temelji na više elemenata. Navedimo neke od njih:

1. *Poverenje u zvanične informacije* zasniva se na verodostojnosti svih javno dostupnih zvaničnih informacija koje mogu uticati na kretanja na finansijskom tržištu. Ovo se odnosi na zvaničnu statistiku, izjave zvaničnika, procene javnih službi o budućim kretanjima, informacije koje izdaju finansijske institucije, zvanične prospekte hartija od vrednosti i dr.
2. *Poverenje u državne institucije* odnosi se na nepristrasnost, ažurnost, profesionalnost i pravičnost njenih regulatornih tela, agilnost njene zakonodavne ali i, posebno važne, sudske funkcije u zaštiti javnih interesa na finansijskom tržištu, privrženost ciljevima makroekonomske stabilizacije i dugoročne stabilnosti, kao i spremnosti da u slučaju opasnosti od finansijske krize interveniše zarad sprečavanja negativnih domino efekata.
3. *Poverenje u finansijska tržišta*, koje se temelji na poverenju u njihovu organizacionu efikasnost, sistem formiranja cena, rešavanja sporova, sistem kliringa i saldiranja, dokumentacionu ažurnost.
4. *Poverenje u finansijske institucije* obuhvata poverenje u njihovu profesionalnost i efikasnost, poslovno poštenje i efikasnost strukovnih, samoregulatornih i državnih regulatornih tela u zaštiti investitora.
5. *Poverenje u finansijske instrumente* obuhvata poverenje investicione javnosti u same njih, njihovu verodostojnost, ažurnu evidenciju, prateću dokumentaciju.

Poverenje je dakle temelj finansijskih tržišta. Njegovo uspostavljanje zahteva punu i dugoročnu posvećenost i visoku profesionalnost državnih organa u izgradnji sistema zaštite interesa investicione javnosti.

II TEZA

2. TEORIJA EFIKASNOSTI FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

2.1. Racionalna očekivanja u finansijskom sistemu

Teorija efikasnosti finansijskih tržišta je, zapravo, teorija *racionalnih očekivanja* primenjena na finansijska tržišta.

Racionalna očekivanja odgovaraju optimalnim predviđanjima na bazi raspoloživih informacija. Na finansijskim tržištima optimalna predviđanja se odnose na elemente koji mogu uticati na cenu finansijskih instrumenata, a raspoložive informacije se odnose na informacije koje se nalaze u javnom optičaju a tiču se elemenata koji mogu uticati na cenu finansijskih instrumenata.

Predviđanja na bazi *racionalnih očekivanja* ne moraju biti tačna. Razlog tome može da leži u činjenici da nisu obuhvaćene neke raspoložive informacije ili da sve obuhvaćene informacije nisu precizno ili potpuno obrađene.

2.1.1. Osnovni principi

Dakle, teorija efikasnosti finansijskih tržišta zasniva se na pretpostavci da cene hartija od vrednosti odražavaju sve raspoložive informacije. Drugim rečima, na bazi informacija o globalnim političkim i ekonomskim kretanjima, nacionalnim političkim dešavanjima, makroekonomskoj politici, privrednoj konjunkturi, indikatorima budućih privrednih kretanja, perspektive privrednih grana, proizvoda, preduzeća, javnih izveštaja preduzeća, profesionalne reputacije menadžera, sudskih odluka, istražnih radnji i mnogih drugih koje mogu uticati na kreiranje poverenja investitora, tržište formira cenu finansijskih instrumenata na nivou koji predstavlja njihovu realnu vrednost.

Cena hartija od vrednosti zavisi od stopa prinosa koje investitori očekuju da ostvare na osnovu njenog posedovanja. Stoga, možemo reći da su po teoriji efikasnosti finansijskih tržišta očekivane stope prinosa jednake optimalnim predviđanjima o budućim stopama prinosa na bazi raspoloživih informacija.

2.1.2. Implikacije

Teorija efikasnosti finansijskih tržišta navodi nas na dva zaključka:

1. Kada dođe do promene načina uticaja nekog faktora na cenu finansijskog instrumenta, promeniće se i očekivanje o kretanju tj. osetljivosti i uticaju faktora na cenu finansijskog instrumenta.
2. Greške predviđanja kod racionalnih očekivanja ne mogu se predvideti i u proseku su jednake nuli.

2.2. Forme efikasnosti tržišta

U finansijskoj teoriji sreću se tri nivoa efikasnosti: slaba, srednje jaka i jaka forma efikasnosti finansijskih tržišta.

2.2.1. Slaba forma

Postavka slabe forme efikasnosti tržišta je da se u cenama finansijskih instrumenata na finansijskim tržištima odražavaju sve informacije vezane za trgovinu hartijama od vrednosti, kao što su informacije o prethodnim kretanjima cena i obima prometa. Drugim rečima, sva očekivanja o cenama na bazi prethodnih kretanja cena već su inkorporirana u postojećim cenama na tržištu.

Slaba forma efikasnosti, dakle, sugerise da je svako praćenje cena i uočavanje određenih pravilnosti na bazi kojih bismo mogli da predvidimo kretanje cena u budućnosti, zapravo gubljenje vremena jer su cene već formirane na bazi tih prethodnih kretanja u cenama.

2.2.2. Srednje jaka forma

Srednje jaka forma efikasnosti polazi od toga da cene finansijskih instrumenata na tržištu odražavaju sve javno dostupne informacije. Drugim rečima, ako finansijsko tržište ispoljava srednje jaku formu efikasnosti, sve informacije koje se nalaze javno u opticaju a mogu uticati na cenu finansijskih instrumenata već su inkorporirane u postojeće cene na tržištu.

U ovoj formi efikasnosti, relevantne informacije koje se objavljuju mogu uticati na cenu finansijskih instrumenata samo ako odudaraju od očekivanja investicione javnosti na bazi do tada publikovanih informacija.

U uslovima srednje jake forme efikasnosti finansijskog tržišta i dalje stoji da bez finansijskih analitičara tržište ne bi moglo dostići tu formu efikasnosti.

Javno dostupne informacije podrazumevaju, odnosno u sebi sadrže, sve informacije koje su vezane za trgovinu /istorijsko kretanje cena i obima prometa/. Stoga, ako finansijsko tržište ispoljava srednje jaku formu efikasnosti, podrazumeva se da ispoljava, tj. u sebi sadrži, i slabu formu efikasnosti.

2.2.3. Jaka forma

Jaka forma efikasnosti finansijskih tržišta polazi od toga da cene finansijskih instrumenata odražavaju sve raspoložive informacije, javne i poverljive, koje mogu imati uticaja na njihovo formiranje. Drugim rečima, ako finansijsko tržište ispoljava jaku formu efikasnosti, sve informacije koje se nalaze u javnom opticaju ili ih, pak, poznaje samo ograničeni broj ljudi, a mogu uticati na cenu finansijskih instrumenata, već su inkorporirane u postojeće cene na tržištu.

Dakle, ako važi jaka forma efikasnosti tržišta, analiza javno dostupnih informacija i saznavanje insajder informacija i drugih poverljivih informacija koje nisu javno dostupne a mogu uticati na cenu finansijskih instrumenata, može se smatrat uzaludnim poslom jer su cene već formirane na bazi svih tih, javnih i poverljivih, informacija.

Sve dostupne informacije podrazumevaju, odnosno u sebi sadrže, sve javno dostupne informacije, koje, rekli smo u sebi sadrže sve informacije koje su vezane za trgovinu /istorijsko kretanje cena i obima prometa/. Stoga, ako finansijsko tržište ispoljava jaku formu efikasnosti, podrazumeva se da ispoljava i srednje jaku i slabu formu efikasnosti.

2.3. Dokazi u prilog teorije efikasnosti tržišta

Kada su u pitanju dokazi u prilog teorije efikasnosti finansijskih tržišta osvrnućemo se na nekoliko njih.

2.3.1. Performanse portfolia

Posledica efikasnosti tržišta je, nemogućnost ostvarivanja stopa prinosa većih od ravnotežnih stopa prinosa za dati finansijski instrument. Na bazi toga moglo bi se očekivati da neočekivano visokih stopa prinosa nema ni za grupu finansijskih instrumenata koje čine portfolio niti da oni koji upravljaju ovakvim portfoliima /portfolio menadžeri, investicioni savetnici/ svojim znanjem i analizama to mogu izmeniti. Drugim rečima, ako je tržište efikasno, portfolio menadžeri i investicioni savetnici ne bi bili u stanju da konzistentno ostvaruju nenormalno visoke stope prinosa za svoje investitore. Provedena istraživanja su trebala da daju odgovor na pitanje: da li su portfolio menadžeri i investicioni savetnici u stanju da kontinuirano pobeđuju tržište.

Većina istraživanja pokazala je rezultate da investicioni savetnici i portfolio menadžeri u pojedinim vremenskim periodima uspevaju da ostvare bolje rezultate od tržišta ali podjednako često kao i nesumično izabrani portfolii hartija od vrednosti. Uz to, oni portfolii koji su ostvarili nadprosečne rezultate u jednom periodu, po pravilu, bi ostvarili podprosečne rezultate u narednom. Drugim rečima, za portfolie koji su imali dobre rezultate u jednom periodu ne može se očekivati da će imati dobre rezultate i ubuduće. Dakle, istraživanja, u najvećoj meri, potvrđuju efikasnost finansijskih tržišta u praksi.

Iz razloga što mnogi investicioni savetnici i portfolio menadžeri u praksi ne uspevaju da pobede tržište, raste popularnost investicionih mehanizama koji nemaju ambiciju da pobede već, prosto, da prate tržište. Takvi investicioni mehanizmi su indeksni investicioni fondovi, ETF-ovi idrugi posebno strukturirani finansijski instrumenti koji ne podrazumevaju aktivno upravljanje i investiciono odlučivanje.

2.3.2. Objavljivanje relevantnih informacija

Po teoriji efikasnosti finansijskih tržišta, cene finansijskih instrumenata odražavaju relevantne javne informacije. U javne informacije ovde ubrajamo zvanično publikovane informacije od strane preduzeća, regulatornih tela, tržišta, nosioca makroekonomske politike, sudskih organa, zvanične procene nadležnih organa, kao i informacije o političkim i ekonomskim kretanjima u zemlji i svetu i druge informacije koje mogu imati uticaja na stepen poverenja investitora u pojedine finansijske instrumente. Sve ove informacije zajedno formiraju tzv. sentiment investicione javnosti tj. stanje poverenja investitora.

Od ovog stanja poverenja zavisi očekivanje investitora o budućim relevantnim informacijama. Drugim rečima, postojeće informacije, na strani investitora, kreiraju i očekivanja o budućim informacijama i pre njihovog objavljivanja.

Naime, istraživanja potvrđuju pretpostavku iz teorije efikasnosti tržišta, da cene finansijskih instrumenata odražavaju relevantne javne informacije.

2.3.3. Slučajne promene cena i tehnička analiza

Slučajne promene cena potvrđuju teoriju efikasnosti tržišta jer pokazuju da se promene cena ne mogu predvideti. Drugim rečima, ako je tržište efikasno, sve informacije koje mogu uticati na cene već su u njim ugrađene te je predviđanje njihovog budućeg kretanja lišeno bilo kakvog relevantnog informativnog osnova.

S druge strane, tehnička analiza se upravo bavi predviđanjem kretanja cena na bazi analize trendova i ciklusa cenovnih promena i prethodnog kretanja cena i obima prometa na finansijskom tržištu. Međutim, ako tržište ispoljava efikasnost, tehnička analiza nema moć predviđanja cenovnih promena.

2.4. Anomalije-dokazi protivu teorije efikasnosti finansijskih tržišta

Treba pomenuti da su empirijske analize ukazale na određene nedostatke u ispoljenoj efikasnosti tržišta. Ova odstupanja od efikasnosti tržišta se u literaturi nazivaju anomalijama. Ima ih nekoliko.

2.4.1. Male firme

Jedna od anomalija koja je uočena relativno rano je da hartije od vrednosti malih preduzeća, naročito akcije, u dugom vremenskom periodu posmatranja uspevaju da ostvare stope prinosa veće i od stopa prinosa velikih preduzeća i od stopa prinosa tržišta u celini. Ova anomalija u literaturi je poznata kao efekat malih firmi. Potvrđena je kroz više empirijskih istraživanja i predstavlja ozbiljan izazov teoriji efikasnosti tržišta.

Međutim, postoje i uverljiva objašnjenja i istraživanja koja dokazuju da ova anomalija ne postoji, ipak se, u literaturi iz oblasti finansija, održava konsenzus o tome da abnormalno visoki prinosi akcija malih firmi predstavljaju ozbiljan izazov teoriji efikasnosti finansijskih tržišta.

2.4.2. Januar i vikend

Pored navedene anomalije, druga stvar koja je uočena a odstupa od teorije o efikasnosti tržišta je regularno pomeranje cena akcija naviše u periodu od decembra do januara. Ova se anomalija u literaturi naziva januarski efekat. Dakle, u proseku je uočeno da cene akcija rastu petkom i pred praznike a padaju ponedeljkom. Dodatno, postoji i izvesna pravilnost u kretanju cena naviše nakon inicijalnih javnih ponuda akcija. S obzirom da se ovo pomeranje cena redovno ponavlja, ono je, naravno, predvidivo i, stoga, nekonzistentno sa teorijom efikasnosti finansijskog tržišta.

Najzad, treba naglasiti da odsustvo odgovora na mnogobrojna pitanja vezano za ovu anomaliju održava januarski efekat, vikend /i praznični/ efekat i rast cena nakon inicijalne ponude akcija, kao ozbiljne anomalije u efikasnom funkcionisanju finansijskog tržišta.

2.4.3. Prekomerna reakcija i naglašena nestabilnost cena

Empirijska istraživanja su uočila da finansijsko tržište prekomerno reaguje na publikovanje neočekivanih informacija. Prekomerna reakcija i kasnije vraćanje na ravnotežni nivo u finansijskoj literaturi se naziva tržišni prebačaj. Ovo jasno ukazuje da tržište neprecizno reaguje na informacije i da se javlja efekat stada koji uzrokuje inerciju u kretanju cena. Uz to, uočena je naglašena nestabilnost u kretanju cena koja se ne može objasniti relevantnim informacijama o fundamentalnim faktorima koji utiču na kretanje cena.

Obe ove karakteristike, i prekomerna reakcija i naglašena nestabilnost, nisu saglasne sa postulatima teorije efikasnosti tržišta.

2.4.4. Reverzibilni prinosi

Neka istraživanja uočila su da postoji izvesna pravilnost u kretanju cena u smislu da akcije čiji su prinosi bili slabi u proteklom periodu, češće imaju nadprosečne prinose u budućem periodu i obrnuto. Ovi tzv. reverzibilni prinosi zbog svoje relativne predvidivosti, ukazuju na odstupanje od teorije efikasnosti finansijskih tržišta.

III TEZA

3. TRŽIŠTE NOVCA I DEVIZNO TRŽIŠTE

3.1. Tržište novca

Tržište novca je tržište na kome se odvija promet kratkoročnih finansijskih instrumenata. Njegov značaj u funkcionisanju finansijskog sistema se ogleda u tome što predstavlja medijum za pribavljanje kratkoročnih sredstava, tj. novca, i održava likvidnost emitenta s jedne strane, i omogućava upravljanje kratkoročnim viškovima finansijskih sredstava investitora, s druge strane. Na ovom tržištu dominantno mesto imaju institucionalni investitori.

3.1.1. Definicija i funkcija tržišta novca

Tržište novca obuhvata sve finansijske transakcije kojima se obavlja promet finansijskih instrumenata sa rokom dospeća manjim od jedne godine. Većina finansijskih instrumenata na tržištu novca se odlikuje relativno niskim kreditnim rizikom. Transakcije su, po pravilu, vanberzanskog tipa, u relativno velikim iznosima i, u većini slučajeva, uključuju institucionalne investitore. Stoga se može reći da tržište novca ne postoji na jednom mestu, već su ona svuda gde se nalaze dve ugovorne strane u odgovarajućoj finansijskoj transakciji. Pregovori i realizacija naloga obavljaju se telefonski i elektronski. Aktivni sekundarni promet ovo tržište čini naročito likvidnim i fleksibilnim.

Pristup individualnih investitora ovom tržištu, po pravilu, obavlja se posredstvom upisa namenskih finansijskih instrumenata izvedenih na osnovu trgovačkih lotova kratkoročnih finansijskih instrumenata.

Naziv *tržište novca* je zapravo, moglo bi se reći, pogrešan jer tu ne dolazi do prometa novca kao valute. Važno je, stoga, istaći da pojam tržišta novca na kome dolazi do susretanja ponude i tražnje za kratkoročnim dugovnim finansijskim instrumentima, stručna literatura, po pravilu, razlikuje od pojma novčanog tržišta, na kome dolazi do susretanja ponude i tražnje za novcem.

Dakle, tržište novca postoji i razvija se. Razlozi tome mogu biti različiti. Osnovni i univerzalni razlog je postojanje obaveznih rezervi banaka kod centralne banke, koje *de facto* predstavljaju rast troškova kreditiranja. S druge strane, neke zemlje, poput SAD, imale su i praksu ograničavanja kamatnih stopa, što je uticalo na veću razliku u pasivnim kamatnim stopama između bankarskih depozita i hartija od vrednosti što je ulaganje u kratkoročne hartije činilo izrazito atraktivnim. U osnovi, moglo bi se reći da u situacijama gde informaciona asimetrija nije naglašena, tržište novca ima, po pravilu, troškovne prednosti u odnosu na kratkoročne bankarske kredite.

3.1.2. Učesnici na tržištu novca

Glavni učesnici na tržištu novca su:

1. *država /trezor ministarstva finansija i centralna banka/;*
2. *banke i druge finansijske organizacije,*
3. *preduzeća,*
4. *individualni investitori.*

1. *Ministarstvo finansija*, posredstvom trezora, emituje kratkoročne obveznice /zapise/ na tržištu novca. Ono se uvek javlja samo kao emitent, ne i kao investitor. Emisijom kratkoročnih zapisa država teži da premosti trenutne deficite u finansiranju do prispeća novih fiskalnih prihoda. Povremeno, kratkoročni državni zapisi se mogu emitovati i radi prikupljanja sredstava za isplatu obaveza po prethodno emitovanim zapisima.

Centralna banka se može javiti kao fiskalni agent ministarstva finansija u smislu da za ministarstvo obavlja poslove u vezi emisije kratkoročnih državnih obveznica /zapisa/. Istovremeno, mada je to relativno retka praksa u svetu, centralna banka na tržištu novca može emitovati svoje kratkoročne hartije od vrednosti /blagajničke zapise/ u funkciji monetarne politike. Češće, centralna banka može učestvovati u REPO i obrnutim REPO operacijama. Kao institucija sa posebnom odgovornošću za funkcionisanje monetarne politike i ponude novca, centralna banka je najuticajnija institucija na tržištu novca.

2. *Poslovne /komercijalne/ banke i druge finansijske institucije* igraju značajnu ulogu na tržištu novca. U SAD, komercijalne banke se javljaju kao emitenti sertifikata o depozitu, REPO ugovora i tzv. federalnih fondova, ali i kao investitori koji mogu kupovati REPO ugovore i kratkoročne hartije od vrednosti ministarstva finansija i centralne banke. Ostale finansijske institucije /penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije i investicione kompanije/ po pravilu, javljaju se kao investitori u kratkoročne hartije na tržištu novca. Brokersko-dilerske kuće mogu biti i market mejkeri u izabranim hartijama od vrednosti. Finansijske kompanije mogu emitovati i svoje kratkoročne hartije radi finansiranja svog poslovanja.

3. *Preduzeća* se nalaze i u ulozi emitenta komercijalnih zapisa, i u ulozi investitora u kratkoročne hartije na tržištu novca. Kao emitenti, javljaju se uglavnom velike i kvalitetne korporacije koje uživaju poverenje investicione javnosti. Emisija komercijalnih zapisa za kvalitetna i velika preduzeća, po pravilu, jeftini je izvor kratkoročnog finansiranja u odnosu na kratkoročni kredit kod poslovne banke. Preduzeća, naravno, mogu da se jave i u ulozi investitora, tada mogu kupovati sve njima raspoložive kratkoročne finansijske instrumente. Međutim, na sekundarnom tržištu, po pravilu, svi instrumenti se mogu direktno ili izvedeno kupiti i od strane korporativnih i individualnih investitora.

4. *Individualni investitori* se retko mogu naći u prilici da direktno kupuju hartije na primarnom tržištu novca. Individualni investitori uglavnom participiraju na sekundarnom tržištu kroz investicione fondove tržišta novca, sertifikate o učešću u većim pulovima novca ili kupovinom hartija od vrednosti „na malo“ emitovanih na osnovu hartija velike denominacije kupljenih „na veliko“.

3.1.3. Finansijski instrumenti na tržištu novca

Na tržištu novca se može naći čitav spektar različitih kratkoročnih hartija od vrednosti:

1. *kratkoročne državne obveznice,*
2. *depozitni certifikati,*
3. *bankarski akcepti,*
4. *blagajnički zapisi poslovnih banaka,*
5. *komercijalni zapisi,*
6. *federalni fondovi,*
7. *ugovori o rekupovini.*

1. *Kratkoročne državne obveznice*, tj. *zapisi trezora ministarstva finansija* služe za kratkoročno finansiranje privremenih budžetskih deficita ili za refinansiranje ranije izdatih državnih obveznica. Imajući u vidu njihovu sigurnost s obzirom da se na strani emitenta nalazi državna blagajna, za investitore su vrlo atraktivan finansijski instrument. Zapisi trezora se, po pravilu, emituju kao diskontne hartije od vrednosti gde se prinos ostvaruje u isplati nominalne vrednosti o dospeću koja je veća od cene koja je plaćena za kupljene hartije.

2. *Depozitni certifikati* su potvrde o depozitu koje izdaju poslovne banke i najčešće se sreću u SAD. Po svojoj suštini su slični oročenju štednji. Vrlo su likvidni i, s obzirom da su depoziti poslovnih banaka osigurani, smatraju se sigurnim finansijskim instrumentom. Depoziti su oročeni i ne smeju se podizati do ugovorenog datuma. U SAD depozitni certifikati izdaju se sa rokovima naplate do šest godina. Ako je rok oročenja manji o jedne godine govorimo o CD-u na tržištu novca. CD-i nominalne vrednosti preko 100.000\$ nazivaju se „*džambo*“ i nisu osigurani od strane FDIC /Savezne depozitne osiguravajuće korporacije/.

3. *Bankarski akcepti* tj. *akcepti*, su najstarije hartije od vrednosti na tržištu novca. To su pisane obligacije kojima banka prihvata i garantuje buduću isplatu. Bankarski akcepti su overene bankarske menice koje se izdaju na donosioca, sa kratkim rokom dospeća i prodaju se uz diskont uz plaćanje punog iznosa nominalne vrednosti od strane banke koja ih je overila /prihvatila/. Koriste se najčešće kao finansijski instrument u spoljnoj trgovini. Stope prinosa na bankarske akcepte su relativno niske zbog niskog rizika. Kupci bankarskih akcepata na sekundarnom tržištu nisu zainteresovani za kreditni rizik uvoznika, već za kreditni rizik banke akceptara trasirane menice.

4. *Blagajnički zapisi poslovnih banaka* su kratkoročne dužničke hartije banaka. Blagajničke zapise poslovnih banaka emituju banke radi jeftinijeg finansiranja u uslovima oskudnog novca /restriktivne monetarne politike/, posebno u situaciji ako na takve finansijske izvore banke nisu u obavezi da plaćaju obavezne rezerve.

5. *Komercijalni zapisi* su kratkoročne obligacije koje izdaju, po pravilu visokobonitetne, korporacije. Oni nisu garantovani zalogom već kreditnim rejtingom emitenta i zbog toga u svetu ove hartije emituju najveće kompanije sa visokim kreditnim rejtingom. U SAD ove hartije dospevaju do 270 dana tj. 9 meseci, radi izbegavanja registracije emisije ovih hartija kod Komisije za hartije od vrednosti /SEC/. Većina komercijalnih zapisa ima znatno kraći rok dospeća. U SAD je to 20 do 45 dana. Komercijalni zapisi su, po pravilu, diskontne hartije od vrednosti, bez izrazitijeg sekundarnog tržišta što prirodno proističe iz njihovog uglavnom relativno kratkog roka dospeća. Dok god obezbeđuju jeftinije kratkoročno finansiranje u odnosu na kratkoročne bankarske kredite, komercijalni zapisi imaju svoje tržište i predstavljaju aktivnu hartiju od vrednosti na tržištu novca. Tržište komercijalnih zapisa je, po pravilu, vanberzansko tržište. Radi povećanja kreditnog rejtinga, komercijalni zapisi mogu imati garanciju banke. Komercijalni zapisi mogu biti i rejtingovani od strane rejting agencija. Uglavnom se komercijalni zapisi emituju posredstvom brokersko-dilerske kuće, mada su mogući i direktni plasmani koji smanjuju transakcione troškove. Kupci komercijalnih zapisa su banke, preduzeća, osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi. Atraktivnost komercijalnih zapisa kao investicije leži u njihovoj likvidnosti, malom riziku neizmirenja obaveza i relativno visokim stopama prinosa u odnosu na pasivne kamatne stope na depozite po viđenju kod banaka.

6. *Federalni fondovi* predstavljaju rezerve poslovnih banaka na računu centralne banke u SAD. One se mogu kupovati i prodavati između banaka. Banke sa viškom rezervi pozajmljuju federalne fondove bankama sa manjkom obaveznih rezervi. Rok zajma je najčešće samo jedan dan ili tokom vikenda. Ovi fondovi se u SAD takođe smatraju finansijskim instrumentima na tržištu novca.

7. *Ugovori o rekupovini /REPO/* često važe samo za „preko noći“ ali mogu važiti i za 30 i više dana kada se zovu terminski. Banka, centralna banka ili drugi investitor radi kratkoročnog investiranja ili unošenja dodatne likvidnosti u monetarni sistem ili prevazilaženja kratkoročnog deficita u novcu ili sterilizacije novca, kupuju /REPO/ ili prodaju /REPO/ hartije od vrednosti, koje služe kao zaloga, uz obavezu njihove ponovne prodaje tj. kupovine po nešto višoj ceni u tačno ugovoreno vreme. U suštini, REPO transakcija se može posmatrati i kao davanje u zajam sa zalogom u hartijama od vrednosti, pri čemu se razlika između kupovne i prodajne cene zapravo svodi na kamatu. U slučaju neizmirenja obaveza po osnovu ovog „zajma“, kupac hartija /zajmodavac/ ima pravo na hartije od vrednosti iz zaloge. Najveći broj REPO transakcija izvodi se na osnovu visokokvalitetnih hartija od vrednosti /po pravilu onih kod kojih je emitent država/. Obrnuti repo odnosi se na situaciju u kojoj jedna ugovorna strana /dužnik/ prodaje hartije da bi ih naknadno kupila po višoj ceni. Najčešći učesnici u REPO transakcijama su banke, štedionice i investicioni fondovi na tržištu novca, a aktivno učestvuju i kompanije iz realnog sektora.

3.1.4. Kretanje cena na tržištu novca

Pravilno procenjena diskontna stopa je, dakle, ključ realne procene tržišne cene hartije. Diskontna stopa je sastavljena od bezrizične kamatne stope R_f i riziko premije RP :

$$k = R_f + RP$$

Bezrizična kamatna stopa je određena kamatnom stopom na državnu hartiju od vrednosti sa istim ili sličnim rokom dospeća kao i hartija čiju vrednost želimo da procenimo. Riziko premija je vrednost koja zavisi od boniteta emitenta hartije i drugih rizika kojima se investitor izlaže kupovinom konkretnog finansijskog instrumenta.

Faktori koji utiču na cene hartija od vrednosti na tržištu novca su, dakle, faktori koji utiču na diskontnu stopu /zahtevanu stopu prinosa/ tj. faktori koji utiču na bezrizičnu kamatnu stopu i faktori koji utiču na riziko premiju konkretne hartije od vrednosti.

Faktori koji mogu uticati na bezrizičnu kamatnu stopu su:

1. *međunarodna ekonomsko-finansijska situacija,*
2. *nacionalna fiskalna politika,*
3. *nacionalna monetarna politika,*
4. *ekonomska situacija u zemlji.*

Faktori koji mogu uticati na riziko premiju su:

1. *ekonomska situacija u zemlji,*
2. *ekonomska situacija u privrednoj grani emitenta,*
3. *konkretna poslovno-finansijska situacija emitenta.*

Učesnici na tržištu novca prate sve gore navedene faktore kako bi mogli realnije da procene zahtevanu stopu prinosa i, sledstveno, realnu tržišnu cenu svakog finansijskog instrumenta na tržištu novca.

S obzirom da je rok dospeća relativno kratak kod hartija od vrednosti na tržištu novca, promene u bezrizičnoj kamatnoj stopi će imati ograničen uticaj na promenu tržišne cene. Kratak rok smanjuje i mogućnost značajnih promena u nivou riziko premije, ali mogućnost, ipak, postoji da emitent od emisije do dospeća hartije prođe put od solventnosti i likvidnosti do nesposobnosti izmirivanja obaveza.

3.2. Devizno tržište

Devizno tržište obuhvata trgovinu deviznim sredstvima i bankarskim depozitima u stranim valutama. Ovo je po obimu prometa nesumnjivo najveće tržište na svetu i izvodi se vanberzanski, tj. u direktnim kontaktima institucionalnih investitora. Najčešće transakcije na deviznom tržištu se izvode posredstvom dilera /po pravilu banke/ koje su uvek spremne da zauzmu kupovnu ili prodajnu poziciju po odgovarajućem kursu. Otuda se cene na deviznom tržištu, po pravilu ističu kao kupovni kurs, prodajni kurs i srednji kurs. Cena jedne valute izražene u drugoj valuti predstavlja devizni kurs. Kretanja na deviznom tržištu bitno utiču na ostvarene investicione performanse, investicione strategije i konkretne investicione i poslovne odluke i, u krajnjoj instanci, na vrednost finansijskih institucija. Na deviznom tržištu se izvodi u osnovi dve vrste transakcija: spot i forward.

Spot transakcije podrazumevaju promptnu /bez odlaganja/ realizaciju razmene bankarskih depozita u različitim valutama. Većina transakcija na deviznom tržištu su spot transakcije i realizuju se u par dana od ugovaranja. Na spot deviznom tržištu formiraju se spot devizni kursevi.

Forward transakcije podrazumevaju odloženu, terminsku realizaciju razmene bankarskih depozita u različitim valutama u nekom unapred dogovorenom budućem trenutku. Na forward tržištu formiraju se forward devizni kursevi.

3.2.1. Faktori koji utiču na cene na deviznom tržištu

Svaka cena, pa i cene na deviznom tržištu formiraju se pod dejstvom ponude i tražnje. Faktori koji imaju uticaja na ponudu i tražnju na deviznom tržištu, su faktori koji utiču na formiranje deviznog kursa. Navešćemo osnovne.

1. *Razlika u stopama inflacije.* Jedna od osnovnih teorija koja govori o određivanju nivoa deviznih kurseva je teorija pariteta kupovnih snaga koja tvrdi da promena deviznih kurseva odražava promene u nivoima cena posmatranih zemalja, tj. valuta ili valutnih zona. Ako cene u jednoj zemlji porastu više u odnosu na rast cena u drugoj zemlji, valuta prve zemlje bi trebalo da srazmerno depresira u odnosu na valutu druge zemlje. I obrnuto, relativni pad cena jedne zemlje u odnosu na drugu zemlju trebalo bi da izazove apresijaciju njene valute u odnosu na valutu druge zemlje. Ova pravilnost naročito bi trebalo da važi na dugi rok.

2. *Razlika u kamatnim stopama.* Promena kamatnih stopa bi trebalo da ima uticaja na promenu u tokovima kapitala između posmatranih zemalja. Ako pretpostavimo rast kamatnih stopa u euro zoni u odnosu na SAD. Tražnja za dolarima i hartijama od vrednosti denominiranim u dolarima opada, a istovremeno dolazi do rasta ponude dolara radi zamene u euro. Oba faktora utiču na rast tražnje za eurima i pad tražnje za dolarima. Rezultat takvih promena na deviznom tržištu je pad vrednosti dolara prema euro. U obrnutoj situaciji, relativnog rasta kamata u SAD u odnosu na euro zonu, došlo bi i do obrnutog rezultata, tj. do rasta vrednosti dolara u odnosu na euro.

3. *Intervencije centralne banke.* Centralna banka može uticati na devizni kurs direktno i indirektno. Direktna uticaja centralna banka vrši kada kupuje ili prodaje devize za svoj račun na deviznim tržištima. Najčešće centralna banka interveniše na deviznom tržištu radi odbrane deviznog kursa na određenom nivou prema valutama zemalja sa kojima posmatrana zemlja ima intenzivnu ekonomsku saradnju. Centralna banka može uticati na devizni kurs i indirektno, povećavajući ili smanjujući ponudu novca na nacionalnom finansijskom tržištu i time, kroz smanjenje ili povećanje kamatnih stopa, uticati na promene u ponudi i tražnji na deviznom tržištu.

Uz ove osnovne faktore koji utiču na devizni kurs, navešćemo i nekoliko dopunskih.

1. *Carine i uvozne kvote* kao mere zaštite domaće privrede istovremeno i veštački podižu tražnju za domaćom valutom. Otuda postojanje carina i kvota utiču na apresijaciju kursa domaće valute.

2. *Relativna produktivnost* u nacionalnoj ekonomiji u odnosu na inostrane ekonomije ima i posledice na devizni kurs. Naime, rast domaće produktivnosti veći od rasta inostrane produktivnosti dovodi do toga da cene domaćih proizvoda prema inostranim mogu da padaju bez opadanja profitnih margina. Otuda tražnja za domaćim proizvodima raste i, sledstveno, tražnja za domaćom valutom raste. Konsekventno, ukoliko raste relativna produktivnost nacionalne ekonomije u odnosu na inostranstvo, nacionalna valuta srazmerno bi trebalo da apresira u odnosu na inostrane valute.

3. *Potrošačke preference* domaćih i inostranih potrošača prema domaćim proizvodima imaju i svoga uticaja na devizni kurs. Sklonost domaćih potrošača prema domaćim proizvodima, kao i sklonost inostranih potrošača prema domaćim proizvodima podiže tražnju za domaćim proizvodima, sledstveno i tražnju za domaćom valutom. Otuda, rast potrošačkih sklonosti prema domaćim proizvodima utiče na apresijaciju vrednosti domaće valute. I obrnuto, rast potrošačkih sklonosti prema inostranim proizvodima utiče na depresijaciju vrednosti domaće valute.

3.2.2. Predviđanje deviznih kurseva

Učesnici na deviznom tržištu se bave različitim modelima predviđanja budućih deviznih kurseva

1. *Tehničko predviđanje* deviznih kurseva je slično tehničkoj analizi kretanja cena akcija. Naime, posmatraju se istorijske vremenske serije sa kretanjem deviznih kurseva na osnovu kojih se donose zaključci o budućim kretanjima deviznih kurseva. Tehničko predviđanje se zasniva na pretpostavci da istorijska kretanja deviznih kurseva nisu nasumična i da postoji pravilnost u kretanju deviznih kurseva kroz vreme. Postoje različiti modeli koji se baziraju na tehničkom predviđanju.

2. *Fundamentalno predviđanje* deviznih kurseva zasniva se na fundamentalnoj zavisnosti osnovnih ekonomskih varijabli i deviznog kursa. Predviđanja se baziraju na kvantitativnom merenju uticaja makroekonomskih varijabli na devizni kurs. Regresiona analiza se može koristiti za ovu vrstu predviđanja, posebno ukoliko se u modelu koriste vodeći indikatori čije se promene mogu uočiti danas i najaviti buduće kretanje zavisno promenljive. Fundamentalno predviđanje može da zahteva uzimanje u obzir i faktora koje nije moguće jednostavno kvantifikovati /nenajavljene promene na tržištu rada, izmena zakonodavstva ili međunarodne regulative i sl./.

3. *Tržišno predviđanje* deviznih kurseva polazi od postojećih tržišnih parametara u predviđanju budućeg kretanja na deviznom tržištu. Po pravilu, uzimaju se spot i forvard cene inostranih valuta radi predviđanja njihovih budućih deviznih kurseva. Spot cene se mogu, u izvesnoj meri, koristiti kao najavljiivači budućih deviznih kurseva. Forvard devizni kurs se može smatrati sredstvom predviđanja budućih deviznih kurseva jer ako bi protokom vremena do dospeća forvarda bilo bitnih odstupanja između forvard i spot deviznog kursa, špekulanti bi mogli da kreiraju bezrizične profite kupujući spot i prodajući forvard ili prodajući spot i kupujući forvard.

4. *Mešovita tehnika predviđanja* deviznih kurseva danas se na deviznom tržištu često koristi. Ova tehnika koristi sve pomenute tehnike predviđanja pre donošenja konačnog zaključka o tome kakvi se devizni kursevi predviđaju za naredni period.

3.2.3. Paritet kamatnih stopa

Paritet kamatnih stopa je važna relacija koja se koristi na deviznom tržištu i tržištu novca. Naime, paritet kamatnih stopa nam govori o odnosu forvard premije deviznog kursa /višeg forvard deviznog kursa u odnosu na spot devizni kurs/ i razlike u kamatnim stopama na depozitima u dve posmatrane valute /tj. dvema posmatranim zemljama/. Preduslov važenja pariteta kamatnih stopa je da postoji mobilnost kapitala, da su obe valute podjednako zamenljive, te da postoji sličnost u riziku i likvidnosti depozita u dvema valutama.

IV TEZA

4. TRŽIŠTE KAPITALA I HIPOTEKARNO TRŽIŠTE

4.1. Tržište kapitala

Jedna od najvažnijih podela finansijskih tržišta je prema roku dospeća finansijskih instrumenata koji su predmet trgovine. Sa ovog aspekta finansijska tržišta se dele na tržište novca i tržište kapitala.

Tržište kapitala /engl. *Capital Market*/ je deo finansijskog tržišta na kome se vrši prodaja i kupovina hartija od vrednosti, odnosno dugoročnih finansijskih instrumenata, čiji je rok dospeća preko godinu dana.

Najznačajnije hartije od vrednosti su akcije, koje praktično nemaju rok dospeća, već se pozajmljivanje novca vrši dokle god postoji akcionarsko društvo i dugoročne obveznice, koje preduzeće izdaje kada mu je potreban tuđi novac na duže vreme.

4.1.1. Primarno i sekundarno tržište kapitala

Prema poreklu hartija od vrednosti sa kojima se trguje, tržište kapitala može biti *primarno* i *sekundarno*.

Primarno tržište kapitala podrazumeva prvu emisiju dugoročnih hartija od vrednosti i njihovu prvu kupovinu. Kupoprodaja se može obavljati direktno između izdavaoca /emitenta/ i kupca /investitora/ ili preko posrednika. Učesnici primarnog tržišta kapitala su izdavaoc hartije od vrednosti, kupac i posrednik. Od posrednika su najznačajnije banke, koje mogu obavljati posao emisije finansijskih instrumenata i takođe mogu da otkupe deo efekata ili da ih uzmu u komisijon, u kasnijoj prodaji. Plasman finansijskih instrumenata može se vršiti privatno ili javno. Privatni plasman podrazumeva direktnu prodaju investituru, pri čemu se zaobilazi otvoreno tržište. Preduzeće koje izdaje hartije od vrednosti dolazi do kapitala, samo na primarnom tržištu, odnosno kada se one prvi put prodaju.

Sekundarno tržište kapitala služi za preprodaju, odnosno svaku dalju kupoprodaju već emitovanih dugoročnih finansijskih instrumenata na primarnom tržištu. Ovo tržište vlasniku hartija od vrednosti pruža mogućnost da u svakom trenutku dođe do gotovog novca, pri čemu se menja vlasnik hartija od vrednosti, dok izdavaoc ima obaveze samo prema trenutnom vlasniku.

Lica koja kupuju hartije od vrednosti na primarnom tržištu, izdavaocu neće platiti veću sumu od one za koju smatra da ih može postići na sekundarnom tržištu.

Sekundarno tržište kapitala se može obavljati:

1. *Na berzi kapitala*. Postoji određeni prostor na kome se obavlja trgovina, prema strogim pravilima, koje utvrđuje sama berza, pri čemu tržišni materijal prolazi kroz određene procedure provere. Osim toga, u svakoj zemlji postoji vrhovna kontrolna i regulatorna institucija, koja se stara o stabilnosti tržišta hartija od vrednosti i o zaštiti investitora.

2. *Van berze*. Pri čemu vanberzansko tržište može biti:

a/ Organizovano posredstvom mreže dilera, na različitim lokacijama, povezanih međusobno elektronskim putem.

b/ Neorganizovano ili spontano, van berze. Kupci i prodavci mogu da kontaktiraju direktno ili preko posrednika, redovno ili sporadično.

4.1.2. Pokazatelji razvoja tržišta kapitala

Zavisno od mere u kojoj finansijsko tržište kapitala predstavlja spoljašnji izvor finansiranja privredne aktivnosti, ono može imati različit značaj u različitim zemljama. Razvijenost tržišta kapitala moguće je meriti korišćenjem odgovarajućih pokazatelja:

1. veličina,
2. aktivnost,
3. efikasnost,
4. stabilnost.

Tržište kapitala je segment ekonomije koji najpe detektuje i reaguje na ekonomsku krizu, mnogo ranije nego što se kriza oseti u realnoj sferi ekonomije. Kriza utiče na pad likvidnosti finansijskih instrumenata, koji su predmet trgovanja na berzi, a gotovo sve investicije podrazumevaju neizvesnost i određen stepen rizika.

Pokazatelj veličine tržišta kapitala

Pokazatelj veličine tržišta kapitala se procenjuje korišćenjem kombinacije pokazatelja veličine tržišta akcija i tržišta obveznica. Veličina tržišta akcija predstavlja udeo tržišne kapitalizacije u bruto domaćem proizvodu /BDP/. Ona je jednaka odnosu ukupne tržišne vrednosti listiranih akcija i nominalne vrednosti bruto domaćeg proizvoda /BDP/. Veličina tržišta obveznica prikazuje se pomoću dva odvojena pokazatelja: udela nedospelih korporativnih obveznica u BDP-u i udela državnih obveznica u BDP.

Zbir udela /koeficijenata/ tržišta akcija i tržišta obveznica u BDP-u se koristi za uporednu analizu relativne veličine tržišta kapitala različitih zemalja. U periodu 2008–2010 godine prosečna vrednost ovog koeficijenta na svetskom nivou je iznosila 131%, dok se njena vrednost za pojedinačne zemlje kretala od 0,4% do 533%. U zemljama sa razvijenom ekonomijom prosečna vrednost veličine tržišta kapitala je iznosila 151%, a za zemlje u razvoju oko 76%.

Pokazatelj aktivnosti tržišta kapitala

Pokazatelj aktivnosti tržišta kapitala predstavlja odnos vrednosti prometa akcijama i BDP-a. Ovaj pokazatelj je komplementaran sa pokazateljem veličine tržišta akcija, s obzirom da veliko ali neaktivno tržište ima visoku kapitalizaciju, ali može imati obim prometa, dok malo tržište može biti aktivno, odnosno likvidno.

Likvidnost predstavlja lakoću pretvaranja investicija u gotovinu kada je to potrebno. Osnovni uslov likvidnosti tržišta kapitala je postojanje velikog broja kupaca i prodavaca na tržištu. Likvidnost zavisi od dubine finansijskog tržišta, koja se iskazuje kao odnos likvidne imovine finansijskog sistema u odnosu na BDP. Između realnog BDP-a po stanovniku i mere dubina finansijskog tržišta postoji jaka veza. Istraživanje je pokazalo da stanovništvo najbogatijih zemalja poseduje oko dve trećine godišnjeg dohotka u likvidnoj imovini, dok u najsiromašnijim zemljama, samo jednu četvrtinu.

Pokazatelj efikasnosti tržišta kapitala

Pokazatelj efikasnosti tržišta kapitala predstavlja odnos prometa i tržišne kapitalizacije. On govori o tome koliki je obrt prometa, odnosno koliko puta su akcije promenile vlasnika. Ovaj koeficijent je poznat i pod nazivima „ratio obrta“, „brzina prometa“ ili „ratio likvidnosti“. Malo, ali likvidno tržište akcija ostvaruje relativno veliku brzinu obrta, dok veliko, ali manje likvidno tržište ima relativno manju brzinu obrta. Prosečna brzina obrta je različita kod različitih zemalja i njena vrednost se kreće od 0,3% do 343%. Za razvijene zemlje ona u proseku iznosi 218%, dok njena prosečna vrednost u zemljama u razvoju iznosi 127%.

Za merenje efikasnosti tržišta akcija, pored brzine obrta, se koriste i takozvani kupoprodajni raspon /engl. *bid-ask spread*/. On predstavlja razliku između najviše cene koju je kupac spreman da plati i najniže cene po kojoj je prodavac spreman da proda. Mali kupoprodajni raspon je direktna posledica visokog stepena likvidnosti.

Pokazatelji stabilnosti tržišta kapitala

Stepen /ne/stabilnosti tržišta kapitala može se meriti na više načina:

1. Volatilnost indeksa cena akcija predstavlja standardnu devijaciju indeksa suverenih obveznica u odnosu na godišnji prosek tog indeksa. Jedan je od indikatora rizika. Što je volatilnost finansijskog instrumenta viša, veća je i njegova rizičnost.
2. Koeficijent asimetrije meri način rasporeda uzoraka u odnosu na njihovu prosečnu vrednost. Često se tumači kao verovatnoća pojave nestabilnosti. Po pravilu može biti simetričan /pozitivan/ i asimetričan /negativan/. Negativne vrednosti govore o negativnim odstupanjima stvarnog od očekivanog prinosa.
3. Odnos cene i zarade po akciji. Računa se za pojedinačne akcije i kao prosek za akcije u sastavu određenog berzanskog indeksa. Visoka vrednost ovog koeficijenta govori o kvalitetnim i uspešnim kompanijama.
4. Prosečan rok dospeća hartije od vrednosti da bi se u potpunosti povratio uloženi kapital. U praksi se meri osetljivost dužničkih hartija na vrednost kamatne stope, s obzirom da se osetljivost cena povećava u skladu sa rastom vremena dospeća, a da se ceo dug ne naplaćuje u istom trenutku.

Pored izloženog, treba konstatovati, da po nekim tumačenjima razlika između tržišta novca i tržišta kapitala nije uvek sasvim jasna iz razloga što je dugoročne instrumente moguće prodati u roku kraćem od jedne godine i što je u poslednjoj godini njihov rok dospeća zapravo ispod jedne godine.

Konačno, treba i naglasiti, da se tržište kapitala može podeliti na tržište obveznica, tržište hipoteka i tržište akcija o čemu će biti kasnije reči. Takođe, da ono predstavlja najznačajniji segment finansijskog tržišta u smislu efikasne alokacije kapitala na nivou privrede u celini.

4.2. Hipotekarno tržište

Hipotekarno tržište u razvijenim finansijskim sistemima svojim obimom i stabilnošću predstavlja jedan od najznačajnijih segmenata finansijskog tržišta. Hipotekarno tržište je, dakle, od izuzetne važnosti za privredni razvoj i razvoj finansijskog tržišta. Zato je neophodno najpre uspostaviti primarno hipotekarno tržište i istovremeno kreirati modele sekundarnog hipotekarnog tržišta.

4.2.1. Primarno tržište hipoteka

Primarno hipotekarno tržište svodi se na kreiranje bankarske aktive tj. na proces odobravanja hipotekarnih kredita i to predstavlja uvek prvu fazu razvoja hipotekarnog tržišta. Da bi se uspostavilo primarno hipotekarno tržište potrebno je otkloniti prepreke njegovom efikasnom odvijanju i razvoju.

Osnovne pretpostavke dobrog funkcionisanja primarnog tržišta nekretnina su:

1. Evidencija vlasništva nad nekretninama.
2. Sigurnost i nedvosmislene pravne konsekvence evidencije vlasništva nad nekretninama.
3. Prioritet u naplati hipotekarnog kredita iz založene nepokretnosti u slučaju nesposobnosti izmirivanja obaveza od strane dužnika.
4. Efikasan sudski sistem.
5. Kratkotrajan i delotvoran izvršni postupak.

Rizici u procesu hipotekarnog kreditiranja su brojni. Svaki od prisutnih rizika otežava razvoj primarnog hipotekarnog tržišta. Njihovo prisustvo mora uticati na rast kamatnih stopa i, sledstveno, smanjivanje obima ovog tržišta i svih pozitivnih konsekvenci koje ono nosi.

Osnovni rizici na ovom tržišnom segmentu su:

1. *Kreditni rizik* je rizik da će dužnik prestati da otplaćuje hipotekarni kredit. Ovo je, po pravilu, najznačajniji rizik. Njegovo smanjivanje se upravo obezbeđuje upisivanjem hipoteke. Kreditni rizik može biti eliminisan na efikasnom primarnom tržištu hipotekarnih kredita, jer u slučaju nesposobnosti izmirivanja obaveza dužnika, poverilac se naplaćuje iz hipoteke. Uslovi za to su da postoji nesporna evidencija vlasništva, precizna evidencija hipoteka, prioritet u naplati hipotekarnog kredita iz založene nepokretnosti, relativno kratak postupak utvrđivanja hipotekarnog prava i delotvoran izvršni postupak. Dodatno, u postupku odobravanja kredita potrebno je imati celovite i istinite podatke o kreditnoj sposobnosti dužnika.
2. *Rizik sistema* je rizik izvesnosti i vremenskog trajanja procesa ulaska u posed založene nepokretnosti. Ovaj se rizik smanjuje: postojanjem nesporne evidencije vlasništva, preciznom evidencijom hipoteka, jasnim prioritetom u naplati hipotekarnog kredita iz založene nepokretnosti, relativno brzim postupkom utvrđivanja hipotekarnog prava i delotvornim izvršnim postupkom.

3. *Rizik vrednosti zaloge* je rizik da založena nekretnina izgubi na vrednosti do nivoa na kome ne može svojom vrednošću pokriti neotplaćeni deo hipotekarnog kredita u slučaju potrebe ulaska kreditora u posed zaloge. Ovaj rizik se može bitno smanjiti pa i otkloniti ako se sprovodi precizno vrednovanje nepokretnosti u procesu njihovog zalaganja i procena volatilnosti cena na tržištu nekretnina bazirana na verodostojnim vremenskim serijama i savremenim metodama ocene rizika u kretanju cena.

4. *Rizik vlasništva* je rizik da založena nepokretnost nije u svojini kreditnog dužnika ili žiranta. Ovaj rizik se javlja u situaciji odsustva nesporne evidencije vlasništva tj. u slučaju odsustva zemljišnih knjiga. Riziko premija u slučaju postojanja ovog rizika, uvećava kamatne stope na primarnom hipotekarnom tržištu. Ovaj rizik se može osigurati, ali opet premija osiguranja opterećuje kamatnu stopu, tj. utiče na njen rast.

5. *Rizik prevremene otplate* je rizik da će dužnik izmiriti svoje obaveze pre dospeća i, sledstveno, izložiti poverioca nižim alternativnim stopama prinosa. Ovaj, manje značajan rizik, moguće je kontrolisati klauzulama ugovora o hipotekarnom kreditiranju.

6. *Kamatni /i inflacioni/ rizik* je rizik promene kamatnih stopa /i stopa inflacije/ tokom životnog veka kredita na štetu kreditora. Hipotekarni krediti su dugoročni krediti i zbog toga je ova vrsta rizika izražena. U slučaju rasta kamatnih stopa na tržištu u uslovima fiksnih kamatnih stopa na dugoročni hipotekarni kredit, kreditor je u jasnom gubitku. Drastičan slučaj je kada i sama stopa inflacije nadvisi kamatnu stopu na odobrenom kreditu, čime kreditor ulazi u zonu naplate realno negativne kamatne stope. Pod udarom inflacije su kako kamata tako i glavnica kredita. Kamatni i inflacioni rizik su posebno izraženi u zemljama u tranziciji gde nema standardnih mehanizama za upravljanje kamatnim rizikom, a i opasnost od neočekivane inflacije je vrlo realna. Ipak, i ovaj rizik je moguće kontrolisati i smanjiti na prihvatljivu meru za kreditora i u našim uslovima uz korišćenje promenljivih kamatnih stopa ili odobravanje kredita sa tzv. „deviznom klauzulom“.

7. *Likvidnosni rizik* je rizik sposobnosti prelaska kredita u gotovinu u slučaju potrebe za tim. Ovaj rizik naročito dolazi do izražaja u zemljama u tranziciji gde je poverenje u banke ozbiljno narušeno i gde deponenti žele što veću likvidnost. Da bi se prevazišao likvidnosni rizik neophodno je uspostaviti mehanizme refinansiranja tj. sekundarno hipotekarno tržište kao narednu fazu u razvoju ovog segmenta finansijskog tržišta.

Osnovne komponente primarnog hipotekarnog tržišta su:

1. *Originacija hipotekarnog kredita.* To je proces kreiranja /izdavanja/ hipoteke.

2. *Vlasništvo nad hipotekom.* Vlasnik hipoteke može ali ne mora da bude ona finansijska institucija koja je izdala /originirala/ zajam.

3. *Servisiranje hipotekarnog kredita.* To su aktivnosti koje uključuju prikupljanje mesečnih rata od dužnika i dostavljanje tog novca vlasniku hipoteke. U slučaju neplaćanja duga od strane dužnika, serviser pokreće i sprovodi proceduru preuzimanja nekretnine od dužnika za račun vlasnika hipotekarnog kredita. Najzad, serviser obavlja i niz pratećih aktivnosti.

4.2.2. Sekuritizacija

Sekuritizacija je nastala i danas se najviše koristi na hipotekarnom tržištu. Ovaj proces je uveliko izmenio položaj i perspektive dužnika ali i poverilaca, posebno banaka, štedionica i drugih finansijskih posrednika koji danas koriste proces sekuritizacije i u isto vreme trpe jaku konkurenciju tog istog procesa. Sekuritizacija izbegava tradicionalni proces finansijskog posredovanja i direktno povezuje dužnike sa tržištem novca i kapitala. Uvodi se niz novih učesnika u proces: izdavaoci kredita, inicijalni finansijeri, namenske hartije od vrednosti, podizači kreditnog rejtinga, investicioni bankari i nacionalni i globalni investitori.

4.2.2.1. Šta je sekuritizacija?

Sekuritizacija pretvara nelikvidne dugovne finansijske instrumente /kredite, zajmove, potraživanja/ u likvidne, lako utržive hartije od vrednosti. U sekuritizaciji se nelikvidni finansijski instrumenti pretvaraju i prepakuju u hartije od vrednosti kojima se podiže kreditni rejting i koje tako lakše nalaze put do investitora na finansijskom tržištu.

Sekuritizacija se javila početkom 70-ih godina u SAD. Uzrok njenog javljanja je bila, kao i kod većine drugih finansijskih inovacija, nužnost iznalaženja mehanizama dopunskog finansiranja u uslovima ograničenih finansijskih mogućnosti – tradicionalnih izvora finansiranja. Počelo se sa dodatnim finansiranjem hipotekarnih kredita kroz emisiju poreski oslobođenih prolaznih hipotekarnih založnica.

4.2.2.2. Preduslovi sekuritizacije

Praktična realizacija sekuritizacije podrazumeva postojanje, u svojoj biti, složenih i kvalitetnih preduslova koji se mogu razvrstati u sedam kategorija:

1. Standardizovani ugovor,
2. Procena rizika pokroviteljstva,
3. Istorijske baze podataka relevantnih statističkih podataka,
4. Standardizacija zakona,
5. Standardizacija kvaliteta serviser,
6. Dovoljan broj kvalitetnih podizrača kreditnog rejtinga,
7. Kompjuterska tehnologija.

4.2.2.3. Prednosti sekuritizacije

Osnovna prednost sekuritizacije je u smanjivanju troškova finansiranja, tj. u pojeftinjenju povezivanja suficitarnog i deficitarnog sektora na finansijskom tržištu. Ona prevodi nelikvidne zajmove bez rejtinga u visokolikvidne, rejtingovane hartije od vrednosti koje se mogu svakodnevno kupovati, prodavati i procenjivati na sekundarnom tržištu, uz učešće znatno većeg broja dužnika i investitora u odnosu na kapacitete tradicionalnog finansiranja.

Sekuritizacija, donosi određene prednosti svakom učesniku u tom procesu.

1. *Dužnicima* sekuritizacija snižava troškove finansiranja i povećava raspoložive mehanizme zadovoljenja njihovih investicionih potreba.
2. *Izdavaoci zajmova* sekuritizacijom mogu relativno lako i brzo obnavljati svoj kreditni potencijal.
3. *Investitori* sekuritizacijom takođe dobijaju. Osnovna korist po njih proističe iz prinosa koji ostvaruju na visokorejtingovane hartije iz sekuritizacije.
4. *Investicioni bankari* sekuritizacijom takođe dobijaju, i to u nekoliko segmenata. Pre svega, ovo je za njih nov finansijski produkt koji mogu stabilno nuditi tržištu. Polje sekuritizacije je polje inovacija na kome investicioni bankari mogu ispoljavati suptilnu finansijsku kreativnost i time ne samo kreirati prihode već i uvećavati svoju tržišnu prisutnost i imidž. Ovi poslovi mogu dovesti do opšteg rasta obima njihovog prometa i ostvarenih poslovnih rezultata po tom osnovu.

4.2.2.4. Perspektive sekuritizacije

Sekuritizacija u SAD je prošla kroz dve svoje faze. *Prva faza* je predstavljala tradicionalni mehanizam prevođenja odobrenih zajmova u prolazne hartije od vrednosti uz određeno podizanje kreditnog rejtinga i kupovinu od strane zainteresovanih investitora i, konsekvntno, formiranje sekundarnog tržišta. *Druga faza* je upravo karakterisana segregacijom novčanih tokova po osnovu založene aktive i emitovanje različito strukturiranih hartija od vrednosti po pitanju njihovog dospeća. *Treća faza*, koja je na pragu, pretpostavlja generisanje novih formi recikliranih emisija hartija od vrednosti na bazi seta postojećih hartija od vrednosti ali sa izmenjenim karakteristikama u pravcu potreba investitora.

Sekuritizacija će se razvijati u finansijskim sistemima koji podstiču konkurenciju među finansijskim institucijama i fleksibilne i moderne pravne okvire neophodne za kreativne poteze u domenu finansijskog inženjeringa. U ovakvom okruženju sekuritizacija može rešavati probleme koji su je iznjedrili: nedostatak kapitala i niska likvidnost. Ipak, ovaj proces i u razvijenim zemljama otvara pitanja kontrole i potencijala narušavanja javnog interesa. Za zemlje u razvoju, sekuritizacija može biti način prevazilaženja tradicionalnih mehanizama privlačenja kapitala iz inostranstva kroz novi medijum neposrednog priključenja na globalne finansijske tokove u procesima direktnog finansiranja putem hartija od vrednosti.

4.2.3. Sekundarno tržište hipoteka

Sekundarno hipotekarno tržište predstavlja zbir kupoprodajnih transakcija između originatora i investitora i između različitih investitora međusobno, u kome je predmet prometa hipotekarni kredit ili hartija od vrednosti emitovana po njegovom osnovu. Sekundarno tržište je izvor refinansiranja tj. obnavljanja kreditnog potencijala originalnog izdavaoca hipotekarnog kredita /originatora/.

Na sekundarnom hipotekarnom tržištu javlja se problem informativne asimetrije. Naime originatori najčešće znaju bolje nego kupci kvalitet zajmova koje žele da prodaju, a pre svega, njihov kreditni rizik. Takođe, loš kvalitet neke hipoteke može se iskazati tek u kasnijim godinama, više godina pošto je transakcija obavljena. Može se, pri tome, pretpostaviti da je na delu negativna selekcija, hipoteke koje se prvo prodaju su one najrizičnije. Jedan moguć, ali vrlo skup, način da se prevaziđe taj problem je da prilikom kupovine hipoteka SHI /Sekundarne Hipotekarne Institucije/ obavi detaljnu analizu svakog pojedinačnog zajma pa da se kupe samo oni zajmovi koji prođu takvu detaljnu proveru. To, međutim, nije praktično.

Stoga se u praksi sekundarno hipotekarno tržište zasniva na sledećim principima:

1. *Standardizacija.* Podrazumeva uspostavljanje pravila kojih se, prilikom kreiranja hipoteka, originatori moraju pridržavati ako žele da ih kasnije prodaju na sekundarnom tržištu. Pravila su najčešće formulisana tako da smanje kreditni rizik za investitore u hipotekarne kredite.
2. *Reputacija.* Pošto originatori zavise od kupaca hipoteka jer, u protivnom, ne bi imali likvidnost za izdavanje novih zajmova, njima je u interesu da im reputacija kod investitora bude što bolja.
3. *Garancija kredita.* Da bi investitori ulagali u hipotekarne kredite mogu se postaviti uslovi dodatnog garantovanja izmirenja obaveza, poput državnih garancija ili privatnog hipotekarnog osiguranja, mada se i sama hipoteka nad založenom nepokretnošću smatra garancijom.
4. *Elektronsko praćenje individualnih hipoteka.* U najnovije vreme, to je osnov za registraciju, praćenje performansi i trgovanje na sekundarnom hipotekarnom tržištu. Takav sisem znatno olakšava kliring u trgovanju, a i značajno smanjuje informacionu asimetriju kupaca.

U svetu se koriste dva modela da bi se obavilo refinansiranje na sekundarnom hipotekarnom tržištu: *evropski* i *američki*. Oba modela podrazumevaju emitovanje hipotekarnih hartija od vrednosti. U prvom slučaju, založena imovina za emitovanje hartija od vrednosti, hipotekarne obveznice, ostaje u bilansu originatora – tzv. bilansna sekuritizacija. U drugom slučaju, založena imovina za emitovanje hartije od vrednosti, hipotekarne založnice /MBS/, izvodi se van bilansa originatora – tzv. vanbilansna sekuritizacija i prenose u bilans specijalog pravnog lica /SPV/ formiranog radi emitovanja MBS.

4.2.3.1. Evropski tip hipotekarnih obveznica

Prvi model, koji bi se mogao nazvati Evropski, kontinentalni sistem, zasniva se na izdavanju hipotekarnih obveznica na tržištu kapitala. Hipotekarne obveznice su po mnogo čemu slične obveznicama koje izdaju korporacije. Hipotekarne obveznice se, kao i MBS, emituju na bazi odobrenih hipotekarnih kredita koji služe kao zaloga emitovanih hartija od vrednosti. Pri emitovanju hipotekarnih obveznica, originacija, vlasništvo i servisiranje hipotekarnog duga obavljaju se od strane iste finansijske institucije. Institucija originacije hipotekarnih kredita zadržava aktivu /grupe odobrenih hipotekarnih kredita/ u svom bilansu i snosi kreditni rizik emitovane hipotekarne obveznice.

Razvoj tržišta hipotekarnih obveznica u EU je bitno podstaknut njihovim niskim rizikom i relativno visokim prinosom. Hipotekarne obveznice uspostavile su se kao jedan od dominantnih elemenata tržišta obveznica u EU. Još uvek jedina opšta definicija hipotekarnih obveznica u EU nalazi se u Direktivama EU iz 1988, po kojima hipotekarne obveznice moraju da:

1. Budu izdate od strane kreditnih institucija,
2. Budu pod specijalnim nadzorom javnih regulatornih tela,
3. Imaju dovoljno pokriće za obaveze iz obveznice,
4. Imaju privilegije za vlasnike obveznica u slučaju bankrota emitenta.

Hipotekarne obvezice predstavljaju, iza državnih obveznica, drugu najznačajniju vrstu obveznica na tržištu EU. Hipotekarne obveznice u finansijskom sistemu EU u velikoj meri igraju ulogu koju imaju i državne obveznice. One se, kao i državne obveznice, mogu koristiti:

1. kao relativno sigurna investicija za finansijske institucije koje zakoni obvezuju na konzervativne investicione strategije /niži rizik i veća likvidnost/, tj. kao izvoriste finansijske aktive za penzione fondove, osiguravajuće kompanije i kreditne institucije,
2. mogu ih koristiti centralne banke u procesu monetarne regulacije tj. kao osnovu za REPO i reverse REPO ugovore ili kao zalogu za odobravanje lombardnih kredita poslovnim bankama,
3. kao osnova za procenu kamatne stope na bezrizičnu ili niskorizičnu aktivu koja se koristi u procesu izračunavanja vrednosti drugih obveznica na finansijskom tržištu. Ova funkcija bi naročito došla do izražaja u slučaju kada se iz nekog razloga smanji likvidnost i aktivnost na tržištu državnih obveznica.

4.2.3.2. *Hipotekarne založnice u SAD*

Drugi model sekundarnog hipotekarnog tržišta bi se mogao nazvati Američki sistem i bazira se na sekuritizaciji hipoteka i emitovanju hipotekarnih založnica /MBS/. Da bi pomogao kreiranje sekundarnog tržišta hipoteka, američki Kongres je, tokom godina, dao nalog za stvaranje tri velike agencije koje danas igraju posebno važnu ulogu na sekundarnom tržištu: FNMA, GNMA i FHLMC. Sve tri agencije izdaju hipotekarne založnice, a njihove uloge su na tržištu evoluirale sa vremenom. Ove institucije na sekundarnom hipotekarnom tržištu u SAD emituju različite tipove hipotekarnih založnica. To su hartije od vrednosti koje se izdaju na osnovu zaloge koja se sastoji od pula /grupe/ hipoteka određenih karakteristika, tj. samo hipotekarni krediti koji ispunjavaju postavljene kriterijume mogu biti predmet refinansiranja. Kao takve, založnice se dalje mogu prodavati na tržištu ili čak služiti kao kolateral za izdavanje sledećeg kruga hipotekarnih založnica. Hartije od vrednosti ovakvog tipa imaju neke zajedničke karakteristike:

1. *Povećavaju kreditni rejting.* Založnice, zapravo, imaju bolji kreditni rejting nego pulovi originalnih hipoteka koji služe kao njihov kolateral. Ta karakteristika je veoma važna da bi se uspostavilo likvidno tržište takvih hartija od vrednosti.
2. *Izbegavaju dvostruko oporezivanje.* Investitori koji kupuju hipotekarne založnice potencijalno su izloženi dvostrukom oporezivanju: prvo kroz porez na prihode založnice a posle i na porez na lična primanja koji investitori moraju da plate. Da bi sekuritizacija bila ekonomski isplativa, založnice moraju da se zakonski uobliče tako da se dvostruko oporezivanje izbegne.
3. *Podlašavanje novčanih tokova prema potrebama investitora.* Mnogi investitori ne žele da investiraju u aktive koje potpuno kopiraju novčane tokove hipoteka. Sa druge strane, kada se novčani tokovi podese prema potrebama investitora, tržište za takve založnice je znatno dublje. Ovo naročito dolazi do izražaja kod CMO /kolateralnih hipotekarnih obligacija/.

Postoji nekoliko osnovnih tipova hipotekarnih založnica /MBS/.

Prenosna hipotekarna založnica je najrasprostranjeniji tip hipotekarnih založnica sa nekoliko svojih podvrsta. Tradicionalno ih emituje GNMA, ali danas u SAD značajan deo tržišta pokriva i FHLMC svojim prenosnim hipotekarnim založnicama. U okviru ove grupe hartija javljaju se i *kolateralne hipotekarne obligacije /CMO/* koje svoje emisije klasiraju po verovatnoći prevremene otplate hipotekarnih kredita iz zaloge. Na tržištu SAD uz prenosne hipotekarne založnice koje garantuju agencije, javljaju se i *privatne prenosne hipotekarne založnice*.

4.2.4. Hipotekarno tržište u zemljama u tranziciji

Evropske zemlje u tranziciji započele su reforme svojih finansijskih sistema još početkom 90-ih godina. Temeljni deo reformi i izgradnje finansijskih sistema u ovim zemljama bila je izgradnja zakonske infrastrukture, institucija i tržišta hipotekarnog kreditiranja. Gotovo bez izuzetka, sve zemlje u tranziciji uočile su potrebu uspostavljanja novih struktura finansiranja stambene izgradnje sa ciljem rešavanja gorućeg društvenog, pa i političkog, pitanja obezbeđenja dovoljno stambenih jedinica na novim osnovama. Trebalo je izgraditi novi, tržišno orijentisani, profitabilni sistem masovne stambene izgradnje na komercijalnim osnovama.

Zemlje u tranziciji, na početku procesa reformi dosta su prostora ustupile diskusijama na temu da li razvijati MBS sistem ili sistem hipotekarnih obveznica polazeći od konzervativne pretpostavke međusobne konkurentnosti, a ne komplementarnosti, dva sistema. Ipak, u većini zemalja zakonodavci su na kraju sistem postavili tako da se ne isključuje mogućnost emitovanja MBS ali je izvesna prednost ipak data sistemu hipotekarnih obveznica. Razlozi koji su rukovodili donošenju ove odluke su različiti ali se najčešće svode na nedovoljnu izgrađenost regulative za relativno jednostavan prenos hipoteka /neophodan po MBS sistemu/, neraspoloženje bankarskih lobija da podrže sistem koji bi iz njihovih bilansa isključivao, po njihovoj proceni, najkvalitetnije elemente aktive /hipotekarne kredite/ kao i neraspoloženje prema uvođenju u zemlje u tranziciji sistema koji tek ozbiljnije počinje da funkcioniše u zapadnoj Evropi.

Najzad, treba istaći, da svi zakoni zemalja u tranziciji zadovoljavaju evropski minimalni standard za izdavanje hipotekarnih obveznica dat u Direktivama EU član 22 paragraf 4 iz 1988. godine.

V TEZA

5. GLOBALNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE

5.1. Globalizacija

Finansijska tržišta i finansijski sistem u svetu u celini zahvatio je proces globalizacije. Globalizacija predstavlja integrisanje finansijskih tržišta širom sveta u globalno međunarodno finansijsko tržište. Zbog toga je poznavanje svetskih finansijskih tržišta danas značajnije nego ikada, i predstavlja neophodan deo korpusa znanja svakoga ko želi da radi u oblasti finansija.

Sa aspekta stepena uključenosti u globalno tržište, finansijska tržišta se mogu podeliti na *interna* i *eksterna*.

Interno finansijsko tržište se drugačije naziva i nacionalno finansijsko tržište i nalazi se pod jurisdikcijom zemlje u kojoj se odvija finansijski promet. Interno tržište se, dalje, može podeliti na *domaće* i *inostrano* tržište.

Domaće tržište je deo internog finansijskog tržišta koje se odnosi na trgovinu finansijskim instrumentima emitovanim od strane domaćih emitenata.

Inostrano tržište je deo internog finansijskog tržišta koje se odnosi na trgovinu finansijskim instrumentima inostranih emitenata. Ovi instrumenti se emituju u skladu sa zakonodavstvom zemlje u kojoj se odvija njihov promet.

Eksterno finansijsko tržište se drugačije naziva i međunarodno tržište, ofšor tržište ili eurotržište. Ono obuhvata promet finansijskih instrumenata koji su istovremeno ponuđeni investitorima u većem broju zemalja a emitovani su po međunarodnim standardima van jurisdikcije bilo koje zemlje pojedinačno.

Zašto pripadnici deficitarnog sektora žele da prikupljaju finansijska sredstva emitujući finansijske instrumente i van domaćeg finansijskog tržišta?

Prvo. Neka velika preduzeća mogu da se osećaju tesno na samo jednom finansijskom tržištu, posebno ako nema dovoljnu dubinu tj. spremnu tražnju za finansijskim instrumentima. Veće finansijske transakcije na relativno malom tržištu mogu prouzrokovati priličnu cenovnu nestabilnost. Ako preduzeće ponudi suviše veliki broj svojih hartija od vrednosti investitorima, može doći do pada njihovih cena što, u krajnjoj liniji, odvraća investitore. Prelaskom nacionalnih granica uvećava se ukupan potencijalni raspoloživi novac i kapital za nove emisije hartija od vrednosti.

Drugo. Neka preduzeća se nadaju jeftinijem ili jednostavnijem finansiranju van domaćih tržišta. Ako je cena kapitala niža u inostranstvu, kompanijama se isplati da na tom tržištu emituju svoje finansijske instrumente.

Treće. Emitenti finansijskih instrumenata, naročito velike kompanije, imaju potrebu i za diversifikacijom izvora finansiranja. Smanjenje oslanjanja na domaće investitore i privlačenje i navikavanje novih investitora, umanjuje rizik u prikupljanju dodatnog novca i kapitala u budućnosti.

Četvrto. U današnjem svetu finansija, gde vlasnička jezgra korporacija imaju, po pravilu, znatno manje od 51% akcionarskog kapitala, sve više dolazi do izražaja potreba zaštite od gubitka kontrole nad korporacijama. U tom smislu, teritorijalna disperzija izvora finansiranja, tj. emitovanja finansijskih instrumenata na globalnom tržištu, umanjuje rizik jednostavne i nenadane koncentracije vlasništva i preuzimanja kompanija.

Peto. Globalizacija tržišta roba i usluga provocira i globalizaciju tržišta novca i kapitala. Globalno finansijsko tržište koristi se i kao podstrek afirmacije preduzeća, promocije marke i podizanja prodaje.

Zašto pripadnici suficitarnog sektora žele da investiraju svoja finansijska sredstva u finansijske instrumente i van domaćeg finansijskog tržišta?

Prvi razlog je relativno jednostavan i svodi se na racionalna očekivanja investitora. Težnja za maksimizacijom prinosa na istom nivou rizika i minimizacijom rizika na istom nivou prinosa stoji u osnovi potrebe investitora da ulažu u finansijske instrumente u inostranstvu.

Drugi razlog međunarodnog investiranja su potencijalno viši prinosi u inostranstvu, posebno u zemljama u razvoju. Izbor zemalja u koje treba investirati zavisi od valutne stabilnosti i kapitalne apresijacije finansijskih tržišta. Zemlje u razvoju postaju sve interesantnija investiciona područja.

5.1.1. Stabilizacija i deregulacija

Posle prilične nestabilnosti pojedinih nacionalnih finansijskih sistema tokom 1970-ih godina, došlo je do određenih pozitivnih makroekonomskih pojava u većem broju zemalja. Dobro su poznate relativno visoke stope inflacija u velikom broju zemalja kao direktna posledica raspada Bretonvudskog sistema deviznih kurseva 1971. godine i naftnih šokova 1973. i 1979. godine. Mnoge su zemlje imale izuzetno visoke stope inflacije /Argentina, Brazil, Izrael i dr./, a mnoge druge su periodično prolazile kroz faze relativno visoke inflacije /SAD, Francuska, Italija, Velika Britanija i dr/. Osamdesetih godina dolazi do pojave suzbijanja inflacije u mnogim zemljama. Trend se uspešno nastavlja tokom devedesetih godina, čak i u zemljama u tranziciji. Stope inflacije u razvijenim zemljama, manje-više, ustalile su se na nivoima od 3% a u uspešnim zemljama u tranziciji i u razvoju do 10% na godišnjem nivou. Posledično dolazi do smanjivanja inflatornih i valutnih rizika, kao jednih od stubova informativne asimetrije, na svetskom finansijskom tržištu.

Uz to, osamdesete godine su i godine liberalizacije. Gotovo sve države od značaja za funkcionisanje svetskih finansijskih tržišta, kao i mnoge zemlje u tranziciji i u razvoju, su u procesu liberalizacije. Liberalizacija, naravno, nije isto što i odsustvo regulacije. Regulacija i dalje postoji i, može se reći, jača. Finansijska tržišta i svi učesnici na njima sve više ravnopravno konkurišu na svetskom finansijskom tržištu. To, u krajnjoj konsekvenci, podiže nivo efikasnosti i samih tržišta ali i novca i kapitala koji posredstvom njih cirkuliše na globalnom nivou.

5.1.2. Tehnologija

Najveći doprinos globalizaciji dala je tehnologija. Nekoliko tehnoloških proboja imalo je izuzetan značaj.

Kompjuterska tehnologija je omogućila ulazak u novu razvojnu fazu finansijskih tržišta počev od 1971. godine i stvaranja kompjuterizovane trgovačke mreže NASDAQ. Od tada postaje jasno da je moguće formirati virtuelno centralizovano finansijsko tržište. Koncentracija ponude i tražnje sada je moguća putem kompjuterske mreže koja ima mogućnost povezivanja tržišnih učesnika na velikoj udaljenosti i praktično trenutno izvršavanja njihovih naloga bez fizičkog okupljanja na ograničenom fizičkom prostoru. Uz to, kompjuterska tehnologija je omogućila znatno jednostavnije, jeftinije i brže sprovođenje prikupljanja i obrade finansijskih podataka, sprovođenje finansijskih analiza i donošenje investicionih zaključaka.

Drugi bitan momenat u razvoju tehnologije je jednostavniji i jeftiniji pristup satelitskim komunikacijama. Na ovaj način je prenos informacija na daljinu praktično postao trenutno, pa su cene i druge bitne informacije o trgovanju postale trenutno dostupne učesnicima širom sveta.

Treći tehnološki proboj je, naravno, razvoj Interneta. Globalna kompjuterska mreža pruža izvanredne uslove za jednostavno i brzo pružanje svih bitnih informacija neophodnih za smanjivanje informativne asimetrije na globalnom finansijskom tržištu. Danas je, putem interneta, sasvim jednostavno dobiti sve bitne informacije o hartiji od vrednosti kojima se trguje bilo gde u svetu. Uz to, internet pruža i mogućnosti direktne kupovine nekih finansijskih instrumenata kao i jednostavno i jeftino izdavanje trgovačkih naloga posredstvom tzv. *on line* brokera.

5.1.3. Finansijske institucije

Rast značaja finansijskih institucija imao je veliki značaj za proces globalizacije. U poslednje dve decenije dvadesetog veka, među investitorima, težište je počelo da se pomera sa individualnih na institucionalne investitore: investicione fondove, penzione fondove, banke, osiguravajuće kompanije. Ovo je imalo dve bitne posledice po globalizaciju finansijskih tržišta.

Prvo. Institucionalni investitori su postajali sve veći i sposobniji da privlače slobodna sredstva suficitarnog sektora. Na osnovu toga oni su se relativno brzo našli u situaciji da raspolažu velikim finansijskim sredstvima i, sledstveno, da imaju potrebu da kupuju i prodaju velike količine finansijskih instrumenata. Ovakvim velikim institucionalnim investitorima nacionalna tržišta postajala su često suviše tesna tj. plitka za njihove transakcije. Ovo se odnosi kako na njihovu moć plasiranja tj. investiranja, tako i na njihovu potrebu prikupljanja finansijskih sredstava tj. emitovanja finansijskih instrumenata. U oba slučaja finansijske institucije su imale prirodnu potrebu da se ponašaju globalno i da koriste mogućnosti međunarodnog finansijskog tržišta u smislu diversifikacije rizika i rasta prinosa za velike finansijske portfolije pod njihovom kontrolom.

Drugo. Finansijske institucije su bile ne samo velike, već i sposobne da regrutuju vrhunske finansijskeanalitičare i portfolio menadžere sposobne da minimiziraju informativnu asimetriju na međunarodnom finansijskom tržištu. Za razliku od individualnih investitora, finansijske institucije imaju dovoljno znanja da se uhvate u koštac sa osetljivim finansijskim pitanjima: procene kantri rizika, valutnog rizika, lokalne pravne regulative, ekonomskih i političkih izazova zemalja, regiona i privrednih grana i sl.

5.1.4. Finansijski instrumenti

Kao posledica globalizacije ali i kao podstrek njenom daljem razvoju, javili su se finansijski instrumenti prilagođeni funkcionisanju na globalnom finansijskom tržištu.

Prvi takvi finansijski instrumenti su akcije i obveznice emitovane u okviru inostranog tržišta, tj. emitovane u inostranstvu po inostranim propisima i u inostranoj valuti.

Korak dalje u globalizaciji finansijskih instrumenata bile su emisije na međunarodnom tržištu, po međunarodnim standardima i u valutama koje su mogle odstupati od domaćih valuta tržišta na kojima bi bile prodavane. *Euroakcije i euroobveznice* se istovremeno emituju na većem broju nacionalnih tržišta i sve su popularnije. Emitent može da bira valutu u kojoj će biti denominirana hartija i od izabrane valute zavise i uslovi emisije. Većina emitenata se opredeljuje za USD.

Jednostavniji pristup inostranim finansijskim tržištima uslovio je pojavu tzv. *depozitnih potvrda* inostranih banaka. Emitovane od strane inostranih banaka, depozitne potvrde predstavljaju potvrde o vlasništvu nad jednom ili više akcija korporacije. Jednom emitovane depozitne potvrde mogu biti predmet regularne sekundarne trgovine. Posredstvom njih, zainteresovane kompanije jednostavnije mogu da prikupe kapital na inostranim finansijskim tržištima. Srećemo *Američke depozitne potvrde, Međunarodne depozitne potvrde /Globalne depozitne potvrde/ i Evropske depozitne potvrde.*

Potreba izlaganja prosečnom kretanju cena na inostranom tržištu podstaklo je kreiranje tzv. pratioca kao što su *ETF hartije* i *WEBS*. Ove hartije od vrednosti se ponašaju kao akcije ali predstavljaju, zapravo, učešće u berzanskom indeksu i u potpunosti prate njegovo kretanje.

5.1.5. Valute i devizni kursevi

Poseban doprinos kreiranju nadnacionalnih tržišta, kao sastavnog dela procesa globalizacije, dala je stabilizacija u kretanju valutnih kurseva evropskih zemalja i, u narednom koraku, kreiranje Eura kao nadnacionalne evropske valute. Zemlje Evropske unije koje koriste Euro kao svoju valutu otklonile su valutne rizike u finansijskim transakcijama između sebe. Prelazak na jedinstvenu valutu ubrzava proces integracije i centralizacije finansijskih tržišta u Evropskoj uniji i pojednostavljuje poslovanje i emitenata i investitora i finansijskih posrednika. Jača konkurencija treba da obezbedi i veću efikasnost transakcija ali i efikasniju alokaciju novca i kapitala na jedinstvenom finansijskom tržištu EU.

Centralizacija evropskog tržišta, u krajnjoj liniji, doprineće i njegovoj investicionoj atraktivnosti u celini, a time, povratno, i jačanju jedinstvene valute.

VI TEZA

6. FUNKCIJA FINANSIJSKIH INSTITUCIJA

Finansijske institucije u finansijskom sistemu obavljaju dve grupe poslova.

Prva grupa poslova se odnosi na posredništvo u procesu indirektnog, tj. posrednog finansiranja. Ovde finansijske institucije emitujući, tj. prodajući svoje finansijske instrumente suficitarnom sektoru, prikupljaju novac i kapital koji ulažu u finansijske instrumente deficitarnog sektora. Možemo i ovako reći: oni su finansijski posrednici jer prikupljaju finansijska sredstva emitujući finansijsku pasivu nakon čega tako prikupljena sredstva ulažu u finansijsku aktivu. Ovu grupu poslova obavljaju poslovne banke, štedionice, finansijske kompanije, investicioni fondovi, osiguravajući zavodi i penzijski fondovi.

Druga grupa poslova odnosi se na usluge u procesu direktnog, tj. neposrednog finansiranja. Ovde finansijske institucije ne emituju svoje finansijske instrumente radi prikupljanja finansijskih sredstava i njihovog daljeg ulaganja u finansijske instrumente deficitarnog sektora. Ovde finansijske institucije pružaju finansijske usluge i obezbeđuju uslove za obavljanje direktnog prometa finansijskih instrumenata između suficitarnog i deficitarnog sektora. Ove finansijske institucije: 1. administrativno vode i uređuju tržišta, 2. obavljaju poslove članova na tržištu, 3. vrše market mejing funkciju, 4. analiziraju, 5. savetuju, 6. izvršavaju naloge klijenata, 7. čuvaju hartije od vrednosti itd. Ovu grupu poslova obavljaju brokerske i dilerske kuće, investicione banke, investicioni savetnici i organizovana tržišta /berze i vanberzanska tržišta/.

U procesu obavljanja finansijskih transakcija ugovorene strane, po pravilu, imaju različite raspoložive informacije. Kupac finansijskog instrumenta, najčešće, zna manje o prodavcu finansijskog instrumenta, njegovom biznisu, postojećim i potencijalno mogućim namerama, nego prodavac. Ova nejednakost u poznavanju informacija, koje mogu uticati na realizaciju i kvalitet finansijske transakcije, naziva se *informativna asimetrija*. Informativna asimetrija u finansijskim transakcijama može stvoriti dve vrste problema: *negativnu selekciju* i *zloupotrebu*.

6.1. Smanjenje rizika negativne selekcije

Rizik negativne selekcije nastaje pre same finansijske transakcije. To je rizik izbora pogrešnog subjekta deficitarnog sektora tj. rizik povezivanja suficitarnog sektora sa deficitarnim sektorom koji nije u stanju da ispuni obaveze iz finansijske transakcije.

U deficitarnom sektoru preovladavaju oni čije poslovne ideje, realno, imaju manje šansi na uspeh. S druge strane, suficitarni sektor u želji da zaštiti svoj novac i kapital mora u velikom broju kreditnih i investicionih zahteva da pronađe one sa niskim rizikom i visokim izgledima na uspeh.

U situaciji kada suficitarni sektor odmah odluči da svoju štednju ostavi neuloženom, finansijske transakcije se ne odvijaju i sistem se zaustavlja. Ako, međutim, suficitarni sektor uloži svoju štednju ali napravi loš izbor, u sledećem koraku, zbog kreiranog nepoverenja, finansijske transakcije prestaju.

Finansijske institucije, u ulozi finansijskih posrednika /banke, štedionice, osiguravajuća društva, investicioni fondovi i sl./, omogućuju da suficitarni sektor uloži svoju štednju u deficitarni sektor tako što će ulažući u finansijske instrumente posrednika, tako prikupljena sredstva posrednici uložiti u finansijske instrumente deficitarnog sektora. Finansijski posrednici, kao osposobljeni i motivisani profesionalci, vodiće računa o tome u koga, kad i kako investirati. Time se prevazilazi problem rizika negativne selekcije.

Finansijske institucije koje pružaju usluge na finansijskim tržištima u procesu direktnog finansiranja /brokerske i dilerske kuće, investicione banke, investicioni savetnici i organizovana tržišta tj. berze i vanberzanska tržišta/, uz pomoć državnih regulatornih tela, omogućuju da se bitne poslovne informacije koje mogu uticati na cenu i rizik finansijskih instrumenata nalaze ravnopravno, standardizovano, masovno i besplatno na raspolaganju zainteresovanim investitorima.

U dobro organizovanom finansijskom sistemu, uz pomoć finansijskih institucija, rizik negativne selekcije je znatno smanjen, ali u određenoj meri za velike uloge, uloge u neke finansijske posrednike i učesnike u direktnom finansiranju u određenoj meri je i dalje prisutan.

6.2. Opadanje rizika zloupotrebe

Rizik zloupotrebe nastaje posle same finansijske transakcije. To je rizik da će izdavalac tj. emitent finansijskog instrumenta preduzimati aktivnosti u suprotnosti sa interesima investitora, kupca finansijskog instrumenta, pošto je finansijska transakcija obavljena, a pre punog izmirivanja obaveza po osnovu nje. Ova široka definicija aktivnosti u koju ne bi trebalo da se upuštaju subjekti deficitarnog sektora, zapravo se svodi na aktivnosti koje ugrožavaju sposobnost plaćanja emitenta tokom roka dospeća emitovanog finansijskog instrumenta.

Nakon obavljene transakcije ulagač, po pravilu, ne poseduje dovoljno sposobnosti i realnih mogućnosti za nadgledanje realizacije investicije i kontrolu da li je izdavalac finansijskog instrumenta prikupljeni novac zaista iskoristio na dogovorenu namenu i na predviđeni način.

S obzirom da je posao nadgledanja i kontrole deficitarnog sektora potencijalno komplikovan, dugotrajan, skup, i, u uslovima neregulisanog finansijskog sistema, nekad i nemoguć, pripadnici suficitarnog sektora mogu lako da donesu pogrešan zaključak u pokušaju kontrole, ili, ako su rizika zloupotrebe svesni, da procene da im je, zbog nepoverenja, jednostavnije da uopšte ne ulažu svoju štednju.

Finansijske institucije kao finansijski posrednici su osposobljene da među podnosiocima zahteva za kreditiranje ili ulaganje izaberu one čije poslovne ideje imaju najveće izgleda na uspeh. Finansijski posrednici su osposobljeni, specijalizovani i visoko motivisani za nadgledanje izvođenja investicije od strane deficitarnog sektora. Ovim, pak, finansijski posrednici smanjuju realne gubitke uslovljene rizikom zloupotrebe.

Institucije koje obavljaju pružanje usluga na finansijskom tržištu /brokerske i dilerske kuće, investicione banke, investicioni savetnici i organizovana tržišta tj. berze i vanberzanska tržišta/ prevashodno su zainteresovane za visoki nivo kvaliteta usluge koje pružaju. Nadgledanje deficitarnog sektora nakon obavljenih finansijskih transakcija nalazi se, u osnovi, van spektra njihovih usluga i može se samo delimično pripisati organizovanim tržištima i investicionim bankama.

6.3. Minimiziranje transakcionih troškova

Transakcioni troškovi, tj. troškovi koji se javljaju u procesu realizacije finansijske transakcije bitno mogu uticati na funkcionisanje finansijskog tržišta. Visoki transakcioni troškovi mogu učiniti da ukupni očekivani prihodi od investicije, umanjeni za transakcione troškove daju nestimulativnu stopu prinosa da bi se transakcija obavila. S druge strane, ako transakcione troškove želimo da prebacimo na deficitarni sektor i srazmerno uvećamo cenu kapitala, ona može preći nivo isplativosti i učiniti da deficitarni sektor odustane od realizacije posla pod takvim uslovima pribavljanja novca i kapitala.

Dakle, u direktnim relacijama male štetiše i mali primaoci finansijskih sredstava gotovo da nemaju realnu šansu da naprave finansijsku transakciju.

Finansijski posrednici, međutim, mogu bitno da poprave situaciju. Njihova pomoć se ogleda u mogućnosti da kroz tzv. *ekonomiju obima*, znatno umanje jedinične transakcione troškove. Drugim rečima, zbog toga što su specijalizovani u obavljanju finansijskih transakcija, fiksni troškovi tog posla se mogu podeliti na veliki broj transakcija smanjujući iznos tih troškova po svakoj pojedinačnoj transakciji.

Zbog toga što finansijski posrednici imaju sposobnost da bitno smanje transakcione troškove, veliki broj malih i velikih subjekata suficitarnog sektora, i veliki broj malih i velikih subjekata deficitarnog sektora, bez direktnog kontakta, posredno, mogu da obave željenu finansijsku transakciju, tj. da plasiraju i prime odgovarajuća finansijska sredstva.

VII TEZA

7. DEPOZITNE INSTITUCIJE NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

7.1. Investiciono, univerzalno i komercijalno bankarstvo

Uloga banaka na finansijskom tržištu zavisi od osnovne konfiguracije finansijskog sistema. U tržišno orijentisanim finansijskim sistemima postojala je manje ili više stroga podela između komercijalnog i investicionog bankarstva. Tipični primeri te vrste bili su do skoro SAD i Japan. Bankarstvo je bilo razdvojeno na komercijalno i investiciono.

U većini evropskih zemalja, komercijalne banke se mogu baviti i investicionim poslovima. Ovaj model bankarstva je poznat pod oznakom univerzalno bankarstvo. Ovaj tip banaka obavlja i depozitno kreditne i poslove sa hartijama od vrednosti.

7.2. Komercijalno bankarstvo i finansijsko tržište

Pojam *depozitne institucije*, obuhvata raznorodan skup institucija i organizacija u koje spadaju komercijalne banke, štedionice, štedne i kreditne asocijacije i različita štedna i kreditna udruženja. Zajedničko svojstvo ovih institucija je prikupljanje depozita od ostalih učesnika privrednih procesa.

Poslovne ili komercijalne banke su najveća i najznačajnija grupa depozitnih finansijskih institucija. Njihova osnovna funkcija je prikupljanje depozita i kreiranje ponude kredita. To je osnovna posrednička institucija sistema indirektnog finansiranja.

Da bi se neka institucija mogla smatrati bankom neophodno je da ispunjava odgovarajuće kriterijume kao i da obavlja poslove koje samo ona može obavljati.

To su, u osnovi, sledeći poslovi:

1. prikupljanje depozita i pribavljanje drugih sredstava,
2. odobravanje kredita,
3. obavljanje platnog prometa.

Osnovna delatnost komercijalne banke je kreditiranje. Današnje komercijalne banke nude, osim kredita, seriju drugih proizvoda odnosno usluga. Veliki deo tih poslova je povezan sa finansijskim tržištem.

7.3. Investiciona politika „čistog“ komercijalnog bankarstva

Investiciona politika čistih komercijalnih banaka determinisana je regulativom i prirodom bankarskog poslovanja.

Prvi faktor koji utiče na investicionu politiku komercijalnih banaka su *ograničenja koja potiču iz prirode ove delatnosti*.

Poslovanje komercijalnih banaka, posebno sa hartijama od vrednosti, je predmet *državnih propisa*.

Treća determinanta politike komercijalnih banaka je njihova *ograničena sposobnost da trpe gubitke*.

Poreska pozicija komercijalne banke predstavlja četvrtu bitnu stavku koja ima uticaja na investicionu politiku.

7.4. Univerzalna banka i tržište kapitala

Na primarnom tržištu univerzalne banke se pojavljuju u klasičnoj ulozi investicionih banaka. One su faktički kreatori primarnog tržišta. U postupku emisije akcija i obveznica, banke imaju tri osnovne funkcije:

1. *Savetodavnu funkciju* - banke vrše permanentno praćenje i analiziranje kretanja na tržištu i na osnovu tih podataka nude svoje savetodavne usluge kompanijama u pogledu iznosa vrednosnih papira i uslova pod kojima se ti papiri nude investitorima na tržištu.
2. *Pokroviteljstvo emisije* – banke mogu da vrše jemstvo plasmana određene vrednosti papira emitovanih od strane kompanija. U slučaju neuspeha plasmana u potpunosti, banka je u obavezi da otkupi preostali deo emitovanih hartija od vrednosti ili da emitentsku kompaniju pokrije svojim kreditom do momenta prodaje preostalog dela vrednosnih papira.
3. *Distribucija /prodaja/* - univerzalne banke vrše distribuciju novoemitovanih vrednosnih papira na tržištu kapitala u korist investitora, što se takođe može vršiti i preko mreže brokersko-dilerskih firmi.

Na *sekundarnom tržištu* banke kao klasični finansijski posrednici obavljaju i dilerske i brokerske funkcije. *Brokerska funkcija* banaka je u osnovi tehničko sprovođenje naloga komitenta u vezi sa kupovinom i prodajom određene vrste hartija od vrednosti. Banke nastoje da drže određen iznos najkvalitetnijih papira u svojim afilijacijama s ciljem neposrednog obavljanja kupovnih i prodajnih transakcija neposredno na šalterima. Ove funkcije bankama donose klasičnu brokersku proviziju za izvršene usluge komitentima. Banke *dilersku funkciju* obavljaju na tržištu kapitala za sopstveni račun. U ovom slučaju banke se mogu pojaviti u ulozi market mejkera, što znači da imaju dvostruke kotacije u svakom momentu /fiksiraju prodajne i kupovne cene za određene papire i mogu da vrše promene tih cena/. Banka ostvaruje prinos na osnovu marže između prodajne i kupovne cene vrednosnih papira, koja pruža mogućnost zarade, ali i gubitka zbog promene cena vrednosnih papira koju dileri drže na zalihama.

7.5. Brokerska delatnost banaka

Postoje tri osnovna oblika organizovanja brokerske delatnosti unutar banke:

1. filijala sa statusom pravnog lica, čiji bi osnivač, odnosno akcionar bila banka,
2. filijala bez statusa pravnog lica,
3. poseban sektor u organizaciji banke.

Filijala sa statusom pravnog lica ne ugrožava likvidnost banke u uslovima kada kupac ili prodavac nisu u istoj banci. Likvidnost filijale kao pravnog subjekta isključivo je zasnovana na likvidnosti poslovnog računa te filijale koji ne korespondira sa žiro-računom banke.

Ukoliko se banke opredele za jedan od preostala dva oblika organizovanja trgovine hartijama od vrednosti, to bi značilo da je poslovni račun filijala bez statusa pravnog lica ili posebnog sektora u organizaciji banke, sastavni je deo žiro-računa banke. Ovakav oblik organizovanja ne bi ugrozio likvidnost banke u slučaju da su kupci i prodavci hartija od vrednosti komitenti iste banke. Ukoliko su kupci i prodavci hartija od vrednosti komitenti različitih banaka, tada dolazi do odliva sredstava, čime se, u uslovima većeg obima transakcija, ugrožava likvidnost banke. Važno je napomenuti da se kod druge i treće varijante organizacije mora voditi posebno knjigovodstvo, da bi se mogao pratiti rentabilitet ovih poslova.

7.6. Investicioni portfolio univerzalne banke

Postoje značajne institucionalne razlike strukture investicionih portfolia banaka u različitim zemljama. U SAD, na primer, još uvek postoje striktna ograničenja u emitovanju i posedovanju hartija od vrednosti od strane komercijalnih banaka. Komercijalne banke u SAD mogu da drže uglavnom državne i municipalne obveznice a u manjoj meri obveznice kompanija, i nemaju pravo da vrše primarnu emisiju obveznica i akcija kompanija. Međutim, u zemljama u kojima se primenjuje sistem *univerzalnog bankarstva* ne postoje institucionalne zabrane da banke učestvuju u primarnoj emisiji akcija i obveznica kompanija i u svojim portfeljima mogu praktično da koriste sve instrumente finansijskog tržišta.

Savremene banke imaju koncept kompleksnog portfolia hartija od vrednosti. Pod pojmom kompleksnog portfolia podrazumeva se visokodiversifikovani portfolio koji sadrži kako akcije tako i obveznice države i kompanija.

Banke se opredeljuju između dve politike kompleksnog portfolia:

1. *Pasivna politika kompleksnog portfolia* koja jeste u osnovi strategija kupi i drži odnosno koncept zadržavanja primarno formirane portfolio strukture. Obveznice u aktivima banke drže se do roka dospeća. Portfolio u ovom slučaju ne ostvaruje dobit od tekućih transakcija na finansijskom tržištu. Osnovni cilj je ostvarenje željenog prinosa za prihvaćeni nivo rizika. Bitna osobina ove strategije je visok stepen diversifikacije portfolia čime se smanjuje tržišni rizik. Ova strategija implicira niske transakcione troškove.

2. *Aktivna politika investicionog portfolia* zahteva permanentne kupovine/prodaje hartija od vrednosti radi ostvarenja profita. Ova strategija polazi od pretpostavke da uvek postoje potcenjene i precenjene obveznice i akcije. Bitno je da se takve hartije od vrednosti i otkriju. Aktivna strategija računa na angažovanje investicionih analitičara koji proučavaju kretanja na finansijskom tržištu kao i na visok promet na finansijskom tržištu. Ova strategija ima za posledicu visoke transakcione troškove i česte revizije portfolio strukture.

7.7. Banke i investicioni fondovi

Ekspanzija investicionih fondova, koja počinje 70-ih godina XX veka je ugrozila dominantnu poziciju komercijalnih banaka u raspodeli ukupne finansijske aktive.

Banke su se na ovu promenu prilagođavale formiranjem sopstvenih otvorenih investicionih fondova. U ovoj delatnosti su investicione kompanije izgleda bile uspešnije od komercijalnih banaka što je izazvalo smanjenje njihove profitabilnosti. To je izazvalo promenu poslovne politike banaka u pravcu saradnje sa investicionim fondovima.

Tokom poslednjih deset godina, komercijalne banke su svoje tradicionalne depozite i kreditne usluge snažnije povezale sa tzv. investicionim proizvodima. Komercijalne i univerzalne banke su u svoju ponudu uključile instrumente različitih investicionih fondova. Banke su u ovom periodu počele da posreduju investicionim fondovima u funkciji brokersko-dilerskog operatera, finansijskog analitičara i osiguravajućeg agenta. Ova se pojava posebno intenzivno razvijala u prvoj polovini 90-ih godina.

Banke danas kreiraju i upravljaju investicionim fondovima, garantuju emisije, javljaju se kao finansijski savetnici, čuvaju portfolio hartija od vrednosti i obavljaju mnoge druge poslove za potrebe investicionih fondova.

7.8. Sekjuritizacija kredita banaka

Sekjuritizacija u opštem značenju se može tumačiti kao proces relativnog potiskivanja bankarskih kredita u korist poslova sa hartijama od vrednosti. Sekjuritizacija kredita je proces transformacije kredita u utržive obveznice. Sekjuritizacija kredita se izvodi transformacijom kredita u obveznice emitovane na bazi tih kredita.

Sekjuritizacija je nastala u Americi gde se prvi put pojavljuje u poslovima sa hipotekarnim kreditima za stanove. Na osnovu pulova ovih hipotekarnih kredita kreirane su obveznice koje su imale garanciju državnih agencija.

Sekjuritizacijom kredita banke nastoje da se jače povežu sa otvorenim finansijskim tržištem i obezbede veću likvidnost svojih aktiva. Sekjuritizacija jeste i odgovor na nedostatak tradicionalnog koncepta bankarskog kredita koji jeste nelikvidan oblik finansijske aktive banaka. Da bi se oslobodile nelikvidnih plasmana banke transformišu pulove ove imovine u obveznice.

Sekjuritizacija dovodi do povećanja emisije kratkoročnih obveznica, obveznica sa promenljivom kamatnom stopom ili onih sa stalnim prinosom naspram direktnog uzimanja i odobravanja bankarskih kredita. Proces sekjuritizacije doneo je bankama više slobode u strukturiranju aktive, što je dovelo do njihovog većeg angažovanja na tržištu hartija od vrednosti, kao i brisanju granica između komercijalnog bankarstva i investicionog bankarstva.

7.9. Štedionice, štedno kreditna udruženja i unije

Najčešća i najstarija forma iz ove grupe institucija su *štedne i kreditne asocijacije*. One pribavljaju sredstva preko štednih i oročenih depozita koja se potom koriste za odobravanje hipotekarnih kredita. Štedne i kreditne asocijacije su svoj zenit doživele 60-ih i 70-ih godina. Osnovni razlog njihovog osnivanja nalazi se u obezbeđivanju sredstava za kupovinu nekretnina na principu hipotekarnog kreditiranja. Tokom 80-ih godina njihov status se, u većini zemalja, gotovo izjednačava sa statusom komercijalnih banaka. Kriza štedionica u SAD je izazvala njihovu masovnu nesolventnost. Osnovni uzrok krize bila je neusklađenost strukture izvora sa strukturom plasmana. Izvori sredstava su uglavnom bili kratkoročni, a plasmani dugoročni. /Plasmani štednih i kreditnih asocijacija su uglavnom nekretnine, hipotekarne i državne hartije od vrednosti/.

Štedionice funkcionišu na principima zajedničkih kooperativa, gde su deponenti ujedno i vlasnici ovih institucija. Iako se često poistovećuju sa asocijacijama, one su za razliku od njih starije i veće i raspolažu sa većim kapitalom a njihov broj je manji u odnosu na kreditne asocijacije. Osnovni izvor sredstava štedionica su depoziti. Štedionice najčešće plasiraju sredstva u nekretnine sa hipotekom i hartije od vrednosti na osnovu hipoteke.

Kreditne unije su kooperativne institucije koje svojim članovima daju novac na zajam. Kreditne unije spadaju u red najmlađih depozitnih institucija. One su zapravo oblik dobrovoljnih udruženja zainteresovanih subjekata. Iz sredstava koja se pribavljaju od članova vrši se odobravanje kredita. U poslednje vreme se širi krug usluga na usluge iz domena kreditnih kartica i kreditiranja na osnovu njih. Osnovni prinos se isplaćuje u obliku dividendi, a ne kamata, iako je finansiranje više zasnovano na principima duga a ne vlasničkih ulaganja. One postupno postaju „štedne kompanije“, koje primaju novac od deponenata ili vlasnika i tako dobijen novac ulažu.

VIII TEZA

8. INSTITUCIONALNI INVESTITORI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

8.1. Razgraničenje individualnih i institucionalnih investitora

Čin štednje logički prethodi činu investiranja. Štednja i investiranje potiču od individualnih i institucionalnih investitora, od strane države ili od strane preduzeća.

Pojam investiranja na finansijskim tržištima se, sve do pojave institucionalnih investitora, prevashodno odnosio na individualne investitore.

Činjenica da populacija individualnih investitora akumulira velike iznose štednje ne znači nužno da će svaki pojedinac tu uštedevinu i investirati. Teško je odrediti gde će bilo koji od investitora uložiti svoja sredstva. Dok jedni investiraju samo indirektno u penzione fondove, ulažu novac u nekretnine ili plemenite metale, drugi će pak investirati u dugoročne finansijske instrumente, /prevashodno akcije/, u uzajamne fondove, ili će možda špekulisati kupujući po nižim a prodajući po višim cenama. Individualni investitori, dakle, ulažu na razne načine. To, naravno, zavisi od njihovog odnosa prema prinosu i riziku.

Za razliku od individualnih investitora, institucionalni investitori su mnogo značajniji kao direktni kupci hartija od vrednosti. Institucionalni investitori raspolažu ogromnim sumama novca. Akumulirana sredstva oni investiraju u hartije od vrednosti.

8.2. Vrste i osnovna obeležja institucionalnih investitora

Institucionalni investitori su finansijske institucije koje u svom poslovanju integrišu obeležja svih ostalih finansijskih posrednika. Danas, dominantna uloga institucionalnih investitora ogleda se u procesu investiranja. Institucionalni investitori doprinose povećanju efikasnosti tržišta. Poseban značaj imaju inostrani institucionalni investitori koji su nosioci velikih globalnih ulaganja, a koji obimom svog poslovanja odlučujuće utiču na obrasce kreiranja i trgovine finansijskim instrumentima.

Glavna svojstva institucionalnih investitora su sledeća:

1. oni nisu, kao komercijalne banke, predmet monetarnog regulisanja iz razloga što oni ne mogu kreirati monetarnu multiplikaciju niti uticati na količinu novca u opticaju,
2. institucionalni investitori ne obezbeđuju funkciju plaćanja,
3. verovatno najvažnije svojstvo ove grupe investitora jeste njihova fiducijarna uloga što znači da svoje poslove zasnivaju na poverenju. Posledica fiducijarnosti jeste način na koji oni preuzimaju rizik.

Uže posmatrano u institucionalne investitore spadaju: osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi i investicioni fondovi.

8.3. Osnovne vrste osiguravajućih kompanija i njihovo ponašanje na tržištu

Osiguravajuće kompanije predstavljaju institucije koje se za unapred utvrđenu sumu obavezuju da pružaju usluge osiguranja i vrše isplatu naknada u slučaju realizacije štetnih događaja odnosno osiguranog slučaja. Tako ove institucije preuzimaju na sebe rizik, tj. omogućavaju transfer rizika sa pojedinačnih subjekata.

Sa stanovišta njihovog ponašanja na finansijskom tržištu bitno je razlikovati dve osnovne vrste osiguravajućih kompanija:

1. za osiguranje života,
2. za osiguranje imovine.

8.3.1. Principi investiranja kompanija životnog osiguranja

Kod kompanija životnog osiguranja dominantni su stabilni dugoročni izvori sredstava, pa razumljivo je da će ove osiguravajuće kompanije najviše investirati u dugoročne obveznice, bilo državne bilo korporativne. Na taj način realizuje se podudarnost aktive i pasive, uz stabilnost prihoda.

Investiranje treba da, pored prinosa, obezbedi i solventnost odnosno zaštitu osiguranika. Ciljevi investiranja osiguravajućih kompanija odražavaju strukturu izvora njihovih sredstava. Osnovni principi kod investiranja koji omogućavaju dostizanje oba cilja su sledeći:

1. *Stabilnost dohotka* . Ako u standardnoj polisi životnog osiguranja može da stoji da će kamatna stopa na rezerve biti zagarantovana, pri čemu ova garancija važi sve do isteka roka dospeća polise, investicije osiguravajuće kompanije moraju obezbediti stabilan dohodak koji je jednak ili veći od te stope.
2. *Likvidnost*. Primarna likvidnost osiguravajuće kompanije se postiže regularno upotrebom prihoda od premije.
3. *Vremenska usklađenost obaveza i ulaganja*. Funkcija investiranja u osiguravajućim kompanijama je po svojoj prirodi dugoročna zbog karaktera rezervi i obaveze ovih kompanija.
4. *Regulacija investicionih ciljeva*. Osiguravajuće kompanije moraju da ispune preuzete obaveze u svakom momentu bez obzira na vreme nastanka osiguranog slučaja. Zbog toga su osiguravajuće kompanije ograničene u investicionim aktivnostima propisima koji su kreirani da bi se obezbedila puna solventnost odnosno zaštitili vlasnici polisa.
5. *Preuzimanje rizika i izlaganje riziku ulaganja*. Iako u ulaganjima osiguravajućih kompanija dominira investiranje u obveznice, to nužno i ne znači da je rizik investiranja eliminisan. Osiguravajuća kompanija se suočava sa rizikom inflacije i rizikom kamatne stope, koje se menjaju.
6. *Oporezivanje i investiranje*. Uzajamne osiguravajuće kompanije u većini zemalja uživaju delimično oslobođanje od poreza na dohodak kako bi se izbeglo dvostruko oporezivanje investicionog dohotka vlasnika polisa. U slučaju da je osiguravajuća kompanija profitno orijentisano akcionarsko društvo, celokupni prinos stečen od investicija, izuzev obaveznih rezervi i garantovane dividende koje se isplaćuju akcionarima se oporezuje što će reći da ove osiguravajuće kompanije ne spadaju u kategorije izuzete od poreza.

8.3.2. *Portfolio kompanija životnog osiguranja*

Struktura portfolia osiguravajućih kompanija prvenstveno zavisi od delatnosti kojima se osiguravajuća kompanija bavi i od njene veličine. Pri plasmanu svojih sredstava osiguravajuća kompanija nije zainteresovna za rizik i prinos jednog, izolovanog finansijskog instrumenta, već za performanse portfolia različitih finansijskih instrumenata.

Izvori sredstava kod *životnog osiguranja*, koja se po svom karakteru smatraju dugoročno raspoloživim sredstvima, plasiraju se prvenstveno u dugoročne obveznice. Stabilni izvori sredstava osiguravajućih kompanija životnog osiguranja nameću i investiranje u nekretnine. Drugo mesto po procentualnoj zastupljenosti u portfoliu, iza državnih obveznica, zauzimaju korporativne obveznice. Pri kupovini korporativnih obveznica posebna pažnja se posvećuje njihovom rejtingu.

Postoje velike razlike između pojedinih zemalja kada je reč o investiranju u nekretnine i hipotekarne zajmove, koji u većini zemalja zauzimaju značajno mesto u portfoliu osiguravajućih kompanija. I ovde se registruje veće investiranje kompanija životnih osiguranja u odnosu na osiguranje imovine.

U konstrukciji portfolia koriste se raznorodni strateški pristupi koji se mogu klasifikovati u dve velike grupe: *pasivne i aktivne investicione strategije*.

Pasivna strategija jeste ulaganje prema unapred poznatim pravilima i na osnovu podataka iz prošlosti. *Aktivna strategija* se prepoznaje po postojanju predviđanja i delovanja koje je zasnovano na tim prognozama.

Svaki portfolio svake osiguravajuće kompanije je rizičan zbog čega osiguravajuće kompanije koriste metode upravljanja portfoliom kojima smanjuju rizike. Prvi od tih tipičnih metoda poznat je pod oznakom *imunizacija portfolia* a drugi, *trajanje /duration/ portfolia*.

Imunizacija jeste, dakle, zaštita portfolia dugoročnih obveznica od delovanja rizika reinvestiranja. Imunizacija, dakle, omogućava minimiziranje rizika reinvestiranja odnosno kompenziranje kapitalnih gubitaka, nastalih usled rasta kamatnih stopa, rastom prinosa od reinvestiranja. Ovaj cilj se postiže ulaganjem u obveznice čije trajanje odgovara rokovima dospeća obaveza investitora.

Imunizacija portfolia zasnovana na *konceptu trajanja* ostvaruje se, dakle, konstruisanjem portfolia obveznica čije prosečno trajanje odgovara prosečnom roku dospeća obaveza.

Druga alternativa jeste kombinovanje portfolia obveznica i kamatnih fjučersa. U ovom slučaju se prinos od obveznica koristi za reinvestiranje ali ne u nove obveznice nego u kamatne fjučerse sa rokom dospeća koji odgovara roku dospeća obaveza.

8.3.3. Kompanije za osiguranje imovine kao institucionalni investitor

Izvor sredstava za investiranje kod kompanija za osiguranje imovine su unapred plaćene premije kao i sredstva koja obezbeđuju sami vlasnici. Investiciona politika je determinisana prirodom posla kao i izvorom sredstava. Uopšteno: najveći deo sredstava investira se u obične akcije. Slede preferencijalne akcije i visokokvalitetne obveznice. Kompanije iz ove grupe mogu preuzimati veće rizike nego što su to mogle kompanije za životno osiguranje, jer one investiraju svoj novac a ne novac vlasnika polisa životnog osiguranja. Likvidnost hartija je vrlo bitna za kompanije iz ove vrste osiguranja. Jedan od mogućih rizika sa kojima se suočavaju ove kompanije jeste i rizik inflacije. Jedan od najboljih načina zaštite od ovog rizika je investiranje u obične akcije. Zakoni i posebna pravila koja regulišu investiranje kompanija za osiguranje imovine zahtevaju minimum ulaganja u visokokvalitetne obveznice. Preostali deo, dakle glavnina sredstava, mogu biti investirana prema slobodnom izboru ovih kompanija.

Investiciona politika ovih kompanija je po pravilu agresivna. Menadžment portfolia ima gotovo potpunu slobodu izbora investiranja. Najveći deo sredstava se ulaže u visokokvalitetne obične i preferencijalne akcije. Obveznice služe kao rezerva likvidnosti i mogu se tretirati kao defanzivna komponenta njihove investicione strategije. Najvećim delom portfolia ovih kompanija upravlja njihovo osoblje.

8.4. Penzioni fondovi kao institucionalni investitori

8.4.1. Osnovni koncept i tipologija

Penzioni fondovi se razlikuju od ostalih klasičnih finansijskih investitora jer pružaju mogućnost indirektnog posedovanja finansijskih instrumenata od strane krajnjih investitora, odnosno osiguranka.

Zemlje sa razvijenim finansijskim tržištem imaju, po pravilu, dve vrste fondova: *javni* koga organizuje država i *komplementarni* penzioni fond koga organizuju poslodavci, sindikati osiguravajuće kompanije.

Osnivači penzionih fondova mogu biti firme, država, lokalni organi vlasti, unije i sindikati.

Penzioni fondovi se, nadalje, mogu klasifikovati po različitim kriterijumima. Za njihovo ponašanje na finansijskim tržištima bitna je podela *po načinu isplate anuiteta* investitorima: *fondovi sa utvrđenim doprinosom* i *fondovi sa utvrđenom isplatom*.

Fond sa utvrđenim doprinosom jeste fond kod kog osnivač ili sponzor preuzima ne obavezu garantovanja ukupnog iznosa penzije osiguranika. Svaki korisnik ima svoj račun na koji poslodavac uplaćuje određene iznose. Investicioni rizik i rizik inflacije snosi sam osiguranik.

Fond sa utvrđenom isplatom je zasnovan na principu obaveze sponzora fonda da isplati određeni iznos kada investitor odlazi u penziju. Korisnik fonda u ovom slučaju ne snosi rizik investicija fonda ali snosi rizik napuštanja firme ili bankrotstva firme koje sa sobom povlači i bankrotstvo fonda.

Hibridni penzioni fondovi, koji predstavljaju relativno noviju pojavu, su na neki način kombinacija prethodne dve vrste planova. Od planova doprinosa su preuzeli da učesnici nose investicioni rizik, što znači da se ne garantuje fiksni iznos penzija u budućnosti. Sam iznos penzija prvenstveno zavisi od poslovanja fonda.

Pored ovih osnovnih tipova penzionih planova, u SAD je omogućeno da svaki pojedinac može da kreira svoj sopstveni plan uplata u korist penzionog fonda. To se naziva *individualni penzioni račun*.

8.4.2. Upravljanje portfoliom penzionog fonda

Upravljanje fondom, po pravilu, organizuju banke, osiguravajuće organizacije ili investicione kompanije, a to mogu biti i korisnici.

Penzioni fondovi nisu, dakle, izloženi riziku likvidnosti, jer mogu predvideti i prilive i odlive sredstava. Ova vrsta investitora je, zbog toga, zainteresovana za takvu strukturu portfolia koja će im omogućiti maksimizaciju prinosa uz prihvatljiv nivo rizika. Ovim svojstvima se objašnjava i njihovo investiciono ponašanje. Oni ulažu mnogo više u dugoročne hartije od vrednosti sa visokim prinosom, posebno u *akcije*.

Izloženost penzionih fondova riziku kamatne stope nije značajna, jer se mogu upariti rokovi dospeća obaveza i plasmana. Ukoliko se desi da na tržištu dođe do inverzije kamatnih stopa, tada će penzijski fondovi ulagati u kratkoročne hartije od vrednosti kako bi ostvarili veći prinos.

Rizik inflacije kod fondova koji ne garantuju isplatu takođe nije visok. Izuzetak su posebna regulatorna pravila koja, da bi se očuvala realna vrednost investiranih sredstava, penzionim fondovima u nekim zemljama nameću obavezu indeksiranja penzionog dohotka. Fondovi u tom slučaju moraju da ulažu veći deo aktive u realnu imovinu, što je u inflatornim uslovima, sigurnije ulaganje.

Ako veliki deo portfolia penzionih fondova čine dugoročne obveznice, otvara se pitanje njegovog izolovanja od delovanja kamatnog rizika odnosno promena kamatne stope. Imunizacija portfolia penzionih fondova je u načelu slična imunizaciji koju izvode osiguravajuće kompanije. Ako tržišna kamatna stopa poraste, cene obveznica će pasti i penzioni fond će zbog toga da ostvari kapitalni gubitak. Osnovni način kojim se izvodi imunizacija portfolia jeste, kao i u slučaju osiguravajućih kompanija, investiranje u obveznice čije trajanje odgovara rokovima dospeća obaveza penzionog fonda.

8.5. Investicioni fondovi kao institucionalni investitori

8.5.1. Karakteristike investicionih fondova

Investicioni fond predstavlja finansijsku instituciju koja povlači sredstva manjih individualnih investitora kojima za uzvrat emituje akcije ili, ređe potvrde o učešću u finansijskoj aktivnosti fonda. Tako ostvarene prihode investicioni fondovi investiraju, na domaćem i/ili međunarodnom finansijskom tržištu, u hartije od vrednosti stvarajući diversifikovani investicioni portfolio. Svaka akcija investicionog fonda predstavlja srazmerno učešće u portfolio hartija od vrednosti pod njegovom upravom. Upravljanje portfolio investicioni fond sprovodi u ime i u najboljem interesu njenih akcionara ali oni, ipak, podnose celinu investicionog rizika koji proistče iz poslovnih aktivnosti fonda. Drugim rečima, za razliku od nekih drugih finansijskih posrednika, investicioni fondovi rizik poslovanja direktno prenose na akcionare. Hartije od vrednosti koje investicioni fondovi kupuju za račun svog portfolia, zavise od njegovih investicionih ciljeva sa kojima su njeni akcionari upoznati i saglasni. Dakle, moglo bi se reći i da je investicioni fond finansijski posrednik nastao sa ciljem da sitne i neupućene investitore, na mala vrata, posredno uvede u „veliki svet finansija“.

Termin koji se koristi kao sinonim za investicioni fond je investiciona kompanija. Termin fond je često popularniji u svakodnevnom komuniciranju, ali je termin kompanija, po pravilu oficijelniji. Treba, međutim, razlikovati pojam upravljačke ili menadžment kompanije koja može imati jedan ili više investicionih fondova u svom sastavu. Po pravilu, upravljačke kompanije su sastavljene od više investicionih fondova koji imaju zasebne ciljeve, menadžment, investicione strategije i portfolio strukturu.

Investicione kompanije u ime investitora ulažu u čitav spektar različitih hartija od vrednosti i prisutni su na svim bitnim segmentima finansijskog tržišta.

Investicione kompanije u osnovi se dele na otvorene i zatvorene. Otvorene su uvek spremne da emituju dodatne akcije zainteresovanim investitorima i da od njih otkupljuju akcije na njihov zahtev. Zatvorene investicione kompanije posluju kao i sva druga akcionarska društva, tj. emituju, po pravilu, fiksni broj akcija i ne otkupljuju svoje akcije od investitora.

Investicione kompanije vrše neke važne posredničke funkcije za račun svojih ulagača. Glavna i najznačajnija je, svakako, funkcija smanjivanja investicionog rizika kroz diversifikaciju.

Danas investicione kompanije predstavljaju jednu od najznačajnijih finansijskih institucija na finansijskom tržištu u svetu. Vrednost aktive pojedinih menadžment kompanija /koje mogu imati jedan ili više investicionih fondova u svom sastavu/ može biti vrlo velika i veća od društvenih proizvoda mnogih zemalja.

Osnovni razlozi zašto je došlo do dinamičnog rasta investicionih fondova i njihove popularnosti među, naročito, sitnim investitorima jesu sledeći:

1. oni mogu dati relativno visoke prinose /više od oročenih štednih depozita/,
2. uz relativnu sigurnost /zbog diversifikovanosti portfolia/,
3. i uz visoki stepen likvidnosti /jer se akcije fonda mogu prodati/.

8.5.2. NAV

Jedan od temeljnih parametara investicionih fondova uopšte, predstavlja neto vrednost aktive po akciji fonda – NAV. Ona se može tumačiti i kao vrednost koja realno pripada jednoj akciji fonda.

Da bismo izračunali NAV uzimaju se cene hartija od vrednosti koje se nalaze u portfoliu fonda i to na kraju radnog dana tj. na zatvaranju berzi na kojima se kotiraju i koje važe do kraja sledećeg radnog dana. Množenjem tih cena sa količinom tj. brojem odgovarajućih hartija od vrednosti koje su u portfoliu, odnosno vlasništvu, fonda i sabiranjem sa ostalim vidovima aktive /gotovina, kratkoročni papiri i sl./ dobijamo ukupnu vrednost aktive fonda.

Kada ukupnu vrednost aktive fonda umanjimo za obaveze fonda i podelimo brojem akcija fonda u opticaju, dobijemo neto vrednost aktive fonda po akciji – NAV, tj. cenu po kojoj bi otvoreni investicioni fond trebalo da otkupljuje svoje akcije od investitora.

NAV se često još naziva *bid* ili *sell price* i predstavlja osnovu cene po kojoj je moguće prodati akciju otvorenom investicionom fondu, tj. cenu po kojoj, po pravilu, otvoreni fond toga dana otkupljuje svoje akcije. Neto vrednost aktive po akciji računa se svakog radnog dana.

8.5.3. Vrste investicionih kompanija

8.5.3.1. Otvorene i zatvorene investicione kompanije

Investicione kompanije se po načinu investiranja u njih i povlačenju sredstava iz njih mogu podeliti na otvorene i zatvorene.

Otvorene investicione kompanije su dominantno prisutne na tržištu kako po ukupnom broju tako i po aktivu kojom raspolažu. Tokom osamdesetih i devedesetih godina zabeležile su izvanredno veliki rast u svim segmentima njihove aktive. Otvorene investicione kompanije imaju obavezu da stalno prodaju akcije zainteresovanim investitorima kao i da ih na njihov zahtev otkupljuju. Otkup akcija izlaže fondove likvidnosnom riziku zbog koga otvorene investicione kompanije investiraju, gotovo u potpunosti, u hartije od vrednosti kojima se aktivno trguje u sekundarnom prometu.

Zatvorene investicione kompanije emituju fiksni broj akcija i nisu dužne da svoje akcije otkupljuju od investitora. Akciju zatvorenog investicionog fonda investitori mogu da kupe, tj. da u fond ulože sredstva, ili na inicijalnoj javnoj emisiji akcija kod investicione banke koja je preduzima ili na berzi i u vanberzanskom prometu kao i već emitovanu akciju svake druge kompanije. Svoja sredstva investitori iz zatvorenog fonda mogu da povuku samo direktnom prodajom drugom zainteresovanom investitoru preko berze ili u vanberzanskom prometu.

Posebna i sve popularnija vrsta zatvorenih investicionih fondova su *fondovi nekretnina*, tzv. REITs, koji su ideju investicionih fondova preneli i na nekretnine. Raspoloživa sredstva ulažu direktno u nekretnine ili u hipotekarne kredite i građevinske zajmove.

U okviru investicionih fondova treba pomenuti i posebnu kategoriju tzv. *Hedž fondova*. Ova vrsta institucija uglavnom za investitore ima bogate pojedince, druge finansijske institucije, legate i fondacije. Imaju mnogo veći stepen investicionih sloboda i mnogo manji broj obaveza u odnosu na redovne investicione fondove. Većina ih je osnovana po pravnoj formi partnerskog društva sa ograničenom odgovornošću.

8.5.3.2. Investicione kompanije na tržištu novca i tržištu kapitala

Na osnovu ročnosti hartija od vrednosti iz njihovog portfolia, investicione kompanije se dele na investicione fondove koji investiraju na tržištu novca i investicione fondove koji investiraju na tržištu kapitala.

Na tržištu novca fondovi uglavnom investiraju u kratkoročne obveznice države, ugovore o rekupovini sredstava, bankarske depozitne certifikate, bankarske akcepte i komercijalne papire. Investicione kompanije na tržištu novca zovu se još i likvidni investicioni fondovi. Oni su formalno otvoreni investicioni fondovi ali im dividende više liče na kamate i veoma su slični bankarskim računima. Njihov cilj je da zarade relativno visoke stope prinosa od investiranja u likvidne, niskorizične i kratkoročne finansijske instrumente tržišta novca. Njihova ulaganja su u kvalitetne kratkoročne hartije od vrednosti, ranije sa rokom dospeća do 120 dana, a sada do 90 dana. Odlikuju se velikom sigurnošću i kamatnom stopom većom od štednih računa.

Na tržištu kapitala fondovi pretežno investiraju u obveznice i akcije i to u dugoročne obveznice preduzeća, dugoročne državne obveznice, municipalne obveznice, hipotekarne založnice, konvertibilne obveznice kao i sve vrste akcija. Fondovi takođe aktivno investiraju i u finansijske derivate u opcije, fjučerse i varante.

8.5.4. Prihodi investicionih kompanija

Investicioni fondovi mogu sticati dobit za svoje investitore, u osnovi, na tri načina. *Prvo*, po osnovu dividendi i kamata primljenih na hartije od vrednosti u portfoliu. *Drugo*, ako prodajući neku hartiju od vrednosti ostvare profit, tj. ako je prodaju po većoj ceni od nabavne. U tom slučaju govorimo o realizovanoj kapitalnoj dobiti koja se, po pravilu, isplaćuje investitorima. *Treće*, ako dođe do rasta vrednosti hartija od vrednosti iz portfolia fonda a time i do rasta NAV fonda. Naravno, investitorima niko ne garantuje da će po bilo kom od ovih osnova fond zarađivati, a po trećem osnovu čak može i gubiti.

8.5.5. Prospekt

Prospekt je zvanični dokument koji investitorima mora da stavi na raspolaganje neke bitne informacije o poslovanju investicione kompanije. U njemu se nalaze bitne informacije izložene na, relativno, popularan način tako da ih potencijalni investitori bez teškoća mogu razumeti. Prospekt se može odnositi samo na jedan fond, ali može obuhvatiti i nekoliko srodnih fondova unutar iste menadžment kompanije.

U prospektu se daju sledeće informacije: /1/ *investicioni ciljevi fonda*, /2/ *investiciona politika*, /3/ *investiciona ograničenja*, /4/ *transakcioni troškovi akcionara i struktura poslovnih rashoda fonda*, /5/ *finansijska istorija fonda*, /6/ *detaljna analiza investicionog rizika portfolia fonda*, /7/ *objašnjenje o kupovini i prodaji akcija fonda*, /8/ *usluge koje investiciona kompanija nudi svojim akcionarima*, /9/ *informacije o savetniku fonda i njegovim provizijama*, /10/ *imena i adrese nezavisnog poverenika, posrednika transfera i posrednika za isplatu dividendi*, /11/ *spisak isplaćenih dividendi i kapitalnih dobitaka i analiza poreskih efekata na investitora*, /12/ *informaciju o drugim raspoloživim fondovima unutar menadžment kompanije*.

8.5.6. Izveštaj

Po odluci SEC, investicioni fondovi su dužni da pripreme i publikuju *godišnji i polugodišnji izveštaj* akcionarima. Mnogi fondovi objavljuju i izveštaje za kraće periode – kvartalne izveštaje. Godišnji izveštaj je najpotpuniji i mora da sadrži finansijsku analizu poslovanja onda učinjenu od strane nezavisne oditorske kuće. U uvodnom delu izveštaja, po pravilu, nalazi se rezime postignutih rezultata i analiza investicionih perspektiva od strane menadžmenta. Ovde možemo naići i na kratka i jednostavna objašnjenja preduzetih poslovnih strategija u proteklom periodu. Uobičajeno je na ovom mestu da se performanse fonda uporede sa performansama nekog transportnog berzanskog indeksa.

Dalje, u izveštajima nalazi se spisak investicija u kojima fond ima pozicije. Neki investicioni fondovi uz naziv svake akcije iz portfolia, daju i kratak opis poslovanja preduzeća emitenta. Ako fond ulazi u pozicije na kratko, u izveštaju se mora naći i spisak hartija u kojima fond ima kratku poziciju. U izveštajima se nalaze i bilans stanja, bilans uspeha i izveštaj o promeni u neto aktivima fonda. Na kraju izveštaja se, po pravilu, navode adrese investicionog savetnika, nezavisnog poverenika, posrednika transfera, pravnog savetnika i nezavisnog oditora.

8.6. Institucionalni investitori i inovacije na finansijskom tržištu

Institucionalni investitori su kreirali i promovisali niz finansijskih inovacija. Osnovni uzrok ovom njihovom ponašanju jeste velika vrednost njihove aktive i potreba da se ona zaštiti od rizika. Drugi razlog su visoki transakcioni troškovi koje nameće optimizacija portfolia. Naravno, konkurencija sa bankama na istom ili srodnom segmentu finansijskog tržišta radikalizuje potrebu da se kreiraju novi instrumenti ili procedure. Ti novi instrumenti se, u širem smislu označavaju pojmom finansijske inovacije.

Prvi oblik inovacija jeste tzv. *blok trgovina*. Blok trgovina jeste vid izvršavanja transakcija kupovine ili prodaje velikog broja akcija istog emitenta. Ove transakcije se ne realizuju na berzi, već neposrednom pogodbom institucionalnih investitora. Ako se ne realizuje ukupni obim transfera, preostali deo se poverava market mejkerima ili nezavisnim brokerima. Realizovani obim trgovine se prijavljuje berzi radi registrovanja njenih efekata.

Drugi oblik inovacija jeste tzv. *programirana trgovina*. Ova operacija je izvršavanje transakcija velikog broja hartija od vrednosti različitih emitenata ali u istom vremenskom periodu. Ove transakcije se obavljaju neposredno preko kompjutera između institucionalnih investitora. Ovakva trgovina je posebno prisutna kod rekonstrukcije portfolia institucionalnih investitora.

DRUGI DEO

IX TEZA

9. HARTIJE OD VREDNOSTI TRŽIŠTA NOVCA I KAPITALA. DERIVATNE HARTIJE OD VREDNOSTI

9.1. Hartije od vrednosti tržišta novca i kapitala

Hartije od vrednosti, u osnovi, predstavljaju dokumente koji dokazuju neki dug ili vlasništvo, tj. daju prava na određena potraživanja. Hartije od vrednosti predstavljaju osnovnu i najznačajniju vrstu finansijskih instrumenata. Ovde ćemo ukazati na vrste hartija od vrednosti koje se mogu sresti na razvijenim finansijskim tržištima. Osnovna podela hartija od vrednosti proističe iz roka njihovog dospeća: /1/ hartije od vrednosti na tržištu novca, /2/ hartije od vrednosti na tržištu kapitala.

9.1.1. Hartije od vrednosti tržišta novca

Hartije od vrednosti na tržištu novca su dugovne hartije sa rokom dospeća do jedne godine. One su najlikvidnije hartije od vrednosti sa relativno niskim rizikom koji proističe kako iz kvaliteta emitenta tako i iz kratkog roka dospeća. Ove hartije, po pravilu, služe za kratkoročno investiranje trenutno raspoloživih sredstava. Njihovom kupovinom investitori uglavnom samo održavaju realnu vrednost svog kapitala. Najčešće se prodaju kao diskontne hartije od vrednosti kod kojih je kamata sadržana u nominalnoj vrednosti koja se isplaćuje o roku dospeća.

Kratkoročne državne obveznice služe za kratkoročno finansiranje privremenih budžetskih deficita. Imajući u vidu njihovu sigurnost s obzirom da se na strani emitenta nalazi državna blagajna, za investitore su vrlo atraktivan finansijski instrument.

Depozitni certifikati su potvrde o depozitu koje izdaju poslovne banke. Po svojoj suštini su slični oročenoj štednji. Vrlo su likvidni i, s obzirom da su depoziti poslovnih banaka osigurani, smatraju se sigurnim finansijskim instrumentom. Izdaju se sa rokovima naplate od sedam dana do pet i više godina. Ako je rok oročenja manji od jedne godine govorimo o CD-u na tržištu novca.

Komercijalni zapisi su kratkoročne dugovne hartije od vrednosti koje izdaju, po pravilu visokobonitetne, korporacije. Oni nisu garantovani zalogom već kreditnim rejtingom emitenta. Rokovi dospeća ovih papira mogu ići do 270 dana mada se većina emituje sa rokovima između 20 i 45 dana. Sekundarni promet ovim instrumentima nije dinamičan.

Bankarski akcepti ili samo akcepti su najstarije hartije od vrednosti na tržištu novca. To su pisane obligacije o isplati pozajmljenih sredstava koje zajmoprimac izdaje banci na bazi čega ona garantuje isplatu ostalim investitorima. Suština bankarskog akcepta je u tome što banka može da povuče svoj kapital i pre roka dospeća prostom prodajom akcepta na sekundarnom tržištu. Često se koriste kao instrument u međunarodnoj trgovini.

Federalni fondovi predstavljaju rezerve poslovnih banaka na računu centralne banke koje se mogu kupiti ili prodati između banaka. Banke sa viškom rezervi pozajmljuju federalne fondove bankama sa manjkom rezervi u cilju njihovog ispunjenja nivoa obaveznih rezervi koje postavlja centralna banka. Rok zajma je najčešće samo za „preko noći“, ali može biti i do sedam dana.

Ugovori o rekupovini vrlo često važe samo za „preko noći“ ili na rok od 3 do 14 dana, ali mogu važiti i do 3 meseca, kada se zovu terminski. Banka, centralna banka ili drugi investitor radi kratkoročnog investiranja ili unošenja dodatne likvidnosti u monetarni sistem ili prevazilaženja kratkoročnog deficita u novcu ili sterilizacije novca, kupuju */REPO/* ili prodaju */reverse REPO/* hartije od vrednosti, koje služe kao zaloga, uz obavezu njihove ponovne prodaje tj. kupovine po nešto višoj ceni u tačno ugovoreno vreme. Mogu se posmatrati i kao pozajmice osigurane zalogom hartija od vrednosti. Kao zaloga, po pravilu, se koriste državne hartije od vrednosti.

9.1.2. Hartije od vrednosti tržišta kapitala

Hartije od vrednosti na tržištu kapitala imaju rok dospeća duži od 1 godine. U njih se ubrajaju dugoročne obveznice, akcije i hipoteke.

Obveznice su dugoročni dugovni finansijski instrumenti koje emituju države i preduzeća radi finansiranja njihovih aktivnosti. Akcije predstavljaju finansijske instrumente koji reprezentuju pravo suvlasništva nad korporacijom koja ih je emitovala. Hipoteke su dugoročno dugovni finansijski instrumenti kreirani radi finansiranja kupovine nekretnina koje ostaju kao zaloga do izmirenja obaveza.

Srednjoročne i dugoročne državne obveznice su likvidne dugovne hartije od vrednosti čijim se imaočima polugodišnje plaćaju kamatni kuponi. Rok dospeća srednjoročnih državnih obveznica je, po pravilu, do 10 godina a dugoročnih i do 30 godina. Mogu biti emitovane i sa klauzulom opoziva pre roka njihovog dospeća.

Obveznice lokalnih državnih organa izdaju federalne jedinice, okruzi, regioni, gradovi, opštine i njihovi organi i javna preduzeća. Kamatni prihodi /ali ne i kapitalni dobiti/ po osnovu ovih obveznica, po pravilu, isključeni su iz osnovice za federalni porez na prihod. One iza kojih ne stoji budžet mogu biti osigurane od strane posebnih osiguravajućih agencija.

Korporativne obveznice izdaju preduzeća. Rokovi dospeća se kreću do 5 godina za kratkoročne, 5-10 za srednjoročne i do 20 i više godina za dugoročne korporativne obveznice. Mogu biti osigurane hipotekom ili zalogom, i neosigurane. Korporativne obveznice su jedni od najznačajnijih finansijskih instrumenata.

Hipotekarne založnice mogu izdavati vladine, od strane vlade sponzorisanе ili privatne hipotekarne agencije koje otkupljuju hipotekarne kredite od banaka ili formiraju skup hipotekarnih kredita /pul hipoteka/ koji se premešta u bilans nezavisnog pravnog lica ili SPV-a koje emituje hipotekarne založnice. Srodna vrsta hartija su hipotekarne obveznice koje emituju direktno banke koje su odobrile hipotekarne kredite.

Obične akcije predstavljaju učešće u vlasništvu preduzeća. One vlasnicima obezbeđuju glasačka prava na skupštini akcionara i učešće u likvidacionoj masi posle namirenja obaveza preduzeća prema poveriocima. Po osnovu običnih akcija investitori, kroz dividende, učestvuju u profitu preduzeća. Dividende se akcionarima mogu isplatiti tek po namirenju ostalih obaveza iz tekućih prihoda preduzeća. Imaoci običnih akcija, po pravilu, imaju pravo preče kupovine dodatnih emisija.

Preferencijalne akcije, po pravilu, ne daju pravo glasa, ali obezbeđuju fiksnu dividendu i prioritet isplate u odnosu na obične akcije. Mogu biti kumulativne, opozive i participativne.

Zamenljive ili konvertibilne hartije od vrednosti su, po pravilu, obveznice i preferencijalne akcije koje mogu biti konvertovane u obične akcije pod određenim uslovima. One, praktično, imaju dve moguće vrednosti, i to vrednost preferencijalnih akcija ili obveznica i vrednost običnih akcija u koje mogu biti konvertovane.

9.2. Derivatne hartije od vrednosti

Derivati ili izvedene hartije od vrednosti grade svoju vrednost iz finansijskih instrumenata na osnovu kojih su izvedene. Izvedene hartije od vrednosti mogu biti kratkoročne, sa rokom dospeća manjim od godine dana i dugoročne, sa rokom dospeća preko jedne godine. Zbog njihove specifičnosti izučavaju se posebno. Osnovne vrste derivatnih hartija od vrednosti su: /1/ *opcije*, /2/ *fjučersi*, /3/ *svopovi* i /4/ *varanti*.

Opcije su ugovori u kojima njihov izdavalac prima na sebe obavezu da kupcu opcije proda – tzv. kupovna ili kol opcija ili od njega kupi – tzv. prodajna ili put opcija određenu aktivu po utvrđenoj ceni u utvrđenom roku ukoliko kupac opcije izrazi želju da to učini. Alternativno, izdavalac opcije kupcu može u gotovini izdati namirenje razlike u ceni ugovorene aktive. Opcije se vrlo često koriste i kao instrumenti stimulisanja korporativnih menadžera.

Fjučersi predstavljaju ugovor u kome se kupac i prodavac obavezuju da izvrše promet određene aktive, po utvrđenoj ceni u određenom periodu u budućnosti.

Svopovi su novija vrsta derivatnih instrumenata koja se pojavila početkom 80-ih godina. Predstavljaju ugovore o razmeni novčanih tokova dve ugovorene strane u budućnosti. U osnovi se ispisuju na kamate i valute ali ima i novih kompleksnijih vrsta svopova. Tržište svopova ima veliki značaj na ukupnom vanberzanskom tržištu derivata.

Varanti predstavljaju vrstu opcionog ugovora. Vrlo su slični kol akcijskim opcijama, ali imaju i bitne specifičnosti. Varanti kupcima omogućuju da određeni broj akcija preduzeća kupe po utvrđenoj ceni u toku određenog roka.

Derivatne hartije od vrednosti mogu se koristiti u špekulativne svrhe, ali i kao važan instrument u kontrolisanju rizika, tzv. hedžingu.

X TEZA

10. TRŽIŠTE AKCIJA

10.1. Pojam, osnovne karakteristike i vrste akcija

Akcija je posebna institucionalna forma vlasničkog odnosa između korporacije i njenih vlasnika. Akcija je slobodno prenosiv finansijski instrument koji donosi prinos i sadrži pravo na upravljanje korporacijom.

Akcija je nastala u vreme pojave industrijske revolucije. Osnovni razlozi njenog nastajanja i postojanja su, pojednostavljeno, sledeći:

1. za emitenta /korporaciju/ - uklanjanje ograničenja rasta kapitala,
2. za investitore /vlasnike/ - mogućnost istovremenog ostvarivanja visokog prinosa uz minimizaciju rizika.

Razlog emitovanja akcija od strane emitenta ogleda se u uvećanju njegovog kapitala i istovremenog korišćenja određenih prednosti koje donose akcije kao specifičan finansijski instrument. Pre svega, one imaju neograničeno trajanje što omogućava dugoročno raspolaganje prikupljenim sredstvima, za razliku od obveznica koje imaju tačno utvrđen rok dospeća. Akcije postoje samo u korporativnom obliku organizovanja preduzeća zbog čega se i nastanak samih akcija vezuje za razvoj korporativnog oblika preduzeća.

Akcija investitoru /kupcu/ omogućuje sticanje prihoda u obliku: /1/ *dividendi* i /2/ *kapitalnog dobitka*.

Dividenda se isplaćuje iz profita korporacije koji ostaje posle plaćanja poreza i predstavlja prinos na njihov kapital uložen u korporaciju. *Kapitalni dobitak* jeste razlika između kupovne i prodajne cene akcije.

Korporacija omogućava vlasniku smanjenje rizika investiranja u odnosu na druge oblike organizovanja preduzeća. Ova tvrdnja se uobičajeno dokazuje sa tri argumenta.

Prvi argument je *ograničena odgovornost*. Vlasnik akcije snosi rizik ograničen visinom uloženog kapitala što znači da akcionari mogu da izgube najviše do iznosa vrednosti sopstvenih akcija.

Drugi argument je *likvidnost*. Važno svojstvo akcije, koje je bitno razlikuje u odnosu na druge institucionalne forme vlasništva, jeste njena likvidnost. Za razliku od ortaka ili vlasnika udela u društvu sa ograničenom odgovornošću, akcionari mogu na tržištu akcija u svakom trenutku da prodaju svoju imovinu i na taj način napuste korporaciju. Slobodan promet akcija odnosno mogućnost izlaska smanjuje rizik gubitka.

Treći argument *mogućnost diversifikacije*. Poznato je da investitori mogu biti stalni i trenutni kao i to da imaju investicione alternative ulaganja u jednu ili više korporacija. Dakle, vlasnici kapitala nisu prinuđeni da sva svoja sredstva ulažu u samo jednu alternativu i time budu izloženi velikom riziku gubitka, već ovom prilikom mogu smanjiti ukupni rizik svojih ulaganja diversifikacijom.

10.2. Osnovne kontroverze akcionarstva

Akcija predstavlja instrument sa promenljivim prinosom. Ova osobina akciju čini posebno osetljivom na osnovne probleme finansijskog tržišta a koje čine informativna asimetrija, negativna selekcija ili pogrešan izbor i moralni hazard.

10.2.1. Informaciona asimetrija i njene posledice

Česta, gotovo uobičajena pojava na finansijskim tržištima jeste da jedna strana u transakciji nema dovoljno informacija o predmetu transakcije ili ne zna dovoljno o drugoj strani, da bi donela racionalnu odluku. Druga strana u transakciji može posedovati više ili manje informacija od prve. Ova situacija se naziva *informaciona asimetrija*.

Glavne posledice neravnoteže u količini raspoloživih informacija jesu uvećanje neizvesnosti odnosno rizika transakcija i povećanje transakcionih troškova. Ovaj fundamentalni problem svih finansijskih tržišta izaziva seriju posledica koje se uobičajeno klasifikuju u dve velike grupe:

1. problemi negativne selekcije ili pogrešnog izbora i
2. pojava rizika zloupotrebe ili problem moralnog hazarda.

Negativna selekcija dovodi do grešaka /pogrešnih odluka/ kod ulaganja sredstava. Pogrešan izbor nastaje, dakle, u trenutku kada nastaje i sama transakcija. Nedostatak informacija ili pogrešne informacije dovode do grešaka u procenjivanju prinosa i rizika datog ulaganja. Tako nastale greške izazivaju gubitke ili ostvareni prinos koji značajno odstupa od očekivanog. Akcija je visoko osetljiva na ovaj problem jer je obim i kvalitet informacija potrebnih za procenjivanje njenog rizika i prinosa znatno veći nego kod obveznice ili drugih osnovnih finansijskih instrumenata.

10.2.2. Rešavanje problema informacione asimetrije na tržištu akcija

Ovaj problem, iako teorijski postavljen pre nešto više od 30 godina, postoji od kada postoje i finansijska tržišta.

Prvi način tj. jedan od osnovnih i najstarijih načina rešavanja ovog problema je *osnivanje posebnih, profitno orijentisanih privrednih jedinica, čija je osnovna delatnost prikupljanje, prerada i prodaja informacija o hartijama od vrednosti, posebno o akcijama*.

Drugi način rešavanja problema informacione asimetrije jeste *javna regulativa*. Država i samoregulatorna tela mogu objavljivati informacije potrebne investitorima u razlikovanju dobrih od loših akcija. Ova opcija se retko koristi jer informacije koje proizvodi vlada mogu, kao i sama vlada, biti politički pristrasne. Druga, češće korišćena mogućnost jeste da se regulativom obezbedi pobuda a i zakonska prinuda emitenata i posrednika da objavljuju ili čine javno dostupnim informacije o svom poslovanju.

Treći osnovni način rešavanja jeste *delatnost finansijskih posrednika na tržištu*. Posrednici mogu veoma precizno, u svakom slučaju preciznije nego investitori, razlikovati akcije sa velikim rizikom i srazmerno niskim prinosom od onih koje imaju prihvatljiv odnos rizika i prinosa. Posrednik, banke ili broker, mogu dakle, usmeravati resurse u produktivne investicione poduhvate.

Četvrti vid rešenja problema informacione asimetrije jeste *upotreba neto vrednosti kompanije kao kolateral*. Iako nije direktno prisutan na tržištu akcija već na tržištu duga, zaslužuje pažnju. Informaciona asimetrija i negativna selekcija drastično smanjuju efikasnost funkcionisanja tržišta duga jedino ukoliko poverilac pretrpi gubitak odnosno kada dužnik nije u mogućnosti da izvrši svoju obavezu. Zbog toga se kao sredstvo zaštite potraživanja koristi kolateral. Ukoliko dužnik ne izmiri svoju obavezu, poverilac će naplatiti potraživanje prodajom založene pokretne ili nepokretne dužnikove imovine. Kolateral pogoduje i dužniku, jer mu olakšava dobijanje kredita uz povoljnije uslove.

10.2.3. Moralni hazard u vlasničkim odnosima: principal-agent problem

Rizik zloupotrebe, odnosno moralni hazard, jeste jedna od posledica asimetrije informacija. Za razliku od nepoželjne selekcije, ovaj problem se javlja nakon izvršenja transakcije. Hazardiranje se javlja u različitim oblicima na različitim tržištima.

Na finansijskim tržištima hazardiranje se izjednačava sa eksproprijacijom: emitent hartije od vrednosti je motivisan da prikrije informacije ili prisvoji dohotke vlasnika. U široj definiciji, hazardiranjem se smatra svako angažovanje emitenta u aktivnostima koje su štetne i/ili neprihvatljive za vlasnika hartije od vrednosti. Dakle, kod moralnog hazarda vlasnik sredstava /investitor ili zajmodavac/ preuzima rizik koji, po osnovnim uslovima obavljanja date transakcije, ne mora da preuzme. On to najčešće čini zbog visokog očekivanog prinosa. Moralno hazardne transakcije obično slede jednom već načinjen pogrešan izbor. One na kraju dovode do preuzimanja većeg rizika od očekivanog, odnosno onog koji je vlasnik sredstava spreman da prihvati.

Rešavanje principal-agent problema je staro koliko i sama korporacija. Pitanje koje ostaje otvoreno je da li je principal-agent problem u osnovi rešiv?

Prvi način rešavanja problema se u osnovi svodi na *otklanjanje ili smanjivanje informacione asimetrije*. Ovo rešenje se svodi na informisanje principala i nadgledanje, odnosno kontrolu aktivnosti menadžmenta.

Drugi osnovni način je *da se zakonskom vladinom regulativom poveća količina i poboljša kvalitet informacija koje menadžment mora distribuirati svim akcionarima*. Ovaj koncept je u zakonodavstvu poznat kao problem zaštite investitora.

Treći način rešavanja problema je *aktivnost finansijskih posrednika* koji mogu izbeći free-rider problem. U ovoj relaciji su posebno bitne firme koje funkcionišu na principu investicionog pula – venture capital firm, private investment funds i slični oblici koji sredstva partnera koriste za finansiranje novih poslova. U zamenu za korišćenje kapitala, firme ovde dobijaju vlasničko učešće u novom poslu.

Četvrti način je *ugovor o dugu*. U slučaju da se preduzeće finansira dugom, kontrola nije ni bitna sve dok dužnik uredno isplaćuje obaveze po vrednosti i u ugovorom predviđenom roku.

Jedino se u slučaju docnje ili pune obustave plaćanja obaveza, nameće potreba kontrole istinitosti podataka rezultata /profita/.

10.3. Vrste akcija i njihova glavna obeležja

Korporacije mogu da emituju dve osnovne vrste akcija: *obične* i *prioritetne ili privilegovane*.

Obična akcija jeste osnovna vrsta akcija. Ona je prva nastala i iz nje su se razvile sve druge forme akcije. Korporacija se osniva i egzistira emitujući ovaj tip akcija, zbog čega se one ponekad nazivaju i osnivačke. Obična akcija institucionalizuje vlasnički odnos ulagača /investitora, ulagača, kupca/ i korporacije /emitenta/. Ona njihovim imaoima obezbeđuje tri skupa prava:

1. pravo na prinos,
2. pravo na upravljanje i
3. pravo slobodnog raspolaganja, uključujući pravo na slobodan promet.

Pravo na prinos, koje u klasičnoj privatno-svojinskoj relaciji nije ničim posredovano niti ograničeno, modifikuje se u pravo na dividendu. Dividenda nije fiksna i lako predvidiva, pri čemu je njena varijabilnost prisutna iz dva razloga: 1. veličina neto profita, 2. podela neto profita. Odluku o podeli donosi dominantni vlasnik zbog čega je obična akcija najrizičnija od svih akcija.

Drugo bitno pravo sadržano u običnoj akciji jeste *pravo upravljanja*. Svaka pojedinačna obična akcija predstavlja, dakle, vlasnički udeo u korporaciji. Pravo upravljanja se ostvaruje glasanjem na skupštini akcionara. Osnovni princip odlučivanja jeste jedna akcija jednako jedan glas. Osnovni oblici glasanja na skupštinama akcionara su: uobičajeno glasanje i kumulativno. Kod običnog glasanja akcionar koristi sve svoje glasove u odlučivanju. U režimu kumulativnog glasanja, akcionar raspoređuje svoje glasove na više alternativa.

Što se tiče *prava na slobodni promet*, akcije otvorenih akcionarskih društava su, po pravilu, prenosive bez ograničenja ili uslovljavanja trećeg lica, a akcije zatvorenih akcionarskih društava nisu slobodno prenosive jer se, po pravilu, zahteva saglasnost emitenta odnosno korporacije.

Prioritetna ili preferencijalna akcija je, u krajnje pojednostavljenoj definiciji, neka vrsta hibrida obične akcije i obveznice. Ove akcije, po pravilu, nose fiksnu dividendu što je svojstveno obveznicama. Zbog toga, ona je instrument sa fiksnim prinosom. Dividenda prioritetnih akcija je unapred deklarirana i može biti izražena kao apsolutna vrednost /u novčanim jedinicama/ ili relativno /kao procenat od njene nominalne vrednosti/. Dividenda se, u razvijenim korporativnim sistemima, najčešće obračunava i isplaćuje kvartalno. Prioritetne akcije donose investitorima neke prednosti u odnosu na vlasnike običnih akcija. Ključne prednosti prioritetnih akcija ogledaju se u sledećem:

1. ponašanje dividende- kod ove vrste akcija ona se isplaćuje pre isplate dividendi na obične akcije,
2. u slučaju stečaja /bankrotstva/ emitenta, vlasnici prioritetnih akcija potražuju svoje ulaganje pre običnih akcionara ali posle vlasnika obveznica.

Zbog ovih svojstava, prioritetne akcije nose manji rizik za vlasnika.

Investitorima su prioritetne akcije manje pogodne od obveznica iz sledećih razloga:

1. Kamate se isplaćuju pre dividendi.
2. Status nenaplaćene dividende. Ako vlasnici obveznica ne naplate dospele kamatne kupone o roku, oni mogu pokrenuti postupak stečaja kompanije emitenta za razliku od vlasnika prioritetnih akcija koji nemaju to pravo.
3. U slučaju stečaja, prioritet imaju potraživanja po osnovu obveznica, pa tek onda po osnovu prioritetnih akcija.

Prema *nivou rizičnosti dividende* možemo razlikovati kumulativne i nekumulativne prioritetne akcije.

Kod *kumulativne prioritetne akcije*, rizičnost dividende je niska jer ona garantuje vlasnicima da će im biti isplaćene sve dividende, kako sadašnje tako i one zaostale na koje su imali pravo. Dakle, vrši se kumuliranje dividendi sve dok se ne steknu uslovi za njihovu isplatu kada će prioritet isplate imati vlasnici ovih u odnosu na vlasnike običnih akcija.

Prioritetna nekumulativna akcija ima veći rizik jer ne garantuje vlasniku bilo kakvu isplatu dividendi ukoliko nema deklarisanog profita posle oporezivanja. U tom slučaju vlasnik ostaje bez dividendi koje nisu isplaćene.

Nadalje se, prema *specifičnim pogodnostima koje nude investorima ili emitentima*, mogu razlikovati sledeće vrste prioritetnih akcija.

Opozive prioritetne akcije imaju kao osnovno obeležje klauzulu opozivosti sličnu istoj klauzuli kod obveznica. Emitent može povući /opozvati, otkupiti/ ovu vrstu akcije po unapred utvrđenoj ceni, u određenom periodu ili u bilo kom periodu. Ovo svojstvo pogoduje emitentu, koji može imati motiv da izda akcije sa ovom opcijom ukoliko je trenutno prinuđen da pribavi kapital nudeći visoke dividende. Drugi bazični motiv jeste, da se skupi izvori finansiranja mogu u budućnosti, korišćenjem ove opcije, zameniti jeftinijim.

Participativna prioritetna akcija daje pravo vlasniku da, uz unapred fiksiranu dividendu, participira u raspodeli neto profita posle oporezivanja.

Konvertibilne ili zamenljive prioritetne akcije, daju pravo vlasniku da ih zameni za unapred poznat broj običnih akcija.

10.4. Prinos akcije

Prinos akcije se javlja u obliku: /1/ *dividende* i /2/ *kapitalnog dobitka*.

Dividenda je deo neto profita odnosno deo prinosa na kapital uložen u korporaciju. Dividenda je varijabilni prinos. Svi faktori koji utiču na visinu dividende su varijabilni tokom dužeg vremenskog perioda. Nivo dividendi je, uopšteno, uslovljen efikasnošću korporacije, uslovima u okruženju i ponašanjem dominantnog vlasnika. Dividende se najčešće isplaćuju u gotovini. Isplata dividendi u akcijama je retka pojava.

Kapitalni dobitak jeste razlika između prodajne i kupovne cene akcije. Kapitalni dobitak je promena vrednosti stoka odnosno posledica rasta vrednosti korporacije.

10.5. Primarno tržište akcija

Na primarnom tržištu emituju se hartije od vrednosti kojima se prikuplja kapital za potrebe ekonomskih subjekata i države. Ovo tržište često se naziva i emisiono tržište. Na njemu ekonomski subjekti mobilisu kapital izdavanjem dugoročnih finansijskih instrumenata. Vrednosti transakcija su veoma velike i prihod od njih pripada emitentu. Ovo tržište odlikuje se i veoma velikim rizikom. Na njemu se prodaja hartija od vrednosti može obaviti preko institucionalnih investitora ili, ređe, direktno. Primarno tržište akcija se i logički i tehnički tretira odvojeno od sekundarnog tržišta jer je, kako njegova struktura tako i način funkcionisanja, specifičan. Na primarnom tržištu se akcije emituju. Primarno tržište ne može da funkcioniše bez sekundarnog tržišta.

10.6. Sekundarno tržište akcija

Sekundarno tržište jeste skup institucija, organizacija i procedura u okviru kojih se izražavaju ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima i otkriva njihova cena. Primarno i sekundarno tržište su, iako organizaciono i tehnički podeljena, međusobno čvrsto integrisana. Na primarnom tržištu se akcije emituju a na sekundarnom se njima trguje. Primarno tržište ne može da funkcioniše bez sekundarnog tržišta i obrnuto. Investitor će na primarnom tržištu kupiti akciju ako mu sekundarno tržište obezbeđuje njenu likvidnost i fer cenu.

Osnovne funkcije svakog, pa i ovog tržišta, jeste kreiranje likvidnosti i stvaranje uslova za formiranje objektivne tržišne cene.

U cilju što boljeg funkcionisanja, svako sekundarno tržište akcija treba da ima bazičnu osobinu tzv. perfektnog tržišta konkurentnosti. Takvo tržište karakteriše veliki broj kupaca i prodavaca što čini pojedinačne učesnike zanemarljivo malim i nemoćnim da utiču na kretanje cena akcija.

Sledeći važan kriterijum efikasnosti sekundarnog tržišta jeste nivo transakcionih troškova. Visok nivo ovih troškova znači, pojednostavljeno, da kupci plaćaju veće cene od normalnih i/ili prodavci dobijaju manje prihode od ravnotežnih.

10.7. Cena i vrednost akcije

Akcija može ali ne mora da ima *nominalnu vrednost*. Ona predstavlja vrednost upisanu na akciji prilikom njenog inicijalnog emitovanja. *Stvarna cena* koju otkriva tržište je bitno različita od nominalne vrednosti.

Promene cena akcija na realnim tržištima bitno utiče na nivo blagostanja njenih vlasnika, poslovanje korporacija koje su ih emitovale kao i stanje nacionalne i globalne privrede. Pitanja: da li je cena akcije uslovljena posebnim i merljivim faktorima, kao i to da li je ona predvidiva, otvorena su od kada postoji i sama akcija. Oko tih pitanja su se razvile dve velike škole analize akcije: *tehnička* i *fundamentalna*.

Tehnička analiza. Jezgro tehničke analize se svodi na predviđanje promena i nivo budućih cena na osnovu istorijskih vremenskih serija cena i obima prometa. Glavni proizvodi tehničke analize su kratkoročne i ređe dugoročne prognoze cena date akcije. Ambijent u kom je moguće primeniti tehničku analizu je snažno, duboko i likvidno tržište, koje funkcioniše saglasno hipotezi o jakoj ili polujakoj efikasnosti.

Fundamentalna analiza akcije implicira razlikovanje cene i vrednosti. Osnovni cilj fundamentalne analize je, dakle, identifikacija slabosti tržišta u smislu razlike između vrednosti i cene datih akcija. Investiciona strategija koja se naslanja na ovu školu je strategija „pobede tržišta“ u smislu formiranja portfolia koji ima bolje performanse od performansi celog skupa akcija koje se kupuju i prodaju na datom tržištu.

XI TEZA

11. TRŽIŠTE OBVEZNICA

11.1. Osnovna svojstva obveznice

Obveznica je instrument kojim se emitent kao dužnik obavezuje da će vratiti zajmodavcu /investitoru/ pozajmljeni novac i platiti kamatu za određeni vremenski period.

U formalnom smislu obveznica sadrži tri bitna elementa:

1. fiksiran datum kada se pozajmljena suma mora vratiti – rok dospeća,
2. nominalnu ili kuponsku kamatnu stopu,
3. nominalni iznos duga ili glavnice.

Rok dospeća instrumenta označava broj godišnjih perioda na kraju kojih emitent instrumenta treba da izvrši obećanu isplatu glavnice i kamate. Instrumenti imaju različite rokove dospeća. To zavisi od odluke emitenta. Rok dospeća uslovljava novčani tok instrumenta, njen prinos do dospeća i cenu instrumenta. Što je period dospeća duži, mogućnost promene cene instrumenta je veća.

Nominalni iznos pozajmljene sume kod instrumenta naziva se *glavnica*.

Kamata koju dužnik plaća imaocu instrumenta na pozajmljeni iznos za vreme životnog veka instrumenta označava se kao *kupon*, a kamatna stopa u periodu dospeća instrumenta, konsekventno, *kuponska stopa* ili *nominalna kamatna stopa*. Kamata na dugoročne instrumente isplaćuje se najmanje jedanput godišnje. Uobičajeno je na skoro svim finansijskim tržištima da se kupon isplaćuje dva puta godišnje.

Pored *kuponskih instrumenata* postoje i instrumenti sa *nultim kuponom* kod kojih se i glavnica i kamata isplaćuju na dan dospeća. Ovi instrumenti poznati su i pod nazivom *diskontni instrumenti*, jer ih investitor kupuje po ceni manjoj od nominalne cene, a u roku dospeća isplaćuje se iznos nominalne cene.

11.2. Prinos obveznice

Nominalni ili kuponski prinos obveznice je prinos koji obezbeđuje obveznica po osnovu njenog posjedovanja u skladu sa iznosom kuponske stope. Nominalni prinos se ne menja tokom životnog veka obveznice i kao takav, nakon emitovanja, nije osetljiv na tržišne faktore. Zbog toga nominalni prinos ima relativno malu analitičku i praktičnu vrednost za investitore koji iz toga razloga dominantan značaj pridaju stvarnom prinosu.

Prva mera stvarnog prinosa je *tekući prinos*. Stopa tekućeg prinosa se izračunava jednostavno – kao količnik kamatnog prihoda /vrednost kamatnog kupona za dati period, koja se kod standardne obveznice ne menja/ i cene po kojoj je investitor kupio obveznicu. Jednostavna definicija tekućeg prinosa je:

Tekući prinos = $\frac{\text{vrednost godišnjeg kupona}}{\text{cena}}$

Merenje prinosa kod odlučivanja na srednjoročno i dugoročno ulaganje u obveznice oslanja se na *prinos do dospeća*. Ovaj pojam je složeniji od prethodnih. Dakle, *prinos do dospeća je interna stopa prinosa obveznice*. Prinos do dospeća se izračunava na osnovu cene obveznice, godišnje kamate i roka dospeća.

Prinos od investiranja u obveznice podleže oporezivanju. Različite vrste obveznica nemaju isti poreski tretman. Najpovoljniji poreski tretman imaju neke vrste municipalnih obveznica. Prinos obveznice posle oporezivanja može se izraziti na sledeći način:

Prinos posle oporezivanja = prinos \times (1 – marginalna stopa oporezivanja)

Najzad, *ekvivalentni oporezivi prinos /EOP/* jeste ona stopa prinosa /kuponska stopa u ovom slučaju/ koju isplaćuje emitent investitoru, tako da se posle oporezivanja ostvari isti prinos kao i da je investirano u neoporezivu obveznicu. Ova mera prinosa se može izraziti na sledeći način:

EOP = neoporezovani prinos / (1 - marginalna poreska stopa)

11.3. Rizici ulaganja u obveznice

Iako su po definiciji najmanje rizične hartije od vrednosti, obveznice su izložene rizicima od kojih su najvažniji:

1. kreditni ili rizik naplativosti,
2. kamatni rizik,
3. rizik inflacije,
4. rizik promene deviznog kursa,
5. rizik likvidnosti,
6. rizik reinvestiranja,
7. rizik opoziva.

1. *Kreditni ili rizik naplativosti* jeste verovatnoća da emitent neće biti sposoban ili spreman da o roku dospeća izvrši isplatu po osnovu obveznice. Što je veći kreditni rizik, to je veća kuponska stopa obveznice. Povećanje kreditnog rizika tokom životnog veka obveznice, pri ostalim nepromenjenim uslovima, snižava njenu cenu.

2. *Kamatni rizik* jeste verovatnoća promene tržišne kamatne stope koja determiniše cenu obveznica u sekundarnom prometu. Promena tržišnih kamatnih stopa utiče na promenu cena obveznica obrnuto proporcionalno, ali ne i na sve obveznice istovetno. Smanjivanje tržišne kamatne stope će na cenu dugoročne obveznice intenzivnije delovati nego kod kratkoročne obveznice. Praktično, da bi se dugoročna obveznica prodala na sekundarnom tržištu, cena mora biti niska, inače neće biti interesantna za kupovinu. Problem nastaje kada se obveznica mora prodati pre roka dospeća jer bi povećanje kamatne stope nakon prodaje značilo kapitalni gubitak.

3. *Rizik inflacije* je verovatnoća da će doći do neočekivane promene brzine inflacije koja nije bila predviđena u trenutku definisanja fiksne nominalne kamatne stope. U tom slučaju svi investitori u obveznice prvo gube kamatni prihod, a kada stopa inflacije prevaziđe kuponsku stopu, ostvaruju kapitalne gubitke. U uslovima visoke inflacije srednjoročna i dugoročna obveznica sa konstantnim kuponom ne mogu egzistirati. U uslovima relativno niskih stopa inflacije, ovaj rizik se smanjuje ili potpuno neutralizuje indeksacijom obveznice. Indeksacija može biti izvedena vezivanjem kuponske stope za stopu inflacije i/ili denominacijom i glavnice i kupona u alternativnoj valuti koja nije izložena obezvređivanju.

4. *Rizik promene deviznog kursa* se javlja u situaciji kada investitor, koji denominuje svoju imovinu u jednoj valuti, uloži u obveznicu čiji se emitent obavezuje da će vršiti plaćanja u drugoj valuti. Investitor ne može sa sigurnošću znati kakav će biti kurs jedne i druge valute. Visina ovog rizika zavisi od verovatnoće promene deviznog kursa prve valute u odnosu na drugu na dan primanja novčanog toka.

5. *Rizik likvidnosti* je verovatnoća da se neće ostvariti sekundarni promet obveznice odnosno da se obveznica neće moći prodati odnosno pretvoriti u gotov novac. Ovaj rizik postoji kod obveznica niskog rejtinga. Osnovna mera rizika likvidnosti je veličina marže /spređa/ između kupovne i prodajne cene. Što je veća marža, veći je i rizik likvidnosti. Za investitora koji drži obveznicu do roka dospeća, rizik likvidnosti ne postoji.

6. *Rizik reinvestiranja* je povezan sa rizikom kamatne stope. On se javlja kod dugoročnih kuponskih obveznica. Da bi se ostvario prinos jednak utvrđenom prinosu u trenutku kada je obveznica kupljena, prethodni novčani tok mora biti reinvestiran po stopi prinosa koja je jednaka prinosu kada je obveznica kupljena. U uslovima promenljivosti kamatnih stopa, ova propozicija je neostvarljiva.

7. *Rizik opoziva* se javlja samo kod obveznica koje imaju ugrađenu call ili klauzulu opoziva. U tom slučaju jedna od opcija u ugovoru između emitenta i investitora može biti pravo emitenta da opozove delimično ili u potpunosti emisiju obveznica pre roka dospeća. Motiv za ovu operaciju se formira u situaciji kada su tržišne kamatne stope niže od kuponske kamatne stope date emisije. Niže tržišne kamatne stope će omogućiti novu emisiju obveznica po nižim kamatnim stopama. Nastaće, dakle, povoljniji uslovi refinansiranja duga koji je kreiran emisijom tih obveznica. Opcija opoziva proizvodi tri nepovoljnosti za investitora: /1/ novčani tok opozive obveznice nije siguran, /2/ investitor je izložen riziku reinvestiranja, zbog pada tržišnih kamatnih stopa i /3/ smanjen je potencijal formiranja kapitalne dobiti kod obveznice.

11.4. Rejting obveznica

Na razvijenim tržištima postoji procedura merenja rizika obveznica koja se naziva *rejting obveznica*. U osnovnom značenju, rejting je rang obveznica po obeležju opadajuće sigurnosti odnosno rastućeg rizika. Rejting, kao javno dostupnu informaciju, kreiraju organizacije specijalizovane za procenjivanje i merenje rizika obveznica poznate pod standardizovanim nazivom *rejting agencije*.

Rejting se prvi put formira u trenutku emitovanja obveznice. Niži ili slabiji rejting emitenta znači i veći rizik i, konsekventno, veću premiju na rizik koja se ugrađuje u kuponsku stopu. Dakle, nizak rejting znači i veću kuponsku stopu koja se mora ponuditi investitorima, da bi obveznica te vrste mogla biti prodana. Visoko rizični emitenti imaju, dakle, više troškove finansiranja na tržištu obveznica.

Razlikuju se kod skala tri segmenta obuhvatanja obveznica: /1/ investicione, /2/ špekulativne i /3/ tzv. junk ili visokorizične obveznice.

Kod obveznica koje spadaju u prvi segment registrovani i izmereni nivo rizika je prihvatljiv za standardne investitore sa averzijom prema riziku. Njihovi emitenti imaju visoku kreditnu sposobnost. Dominantni kupci ovih obveznica su institucije koje apriori moraju da investiraju samo u visoko rangirane obveznice /penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije/.

Kod obveznica koje imaju špekulativnu ocenu, postoji rizik delimične ili potpune nenaplativosti potraživanja u slučaju nepovoljne promene tržišnih okolnosti. Cena ovih obveznica je visoko varijabilna i njeni kupci su dominantno špekulativni investitori.

Treći segment su obveznice sa visokim rizikom naplativosti. U ovom slučaju se očekuje da emitent verovatno neće moći, ili već ne može, da ispunji jednu ili više obaveza. Da bi ove hartije imale tražnju moraju imati visoke stope prinosa.

11.5. Tipologija obveznica

Uobičajena je praktična podela na osnovne generičke grupe obveznica. Sledi kratak opis svake od ovih grupa.

11.5.1. Državne obveznice

Državna obveznica stvara uslove koji omogućavaju relativno visoku rentabilnost i nizak rizik. Interes kupaca državne obveznice na sekundarnim tržištima je sličan interesima primarnog imaoaca, uz dopunski motiv prisvajanja kapitalne dobiti. Interesi kupaca mogu biti političke ili druge strategijske prirode.

Rizici državne obveznice su praktično sjedinjeni u jedan sistematski rizik. To je glavna specifičnost analize rizika državnih obveznica. Država je u isto vreme i emitent i subjekt koji kontroliše i kreira sistematske rizike.

Osnovne klasifikacije državnih obveznica su slične, odnosno identične podelama dužničkih instrumenata. Klasifikacije koje su bitne za njihovo procenjivanje su sledeće:

1. *Dugoročne državne obveznice* se emituju radi pokrića budžetskog deficita ili razvoja projekata u infrastrukturi, obično na rok duži od 10 godina.

2. *Srednjoročne državne obveznice* se emituju sa dospećem od 1 do 10 godina a radi finansiranja budžetskog deficita.

3. *Kratkoročne državne obveznice* se emituju sa dospećem od jednog meseca do jedne godine. Namena je finansiranja katkoročnih budžetskih deficita, koji nastaju zbog neočekivanih sezonskih ili spoljnih oscilacija.

11.5.2. Obveznice lokalne samouprave

Obveznice lokalnih organa vlasti ili municipalne obveznice su dužnički instrumenti koje emituju teritorijalne jedinice, lokalne zajednice, gradovi, okruzi ili drugi lokalni organi koji su formirani da vode i finansiraju lokalne infrastrukturne projekte /luke, aerodrome i sl./. Ove obveznice izdaju se u različite svrhe. Većina municipalnih obveznica, odnosno njihov prinos, oslobođene su poreza na prihod. Ali nemaju sve municipalne obveznice ovu osobinu.

Postoje dve vrste municipalnih obveznica:

1. opšte obveznice,
2. prihodne obveznice.

1. *Opšte obveznice* emituju teritorijalne jedinice, okruzi, lokalni organi vlasti, gradovi koji imaju, u odnosu na veličinu duga, veliki fiskalni kapacitet. Pri tome, emitent neograničeno garantuje isplatu svojom poreskom snagom što će reći da se ove obveznice isplaćuju iz budžeta emitenta.

2. *Prihodne obveznice* emituju se radi finansiranja projekata ili preduzeća. Emitent obveznice garantuje investitoru isplatu prihodima koji se ostvaruju realizacijom projekta. Mnoge od ovih obveznica imaju naziv projekta za koje su emitovane tako da se mogu sresti: obveznice aerodroma, obveznice koledža i univerziteta, obveznice bolnica, obveznice za javne elektroenergetske mreže.

Neke municipalne obveznice, pored toga što imaju osnovne osobine opštih i prihodnih obveznica, imaju i dodatne karakteristike. To su tzv. *hibridne obveznice*. U ovu grupu spadaju:

1. osigurane obveznice,
2. obveznice garantovane od strane banke,
3. obveznice za rehabilitaciju finansija gradova.

1. *Osigurane obveznice* pored toga što je njihova naplata zagarantovana prihodima emitenta, osigurane su i polisom osiguravajućeg društva. Ovim osiguranjem se osiguravajuće društvo obavezuje da investitoru isplati glavnicu i kamatu, ako je obveznica dospela na naplatu, a emitent to već nije učinio. Osiguravajuće društvo ne može da otkaže ovo osiguranje sve dok ne istekne njen životni vek. Osiguranjem obveznica smanjuje se kreditni rizik. Glavni razlog zbog koga su emitenti obveznica zainteresovani za njihovo osiguranje jeste to što se tako povećava njihov kredibilitet i rejting.

2. *Obveznice garantovane od strane banaka* jesu hibridna forma municipalnih obveznica. Banke podržavaju emisiju lokalnih organa na tri načina:

1. izdavanjem akreditiva,
2. neopozivom kreditnom linijom,
3. opozivom kreditnom linijom.

Ugovor o akreditivu predstavlja najintezivniji tip podrške komercijalne banke emitentu municipalnih obveznica. Ako dođe do nenaplativosti obveznice, banka je dužna da isplati obaveze emitenta prema investitoru.

Neopoziva kreditna linija ne predstavlja garanciju emisije obveznica, ali ipak obezbeđuje veći nivo sigurnosti emisije tako što obezbeđuje emitentu dodatna sredstva.

Opoziva linija kredita predstavlja sredstvo za obezbeđivanje likvidnosti isplate kada dužnička hartija dospe na naplatu, a emitent nema nikakva druga sredstva na raspolaganju kojima bi izvršio obavezu prema investitoru. Pošto banka ima pravo da opozove ovaj vid podrške, u slučaju da emitent ne ispunji određene zahteve, naplata obveznice potpuno zavisi od boniteta emitenta.

11.5.3. Obveznice preduzeća

Osnovna definicija korporativnih obveznica je jednostavna: ukoliko je korporacija emitent obveznice, ona se obavezuje da će u unapred utvrđenom roku, na tačno utvrđen dan plaćati definisani kupon, kao i glavnicu na dan dospeća date obveznice. Korporativna obveznica ima viši prinos i viši rizik od državne i municipalne obveznice.

Konvertibilna korporativna obveznica je posebna vrsta obveznica koja daje vlasniku mogućnost da zameni datu obveznicu za unapred utvrđen broj akcija emitenta. Ključni problem kod kreiranja i procenjivanja ove vrste obveznica je vrednost koeficijenta konverzije. Tim koeficijentom se definiše broj akcija za koje svaka obveznica može biti zamenjena.

Obveznica sa promenljivom kamatnom stopom jeste posebna vrsta obveznica nastala početkom 1974. godine. Ovu vrstu obveznica kreirao je Citycorp. Osnovni razlog za njihovo uvođenje bila je potreba zaštite vlasnika od rastuće inflacije. Ključni rizik ove vrste obveznica je promenljivost kreditne sposobnosti firme emitenta. Ukoliko se pogorša finansijsko stanje firme, tržište će zahtevati veći prinos od ponuđenog.

11.5.4. Obveznice sa opcijom

Obveznice mogu nositi opciju, bilo u korist emitenta /call/ ili vlasnika /put/. Opcija daje legalitet jednoj ili drugoj strani da preduzme određenu akciju koja je, naravno, za nju isplativa, i u trenutku kada je to isplativo. Generalno, investitor će zahtevati viši spread u odnosu na nerizičnu obveznicu, ukoliko je opcija u korist emitenta, nego u slučaju obveznice koja je identična po svim elementima, ali bez ove opcije. Kada je opcija u korist investitora, prinos može biti niži čak i od uporedive obveznice trezora.

11.6. Cena obveznice

Cena obveznice u sekundarnom prometu, po pravilu, nije jednaka njenoj nominalnoj vrednosti.

Cena je približno jednaka sadašnjoj vrednosti očekivanog cash flow-a finansijskog instrumenta. Da bi odredili cenu potrebna je:

1. procena očekivanog *cash flow-a* i
2. procena očekivanog prinosa.

Cash-flow se sastoji od:

1. periodičnih godišnjih isplata kupona do dana dospeća i
2. nominalne vrednosti na dan dospeća.

Stopa očekivanog prinosa utvrđuje se, najjednostavnije, kao prinos koji ostvaruju slične obveznice na tržištu. Ova stopa se često definiše i kao godišnja kamatna stopa. Pošto je cena obveznice sadašnja vrednost *cash flow-a*, ona se određuje zbirom sledeće dve vrednosti:

1. sadašnje vrednosti, po pravilu polugodišnjih ili godišnjih, isplata kupona i
2. sadašnje vrednosti glavnice na dan dospeća.

XII TEZA

12. TRŽIŠTE FORVARDA I FJUČERSA

12.1. Karakteristike forvarda

Forvardi su ugovori između dve zainteresovane strane o finansijskoj transakciji u budućnosti. Najčešće se koriste za isporuku obveznica i stranih valuta. Forvardi su slični fjučers ugovorima ali su po nastanku stariji od njih. Oni su kao klasični terminski ugovori koji, po pravilu, nisu standardizovani već su prilagođeni konkretnim potrebama dve ugovorene strane. Transakcije forvardima obavljaju se bez posredovanja klirinške kuće, u vanberzanskom prometu. Gotovo da ih nema u sekundarnoj trgovini. Kao i fjučersi i forvardi predstavljaju ugovor o budućoj isporuci neke aktive po unapred utvrđenoj ceni na kraju ugovorenog perioda.

Forvardi se, zbog odsustva klirinške kuće kao posrednika u njihovoj trgovini gotovo uvek poravnavaju isporukom aktive koja se nalazi u njihovoj osnovi što podrazumeva postojanje rizika plaćanja i isporuke u njenoj realizaciji, tj. kreditnog rizika u ispunjenju ugovora. Ipak i forvard ugovori mogu biti korišćeni za uvećanje stope prinosa i kontrolu rizika portfolia ali zbog odsustva klirinške kuće i sistema marginskih računa, za isti efekat prinosa i hedžinga, uz preuzimanje kreditnog rizika, zahtevaju i veći iznos angažovanih sredstava u odnosu na fjučers ugovore.

Forvardi na kamatne stope imaju nekoliko specifičnosti. Pre svega, moraju nedvosmisleno definisati dugovni instrument koji će biti isporučen u budućem trenutku, zatim količinu, tj. broj, hartija za isporuku, cenu, tj. kamatnu stopu, na dugovni instrument u trenutku isporuke i naravno datum isporuke. Onaj transaktor koji ima obavezu da kupi aktivu iz forvarda zauzeo je dugu forvard poziciju, a onaj koji ima obavezu da proda aktivu iz forvarda zauzeo je kratku forvard poziciju. Prodavac forvarda ima ambiciju da minimizira svoj rizik u trenutku dospeća forvarda.

Prednosti forvarda

Nesumnjiva prednost forvarda je da ovi ugovori mogu da budu fleksibilni onoliko koliko se o tome dogovore ugovorene strane, te da forvard u potpunosti odgovori potrebama ugovorenih strana.

Nedostaci forvarda

Prvi je taj da je u praksi nekada vrlo teško naći drugu ugovorenu stranu s kojom bi se mogao napraviti forvard ugovor. Na tržištu postoje brokeri za forvard ugovore koji pomažu da se dve ugovorene strane nađu i sklope forvard, ali ipak, nekad je tako nešto teško i može iziskivati puno vremena i napora s neizvesnim ishodom. Uz to, ako se druga ugovorna strana i nađe, može se desiti da nije spremna da plati zahtevnu cenu. Drugim rečima, zbog odsustva likvidnosti, može se desiti da ugovorna strana mora da plati visoku likvidnosnu premiju /da plati višu cenu kod kupovine ili da dobije nižu cenu kod prodaje/ da bi se forvard posao sklopio.

Drugi nedostatak je taj što su forvardi podložni riziku neizmirenja obaveza /difolt riziku/. Pošto u trgovini forvardima ne postoji neka eksterna organizacija koja garantuje izvršenje forvarda, u slučaju neizmirenja obaveze neke ugovorene strane, druga strana može činiti samo isto ono što joj je na raspolaganju kod svake druge vrste ugovora: tužba i sudski postupak s neizvesnim ishodom, stepenom naplate, rokovima i troškovima. Prisustvo difolt rizika podrazumeva obavezu ugovorenih strana u forvardu da ispituju jedna drugu i da sledstveno, dodatno investiraju vreme i novac u ovaj postupak provere kreditnog rejtinga druge strane.

Ako difolt rizik posmatramo i u svetlu odsustva likvidnosti, jasno je zašto je ova vrsta ugovora relativno malo u upotrebi i zašto je u mnogim domenima ustupila tržišni prostor savremenijem vidu terminskih ugovora: *fjučersima*.

12.2. Karakteristike fjučers ugovora

Fjučers ugovor je savremeniji tip terminskog ugovora koji prevazilazi probleme nedostatka likvidnosti i rizika neizmirenja obaveza /difolt rizik/ iz forvarda. Fjučers je standardizovan terminski ugovor kojim se trguje na berzama. Kao i kod forvarda, fjučers ugovor obavezuje kupca da primi isporuku neke aktive i prodavca da istu aktivu isporuči po ugovorenoj ceni na isteku ugovorenog perioda. Za kupca fjučersa se kaže i da je u poziciji dugog fjučersa, a za prodavca da je u poziciji kratkog fjučersa. Cena po kojoj su se strane sporazumile da će obaviti transakciju u budućnosti je *fjučers cena*, a ugovoreni dan realizacije ugovora se naziva *datum isporuke* ili *datum poravnanja*. S obzirom da berze fjučersa nemaju specijaliste, sprečavanje naglih i velikih cenovnih promena obezbeđuje se uz pomoć gornjih i donjih dnevnih cenovnih limita.

Nastanak fjučers ugovora iniciran je od strane berzi. Do 1972. godine u SAD se trgovalo samo robnim fjučersima koji su u svojoj osnovi imali neku standardizovanu berzansku robu. Od 1972. godine javljaju se i finansijski fjučersi koji za svoju osnovu mogu imati berzanski indeks, kamatnu stopu ili nacionalnu valutu. Stoga se ovi derivati zovu indeksni fjučersi, kamatni fjučersi i valutni fjučersi. Prvi se može sresti u portfoliju investitora koji ulažu u akcije, drugi kod onih koji ulažu u obveznice a treći kod onih koji ulažu u hartije od vrednosti denominovane u stranoj valuti. Na svim berzama u svetu, po pravilu, obavlja se trgovina sa većim brojem fjučers ugovora.

Pozicija u fjučers ugovoru se može likvidirati na dva načina: pre datuma poravnanja zauzimanjem kontra pozicije ili čekanjem datuma poravnanja i isporukom aktive koja se nalazi u osnovi ugovora. Poravnanje se vrši, kod nekih fjučers ugovora alternativno a kod nekih isključivo, isplatom u gotovini.

U transakcijama sa fjučersima važno mesto ima *klirinška kuća*. Ona se javlja sa druge strane svake transakcije investitora i formalno kao posrednik u svakoj transakciji, tj. ona je kupac za svaku prodaju i prodavac za svaku kupovinu. Time u praksi ona eliminiše rizik ispunjenja ugovora koji bi investitori podnosili u slučaju direktnih međusobnih transakcija.

Klirinška kuća olakšava izlazak investitora iz fjučers pozicije pre datuma poravnanja tako što se prodajni ili kupovni fjučers može anulirati na računu investitora u klirinškoj kući njegovom kupovinom identičnog suprotnog fjučersa. Tako se bez kontakta sa drugom ugovorenom stranom investitor može osloboditi fjučers pozicije.

Pri uspostavljanju fjučers pozicije investitor mora da položi određeni iznos sredstava na svoj račun kod klirinške kuće. Taj iznos se, kao i kod trgovine na margini, naziva *inicijalna margina* i ne sme pasti ispod određenog nivoa margine održanja koji propisuje berza. Ako se nivo margine nalazi ispod njenog minimalnog nivoa duže od jednog dana berza automatski zatvara fjučers poziciju investitora jer osnovano očekuje da investitor nema nameru da izvrši svoju obavezu iz fjučers ugovora.

Indeksni fjučers ugovori

Investitori koji ulažu u akcije korporacija imaju na raspolaganju jedan od novijih fjučers ugovora kojim se može uticati na ublažavanje tržišnih rizika portfolia akcija i korišćenje povoljnih tržišnih kretanja. Reč je o indeksnim fjučers ugovorima. U SAD prvi put su se pojavili 1982. godine i u njihovoj osnovi se nalaze, po pravilu, sveobuhvatni i afirmisani berzanski indeksi. Najčešće, to je S&P 500. Indeksni fjučersi se poravnavaju u gotovini pri čemu je novčana vrednost svakog indeksnog poena različita u zavisnosti od berzanskog indeksa.

Kamatni fjučersi

Prvi fjučersi ove vrste javili su se 1975. godine na Čikaškoj berzi CBT i bili su izvedeni na osnovu hipotekarne založnice GNMA. Odmah nakon toga na Čikaškoj berzi CME javili su se, i kasnije preuzeli dominaciju među kamatnim fjučersima, fjučersi izvedeni na osnovu kratkoročne /tromesečne/ državne obveznice nominalne vrednosti \$1 milion. Prodavac ovog fjučersa obavezuje se da će kupcu fjučersa isporučiti državnu obveznicu standardizovane nominalne vrednosti i to 13 nedelja pre njenog dospeća bez obzira da li je ona tada primarno emitovana ili je to ranije emitovana obveznica sa dužim rokom dospeća. Sličan kamatni fjučers, ali sa gotovinskim poravnanjem, emituje se na osnovu eurodolarskih depozitnih certifikata sa rokom dospeća od tri meseca i nominalnom vrednošću \$1 milion na koju se zaračunava LIBOR kamatna stopa. Ovim fjučersima se trguje kako u SAD tako i u Evropi. Emituju se i fjučersi na osnovu srednjoročnih i dugoročnih državnih obveznica kojima se trguje na CBT.

U okviru kamatnih fjučersa treba spomenuti još jedan ugovor sa gotovinskim poravnanjem. Ovaj fjučers se izvodi na bazi berzanskog indeksa sastavljenog od 40 municipalnih obveznica u izboru publikacije *The Bond Buyer*.

Valutni fjučersi

Investitori koji su izloženi međunarodnim transakcijama zainteresovani su za kontrolu valutnog rizika uz pomoć valutnih fjučersa. Ova vrsta fjučersa, izvedena na osnovu svih važnijih svetskih valuta /japanski jen, britanska funta, švajcarski franak, kanadski i australijski dolar/ predmet je svakodnevne trgovine na Međunarodnom monetarnom tržištu kao segmentu Čikaške berze CME.

12.3. Vrednovanje fjučersa

Uspešno određivanje teorijske cene fjučers ugovora je od ključne važnosti da bi se u potpunosti iskoristile i hedžing i špekulativne prilike koje ovaj derivatni finansijski instrument stavlja na raspolaganje potencijalnim investitorima. Cena fjučers ugovora koja za datu tržišnu cenu aktive, date iznose kamatnih stopa na kratkoročne pozajmice i datu stopu prinosa aktive, eliminiše arbitražne profite smatra se teorijskom ravnotežnom cenom posmatranog fjučers ugovora. Dakle, teorijska ravnotežna cena fjučersa može se, po pojednostavljenom modelu, izračunati na osnovu poznavanja cene aktive iz njegove osnove na spot tržištu, prinosa na aktivu do datuma poravnjanja fjučersa i kratkoročne kamatne stope na davanje i uzimanje u zajam.

12.4. Fjučers strategije

Većina institucionalnih investitora u svojim portfoliima ima akcije i obveznice. Fjučersi koji se prirodno mogu primeniti na takve portfolie radi podizanja njihovih performansi su: /1/ indeksni fjučersi, /2/ kamatni fjučersi i /3/ valutni fjučersi.

1. Uz pomoć *indeksnih fjučersa* može se kontrolisati tržišni rizik, tj. upravljati nivoom sistematskog rizika svog portfolia akcija. Investitori sa *indeksnim fjučersima* mogu uspostavljati i riziko kontrolisani portfolio. *Indeksni fjučersi*, naravno, omogućavaju i zaradu po osnovu arbitražnih mogućnosti koje proističu iz njihove neprecizne tržišne valorizacije, tj. odstupanja cene indeksnog fjučersa od cena akcija iz sastava indeksa. *Indeksni fjučersi* se mogu koristiti i za osiguranje portfolia. *Indeksni fjučersi* idealni su za osiguranje indeksnih investicionih fondova. *Indeksni fjučersi* predstavljaju i korisno pomoćno sredstvo za efikasno i jednostavno adaptiranje portfolio strukture. Sa *indeksnim fjučersima*, konačno, moguće je i špekulisati na kretanju cena akcija.

2. Investitori uz pomoć *kamatnih fjučersa* mogu kontrolisati kamatni rizik portfolia, tj. uz pomoć njih se može menjati osetljivost portfolia na promenu kamatne stope na tržištu. Investitori sa *kamatnim fjučersima* mogu uspostavljati i riziko kontrolisani portfolio u cilju zaštite od nepovoljnih kamatnih kretanja fiksirajući pri tom kamatnu stopu ili cenu. *Kamatni fjučersi* pogodni su za realizaciju kamatnih arbitražnih profita. *Kamatni fjučersi* predstavljaju i korisno pomoćno sredstvo za efikasno i jednostavno adaptiranje portfolio strukture. I sa *kamatnim fjučersima*, konačno, moguće je i špekulisati na kretanju cena obveznica.

3. *Valutni fjučersi* se koriste od strane investitora koji u svojim portfoliima sadrže akcije i/ili obveznice denominirane u stranoj valuti. Investitori sa *valutnim fjučersima* mogu uspostavljati i riziko kontrolisani portfolio u cilju zaštite od nepovoljnih kursnih kretanja fiksirajući pri tom valutni kurs. *Valutni fjučersi* daju mogućnost i realizaciju valutnih arbitražnih profita. Sa *valutnim fjučersima*, takođe, je moguće i špekulisati na kretanju valutnog kursa.

XIII TEZA

13. TRŽIŠTE OPCIJA I SVOPOVA

13.1. Karakteristike i vrste opcija

Opcije imaju niz potencijalnih povoljnosti u odnosu na fjučerse. One su takođe instrument koji se može koristiti kako za hedžing pokrivenih portfolio pozicija tako i u špekulativne svrhe njihovog kupca, koji ih zadržava do dospeća. Treba naglasiti da opcije omogućavaju čitav spektar potencijalnih prinosa za njihove kupce i prodavce. Ovde ćemo se ograničiti na opcije izvedene na osnovu finansijskih instrumenata.

Finansijske opcije daju njihovom vlasniku pravo ali ne i obavezu da kupe ili prodaju određenu finansijsku aktivu po unapred utvrđenoj ceni. Za razliku od fjučersa, ovde ne postoji obaveza izvršenja ugovora na obe strane. Kupac opcije plaća prodavcu određenu proviziju koja se zove *opciona cena* ili *opciona premija* koja predstavlja nadoknadu za preuzeti rizik promene cene aktive u osnovi opcije. Cena po kojoj se finansijska aktiva iz osnove opcije može kupiti ili prodati naziva se *izvršna* ili *strajk cena*, a datum posle koga opcija prestaje da važi zove se *datum isteka* ili *datum dospeća*.

Sa aspekta mogućnosti izvršenja ugovora, opcije se mogu podeliti na *američke* i *evropske*. *Američke opcije* se mogu realizovati u bilo kom trenutku do datuma dospeća, uključujući i taj datum. *Evropske opcije* se mogu realizovati samo na datum dospeća.

S aspekta prava koje daju njenom imaocu opcije se mogu podeliti na *put* i *kol*. Kada opcija njenom imaocu daje pravo da kupi neku aktivu po utvrđenoj ceni ona se zove *kupovna* ili *kol /call/ opcija*. Kada opcija njenom imaocu daje pravo na prodaju zove se *prodajna* ili *put /put/ opcija*.

Opcijama se trguje i na *berzama* i na *OTC tržištu*. Berzanska trgovina opcijama podrazumeva njihovu standardizaciju, veću sigurnost i niže transakcione troškove usled veće likvidnosti i većeg obima prometa.

Vanberzanska, tj. OTC, trgovina opcijama često je primerenija potrebama nekih investitora s obzirom da se na tom tržištu mogu kreirati opcije po potrebama investitora i njihovih specifično strukturiranih portfolia. Tako se na razvijenim tržištima na OTC tržištu mogu nabaviti upravo one opcije koje najbolje odgovaraju specifičnim potrebama.

Na razvijenim tržištima finansijske opcije, kojima se organizovano trguje na berzama, obuhvataju četiri osnovne grupe: /1/ *opcije na akcije*, /2/ *opcije na berzanske indekse*, /3/ *kamatne opcije* i /4/ *valutne opcije*.

1. *Opcijama na akcije* korporacija trguje se masovno i organizovano. Sa berzanskom trgovinom kol opcijama počelo se 1973. godine, a trgovinom put opcijama nešto kasnije, 1977. godine. Svaka opcija na akcije u berzanskom prometu je američkog tipa i izvedena je na osnovu vrednosti 100 akcija. Berze na kojima se u SAD odvija trgovina opcijama na akcije su: Čikaška berza CBOE, AMEX, NYSE kao i regionalne berze: Filadelfijska, Pacifička i Srednjezapadna. U Evropi opcijama se najviše trguje na: LIFFE i Eurex. Opcije su izvedene na, u trgovini aktivne, akcije velikih korporacija bez obzira da li su te akcije na listingu neke berze ili u OTC prometu.

2. *Opcije na berzanske indekse* su skorijeg datuma. Njihova trgovina otpočela je na Čikaškoj berzi CBOE marta 1983. i to na osnovu berzanskog indeksa S&P 100 i ovaj ugovor je i danas jedan od najpopularnijih. Opcije na berzanske indekse su ugovori sa gotovinskim poravnanjem, tj. nema isporuke bilo kakvih akcija na poravnanju. One dospevaju treće subote ugovorenog meseca dospeća. U trgovini indeksnim opcijama srećemo i američki i evropski tip opcije. Investitori koji ispisuju opcije na berzanske indekse, po pravilu, preferiraju ugovore evropskog tipa jer time eliminišu mogućnost rane realizacije opcija u kojima su u kratkoj poziciji. Popularnost indeksnih opcija je za kratko vreme narasla tako da se danas oko trećine svih opcija kojima se trguje na berzama odnosi upravo na opcije na berzanske indekse.

3. *Kamatne opcije* izvedene su na osnovu dugovnog finansijskog instrumenta i više su u prometu na OTC tržištu nego na berzama. U vanberzanskom prometu naročito su popularni opcioni ugovori na državne obveznice i hipotekarne založnice za koje postoje i specijalizovani dileri čiji je zadatak da kontinuirano prave tržište. Mogu se naći i posebne vrste kamatnih opcija koje su izvedene na osnovu razlike u kamatnim stopama na pojedine vrste obveznica. Kamatne opcije na OTC prilagođene su potrebama kontrole rizika investitora tako da tipično dospevaju u roku dospeća portfolia koji investitor želi da hedžuje iz čega proističe i relativno odsustvo interesa vlasnika opcija za njihovu likvidnost.

4. *Valutne opcije* daju mogućnost investitorima da kontrolišu kursni rizik ali i da iskoriste povoljna kursna pomeranja. One su, za glavne svetske valute, u prometu od 1982. godine na Filadelfijskoj berzi, kasnije i na drugim berzama u svetu. Na OTC tržištu valutne opcije se mogu prilagoditi specifičnim potrebama investitora. Valutne opcije se izvode za iste valute koje se nalaze i u osnovi valutnih fjučersa ali je vrednost valute u osnovi opcije duplo manja od njihove vrednosti iz osnove fjučersa.

13.2. Pozicije opcionih transaktora

Bez obzira da li kupac opcije izvrši njenu realizaciju ili ne, opciona premija ostaje njenom prodavcu. Iznos opcione premije je maksimalni mogući dobitak za prodavca opcije i, ujedno, maksimalni mogući gubitak za njenog kupca. Kupac opcije je zadržao mogućnost svog profitiranja u uslovima povoljnih cenovnih kretanja ali je svoj gubitak ograničio na iznos opcione premije. S obzirom da je kupac opcije platio opcionu premiju kao svoj najveći potencijalni gubitak, on ne mora polagati svoja sredstva kod klirinške kuće niti održavati nivo na marginskom računu.

Prodavac opcije je odmah na dobitku za iznos opcione premije ali preuzima na sebe rizik mogućeg značajnog gubitka u uslovima nepovoljnih cenovnih kretanja. Ta nepovoljna cenovna kretanja su rast cene aktive u uslovima prodaje kol opcije ili pad cena aktive u uslovima prodaje put opcije.

Četiri su osnovne situacije u kojima se transaktor u trgovini opcijama može naći: /1/ *kupac kol opcije*, /2/ *kupac put opcije*, /3/ *prodavac kol opcije* i /4/ *prodavac put opcije*.

1. *Kupac kol opcije*, kao hedžer, želi da se osigura od rizika rasta cene aktive koju želi da kupi u narednom periodu ali da istovremeno zadrži mogućnost njene kupovine po nižoj ceni u slučaju pada cene aktive. Kao špekulant, on želi da profitira na očekivanom rastu cene izabrane aktive uz angažovanje samo dela sredstava neophodnih za uspostavljanje njegove duge pozicije u izabranoj aktivu i uz eliminisanje rizika gubitka u iznosu većem od opcione premije.

2. *Kupac put opcije*, kao hedžer, želi da se osigura od rizika pada cene aktive koju ima u svom posedu i koju želi i dalje da je zadrži u svom portfoliju, ili koju želi da proda u narednom periodu, ali da istovremeno zadrži mogućnost njene kapitalne apresijacije ili prodaje po višoj ceni u slučaju rasta cene aktive iz njene osnove. Kao špekulant, on želi da profitira na očekivanom padu cene izabrane aktive uz, za razliku od prodaje na kratko, eliminisanje rizika gubitka u iznosu većem od opcione premije.

3. *Prodavac kol opcije* kao špekulant može ne angažujući svoj kapital uvećati prinos za iznos opcione premije pod uslovom da cena aktive, iz koje je opcija derivirana, o roku dospeća bude ista ili niža od strajk cene. Investitori koji na osnovu svojih finansijskih analiza mogu sa visokom dozom sigurnosti da tvrde da cene nekih hartija od vrednosti očekuje pad, ispisivanjem kol opcija mogu značajno da uvećaju svoj prinos.

4. *Prodavac put opcije* kao špekulant može ne angažujući svoj kapital uvećati prinos za iznos opcione premije pod uslovom da cena aktive, iz koje je opcija derivirana, o roku dospeća bude ista ili viša od strajk cene. Investitori koji na osnovu svojih finansijskih analiza mogu sa visokom dozom sigurnosti da tvrde da cene nekih hartija od vrednosti očekuje rast, uz zauzimanje dugih pozicija u tim aktivama i kupovinu kol opcija, ispisivanjem put opcija mogu značajno da uvećaju svoj prinos.

13.3. Opcije na fjučerse

Opcije na fjučers ugovore se popularno nazivaju i fjučers opcije i one, sledstveno, predstavljaju svojevrsnu kombinaciju opcija i fjučersa. Fjučers opcija je opcija koja u svojoj osnovi ima specifični fjučers ugovor. Kod ovih složenih derivata, rok dospeća opcije podudaran je roku izmirenja fjučers ugovora. Kao i kod opcija, postoje put i kol fjučers opcije.

Finansijske fjučers opcije na razvijenim finansijskim tržištima izvode se na sve one fjučers ugovore koji u svojoj osnovi imaju finansijsku aktivu. Tako, postoje opcije na indeksne fjučerse, opcije na kamatne fjučerse i opcije na valutne fjučerse. Među finansijskim fjučers opcijama najpopularnije su kamatne fjučers opcije.

Fjučers opcije imaju nekih značajnih prednosti i u odnosu na opcije i u odnosu na fjučerse.

U odnosu na opcije, razlog popularnosti fjučers opcija treba tražiti najpre u njihovoj jednostavnosti po pitanju isporuke aktive iz njihove osnove jer se fjučersi, po svojoj prirodi, ne mogu naći u nedovoljnoj ponudi kao što može biti slučaj sa nekom realnom finansijskom aktivom. Dalje, cene fjučersa su uvek dostupne pa je time i procenjivanje fjučers opcija olakšano.

U slučaju kupovine običnog fjučers ugovora transaktor može ostvariti veoma visok dobitak ali i gubitak. Za razliku od toga, ako transaktor kupi kol fjučers opciju njegov dobitak u slučaju rasta cene aktive takođe može biti veoma visok, ali je njegov gubitak ograničen samo na iznos plaćene opcione premije. U slučaju prodaje običnog fjučers ugovora transaktor, takođe, može ostvariti veoma visok dobitak i gubitak. Za razliku od toga, ako transaktor kupi put fjučers opciju njegov dobitak u slučaju pada cene aktive isto tako može biti veoma visok, ali je njegov gubitak u slučaju rasta cena ograničen smo na iznos plaćene opcione premije.

Svojom originalnošću i otvaranjem novih i interesantnih investicionih mogućnosti, fjučers opcije su danas sve popularniji finansijski mehanizam.

13.4. Faktori uticaja na vrednost opcija

U osnovi, cena opcionog ugovora se sastoji iz dva glavna dela: prvi deo naziva se *stvarna vrednost*, a drugi, *vremenska vrednost* opcije ili vremenska premija.

Stvarna vrednost opcije predstavlja finansijski rezultat koji bi njen imalac ostvario njenom momentalnom realizacijom.

Vremenska premija opcije je jednaka razlici između njene trenutne tržišne vrednosti i stvarne vrednosti i zavisi od procene kupca opcije o budućim cenovnim kretanjima do roka dospeća.

Faktori koji utiču na tržišnu cenu opcije su brojni i imaju različito dejstvo u zavisnosti od toga da li je opcija put ili kol, američkog ili evropskog tipa.

1. Ono što vrši osnovni uticaj na cenu opcija je *cena aktive* koja se nalazi u njihovoj osnovi. Ako cena aktive raste, raste i atraktivnost kol opcija koje nude mogućnost njene kupovine po strajk cenii. Zbog toga raste i tražnja za kol opcijama što utiče na rast njihove tržišne cene s obzirom da raste njihova stvarna vrednost ali, zbog očekivanja investitora da će se povoljno cenovno kretanje do dospeća nastaviti, i njihova vremenska premija. I obrnuto, ako cena aktive pada, padaće i cena kol opcija. Slično je i kod put opcija. Ako cena aktive raste padaće cena put opcija i obrnuto, ako cena aktive pada rašće cena put opcija. U svakom slučaju cene opcija prate cene aktiva.

2. Drugi faktor je *strajk cena*. Ako apstrahujemo druge elemente, viša strajk cena imaće uticaj na rast cena put opcija, i obrnuto, niža strajk cena uticaće na pad cena put opcija. Slično je i kod kol opcija. Viša strajk cena uticaće na pad cene kol opcija, i obrnuto, niža strajk cena uticaće na rast cena kol opcija.

3. Vremenska premija, kao deo tržišne cene opcija zavisi od njenog *roka dospeća*. Samim tim i tržišna cena opcija zavisi od dužine roka dospeća. Što je rok dospeća duži to je cena opcija veća. Što je rok dospeća kraći, to se tržišna cena opcija smanjuje i približava njenoj stvarnoj vrednosti a na dan dospeća se sa njom podudara jer više nema vremena za potencijalne povoljne cenovne pomake koji stoje u osnovi postojanja vremenske premije.

4. Na tržišnu cenu opcija utiče i *očekivani rizik cenovnih promena aktive*, tj. *cenovna volatilnost aktive*, iz osnovaopcije do isteka njenog roka dospeća. Volatilnost aktive ne mora biti fiksna i može se menjati do roka dospeća opcije pri čemu te promene volatilnosti mogu biti slučajne ali i sistematske i relativno predvidive.

13.5. Opcione strategije

Opcije na akcije i indeksne opcije se, pre svega, koriste ako investitori isključivo, pretežno, ali i kad samo delimično ulažu u akcije. Čak i nezavisno od toga, opcije na akcije i indeksne opcije mogu se koristiti u špekulativne svrhe ako se sa dovoljnom pouzdanošću može očekivati cenovno kretanje individualne akcije ili berzanskog indeksa u određenom pravcu. U slučaju očekivanog pada cena akcija ili pada vrednosti berzanskog indeksa, u špekulativne svrhe, moguće je ići na kupovinu put opcija i prodaju kol opcija. Obrnuto, u slučaju očekivanog rasta cena akcija i rasta vrednosti berzanskog indeksa moguće je ići na kupovinu kol opcija i prodaju put opcija.

Opcije na akcije i indeksne opcije investitori mogu koristiti i za zaštitu trenutnih ili predviđenih pozicija u pojedinim akcijama ili portfoliima akcija, u visokoj korelativnoj vezi sa određenim popularnim berzanskim indeksom na osnovu koga se emituju opcije.

Kamatne opcije se, pre svega, koriste ako investitori isključivo, pretežno, ali i kad samo delimično ulažu u obveznice. Kamatne opcije mogu se koristiti u špekulativne svrhe ako se sa dovoljnom pouzdanošću može očekivati kretanje kamatne stope u određenom pravcu. S obzirom da cena kol kamatne opcije raste u situaciji pada kamatne stope, u takvom slučaju, u špekulativne svrhe, moguće je ići na kupovinu kol opcija i prodaju put opcija. Obrnuto, u slučaju očekivanog rasta kamatnih stopa moguće je ići na kupovinu put opcija i prodaju kol opcija.

Kamatne opcije mogu se koristiti i za zaštitu trenutnih ili predviđenih pozicija u pojedinim obveznicama.

Uz pomoć *valutnih opcija* može se špekulisati na kretanju valutnog kursa ako se sa dovoljnom pouzdanošću može očekivati njegovo kretanje u određenom pravcu. U situaciji očekivanog rasta valutnog kursa, u špekulativne svrhe, moguće je ići na kupovinu kol valutnih opcija i prodaju put valutnih opcija. Obrnuto, u slučaju očekivanog pada kursa moguće je ići na kupovinu put valutnih opcija i prodaju kol valutnih opcija.

Valutne opcije mogu se koristiti i za zaštitu trenutnih ili predviđenih pozicija u pojedinim hartijama od vrednosti denominiranim u stranoj valuti.

Opcije omogućavaju pravljenje kombinacija sa više njih u paketu koje, u zavisnosti od očekivanih cenovnih kretanja, mogu doneti dobitak i u situacijama koje, na prvi pogled, to ne omogućavaju.

Stredl ili *Strategija raskoraka* je možda najpoznatija od opcionih kombinacija. Njena suština se svodi na simultanu kupovinu ili prodaju jedne kol i jedne put opcije.

Strengl strategija, takođe, polazi od kupovine ili prodaje jedne put i jedne kol opcije. Put i kol opcije imaju isti rok dospeća, a ova strategija kombinuje put opciju sa strajk cenom ispod trenutne cene i kol opciju sa strajk cenom iznad trenutne cene akcije ili portfolia iz njihove osnove.

Spred je složena strategija opcionih kombinacija koja obuhvata kupovinu i prodaju srodnih opcija. Među *spred* strategijama ističu se nekoliko najpoznatijih.

1. *Baterflaj spread* je strategija koja počiva na pretpostavci da se u buduću neće bitno menjati cena akcije iz osnove opcije.
2. *Bul spread* strategije su kombinacije opcija sa različitim strajk cenama ili različitim rokovima dospeća, sastavljene tako da profitiraju u slučaju rasta cena.
3. *Bear spread* strategije su kombinacije opcija sastavljene tako da profitiraju na očekivanom padu cena.
4. *Strip* predstavlja kombinaciju dve put opcije i jedne kol opcije na istu akciju ili portfolio, sa istom strajk cenom i istim rokom dospeća.
5. *Strap* ili trostruka opcija predstavlja kombinaciju jedne put opcije i dve kol opcije istih karakteristika.

13.6. Svopovi

Svop je ugovor između dve strane koje su se dogovorile da razmenjuju odgovarajuće novčane tokove u budućnosti. Po pravilu, računanje gotovinskih tokova koji će biti razmenjeni uključuje korišćenje odgovarajućih tržišnih kamatnih stopa, deviznih kurseva ili drugih tržišnih varijabli. Razmena novčanih tokova kod svopa se dešava, po pravilu, u nekoliko sukcesivnih perioda u budućnosti.

Dve osnovne vrste svopova su:

1. *kamatni svopovi* i
2. *valutni svopovi*.

13.6.1. Kamatni svopovi

Kamatni svop definiše obavezu jedne ugovorene strane da isplaćuje određenu fiksnu kamatu na obračunsku glavnicu u određenim pravilnim vremenskim intervalima i da zauzvrat prima fleksibilnu kamatu na istu obračunsku glavnicu i u istim vremenskim intervalima. Fleksibilna kamatna stopa koja se nalazi u najvećem broju svop ugovora je LIBOR kamatna stopa koja se na međubankarskom tržištu u Londonu formira na depozite od 1 meseca, 3 meseca, 6 meseci i 12 meseci. U zavisnosti od roka deponovanja novca u drugoj banci, zavisi i visina LIBOR-a. Ova kamatna stopa se formira za sve značajne valute, a LIBOR na EUR je jednak EURIBOR-u koji se formira na međubankarskom tržištu u Frankfurtu.

Takođe, treba imati u vidu da se obračunska glavnica ne razmenjuje već samo služi za obračun kamata. Otuda kamatni svop ima vrlo ograničen kreditni rizik koji se svodi samo na sposobnost ugovorene strane sa negativnim neto novčanim tokom u trenutku isplate da izmiri svoje obaveze. Sama priroda svopa se ne bi promenila ukoliko bi se isplatila obračunska glavnica između dve ugovorene strane na kraju svop ugovora. To bi, međutim, bitno podiglo nivo kreditnog rizika obe ugovorene strane.

13.6.2. Valutni i ostali svopovi

Valutni svopovi su druga najčešća vrsta svop ugovora. Oni podrazumevaju razmenu glavnice i kamate u jednoj valuti za glavnicu i kamatu u drugoj valuti. Zbog toga što podrazumevaju razmenu glavnica, valutni svopovi imaju veći kreditni rizik od kamatnih svopova. Valutni svop podrazumeva da glavnica bude izražena u obe valute. Glavnice se, po pravilu, razmenjuju i na početku i na kraju vremena važenja svopa. Razmena glavnica na kraju roka svopa može biti razmena novčanih tokova bitno različitih vrednosti zbog mogućnosti promena valutnog kursa između valuta iz svop ugovora. I valutni svopovi kao i kamatni svopovi, mogu promeniti karakter kako aktive, tako i pasive iz imovine i prihoda u jednoj valuti u imovinu i prihod u drugoj, tj. iz obaveza i plaćanja u jednoj valuti u obavezu i plaćanja u drugoj. Otuda je valutni svop instrument hedžinga valutnog rizika. Vrednovanje valutnih svopova, takođe se svodi na razliku u vrednosti dve obveznice: jedne u jednoj valuti i druge u drugoj valuti.

Danas se na tržištu može naći i čitav niz drugih, prilično kompleksnih svopova, kao što su: /1/ *svopovi na berzanske indekse i fiksne kamate*, /2/ *opcije na svopove*, /3/ *svopovi na robe*, /4/ *svopovi na volatilnost* i dr.

XIV TEZA

14. POSREDNICI NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA

14.1. Uvod: Pojam, vrste i osnovne funkcije posrednika u sistemu direktnog finansiranja

Osnovna funkcija posredovanja u sistemu direktnog finansiranja jeste uspostavljanje upravo te direktne veze između investicionih i štednih jedinica. Ta veza ne može nastati slučajno. Ako i nastaje slučajno, ona je praćena visokim transakcionim troškovima i, po pravilu, nije stabilna. Priroda posredovanja u ovom sistemu je, dakle, bitno različita u odnosu na posredovanje u sistemu indirektnog finansiranja, gde je osnovni posrednik komercijalna odnosno univerzalna banka. Posredovanje u sistemu direktnog finansiranja ima na prvi pogled trivijalni cilj: uspostavljanje veze između kupaca i prodavaca, emitenata i investitora. Ali preduslov njihove stabilnosti jeste poštovanje preferencija obe strane prilikom uređenja njihovog odnosa. U slučaju nesaglasnosti njihovih preferencija, dolazi do pucanja datih veza. Zbog toga posredovanje u sistemu direktnog finansiranja nije trivijalno.

Posrednik u sistemu direktnog finansiranja ima svoje funkcije. Osnovna evidencija funkcija posrednika je sledeća:

1. posrednik omogućava suficitnim /štednim/ jedinicama u sistemu optimalni izbor investicionih alternativa,
2. investicionim jedinicama posrednik obezbeđuje dodatni kapital u optimalnom obimu i po optimalnoj ceni,
3. posrednik smanjuje informacionu asimetriju i transakcione troškove u sistemu.

Pored navedenih, bitna funkcija posrednika jeste i kreiranje i održavanje likvidnosti tržišta. Posrednici na finansijskom tržištu omogućavaju, nadalje, i njegovu konkurentnost. Efikasno posredovanje smanjuje transakcione troškove. Da bi tržište bilo efikasno, transakcioni troškovi moraju da budu dovoljno niski. Pojam transakcioni trošak obuhvata:

1. provizije koje naplaćuju brokeri i dileri,
2. poreze i troškove transfera koje nalaže država,
3. troškove dobijanja informacija,
4. troškove ugovaranja,
5. troškove otkrivanja cena.

Kvalitet regulacije tržišta i kvalitet posredničkog mehanizma utiču na visinu ovih troškova. Konkurencija između posrednika na finansijskim tržištima smanjuje transakcione troškove.

S obzirom na vrstu transakcija koje dominantno obavljaju, posrednici se mogu klasifikovati u tri velike grupe:

1. *Brokersko posredovanje*, kao osnovni tip posredovanja koji povezuje ponudu i tražnju. Broker u formalnom smislu posluje u ime i za račun klijenta i za svoje usluge naplaćuje brokersku proviziju.

2. *Dilersko posredovanje* evoluira iz brokerskog. Diler, osim brokerskog posredovanja, može obavljati i poslove u svoje ime i za svoj račun. Prinos iz dilerskog oblika posredovanja predstavlja ostvarenu razliku između prodajne i kupovne cene.

3. *Investiciono bankarstvo* jeste najrazvijenija forma posredovanja. Ona, osim brokerskih i dilerskih poslova, obavlja i najrizičnije operacije na finansijskim tržištima: primarni plasman hartija od vrednosti i operacije restrukturiranja kompanija.

14.2. Brokerska delatnost

14.2.1. Osnovno značenje i vrste brokerske delatnosti

Pojam *broker* ima dva značenja: *individualno*, koje se odnosi na lice koje obavlja datu delatnost i *institucionalno*, koje se odnosi na firmu odnosno posredničku instituciju.

U individualnoj definiciji, broker je lice ovlašćeno za zaključivanje berzanskih poslova. Individualni pristup ovoj delatnosti je definisan sa dva ključa.

1. *Profesionalni* – individua koja se bavi brokerskim poslom mora posedovati izvesni cenzus znanja i veština koji se po konvencijama ili po zakonima smatra dovoljnim. Ovaj uslov se dokazuje posedovanjem sertifikata o položenom stručnom ispitu koji dokazuje potreban nivo stručnosti.

2. *Etički* – ovaj cenzus se ispunjava garancijom časnih pripadnika iste profesije ili dokazom da lice koje radi na tim poslovima nije osuđivano za delikte u ovoj oblasti.

Pristup firme brokerskoj delatnosti uslovljen je postojanjem određenog broja individualnih brokera sa jedne i postojanjem kapitalnog cenzusa, sa druge strane. Minimalni kapital kojeg brokerska firma mora posedovati u raspoloživom obliku služi za zaštitu klijenta od šteta koje može, namerno ili nenamerno, prouzrokovati sam broker.

Osnovna funkcija brokerske firme je prihvatanje i izvršavanje naloga klijenta. Nalog se izvršava na berzi ili na OTC tržištu. Zavisno od toga da li jeste ili nije član berze brokerska firma može biti ili *komisioni* ili *berzanski broker*.

Komisioni brokeri su ili pojedinci koji su zaposleni u firmama članicama berze ili nezavisna brokerska kuća koja nije član berze. Nalozi za kupovinu ili prodaju, primaju se u filijalama brokerske kuće gde individualni brokeri, po prijemu „tiketa“, prosleđuju nalog brokeru na parketu berze. Ova druga grupacija brokera se nazivaju berzanski brokeri i oni primaju naloge i izvršavaju ih ili pokušavaju da ih izvrše. Ukoliko se transakcija izvrši, broker podnosi izveštaj o izvršenju u odeljenje za naloge brokerske kuće iz koje je nalog i dobijen. Brokerska kuća zatim obaveštava komisionog brokera o ishodu izvršenja naloga. Na kraju ovog ciklusa, broker podnosi izveštaj o transakciji svom klijentu.

Ako komisioni brokeri nisu u mogućnosti da izvrše sve naloge koje su preuzeli, oni se obraćaju za pomoć brokerima brokera ili tzv. „brokerima za dva dolara“ koji posluju za njihov račun ili im iznajmljuju stolicu. Ova vrsta pomoćnih brokera pomaže komisionim brokerima u izvršavanju naloga.

Komisioni brokeri su najbrojniji članovi populacije brokera. Njihova osnovna funkcija je izvršavanje naloga klijenata. Za ove usluge oni naplaćuju odgovarajuću proviziju.

Berzanski brokeri moraju ispunjavati utvrđene uslove koje propisuju regulatorno telo ili sama berza. Ti uslovi nisu standardizovani i zavise od regulacije članstva na berzi. Na berzama na kojima je broj članova stalan, pristup je dozvoljen samo članovima berze a uslovi za sticanje članstva nisu restriktivni.

14.2.2. Rizici poslovanja brokerske kuće i njena kapitalna adekvatnost

Po pravilima nacionalnih regulatornih tela ili berzi, neto kapital brokerske kuće članice berze mora biti likvidan. Neto raspoloživi kapital ne obuhvata nelikvidne delove brokerove imovine kao što su zgrade i oprema. Broker, po ovim normama, ima dovoljnu *kapitalnu adekvatnost* ako vrednost njegove ukupne pasive ne prelazi vrednost likvidne aktive više od 10 puta. Svaka brokerska firma članica berze ima obavezu da podnosi periodične izveštaje o svojoj kapitalnoj adekvatnosti.

Regulatorno telo propisuje i metodologiju za merenje rizika. Metodologija merenja i praćenja rizika u većini savremenih regulatornih sistema obuhvataju sledeće osnovne rizike.

1. *Prvi je rizik izloženosti brokerske kuće prema jednom klijentu*, odnosno prema više povezanih lica. Ova veličina se definiše kao zbir svih potraživanja i uslovnih potraživanja prema tom licu, odnosno licima, uvećana za vrednosti ulaganja u hartije od vrednosti tog lica ili vrednosti udela kapitala brokerske kuće u tom licu. Gornja granica ove vrste izloženosti riziku jeste 25% kapitala brokerske kuće. Ako je premašena najveća dozvoljena izloženost, brokerska kuća je dužna da o tome odmah obavesti Komisiju za hartije od vrednosti. Velikom izloženosti riziku brokerske kuće prema jednom ili više povezanih lica, smatra se izloženost riziku koja prelazi 10% kapitala brokerske kuće. Iznos svih velikih izloženosti riziku, brokerska kuća ne sme preći 800% visine svog kapitala.

2. Drugi bazični rizik brokerske kuće jeste *rizik nesolventnosti*. Za zaštitu od ovog rizika brokerska kuća može obrazovati rezerve. U bilansu uspeha se, u tom slučaju, moraju odvojeno prikazati prihodi i rashodi povezani sa povećanjem, odnosno smanjenjem tih rezervi. S druge strane, brokerska kuća je dužna da obrazuje posebne rezerve za posebne rizike koji proizilaze iz pojedinačnih poslova. Posebnim rezervama smatraju se i rezerve za rizik naplativosti potraživanja. Najmanji obim i način izračunavanja posebnih rezervi propisuje Komisija za hartije od vrednosti.

3. Treći bazični rizik brokerske kuće jeste *rizik likvidnosti*. Brokerska kuća se od ovog rizika štiti sledećim aktivnostima:

/a/ planiranje očekivanih novčanih izdataka i priliva,

/b/ redovno praćenje likvidnosti,

/c/ preduzimanje mera za uklanjanje uzroka nelikvidnosti.

14.2.3. Organizacija brokerskih kuća

Organizaciju brokerskih kuća determiniše vrsta posla, specijalizacija ili disperzija klijenata što upravo utiče na razvijenost pojedinih funkcija unutar njih. Tako razlikujemo:

1. Brokerske kuće koje posluju sa institucionalnim investitorima po pravilu nisu glomazne, ali su prostorno široko razgranate.
2. Brokerske kuće orijentisane na male ulagače, imaju dobro razvijena odeljenja za prijem i izvršavanje naloga.
3. Brokerske kuće univerzalnog tipa su uglavnom velike i dobro kapitalizovane finansijske institucije. One imaju razvijene sve funkcije, organizovane kao posebna odeljenja za trgovanje domaćim akcijama, domaćim obveznicama i inostranim hartijama od vrednosti. U okviru svakog odeljenja brokeri su podeljeni na grupe po granama delatnosti firmi sa čijim hartijama trguju.

Brokerske kuće mogu delovati na vanberzanskom ili OTC tržištu kao i na berzi, odnosno berzama širom sveta. Zahvaljujući razvoju komunikacionih tehnologija, omogućeno je kontinuelno globalno trgovanje koje traje 24 časa dnevno.

Vrste poslova, koji spadaju u osnovnu delatnost brokerske kuće, kao i tržišni instrumenti, koje ona koristi pri vršenju te delatnosti, proizilaze iz njenog organizacionog oblika i iz pojedinačnih odeljenja koja se nalaze u okviru nje.

/a/ Investiciono odeljenje brokerske kuće obavlja poslove svojstvene investicionim bankama. Ovim poslovima se bave velike brokerske kuće. Fokus ovih poslova je na primarnom tržištu hartija od vrednosti.

/b/ Analitičko odeljenje analizira osnovne hartije od vrednosti kojima se bavi data brokerska kuća i tržište kao celina. Za ovo odeljenje su bitne brze i tačne, ulazne i izlazne, informacije.

/c/ Odeljenje prodaje servisira odnos između brokera i klijenata. Zakonska regulativa i praksa štiti prava i utvrđuje obaveze obe strane u ovom poslu. Klijenti brokerskih kuća mogu biti pojedinci, mala i velika preduzeća, osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi. Prvi korak koji se obavlja u ovom odeljenju jeste otvaranje računa. Postoje dve osnovne vrste brokerskih računa:

Gotovinski račun je najviše korišćena vrsta računa. Klijent plaća kupljene hartije od vrednosti u gotovom ili čekom. Plaćanje se može vršiti promptno, a najkasnije na dan saldiranja transakcije. Dan saldiranja je dan do kojeg je prodavac preuzeo obavezu da isporuči hartije od vrednosti, a kupac da izvrši isplatu.

Kreditni ili marginski račun se otvara u situaciji kada klijent uplaćuje promptno samo deo novca potrebnog za kupovinu hartija od vrednosti. Ostatak sredstava on pozajmljuje od brokerske kuće. Najčešći odnos između ove dve veličine je 50% prema 50%.

Zajednički račun se otvara kada dva ili više pojedinaca žele da otvore ovu vrstu računa. Postoje dve vrste ovih računa.

Prva je kad u slučaju smrti jednog partnera, celokupna sredstva na računu pripadaju drugom partneru. Ovaj račun najviše koriste braćni partneri.

Druga vrsta računa se otvara kad u slučaju smrti jednog partnera njegova sredstva pripisuju njegovoj ostaloj imovini i dele sudbinu ostale imovine. Ovaj račun se koristi kod raznih vrsta poslovnih udruženja.

/d/ Odeljenje za izvršavanje naloga po prihvatanju naloga pristupa njegovom izvršenju.

/e/ Odeljenje za obradu naloga obavlja poslove obračuna izvršene transakcije, stvarnjivanja transakcije i slanja potvrde klijentima.

/f/ Blagajna je odeljenje koje se uključuje u operaciju sa hartijama od vrednosti dan uoči saldiranja, prisutno je na dan saldiranja, kao i u periodu posle saldiranja.

/g/ Odeljenje za evidenciju hartija od vrednosti mora da ima svaka brokerska kuća. Ovo odeljenje vodi dve osnovne evidencije: evidenciju hartija od vrednosti koje poseduje i evidenciju novčanih sredstava.

/h/ Knjigovodstvo registruje kretanje i izvodi stanje novčanih sredstava brokerske kuće.

/i/ Odeljenje za zastupanje zastupa klijente brokerske kuće u poslovima sa preduzećem čijih akcija je on vlasnik.

14.3. Dilerska delatnost

Dileri su posrednici na finansijskom tržištu koji su u isto vreme i vlasnici finansijskih instrumenata koji su predmet trgovine. Oni, u većini slučajeva, obavljaju brokersku i dilersku delatnost istovremeno. Osnovni prinos dilerske delatnosti je formiran iz poslova sa sopstvenim hartijama. To je pretežno kapitalni dobitak odnosno razlika u ceni po kojoj kupuju ili prodaju finansijsku aktivu. Postoji konflikt interesa između ove dve delatnosti. U povoljnoj tržišnoj situaciji diler/broker može prvo realizovati sopstveni pa tek onda klijentov interes. Pravila igre zahtevaju obrnuti redosled.

Dileri kao kreatori tržišta /market maker/ preuzimaju obavezu faktičkog održavanja stabilnosti tržišta. Ova uloga „kreatora tržišta“ jeste posledica njihove osnovne funkcije sticanja prinosa iz špekulativnih operacija. Preuzimajući status market makera diler stiče niz prednosti ali i obaveza. Osnovna prednost je informaciona: on ima uvid u naloge svih drugih učesnika. Osnovna obaveza jeste: izvršavanje svakog naloga koji mu je dat i stabilizacija tržišta. Market makeri, u isto vreme, po svojoj statusnoj definiciji, kupuju hartije od vrednosti po ceni koja je niža od one po kojoj su spremni da prodaju istu hartiju od vrednosti. Postoje tri vrste rizika market makera.

1. Prvi je rizik budućeg kretanja cene. Naime, ukoliko je diler u dugoj poziciji ima strah od pada cene, dok diler koji je u kratkoj poziciji ima bojazan od rasta cene.

2. Druga vrsta rizika vezana je za neizvesnost trajanja vremena koje će dileru biti potrebno da izađe iz svoje pozicije. Dužina ovog intervala zavisi od odnosa kupovnih i prodajnih naloga koji pristižu na tržište.

3. Treća vrsta rizika potiče iz visoke verovatnoće da dileri mogu poslovati sa nekim ko je bolje informisan od njih. Naime, diler može biti u celini i najbolje informisan, ali kod nekih poslova diler rizikuje da posluje sa nekim ko je bolje informisan. To može rezultirati time što informisani trgovac može postići bolju cenu na račun dilera.

Postoje još dve funkcije koje dileri obavljaju na tržištu: obezbeđuju bolju informisanost o cenama za sve tržišne učesnike, i na pojedinim tržišnim strukturama vrše ulogu aukcionara.

Dileri specijalisti su članovi berze koji učestvuju u kupovini i prodaji jedne ili više tačno određenih vrsta hartija od vrednosti na parketu berze. Njihov osnovni zadatak jeste održavanje stabilnog, kontinualnog tržišta za hartije od vrednosti za koje su specijalizovani i po pravilima berze zaduženi. U ovakvoj situaciji oni igraju ulogu market makera na kontinualnom aukcionom tržištu tako što stabilizuju cene u berzanskoj trgovini.

U ovim transakcijama specijalisti mogu nastupati kao brokери ili kao dileri. U svojstvu brokera, oni izvršavaju naloge za komisione brokere ili komitente. U svojstvu dilera, specijalisti rade za svoj vlastiti račun, profit i rizik. Ako specijalisti mogu nastupati kao brokери ili kao dileri oni nikad u istoj transakciji ne mogu nastupati i kao brokери i kao dileri. Specijalista može primiti limitirani nalog ili nalog sa tačno utvrđenom /fiksnom/ cenom koja se razlikuje od tekuće tržišne cene.

14.4. Investiciono bankarstvo

Investiciona banka je najrazvijenija forma posredovanja u sistemu direktnog finansiranja. Investiciona banka je finansijski posrednik koji, u svojstvu agenta ili principala, može obavljati sve poslove na finansijskim tržištima, uključujući i osnovne poslove posredovanja – brokerske. Osnovna delatnost investicionih banaka dominantno je fokusirana na primarnim finansijskim tržištima. Investiciono bankarstvo je dominantni posrednik u sistemu direktnog finansiranja.

Osnovna misija investicionog bankarstva jeste „proizvodnja“ odnosno emitovanje novih hartija na primarnom tržištu. Ovu misiju je investiciono bankarstvo imalo i u vreme industrijske revolucije a ima je i danas. U situacijama kada ne postoji relacija između investitora i potencijalnih investicionih projekata, postoji mogućnost delovanja investicionog bankarstva. Uspostavljanjem ove relacije investiciono bankarstvo stvara uslove za finansiranje novih projekata. Osnovni mehanizam finansiranja jeste emitovanje hartija od vrednosti.

Institucije u kojima se investiciono i komercijalno bankarstvo kombinuju nazivaju se univerzalnim bankama. Takve banke su institucije koje mogu istovremeno primati depozite, odobravati kredite, plasirati emisije hartija od vrednosti, obavljati brokerske aktivnosti i pružati druge finansijske usluge kao što je osiguranje. Najveći broj Evropskih zemalja ima univerzalno bankarstvo kao osnovni oblik institucionalizacije investicionog bankarstva.

Sa stanovišta registra delatnosti, postoje četiri definicije investicione banke. One se razlikuju po širini obuhvata delatnosti koje se smatraju osnovnim za ovaj tip posredovanja.

Prva, najšira, ovim pojmom označava najznačajnije učesnike na tržištu kapitala. Ova definicija odražava njihovu ulogu univerzalnog igrača koji obavlja gotovo sve vrste operacija na ovim tržištima: od izvršenja običnog naloga na malo do kreiranja derivatnih instrumenata.

Druga definicija specificira investiciono bankarstvo kao posrednika na primarnom tržištu kapitala i tržištu firmi. Saglasno ovoj definiciji, osnovne delatnosti investicionih banaka su preuzimanja emisija, merđžeri i akvizicije, i upravljanje fondovima rizičnog kapitala.

Treća, još uža, definicija investicionog bankarstva uključuje samo aktivnosti na primarnom tržištu kapitala, merđžere i akvizicije.

Četvrta, najuža definicija, ograničava njihovu delatnost na poslove pribavljanja kapitala na primarnom tržištu kapitala. Dopunska delatnost jesu operacije sa hartijama od vrednosti na sekundarnom tržištu.

Investicione banke se u svim finansijskim sistemima bave prikupljanjem kapitala koji je potreban preduzećima za finansiranje njihovog rasta. Danas je druga bazična delatnost restrukturiranje preduzeća odnosno posredovanje na tržištu korporativne kontrole. Investicione banke stvaraju korporacije odnosno „otvaraju“ ili „izvode“ preduzeća na finansijsko tržište. Uopšteno bi se moglo tvrditi da investiciono bankarstvo kreira primarno tržište kapitala. Investicione banke upravljaju aktivom svojih klijenata, obavljaju brokersko-dilerske poslove, kreiraju nove instrumente /finansijski inženjering/ itd. Naravno, da bi izbor konkretnih metoda finansiranja preduzeća bio pouzdan, investicione banke moraju poznavati uslove finansiranja, stanje na tržištu, itd. Dakle, investicione banke se moraju baviti analizom i istraživanjima tržišta.

XV TEZA

15. OSNOVNI ELEMENTI MIKROSTRUKTURE SEKUNDARNIH TRŽIŠTA

15.1. Definicije i tipologija sekundarnih tržišta

Struktura tržišta u užem smislu, koja bitno utiče na mehanizam otkrivanja cene, način agregiranja ponude i tražnje i mehanizam generisanja i upotrebe informacija, naziva se mikrostruktura tržišta. Ključni elementi mikrostrukture finansijskog tržišta, dakle, obuhvataju strukture /institucije, procedure, tehnologije/ tržišta, odnosno tehnike trgovanja, algoritam formiranja cene i logističke procedure /saldiranje transakcija, kliring između posrednika i registrovanje vlasnika/.

Postoje dva osnovna organizaciona oblika sekundarnog tržišta: /1/ *berze* i /2/ *mreža ili OTC tržišta*.

/1/ Berza je skup institucija i organizacija koje obezbeđuju uslove za sekundarni promet dugoročnih finansijskih instrumenata. Berza je centralizovano tržište zbog toga što se na njoj formiraju cene finansijskih instrumenata koje obuhvataju svu raspoloživu ponudu i tražnju. Nacionalna berza je, po pravilu, najveće nacionalno tržište. Ona je organizovana kao akcionarsko društvo u vlasništvu učesnika u trgovini ili u javnom vlasništvu. Najrazvijenije svetske berze vremenom su oscilirale između ova dva tipa vlasničkog oblika. U današnje vreme berze su uglavnom korporacije. Većina je još uvek u statusu neprofitnih organizacija. Lica koja trguju na berzi nazivaju se članovima berze ili berzankim posrednicima i oni moraju zadovoljavati određene uslove koje propisuje država, berzanska komisija, ili sama berza. Berzanski posrednici su brokeri i dileri.

Da bi određena hartija od vrednosti bila predmet trgovine na berzi, neophodno je da prođe određenu proceduru prijema na berzu koja se naziva listing. Listing je procedura kojom kompanija konkuriše i kvalifikuje svoje akcije za trgovanje na berzi. Da bi njene akcije bile primljene, kompanija mora ispuniti uslove za listing koji se razlikuju od jedne do druge berze.

/2/ Mrežno ili šaltersko tržište /OTC tržište/ je decentralizovana, ali hijerarhijski uređena elektronska mreža. Ovo tržište je specijalizovano za dugoročne hartije od vrednosti emitentata koji ne ispunjavaju kriterijume berze i zbog toga nisu primljene u listing na berzama. Cena na ovom tržištu nije jedinstvena i formira se na više punktova mreže. Pristup trgovini na mreži ima velik broj posrednika međusobno povezanih komunikacionim linijama. Jedini uslov ulaska diler na ovo tržište je da im cene budu konkurentne. Svaki diler koji trguje mora biti spreman da po svojoj ponuđenoj ceni izvrši kupovinu ili prodaju datog finansijskog instrumenta. Aukcija, kao metod formiranja cene, nije zastupljena na ovom tržištu već se javlja informaciona mreža kao njen supstitut, a cene se formiraju konkurencijom između marketmaker-a. Glavni nedostatak mrežne trgovine je što na nestabilnost tržišta reaguje povećanjem margine /spread-a/ između kupovne i prodajne cene.

15.2. Osnovne berzanske operacije

Berza je strogo formalizovano tržište koje karakteriše visok stepen regulacije osnovnih procedura trgovanja. Zbog toga je potrebno detaljnije opisati tok osnovnih operacija koji se uobičajeno naziva *berzanski proces ili ciklus*. Reč je zapravo o redosledu operacija jedne standardne berzanske transakcije. Berzanski ciklus obuhvata tri osnovne faze koje čine:

1. Skup operacija na relaciji broker-investitor,
2. Skup operacija na relaciji broker-berza,
3. Skup operacija koje slede trenutak prodaje a tiču se obračuna i saldiranja berzanskih operacija.

Prva faza jeste skup operacija na relaciji broker-investitor. Ova dva subjekta definišu svoje odnose kroz ugovor o međusobnim pravima i obavezama. Regulacija relacije investor-posrednik je vrlo detaljna i stroga. Glavni regulator je nacionalna komisija za hartije od vrednosti kao i berzanski posrednici svojim etičkim kodeksima i uzansama. Ključni princip brokerske etike je princip poverenja odnosno lojalnosti klijentu. Državna regulacija i samoregulatorne norme predviđaju oštre sankcije za kršenje pravila. Ova faza osim ugovora, obuhvata i otvaranje računa hartija od vrednosti i računa novca klijenta kod berzanskog posrednika.

Dok se trgovina na berzi obavljala fizičkom isporukom sertifikata hartija od vrednosti, računi hartija nisu postojali. Savremena berzanska trgovina, zasnovana na principu dematerijalizacije, teži da se, umesto fizičkog oblika hartije, u transakciji koristi elektronski zapis odnosno odgovarajući kodni sistem centralnog registra. A to pretpostavlja da investitor koristi račun hartija od vrednosti kod berzanskog posrednika kao pokriće svakog naloga za prodaju hartija.

Račun novca se može pojaviti u dve forme: *gotovinski i kreditni račun*.

Ukoliko ima otvoren *gotovinski račun*, klijent kupljene hartije plaća gotovinom ili njenim surogatom. Plaćanje je promptno, u periodu od 3-5 dana a najkasnije na dan saldiranja transakcije. Tog dana prodavac vrši isporuku hartija a kupac izvršava plaćanje.

Kod *kreditnog računa*, klijent plaća u gotovini samo deo sredstava neophodnih za kupovinu date hartije, a preostali deo on pozajmljuje od posrednika /brokera ili investicione banke/. Kakav će biti odnos gotovine prema kreditu zavisi, pre svega, od kreditne sposobnosti klijenta i od pravila datog tržišta. Ova proporcija je najčešće 50% prema 50%. Prilikom otvaranja kreditnog računa, klijent i brokerska kuća potpisuju poseban ugovor kojim klijent, kao garanciju otplate kredita, zalaže kupljene hartije od vrednosti. Ove hartije obično sadrže klauzulu „street name“, što znači da se ni u centralnom registru, ni u evidenciji kod emitenta hartije, klijent ne pojavljuje u svojstvu vlasnika. Klijent jeste krajnji vlasnik, ali je brokerska kuća registrovani vlasnik i ona obavlja komunikaciju sa emitentom i preuzima dividende, koje se odmah po prijemu odobravaju na račun novca klijenta.

Druga faza procesa jeste skup operacija na relaciji broker-berza i obuhvata realizaciju naloga na berzi i formiranje cene /kotaciju/ finansijskog instrumenta. U ovoj fazi su ključne operacije transfer naloga na berzu /ili na mrežno tržište/ i otkrivanje cene datog instrumenta.

Treća faza berzanskog procesa je skup operacija koje slede nakon izvršene transakcije na berzi poznatih kao obračun i saldiranje berzanskih transakcija. Ova faza obuhvata proces upoređivanja i potvrde zaključenih kupoprodajnih operacija na tržištu i njihovo izvršavanje kroz transfer hartija od vrednosti/novca na podračune kupca/prodavca kod berzanskog posrednika. Ova faza se izvršava van berze i sastoji se iz mnoštva knjigovodstvenih operacija od kojih je investitoru najznačajnija registracija transfera vlasništva i priliv odnosno odliv novčanih sredstava sa njegovog računa. Glavna funkcija ovog procesa je smanjenje transakcionih troškova.

15.3. Berzanski nalozi

Nalog je безусловna instrukcija, gotovo naredba, investitora berzanskom posredniku, da kupi ili proda određeni instrument pod uslovima koje on unapred definiše. Forma naloga je, saglasno standardima, definisana od strane svake berze. Postoji više tipova naloga, a najznačajnija podela naloga je na osnovu cenovnih ograničenja.

Po osnovu cenovnih ograničenja nalozi se dele na:

1. tržišni nalog,
2. limit nalog,
3. stop nalog.

1. *Tržišni nalog* nema definisanu cenu. Klijent ili sam prati tržište i bira uslove realizacije ili problem izbora najbolje cene prepušta na poverenje brokeru. Postoje dva principa na kojima se zasniva realizacija ovih naloga po prispeću na „parket“ berze, a to su princip najpovoljnije cene i prioriteta realizacije. Ovim nalogom se posredniku nalaže da kupi ili proda po najboljoj mogućoj ceni, a to je najviša moguća cena ukoliko se radi o prodaji, i najniža moguća cena ukoliko je reč o kupovini. Ako broker propusti da izvrši nalog, a u međuvremenu dođe do promene cena koje su suprotne klijentovim interesima, smatra se da je „propustio tržište“. Brokerska kuća treba da nadoknadi klijentu gubitak koji je nastao na ovaj način. Međutim ovakve greške se ne događaju tako često, a i kada se dogode teško se otkrivaju. Greške ovakvog tipa mogu uobičajeno nastati ili zbog neetičkog ponašanja brokera ili u situaciji kada brokerska kuća u isto vreme prima mnogo naloga, a svaki od njih se odnosi na različite hartije od vrednosti.

Princip najpovoljnije cene se obezbeđuje tako što se zahteva da, kada više od jednog naloga za kupovinu ili prodaju stigne na tržište u isto vreme, nalog sa najboljom cenom ima prioritet. Tako, kupci koji nude najvišu cenu imaju prioritet nad onima koji nude manju cenu, prodavci koji traže manju cenu imaju prioritet nad onima koji traže višu cenu.

Drugi *princip prioriteta realizacije* se koristi kada prispe više od jednog naloga po istoj ceni, u kom slučaju se kao kriterijum uzima vreme prispeća takvog naloga – nalozi koji su prvi prispeli se prvi i izvršavaju. Zbog toga, u kontinuiranom tipu trgovine, aukcionar /specijalista/ ove naloge prve unosi u knjigu naloga.

Najveće *prednosti tržišnog naloga* su brzina i izvesnost izvršenja u datom trenutku tržišne konjunktura. Verovatnoća da se ovaj nalog ne izvrši je minimalna. Nalog se ne izvršava samo u slučaju ukoliko je cena izvan koridora dopuštenih dnevnih varijacija ili je trgovina zaustavljena. Nadalje, sa stanovišta investitora ovaj tip naloga nosi najniže troškove izvršenja. Zbog ove osobine ovaj tip naloga često koriste profesionalni investitori.

2. Osnovno svojstvo *limit naloga /nalog sa graničnom cenom/* jeste cena izvršenja definisana kao donji ili gornji limes izvršenja naloga. Klijent utvrđuje cenu po kojoj će transakcija biti obavljena. Ovaj nalog se izdaje u dve vrste situacija.

1. Slučaj kada klijent ne prihvata tekuću tržišnu cenu odnosno očekuje da će cene na tržištu rasti. Limit nalogom sa definisanim periodom važenja, može se ciljati baš ta cena.

2. Situacija kada se cene kreću brzo u nepovoljnom smeru. U toj situaciji je moguće da, pre nego što tržišni nalog može biti izvršen, investitor pretrpi gubitke. Ovo je tipična situacija nestabilnosti tržišta kada se, čak i tokom izdavanja tržišnog naloga i njegovog transfera na berzu, mogu dogoditi nepredviđene promene na tržištu. Transakcija će se, u tom slučaju, izvršiti po, za investitora koji izdaje nalog, neodgovarajućoj ceni. U toj situaciji investitori, radi zaštite od ovog rizika, izdaju limitirane naloge kojim se definiše granica /limit/ mogućih promena cene. Dakle, limit cena jeste granična cena po kojoj se može obaviti trgovina. Limit nalogom za kupovinu klijent stiče sigurnost da neće platiti više od njim definisane /limitirane/ cene. Klijent koji prodaje se osigurava da neće dobiti manje od cene koju je utvrdio ovim nalogom.

Limit nalog se izvršava po ceni koja je identična utvrđenoj limit ceni ili „po boljoj ceni“. Kupovni limit nalog se, dakle, izvršava po ceni koja je jednaka ili niža od limit cene. Limit nalog za prodaju se izvršava po ceni koja je jednaka ili viša od limit cene. Broker, odmah po prijemu naloga na parketu berze, pokušava da ga izvrši po limitiranoj ili po boljoj ceni. Broker je, po etičkim pravilima ove profesije, dužan da, ukoliko može ostvariti znatno povoljnije cene za svoje klijente od utvrđenih cena, smesta izvrši transakciju odnosno da kupi po toj znatno nižoj i proda po znatno višoj od zadate cene.

Ukoliko nema objektivnih /tržišnih/ mogućnosti za izvršenje u trenutku kada je uveden na tržište, broker može odložiti izvršenje naloga.

Limit nalog može biti snažan instrument manipulacije cenom datog instrumenta, posebno na diskontinualnim tržištima. Zbog toga se definišu posebna pravila njegove upotrebe kako ne bi došlo do manipulacije cenama.

Rizici limit naloga su da ne postoji garancija da će se izvršiti /jer limit cena može biti nedostižna/ kao i rizik „propuštanja tržišta“.

Ako se nalog ne realizuje, relativno visoke troškove snosi klijent. Naime, ovaj nalog je moguće izvršiti jedino ukoliko postoji i isti nalog sa suprotnim predznakom /kupovina versus prodaja/. Zbog toga ove naloge uspešno koriste profesionalni investitori. Oni uglavnom glase na visoke sume. U tim okolnostima, poznavanje tržišta i praćenje tržišne konjunktore je neophodno za efikasno rukovanje ovom vrstom naloga, zbog čega se korišćenje ovih naloga ne isplati za transakcije male vrednosti.

Drugi osnovni rizik limit naloga jeste *rizik „propuštanja tržišta“*. Ako, na primer, cene na tržištu rastu i ukoliko je izdat kupovni limit nalog po ceni koja je nešto niža od tekuće tržišne cene, postoji verovatnoća da će se nastaviti trend rasta cena u tom slučaju nalog neće biti realizovan. Ako je trend cena na silaznoj putanji i ako investitor izda prodajni limit nalog sa cenom koja je neznatno iznad tekuće tržišne cene, on nikad neće biti izvršen ako tržište nastavi da se razvija na isti način. U uslovima nestabilnog tržišta nije lako utvrditi zadovoljavajuću limit cenu.

3. Kod *stop naloga* investitor definiše cenovni uslov njegovog izvršenja slično kao u limit nalogu, s tim što se ovim nalogom nalaže posredniku da ne izvrši naloženu transakciju sve dok se tržišna i stop cena ne izjednače. U tom trenutku ovaj nalog se pretvara u tržišni. I za ovaj nalog postoje antimanipulativna pravila: stop cena u kupovnom nalogu mora uvek biti viša od tekuće tržišne dok je stop cena u prodajnom nalogu uvek niža od tekuće tržišne cene.

Kupovnim stop nalogom definiše se stop cena kao gornja granica do koje ovaj nalog važi. U prodajnom stop nalogu postavlja se donja cenovna barijera od koje naviše ovaj nalog funkcioniše kao tržišni. Dakle, za razliku od kupovnog stop naloga koji se neće izvršiti sve dok cena na tržištu ne dostigne nivo definisan tom cenom, prodajni stop nalog se neće izvršiti sve dok se tekuća tržišna cena ne spusti ispod predviđenog nivoa.

Stop nalog se može definisati i kao suspendovan tržišni nalog, koji će biti realizovan pod najpovoljnijim uslovima, ako i kada tržišna cena dostigne ili pređe stop cenu. Broker mora izvršiti nalog po stop ceni ili najboljoj ceni koja se može ostvariti. Jednostavno rečeno, njemu se izdaje nalog da, u određenom vremenu, pokuša da ostvari utvrđenu cenu, a ukoliko to ne uspe, transakcija se realizuje po najboljoj mogućoj ceni.

Ova vrsta naloga se može razumeti i ko neka vrsta zaseda ceni koja se brzo menja. Zbog toga je ovaj nalog koristan individualnim i drugim neprofesionalnim investitorima koji konstantno ne prate promene na tržištu. Osnovna funkcija ovog naloga je da zaštiti već ostvareni profit i umanjiti mogući gubitak. Ova vrsta naloga je po stepenu rizičnosti negde između tržišnog i limit naloga.

Postoje *dva osnovna rizika* kod upotrebe stop naloga.

Prvi je *nagla promena trenda cene*. Ako cena instrumenta naglo pređe iz rasta u pad i ako ova promena traje kratko, upotreba stop naloga može dovesti do prerane prodaje hartije od vrednosti.

Drugi rizik nastaje kada se dostigne stop cena i kada stop nalog postane tržišni nalog. U tom slučaju je i stop nalog izložen *nesigurnosti izvršenja koja je svojstvena tržišnom nalogu*.

Stop nalozi i limit nalozi zauzimaju suprotne pozicije u odnosu na trenutnu tržišnu cenu. Cena u prodajnom stop nalogu je uvek niža od tekuće tržišne dok je cena u prodajnom limit nalogu uvek viša od tekuće tržišne. Ovi nedostaci jednog i drugog tipa naloga doveli su do kreiranja njihovog hibrida – *stop limit naloga*. Ovim ukrštanjem nastao je nalog u kom, kao i u standardnom stop nalogu, postoji definisana stop cena. Ali, suprotno stop nalogu /koji postaje tržišni kada se dostigne stop cena/ stop-limit nalog postaje limit nalog dostizanjem stop cene.

Osim navedenih vrsta, ostale ređe korišćene vrste naloga su sledeće.

/a/ *Nalog na otvaranju* sadrži instrukciju posredniku da transakciju obavi odmah po početku berzanske sesije. Ovi nalozi često imaju taktički karakter i koriste se za podizanje ili spuštanje cene određenih hartija od vrednosti.

/b/ *Nalog na zatvaranju*. Ovim nalogom se posredniku nalaže da izvrši transakciju na samom kraju radnog dana berze.

/c/ *Diskrecioni nalog* se izdaje samo u slučaju kada između klijenta i brokera postoji odnos poverenja. Ovaj tip naloga daje dozvolu posredniku da učini ono što smatra da je najbolje za klijenta bez prethodnog traženja njegove saglasnosti. Ovi nalozi nemaju nikakve stop ili limit barijere.

/d/ *Nalog za storniranje svih prethodnih naloga* je poseban nalog kojim se svi prethodno izdati nalozi poništavaju. Moguće je poništiti sve ili samo neke prethodno izdate naloge.

/e/ *Nalog sve ili ništa* je forma limit naloga koji, pored limit cene po kojoj transakcija treba da se izvrši, sadrži i limit količine – tačno utvrđen broj hartija odnosno lotova koje treba kupiti ili prodati. Ukoliko bi se koristio standardni limit nalog bilo bi moguće da se izvrši kupovina samo dela navedene količine. Verovatnoća brzog izvršenja ovih naloga nije visoka. Zbog toga se i kod njih određuje vek trajanja da ne bi došlo do zagušenja računarskog sistema koji podržava trgovinu.

/f/ *Nalog sada ili nikad* definiše tačno vreme izvršenja naloga i fiksira cenu. Ovaj nalog ne može da čeka na izvršavanje već se izvršava trenutno. Ukoliko bude neizvršen pod zadatim uslovima ovaj nalog se automatski poništava.

/g/ *Kontigent nalog* je uslovljen izvršenjem drugog izdatog naloga. Drugim rečima, ovo je sistem vezane trgovine i znači da se konkretni nalog neće izvršiti dok se ne izvrši transakcija sadržana u nekom drugom nalogu istog nalogodavca.