

## ФУНКЦИОНИСАЊЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

Тржиште капитала представља специјализовано тржиште на коме се тргује дугорочним новчаним средствима-капиталом и дугорочним хартијама од вредности. Оно је део финансијског тржишта на коме поред њега егзистирају и тржиште новца као и тржиште девиза. На сваком од њих се купују и продају одговарајуће хартије од вредности и новчана потраживања. Тржиште капитала је институционално организовани простор са свим потребним елементима неопходним за његово функционисање као и правила понашања учесника. На том простору и у оквиру правила понашања организовано се сусрећу понуда и тражња за капиталом. Тржиште капитала омогућује прибављање капитала између осталог емитовањем обвезница тзв. "зајмовни капитал" или емитовањем акција и других хартија од вредности с правом учешћа у добити тзв. "акцијски или власнички капитал".

У оквиру функционисања тржишта капитала, на коме се капитал тражи и нуди дугорочно, можемо разликовати тзв. "примарно тржиште" на коме се врши емисија хартија од вредности и њихов први откуп и тзв. "секундарно тржиште капитала" на коме се тргује већ емитованим дугорочним хартијама од вредности. Тако оно омогућава јавном и приватном сектору да успешно и брзо дођу до потребног капитала и да у случају потребе из статуса штедише пређу у статус зајмотражиоца. На другој страни, тржиште капитала омогућује тим истим субјектима усмеравање њиховог капитала у оне инвестиционе пројекте који су у датом времену најрентабилнији и најпродуктивнији.

На основу напред реченог може се закључити да је генерална улога тржишта капитала обезбеђење дугорочних средстава за финансирање односно мобилизација штедње и њено усмеравање у продуктивне инвестиције.

### I ПРИМАРНО ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА

Примарно или емисионо тржиште представља јединство свих активности и пословних операција везаних за емисију хартија од вредности и њихов први откуп од стране купца тзв. "куповина из прве руке". Функционисање примарног тржишта условљено је понудом и тражњом средстава, развијеношћу финансијског механизма, степеном мешања државног сектора итд. Послови емисије и пласмана хартија од вредности односе се на укупност тржишних трансакција између предузетника, емитента и првог купца инвеститора. У пракси се та купопродаја може остварити путем директних односа између издавача и купаца или посредством финансијских посредника. У развијеним тржишним привредама послови непосредне емисије и пласмана, на основу директног контакта, су реткост. То практично значи да се у савременим тржишним условима купопродајни однос на тржишту капитала између емитента и инвеститора у принципу оствару-

је преко посредника од којих су најважније банке.

Банка као посредник може вршити емисију хартија од вредности у своје име и за свој рачун, у своје име а за туђ рачун и у туђе име и за туђ рачун. На примарном тржишту капитала банке обављају низ послова уместо издаваоца хартија од вредности, почев од примарних и техничких послова до прибављања дозвола, регистрације и закључивања уговора о пласирању хартија од вредности. Иницијативу за закључење уговора о преузимању емисије, у принципу покреће емитент који се самостално опредељује за ону банку посредника која му пружа највеће изгледе за успех емисије и најбоље услове под којима ће се дата емисија реализовати. Веома важна одредба, која мора бити садржана у уговору о преузимању, је емисиона цена или курс емисије. Сувише висока цена може проузроковати губитке банци и створити тешкоће емитенту за следећи наступ на тржишту. Ниска емисиона цена може штетити репутацији банке и довести је у ситуацију да заувек изгуби емитента.

У пракси је врло редак случај да само једна банка, ма како она била моћна, сама преузме целу емисију неке хартије од вредности. Обично се у ту сврху привремено групише већи број банака у форми конзорцијума. Банке само откупљују један део хартија од вредности или их узимају у комисион ради продаје коначним власницима и на тај начин банке обављају функцију спајања понуде и тражње. Ове своје услуге банке наплаћују по уговореној провизији.

У индустријски развијеним земљама, са добро организованим тржиштем капитала, постоји читав низ облика и начина пласмана емитованих хартија од вредности на приматно тржиште од којих се као најважнији истичу следећи:

- пласман путем јавне продаје или субскрипције,
- слободна продаја,
- пласман емисије на берзи хартија од вредности и
- продаја на шалтеру односно испод руке.<sup>1</sup>

После познатих догађаја на Берзи 1929. године, у САД су почетком тридесетих година донесени закони којима се прецизно утврђује процедура издавања и пласман нових емисија хартија од вредности (Securities Act из 1933. године и Securities Exchange Act из 1934. године). Циљ ових закона је био пре свега да заштити инвеститоре и то тако што ће: а/ Осигурати да свака нова емисија буде праћена потпуном информацијом о емитенту, и б/ да забрани давање нетачних података и других преварних радњи приликом пласмана хартија од вредности. Ови прописи одређују да је пре продаје нове емисије потребно обезбедити регистрацију код комисије за хартије од вредности (Securities and Exchange Commission - SEC). Захтев за регистрацију укључује информацију о емитенту, његовим службеницима и директорима, о капиталу, циљу финансирања, условима продаје, приходу, билансу и о одређеним правним пословима. Закон такође захтева да тзв. "Prospectus" - прелиминарни проспект о емитенту који се односи на његово финансијско стање, буде достављен потенцијалним купцима за време иницијалне дистрибуције и током наредних 90 дана.

У Југословенском привредном систему постојећим законским прописима прихваћена су решења која предвиђају могућност емисије и промене

1 Видети детаљније о овоме: Ристић, Ж. - Тржиште капитала, Београд, 1990. стр.141.

та свих основних врста хартија од вредности које се емитују и на развијеним финансијским тржиштима западних земаља. Закон о хартијама од вредности представља основни законски акт за регулисање услова емисије и употребе хартија од вредности које се емитују ради прикупљања средстава. Овим Законом одређени су издаваоци, врсте хартија од вредности и поступак емисије.<sup>2</sup>

Хартије од вредности могу емитовати сва правна лица, под условом да за ту емисију добију сагласност савезне Комисије за хартије од вредности. Комисија је, као и у законодавству других земаља, аутономно друштвено-правно лице које даје одобрење за издавање дугорочних хартија од вредности, за почетак рада тржишта капитала и специјализованих учесника и прати рад тржишта капитала у Југославији. Сагласност Комисије за емисију не значи и гаранцију да се ради о доброј инвестицији. Њен задатак је да уз помоћ својих стручњака изврши проверу да ли наводи из елабората за емисију и проспекта емисије одговарају чињеничном стању. На овај начин она заправо штити купца хартија од вредности од заблуда о квалитету емитента који би овај могао створити лажним приказивањем свога стања.

Укупност поступака потребних за емисију хартија од вредности, и поред специфичности сваке хартије од вредности понаособ, можемо груписати у следеће фазе:

- припрема за доношење одлуке о емисији,
- доношење одлуке и
- реализација одлуке о емисији хартије од вредности.

Припрема за доношење одлуке о емисији овици о циљу емисије, односно намени средстава која се добијају емисијом хартије од вредности.<sup>3</sup> Одлуку о емисији доноси статутом надлежан орган. Уколико се ради о емисији акција, уз претпоставку да је предузеће већ формирано као акционарско друштво, одлуку треба да донесе скупштина акционара или управни одбор ако је за то статутом овлашћен. Код емисије обвезница одлуку доноси орган који је овлашћен за доношење одлука о задуживању. Закон о хартијама од вредности обавезује издаваоца дугорочних хартија од вредности да, пре подношења захтева Комисији ради добијања сагласности за емисију, обезбеди мишљење СДКЈ о свом бонитету. Дакле, реализација одлуке о емисији дугорочних хартија од вредности састоји се из следећих поступака:

- Подношење захтева СДКЈ ради добијања мишљења о бонитету емитента.
- Подношење захтева Комисији за хартије од вредности ради добијања одобрења за емисију.
- Подношења захтева Тржишту капитала за котацију хартије.
- Објављивање позива за упис и уплату.
- Штапање хартије.
- Подношење захтева за регистрацију хартије код ССФ /Савезни секретаријат за финансије/.
- Уручење хартије од вредности.

<sup>2</sup> Сл.л. СФРЈ, бр.64/89

<sup>3</sup> Видети: Дабић,С. - Хартије од вредности и њихово тржиште, Београд, 1990, стр. 101.

## II СЕКУНДАРНО ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА

На секундарном тржишту се обавља куповина и продаја већ издатих хартија од вредности. Након издавања хартија од вредности и њеног првог откупа хартија започиње свој независан живот на секундарном тржишту. Превасходни циљ секундарног тржишта је, према томе, да омогући власнику хартија од вредности да у сваком моменту може доћи до готовог новца, као и власнику готовог новца да куповином дође у власништво жељене хартије од вредности.

Са аспекта места на коме се обављају операције куповине и продаје хартија од вредности, тржиште капитала представља јединство:

- Берзанског промета који се остварује на службеном делу берзе хартија од вредности и

- ванберзанског промета који се остварује ван службеног дела берзе. Ова врста промета на тржишту капитала је неформалног карактера и одвија се кроз рад брокерских фирми широм земље. Ванберзански промет је далеко већи од промета свих берзи заједно, а остварује се:

- у оквиру берзанског пословног простора, али ван берзанског ринга или паркета и назива се промет на "кулисама" или у "предсобљу", дакле на свим местима и у свим просторијама које су ван оних које се сматрају службеним,

- у банкама и другим финансијским организацијама на тржишту капитала и назива се међубанкарски промет хартија од вредности или једноставно "шалтерски промет" и

- између учесника на тржишту капитала директно и непосредно, ван берзе и банака, и назива се слободним прометом хартија од вредности или "телефонски промет".

Док се ванберзански промет остварује на принципу директних преговора међу учесницима, берзе раде по принципу аукција. Практично свака земља са развијеном тржишном привредом има своју националну берзу хартија од вредности, односно у већини случајева читав системе берзи. Међутим, само неколико берзи, и то обично оних у најразвијенијим земљама, има заиста светски значај.

Све берзе хартија од вредности имају јединствене циљеве и задатке. Међусобно су сличне или идентиче и на подручју методологије рада и пословања. Са аспекта организационе форме међу берзама постоје и одређене разлике, које се првенствено односе на форму и начин оснивања, стицања чланског статуса, начина управљања и контроле. Сагласно тим разликама у пракси су искристалисана три основна типа берзе хартија од вредности и то: англо-саксонски, континентални и мешовити тип берзе хартија од вредности.<sup>4</sup>

Ефикасност секундарног тржишта мери се његовом могућношћу да обезбеди промет широког избора хартија, како по врсти, тако и по рочности. Функционисање овог тржишта условљено је у првом реду развијеношћу мреже финансијских посредника високостручних како за трговину хартија од вредности тако и за анализу и оцену стања и успешности пословања сваког емитента чије се хартије од вредности јављају на страни понуде. За берзанске посреднике је карактеристично да немају у својини велика средства, а упркос томе посредују у трансакцијама великог обима. Задатке

4 Ристић, Ж. - оп.цит. стр.187.

посредника у САД обавља мрежа дилера и брокера. Они обављају сличне послове па се понекад користи израз брокер-дилер, а често само назив брокер означава делатност и једних и других. Упркос томе треба објаснити суштинску разлику која постоји између брокера и дилера. Дилер купује и продаје на свој ризик и за свој рачун покривајући трошкове које има, а при том остварује и одређену добит из разлике између продајне и куповне цене. Задатак брокера је да олакша куповину и продају за друге, дакле, он само посредује а не ради за свој рачун. За свој рачун он добија одређену провизију. Једна иста фирма обично је регистрована и за брокерске и за дилерске послове али не сме да их обавља истовремено.

Најзначајнију улогу на берзи имају специјални брокери, који се често називају "специјалистима". Сваки "специјалиста" је задужен за одређене хартије од вредности. Када инвеститор да налог за куповину или продају одређених хартија од вредности свом финансијском посреднику, са одређеним упутствима о пени и броју хартија од вредности са којима жели да тргује, овај га прослеђује "специјалисти" који је задужен за хартије од вредности које инвеститор жели да купи. "Специјалиста" држи хартије од вредности као комисионар /у своје име а за туђ рачун / или као заступник/ у туђе име и туђи рачун/ а чест је случај да и он сам поседује један износ ових хартија. Берза, заправо, увек очекује да ће се појавити неко ко ће бити спреман да, унутар малих одступања од цене последње продаје одређене хартије од вредности, купи ту хартију од вредности. Дешава се, међутим, да упркос таквог очекивања нема таквог купца или продавца. У таквим ситуацијама наступа "специјалиста" и он тада купује односно нуди за свој сопствени рачун. На другој страни, код њега се сливају сви дневни захтеви за куповином одговарајуће хартије од вредности преко овлашћених брокера. "Специјалиста" тада поступа као аукционар. Он тада одређује цену хартије од вредности покушавајући да изједначи понуду и тражњу која у том тренутку постоји. Овај процес одређивања цена се назива аукција. Како се током радног дана сливају различити налози о куповини и продаји хартија од вредности, тако ће аукционар да мења њихову цену. Посебно се региструје цена на крају радног дана када се затвара берза.

Право трговања на берзи добијају брокери који имају закупљено место на берзи. Остали брокери и банке који управљају хартијама од вредности својих комитената излазе на берзу посредством овлашћених брокера. Број "седишта" на берзи је ограничен. Нови брокери могу себи обезбедити "седиште" само од неког ранијег власника. Цене тих "седишта" варирају према понуди и потражњи "седишта", па су зато приличне осцилације у цени. Осим плаћања "седишта" будући чланови берзе морају да имају и прописану количину капитала и да испуњавају неке друге стандарде које прописује берза.

На берзи се тргује само хартијама од вредности одређених компанија које су на "списку", односно које се "котирају". Постоје тачно прецизирани услови које једна компанија мора да испуни да би се котирала на Берзи. Обично те услове могу да испуне само највеће и најјаче компаније, чиме се обезбеђује поузданост пословања на Берзи. На Берзи, дакле, у оквиру званичног берзанског промета, није дозвољено трговање са свим хартијама од вредности већ само са оним које су за то претходно добиле дозволу од стране надлежне берзанске комисије.

Ефикасно функционисање берзе не може се замислити без одговара-

јућих органа управљања и руковођења на берзи хартија од вредности. Заједничко свим берзама, без обзира на њихов организациони тип или формуму, је обавезно постојање и рад:

- Органа руковођења или пословодног органа берзе хартија од вредности,

- комисије за регистрацију емисије и дозволу пласмана на берзи,
- коморе, односно удружења берзанских маклера и
- постојање берзанске арбитраже и суда части.

На основу свега до сада реченог може се рећи да берза хартија од вредности у свакој тржишној привреди представља један од основних индикатора стања у привреди, односно привредне стабилности и даљег развоја. Берза хартија од вредности у потпуности одражава економску стварност. Добро организована берза капитала представља значајан елемент у обезбеђењу успешног развоја целокупног тржишта капитала. Продајом хартија од вредности на берзама инвеститори обезбеђују ликвидност својих финансијских инвестиција. Курсеви хартија од вредности, који се формирају на основу понуде и тражње, представљају израз економског потенцијала појединих предузећа и програма. Због тога они представљају значајно информационо средство и помажу при доношењу нових инвестиционих одлука. Берза хартија од вредности такође омогућава јефтину и једноставну промену ризика пословања куповином различитих врста хартија од вредности. Посебно треба истаћи да се берзама приписује више значајних функција, од којих треба посебно навести следеће: креирање сталног тржишта, рационална употреба ограниченог друштвеног капитала, утврђивање и публиковање цена хартија од вредности и помоћ у прибављању додатних извора финансирања. Посебно значајна економска функција секундарног тржишта капитала је у омогућавању финансијског реструктурирања предузећа. Ради се наиме о могућности реорганизације предузећа која су у финансијским тешкоћама. Уместо ликвидације предузећа ствара се могућност преузимања акцијског капитала од стране економски и финансијски јачих предузећа.

### III ЈУГОСЛОВЕНСКА БЕРЗА

У Југославији тренутно функционишу две берзе, Београдска и Љубљанска берза. Основана је и Загребачка берза али она још увек није почела са радом. Комисија за хартије од вредности 1990. године дала је одобрење за почетак рада Југословенског тржишта капитала Београд /у даљем тексту Тржиште/ и Југословенске берзе вредносних папирјев делнишке дружбе Љубљана. Пословником о раду ова два тржишта регулисан је начин и технологија рада на берзама.

Београдску берзу су основале банке и друге финансијске организације са седиштем у Југославији. Оснивачки улог је износио 50.000 дин. а статус оснивача су стекле 32 банке. Берза има статус правног лица а финансирање се остварује на основу приступне и оснивачке чланарине као и на основу провизије по оствареном промету. Аукције се обављају једном недељно и то уторком. За сада се веома мали број хартија од вредности котира на Београдској берзи.

Берза у Љубљани има правни облик акционарског друштва.

Љубљанску берзу је основало 33 акционара од којих 29 могу да раде преко ње. Састанци се одржавају два пута недељно. Љубљанска берза остварује већи промет хартија од вредности него Београдска берза. Поред тога, она пружа информације шта се дешава на другим тржиштима капитала. Чланови берзе могу бити поред банака и друге финансијске организације, предузећа, друштвени фондови и друга правна лица. Чланови берзе, исто као у САД, стичу право да обављају послове на берзи купујући себи "седиште" /плаћају чланарину/ и испуњавајући и неке друге услове /минимални износ капитала, положен испит за берзанског посредника, регистрација за финансијско посредовање/.

На Тржишту се котирају акције, обвезнице и друге дугорочне хартије од вредности, примљене у промет на Тржишту на основу одлуке Управног одбора Тржишта. Тржиште не врши оцену бонитета хартија чија се котација тражи. За тачност информације које су садржане у захтеву за котацију и пратећим документима одговара подносилац захтева. Хартије од вредности које се котирају на Тржишту уписују се у Курсну листу Тржишта. Издавалац чија се хартија котира дужан је да Тржишту поднесе годишњи извештај са билансом стања и успеха као и да обавештава Тржиште о битним чињеницама везаним за његов правни статус и пословање, које могу утицати на курс хартије. Уколико законити држалац хартије од вредности жели да је прода или пак жели да купи одређене хартије од вредности он даје налог за продају односно куповину хартије члану Тржишта. Налогодавац са чланом Тржишта закључује уговор о налогу којим се регулишу узajамна права и обавезе налогодавца и члана Тржишта. Чланови Тржишта одређују овлашћене заступнике који их представљају на састанку учесника. Само један заступник може учествовати у котирању једне хартије од вредности. Котација се може вршити:

- извикивањем хартије која се котира по утврђеном редоследу од стране руководиоца котације,
- употребом електронских средстава у сали Тржишта,
- упоређивањем писмених понуда учесника од стране руководиоца котирања.

Службени курс као и обим продаја и куповина, на састанку учесника, за сваку хартију која се котира, објављује се у курсној листи. У информативном билтену Тржишта објављују се сви подаци од значаја за рад Тржишта, курсна листа, одлуке управног одбора и друге информације везане за Тржиште.

Почетак рада Југословенских берзи представља значајну новину у оквиру рада тржишта капитала. Међутим, основни проблем функционисања наших берзи јесте недостатак акција и обвезница са којима се тргује. Све банке су организоване као акционарска друштва али још увек не котирају своје акције. Исти је случај и са осигуравајућим друштвима. У складу са њиховим правилима продаја оснивачких акција осигуравајућег друштва се одобрава с тим да други оснивачи имају право првенства у куповини акција. То практично значи да акције могу ићи на берзу, на слободну продају, тек ако нема довољно купаца међу оснивачима. Осим оснивачких акција или акција прве емисије друге акције за сада нису емитоване.

Централни део програма развоја тржишта капитала треба да буде усмерен на развој финансирања хартијама од вредности, односно на повећање понуде и потражње за њима и осигурање општих предуслова за

тржишни економски развој. Досадашњи развој у Југославији се, међутим, концентрисао пре свега на оснивање берзи па се може догодити да ускоро буде више берзи него хартија од вредности које би задовољавале критеријуме за трговање на берзама.

Постојеће законодавство у Југославији омогућава предузећима да издају хартије од вредности без компликованих административних послова, али то ствара други проблем. Јавља се, наиме, потреба за заштитом инвеститора на тржишту капитала уколико се жели да се и мале штедише масовно укључе у рад тржишта хартија од вредности. Савезна комисија за хартије од вредности има готово слободне руке у успостављању регулативе на том подручју, а тиме и могућност да одигра одлучујућу улогу у развоју тржишта капитала у Југославији.



## FUNKTIONIERUNG DES KAPITALMARKTS

### Zusammenfassung

Nach der Ausbreitung der Schuldkrise in Jugoslawien wurde klar, da man zur Finanzierung der Entwicklung vor allem aus einheimischen Quellen übergehen mu, und was das ausländische Kapital anbelangt, soll man von Krediten zu anderen Finanzierungsformen übergehen. Als Folge davon richtet die jugoslawische Fachöffentlichkeit immer größere Aufmerksamkeit auf die Rolle des finanziellen Systems, besonders auf das Marktkapital. Die Erfahrungen hinsichtlich der Funktionierung des Kapitalmarkts können in den entwickelten Marktwirtschaften als Grundlage zur Lösung der Wirtschaftsprobleme bei uns dienen.

Es ist real zu erwarten, da unsere reorganisierten Banken, die als Aktiengesellschaften mit einem Profitmotiv weiter Geschäfte führen werden, die entscheidende Rolle in einer weiteren Entwicklung des Kapitalmarkts abspielen werden, da sie sich neben den Depositen Kreditgeschäfte auch mit Ausstellung, Verkehr und Investierung in Wertpapiere befassen werden.

Die Ursache der relativ geringfügigen Interesse für langfristige Wertpapiere soll man in einer inadäquaten Politik der Zinssätze, der Preisunruhe, in einer inadäquaten finanziellen Politik sowie in der Asymmetrie von Angebot und Nachfrage des finanziellen Sparens und im Nichtbestehen der Tradition in der Benutzung von Wertpapieren suchen.

Durch die Erfahrung anderer Länder über die Vorteile des Markts, des Kapitals belehrt, sollte man auch weitere Anstrengungen zu seiner Favorisierung bei uns machen. Das ist eine von den schmerzlosesten Methoden zur Verschaffung des unentbehrlichen Kapitals für jugoslawische Wirtschaft.

