

*Проф. др Љубица Николић, редовни професор*  
*Правни факултет Универзитета у Нишу*  
*Др Александар Мојашевић, асистент*  
*Правни факултет Универзитета у Нишу*

UDK: 343.76

## **ОРГАНИЗАЦИЈА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА<sup>1</sup>**

***Апстракт:** Развијеност и стабилност финансијских тржишта јесте услов развоја свих националних економија. С друге стране, све израженија интернационализација ових тржишта доводи до повећавања могућности коришћења иностраног капитала али исто тако и до преливања нестабилности са једног на друга тржишта. Суштину финансијских тржишта чини позајмљивање новца, путем класичних банкарских канала или трговином финансијским инструментима. Тај пренос новца остварује се на различитим сегментима финансијског тржишта. Национална законодавства користе различите називе за поједине организационе делове финансијског тржишта. Тако и наш нови Закон о тржишту капитала уводи нове називе за поједина тржишта финансијских инструмената, у односу на ранија решења.*

***Кључне речи:** Финансијско тржиште, тржиште новца и капитала, берзанско и ванбезанско тржиште, примарно и секундарно тржиште, регулисано тржиште, мултилатерална трговачка платформа, ОТЦ тржиште.*

### **Појам финансијског тржишта**

**Финансијско тржиште** јесте механизам помоћу кога се сусрећу понуда и тражња финансијских средстава. На њему се тргује специфичном робом – новцем. На овом тржишту финансијска средства преносе се од лица која имају вишак расположивих финансијских средстава лицима која имају мањак тих

---

<sup>1</sup> Овај рад је резултат истраживања на пројекту „Заштита људских и мањинских права у европском правном простору“, који финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије, бр. пројекта 179046.

средстава. Као и свака друга роба, новац се купује и продаје, а на основу његове понуде и тражње, формира се његова цена. Камата јесте цена новца.

**Тржиште дуга.** Лице које жели да позајми туђи новац може узети кредит од банке или може емитовати (издати) и продати своју хартију од вредности (финансијски инструмент). Лице које купи туђу хартију од вредности позајмљује новац емитенту те хартије (плаћена цена за куповину хартије јесте износ позајмице) и стиче потраживање према емитентовом будућем приходу или према његовој имовини. Позајмљивање туђег новца врши се продајом тзв. *дужничких хартија од вредности*, међу којима су најзначајније *обвезнице*. Емитент обвезнице има обавезу да позајмљени новац, врати купцу обвезнице у одређеном року, уз одређену камату. Тржиште дуга, односно тржиште обвезница и других дужничких хартија од вредности, има значајан утицај на одвијање економске активности у свакој националној привреди, с обзиром на то да привредним друштвима и држави омогућава финансирање њихових активности.

*Камата* је трошак позајмљивања туђег новца, односно цена која се плаћа за коришћење туђих финансијских средстава. Обично се исказује као постотак од износа позајмице (каматна стопа). Висина каматних стопа утиче на обим задуживања. Високе каматне стопе смањују потрошљу и инвестиције, с обзиром на то да је висок трошак њиховог финансирања. Насупрот томе, високе каматне стопе подстичу штедњу с обзиром на то да повећавају приход од камата.

Каматне стопе на различите врсте обвезница, и друге дужничке хартије од вредности, могу се знатно разликовати. Висина каматних стопа на ове хартије зависи, пре свега, од рокова њихове доспелости и ризика измиривања обавеза од емитента. Што је дужи рок доспећа дужничких хартија, односно што је дужи рок на који се емитент тих хартија задужује, то је већа и камата која се исплаћује власницима тих хартија. Исто тако, што је већи ризик да неки емитент не изврши своју обавезу у вези са дужничком хартијом од вредности, он мора понудити вишу камату купцима својих хартија. Нека предузећа су више а нека мање финансијски стабилна, с друге стране држава углавном измирује своје обавезе по емитованим хартијама, с обзиром на то сви они, као емитенти, понудиће различите каматне стопе на своје хартије од вредности како би привукли купце.

**Тржиште акција.** *Акција* је хартија од вредности која представља власнички удео у предузећу. Другим речима, купац акције (акционар) постаје власник дела предузећа, које је те акције издало. Власник акције има право потраживања дела профита и имовине предузећа. Акције могу емитовати само акционарска друштва. Када акционарско друштво емитује и продаје своје акције, оно на тај начин прикупља средства за финансирање своје активности.

Након стицања, власници акција могу продавати своје акције другим заинтересованим лицима, на тржишту акција, чиме се мења власничка структура неког акционарског друштва. Цена по којој могу продати своје акције, може се знатно разликовати од оне коју су платили за њихову куповину, што зависи од

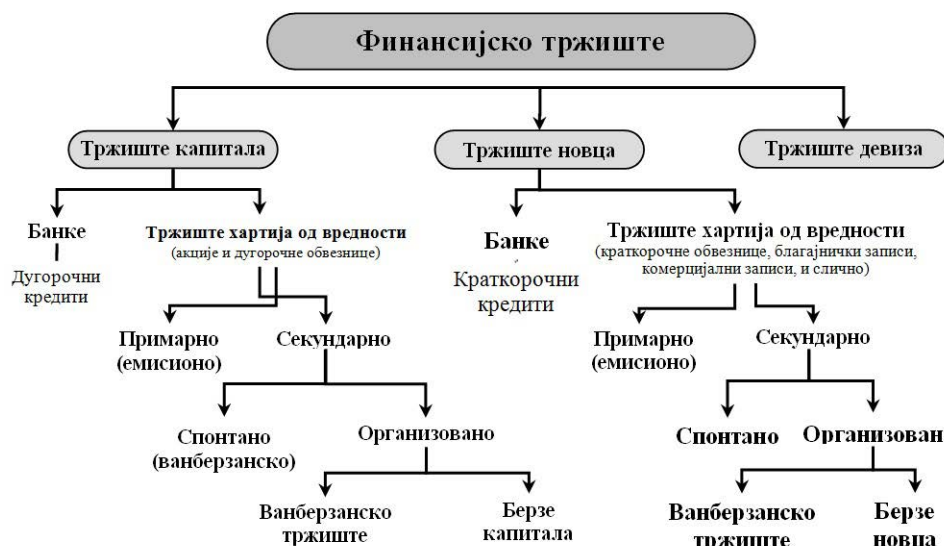
тренутног стања понуде и потражње за акцијама конкретног предузећа. Уколико је на тржишту акција порасла цена акција конкретног акционарског друштва, оно ће бити стимулисано да прода нову емисију акција и тако прикупи средства за финансирање планираних инвестиција.

Цена акција конкретног акционарског друштва не зависи само од успеха пословања тога друштва, већ и од стања и кретања на укупном тржишту акција, као и тренутног стања националне привреде. Тако у одређеном периоду цене већине акција показују тенденцију пораста, у неком значајно флукутирају горе-доле, али има и периода наглог пада цена већине акције. Другим речима, тржиште акција доживљава успоне, падове, опоравак и крахове, што је блиско повезано са тренутним стањем националних економија, као и светским дешавањима.

### Организација финансијског тржишта

На финансијском тржишту остварује се промет капитала, новца и иностраних валута. Промет финансијских средстава, на финансијском тржишту, обавља се путем продаје и куповине различитих финансијских инструмената.

Слика 1  
Структура финансијског тржишта



Раније су *хартије од вредности* биле дефинисане искључиво као писане исправе, којима се њихов издавалац обавезује да испуни обавезу (уписану на тим исправама) према њиховим законитим имаоцима. Хартија од вредности садржи одређено преносиво имовинско право (новчано потраживање, потраживање робе, и слично). Законити ималац хартије од вредности истовремено је титулар права на које се она односи. У савременим правним системима напушта се концепт хартија од вредности као писаних исправа. На савременим финансијским тржиштима, хартије од вредности се јављају у форми *електронских докумената*. Другим речима, извршена је њихова дематеријализација, па уместо писаних исправа постоји електронска база података о емитентима, власницима, као и правима у вези са емитованим хартијама од вредности. Хартије од вредности које су добиле електронску форму сада се промећу на другачији начин, стицање власништва над њима и остваривање права из њих сада је везано за промену података у Централном регистру хартија од вредности. Хартије од вредности могу се издавати у серији, или као појединачне. Оне јесу предмет купопродаје на тржишту, односно могу се преносити. Изузетно, пренос неких хартија од вредности може бити забрањен или ограничен, на основу закона или одлуке издаваоца.

Прометом тзв. *робних хартија од вредности* (коносман, складишница, преносиви товарни лист), одвија се промет робе, на које се ове хартије односе. Насупрот њих, *постоје новчане (финансијске) хартије од вредности*, чијим прометом се остварује кретање новца међу учесницима у купопродаји ових хартија. Новчане хартије од вредности могу бити издате у *серији* (акције, обвезнице, благајнички и комерцијални записи, и друго), или као *појединачне хартије* (меница, чек и слично). На тржишту хартија од вредности тргује се новчаним хартијама од вредности, издатим у серији, и оне данас имају електронску форму. Издавање и промет робних, као и новчаних хартија од вредности, издатих као појединачне хартије, регулисани су посебним законима. Упоредо с појмом хартија од вредности, законодавци користе и појам финансијски инструменти. *Финансијски инструменти*, осим хартија од вредности, обухватају и остале финансијске инструменте (финансијски деривати и друго), који представљају уговорни однос између двеју или више страна, а који изражавају уговорено право или обавезу, а по својој природи су у вези са финансијским тржиштем.

На финансијском тржишту купују се и продају различити финансијски инструменти, а плаћање се врши новцем. Тиме новац прелази из руку оних који поседују вишак новца у руке оних којима је новац потребан. Основни субјекти на финансијском тржишту јесу: емитенти (издаваоци) хартија од вредности и купци хартија од вредности (инвеститори). Понуђачи хартија од вредности (емитенти) могу бити само правна лица, а купци хартија од вредности (инвеститори) могу бити и правна и физичка лица.

**Тржиште капитала и тржиште новца.** У области финансија кратак рок односи се на период до једне године, а дуги рок на период преко једне године. Отуда и подела на краткорочне и дугорочне хартије од вредности, као и на краткорочне и дугорочне кредите. С циљем разликовања трансфера финансијских средстава на кратки и дуги рок, прави се разлика између инвестирања новца (кратак рок) и капитала (дуги рок). Отуда и називи *тржиште новца*, на коме се краткорочно пласирају финансијска средства до једне године (куповином и продајом краткорочних хартија од вредности), и *тржиште капитала*, на коме се остварује дугорочно пласирање финансијских средстава, на период дужи од једне године (куповином и продајом дугорочних хартија од вредности). Између носилаца понуде и тражње финансијских средстава може постојати *директна*, или *индиректна веза* (преко финансијских посредника).

Предузећа могу на неколико начина обезбедити новац за своје пословање. Први начин је да се *самофинансирају*, односно да акумулирају део оствареног профита. Други начин је да узимају *кредите* од банака, на одређено време, уз обавезу плаћања камате. Трећи начин обезбеђивања средстава за инвестирање, јесте путем емисије и продаје *обвезница*, чиме предузеће практично позајмљује новац од купаца обвезница, на одређено време, уз плаћање камате. Уз све ово, акционарска друштва своје инвестиције могу финансирати и продајом *акција*, чиме овакво друштво обезбеђује трајни прилив средстава, а купци акција постају власници дела тога друштва.

**Примарно и секундарно тржиште.** У зависности од тога да ли се хартије од вредности појављују на тржишту по први пут или не, финансијска тржишта можемо поделити на: примарна и секундарна. *На примарном тржишту* (емисионо тржиште) врши се емисија хартија од вредности и њихова прва продаја, односно, на овом тржишту, хартије добијају свог првог власника. Учествујући на примарном тржишту, емитенти хартија од вредности долазе до потребних финансијских средстава, односно они позајмљују новац (капитал) од купаца својих хартија. Емитенти хартија од вредности могу бити предузећа, држава и друга правна лица, а купци хартија од вредности могу бити и правна и физичка лица.

Након прве продаје, свака даља продаја хартија од вредности обавља се на тзв. *секундарном тржишту*. Дакле, на секундарном тржишту обавља се промет оних хартија од вредности, које су већ емитоване, и које су купили први купци. На овом тржишту, хартије од вредности мењају своје власнике, и док емитент, као дужник, остаје исти, мењају се његови повериоци (тренутни власник хартије од вредности има потраживања према емитенту).

Предузећа долазе до капитала само када се њене хартије од вредности први пут продају на примарном тржишту. С друге стране, секундарна тржишта имају две важне функције. Прво, олакшавају продају хартија од вредности ради долажења до новца. Друго, на секундарном тржишту одређује се цена хартија

од вредности, које су претходно продате на примарном тржишту. Лица која купују хартије од вредности на примарном тржишту емитенту неке хартије неће платити већу цену од оне за коју мисле да ће се постићи на секундарном тржишту.

**Организовано и неорганизовано (спонтано) тржиште.** Тржишта хартија од вредности, и других финансијских инструмената, могу бити организована и неорганизована (спонтана). *На неорганизованом тржишту*, трансакције хартијама од вредности углавном се обављају у непосредном контакту купаца и продаваца. *Организовано тржиште хартија од вредности* јесте оно тржиште, на коме се организовано сусрећу понуда и тражња хартија од вредности, уз прописана правила трговања и контролу надлежних институција. Све берзе јесу организована тржишта, али сва организована тржишта нису берзе. Другим речима, у организована тржишта хартија од вредности спадају берзе и организована ванберзанска тржишта, што значи да постоје и ванберзанска тржишта која нису организована.

### **Тржиште новца**

**Тржиште новца** (*Money Market*) део је финансијског тржишта, на коме се тргује краткорочним хартијама од вредности (краткорочним финансијским инструментима), као што су: краткорочне обвезнице, благајнички записи, комерцијални записи, и друго. Ту се позајмљивање новца остварује на период до једне године, узимањем краткорочних кредита, или емисијом краткорочних хартија од вредности. На тржишту новца појављују се привредни субјекти који желе да обезбеде средства за потребе ликвидности, резерве и друге краткорочне намене. Лица која желе да пласирају свој новац, на краће време, појављују се на тржишту новца као купци различитих краткорочних хартија од вредности. Ове краткорочне хартије од вредности они плаћају новцем, и тиме чине краткорочну позајмицу емитентима хартија од вредности, уз одређену камату. Уместо да купују краткорочне хартије од вредности, штедише имају другу алтернативу, а то је улагање новца у депозите по виђењу, без камата, или са врло ниским каматама. Будући да краткорочне хартије од вредности носе више камате од улагања новца на рачуне по виђењу, у банкама, јасна је предност куповине хартија од вредности. Хартије од вредности увек нуде више камате, од одговарајућих банкарских депозита, јер их, у супротном, нико не би куповао.

Најважније *функције* тржишта новца јесу: 1) на њима, предузећа и финансијске институције, долазе до краткорочних средстава за одржавање ликвидности; 2) преко тржишта новца, држава обезбеђује средства за финансирање дефицита у јавним финансијама, без инфлаторних последица и 3) делујући на тржишту новца, централна банка спроводи монетарну политику, и регулише количину новца у оптицају.

*Финансијски инструменти*, којима се најчешће тргује на тржишту новца, јесу: краткорочне обвезнице, благајнички и комерцијални записи, сертификати о депозиту, и други. Посебно су значајне државне краткорочне хартије од вредности (краткорочне обвезнице, државни записи), које емитује и продаје држава. Честа је појава да држава нуди купцима својих хартија од вредности пореска ослобођења, чинећи своје хартије атрактивнијим.

*Главни учесници на тржишту новца јесу*: држава (министарство финансија и централна банка), банке, и друге финансијске организације, предузећа и индивидуални инвеститори. Министарство финансија емитује краткорочне обвезнице и записе. То министарство увек се јавља само као емитент ових хартија од вредности, не и као инвеститор. Емисијом краткорочних хартија од вредности, држава покрива тренутни дефицит у финансирању, до приспећа нових фискалних прихода. Централна банка, као врховна монетарна институција, најутицајнији је учесник на тржишту новца. У развијеним тржишним привредама, централна банка, преко операција на тржишту новца (куповином и продајом хартија од вредности), регулише количину новца у оптицају. Централна банка може емитовати своје краткорочне хартије од вредности (краткорочне обвезнице, благајничке записе), ради спровођења монетарне политике. *Операције на отвореном тржишту* представљају куповину и продају хартија од вредности од централне банке. Када жели да повећа понуду новца, централна банка *купује* на тржишту хартије од вредности, плаћа их динарима, чиме повећава број динара у оптицају. Уколико жели да *смањи* количину новца у оптицају, централна банка *продаје* на тржишту хартије од вредности.

Пословне банке јављају се као емитенти на тржишту новца, али и као купци (инвеститори) краткорочних хартија од вредности министарства финансија и централне банке. Остале финансијске институције (пензиони фондови, осигуравајућа друштва, инвестиционе компаније) по правилу се јављају као инвеститори у краткорочне хартије од вредности. Предузећа се јављају и као емитенти краткорочних хартија од вредности (краткорочних обвезница, комерцијалних записа) и као инвеститори у краткорочне хартије. Као емитенти, јављају се углавном велика и позната предузећа, која стварају поверење код инвеститора.

### **Тржиште капитала**

**На тржишту капитала** (*Capital Market*) врши се продаја и куповина дугорочних хартија од вредности (дугорочних финансијских инструмената), чији је рок доспећа преко једне године, чиме се остварује *дугорочно позајмљивање новца*. Најзначајније дугорочне хартије од вредности јесу: *акције и дугорочне обвезнице*. Акције практично немају рок доспећа, већ се позајмљивање новца

врши све док акционарско друштво постоји. Предузеће, коме је потребан туђи новац на дуже време, може узети дугорочан кредит од банке, или може продавати акције и дугорочне обвезнице.

**На примарном тржишту капитала** (*Primary Capital Market*) врши се емисија дугорочних хартија од вредности, и њихова прва куповина. У пракси се та купопродаја може остварити путем директних односа између издавалаца и купаца, или преко финансијских посредника. На примарном тржишту, хартије од вредности стичу свог првог власника, односно по први пут се јављају у промету. Овај промет хартија од вредности обавља се између емитента (издаваоца) и првог купца (инвеститора). Даља препродаја хартија од вредности (између претходног и новог купца), односно њихова друга и свака наредна продаја, обавља се на секундарном тржишту.

Учесници на примарном тржишту су: емитенти, купци и финансијски посредници, од којих су најзначајније банке. Оне обављају низ послова, уместо емитената финансијских инструмената. Банке саме откупљују један број ефеката, или их узимају у комисион, ради продаје коначним власницима, спајајући тако понуду и тражњу за финансијским инструментима.<sup>2</sup> Хартије од вредности могу се пласирати путем *приватних и јавних пласмана*. Код приватних пласмана, нове емисије ефеката продају се директно инвеститорима, чиме се заобилази отворено тржиште.

**На секундарном тржишту капитала** (*Secondary Capital Market*) врши се даљи пласман (препродаја) већ емитованих дугорочних хартија од вредности. На њима се врши друга, и свака даља, куповина и продаја ефеката, који су емитовани и пласирани на примарном тржишту. Секундарна тржишта омогућавају власницима хартија од вредности да у сваком моменту дођу до готовог новца, а власницима слободног капитала да дођу у посед жељене хартије од вредности. На овом тржишту, конкретна хартија од вредности мења власнике, а емитент те хартије има обавезу према тренутном власнику хартије од вредности. У секундарна тржишта спадају берзанска и ванберзанска тржишта. На секундарном тржишту капитала тргује се обичним и повлашћеним акцијама, дугорочним обвезницама, као и финансијским дериватима.

### **Берзанска и ванберзанска тржишта**

Као што је већ поменуто, постоје организована и неорганизована (спонтана) секундарна тржишта хартија од вредности и других финансијских инструмената. *У организована тржишта хартија од вредности* спадају све берзе, као и организована ванберзанска тржишта, што значи да постоје и ванберзанска тржишта која нису организована.

---

<sup>2</sup> О функционисању примарног тржишта видети: Живота Ристић, “Тржишта капитала”, Привредни преглед, Београд, 1990, стр. 141.



**На берзанском тржишту (*Exchange*)** постоји тачно одређени простор, тзв. паркет (флоор), на коме се одвија трговина, према строгим правилима, и само оним тржишним материјалима, који испуњавају строге услове. Правна и физичка лица могу учествовати у трансакцијама на берзи само индиректно, посредством берзанског брокера. Познате светске берзе јесу Њујоршка, Лондонска, Токијска, Франкфуртска и друге. Да би одређена хартија од вредности била предмет трговине на берзи, неопходно је да прође одређену процедуру пријема на берзу, која се назива листинг. Услови за листинг разликују се од берзе до берзе.

У свакој земљи постоји врховна контролна и регулаторна институција, која се стара о стабилности тржишта хартија од вредности, и о заштити инвеститора. У оквиру својих надлежности, она контролише и пословање берзи. Та институција у Америци носи назив Комисија за берзе и хартије од вредности (*Securities and Exchange Commission – SEC*), док је код нас то Комисија за хартије од вредности. За берзе дугорочних хартија од вредности, користи се и термин *берзе капитала*, а често се називају и *ефектним берзама*, јер се за дугорочне хартије од вредности користи термин *ефекти*. Берзе краткорочних хартија од вредности називају се и *берзама новца*.

**На организованом ванберзанском тржишту**, трговина се углавном одвија електронским везама, а не на одређеном простору, предвиђеном за трговину. Ово тржиште назива се и мрежним, као и шалтерским тржиштем, тачније тржиштем преко шалтера (*OTC – Over the Counter Market*). Трговина се обавља преко организоване мреже дилера, на различитим локацијама, повезаних електронским путем. На ово тржиште пласирају се хартије од вредности које не испуњавају критеријуме берзе, односно нису примљене на листинг берзе. На организованом ванберзанском тржишту концентришу се понуда и тражња за тржишним материјалима, уз постојање не тако строгих правила пословања и трговине. Као пример организованог ванберзанског тржишта поменућемо NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), које је основано 1971. године, и данас представља глобалну компјутерску трговачку мрежу. Велики број акција у САД-у налази се на ванберзанским тржиштима, док је већина обвезница у САД-у управо на ванберзанским тржиштима.

**Неорганизовано тржиште хартија од вредности** обухвата све трансакције тржишним материјалима, које се обављају ван берзанског и организованог ванберзанског тржишта. На овим тржиштима обавља се трговина стандардним или специфичним финансијским инструментима. Купци и продавци контактирају директно, или преко посредника, а те њихове везе могу бити редовне или спорадичне.

### Интернационализација финансијских тржишта

Последњих деценија изражен је тренд растуће интернационализације финансијских тржишта. Многа предузећа и банке активно учествују на иностраним финансијским тржиштима. Док инвеститори траже нове инвестиционе могућности у иностранству, други покушавају да се задуже на иностраним тржиштима.

**Стране обвезнице** јесу обвезнице које се емитују у иностранству и деноминоване су у валуту земље у којој се емитују. Другим речима, страна лица емитују и продају своје обвезнице у другој земљи, али у валути те друге земље. На пример, швајцарска компанија емитује обвезнице у САД изражене у доларима, чиме позајмљује доларе од америчких штедиша. Емисија страних обвезница обавља се у складу са регулативом која важи у земљи у којој се обвезнице емитују. Државе контролишу емисију страних обвезница на свом тржишту, при том воде рачуна да прекомерни одлив њихове националне валуте не поремети новчану масу у националној привреди, као и девизни курс, или угрози домаће зајмотражиоце.

**Еврообвезнице** јесу обвезнице које се емитују у страниој земљи, најчешће у више земаља истовремено, али нису изражене у валути земље у којој су емитоване, већ у некој другој. На пример, швајцарска компаније емитује обвезнице у САД изражене у јенима, чиме позајмљује јене од штедиша из различитих земаља. Емисија еврообвезница је знатно мање регулисана и контролисана од државе у односу на емисију националних и страних обвезница. Разлог томе је што емисија еврообвезница не погађа директно националну валуту земље у којој се те обвезнице емитују. У односу на стране обвезнице, еврообвезнице су новијег датума, али је њихово тржиште веома брзо расло.

**Светска тржишта акција.** Америчко тржиште акција је дуго година било највеће тржиште акција на свету. Данас, међутим, постоји много берзи акција на којима се остварује промет огромних вредности. Инвеститори широм света заинтересовани су за куповину акција страних предузећа. Из тог разлога основани су инвестициони фондови у многим земљама специјализовани за трговање на страним тржиштима акција. Домаћи инвеститори с једнаком пажњом прате кретање цена акција, како на домаћем тако и на иностраним тржиштима.

Интернационализација финансијских тржишта има велики утицај на привреду свих земаља. Када странци купују акције наших предузећа, они инвестирају у нашу привреду, а када купују наше дужничке хартије од вредности, позајмљују свој новац нашим зајмотражиоцима. Када, рецимо, обвезнице које је емитовала нека држава купују страна лица, она тиме учествују у покривању буџетског дефицита те државе. Без иностраних средстава многе привреде у свету би расле знатно спорије, и теже превладавале кризне циклусе.

Интернационализација финансијских тржишта омогућила је брз проток новца између инвеститора и штедиша широм света.

### **Организација домаћег финансијског тржишта**

Финансијско тржиште у Србији добило је нови правни оквир доношењем **Закона о тржишту капитала**, који је ступио на снагу 17. новембра 2011. године.<sup>3</sup> Овај Закон уводи бројне новине, па и у делу који се односи на организацију финансијског тржишта. У њему су регулисани: јавна понуда и секундарна *трговина* финансијским инструментима; *тржишта* финансијских инструмената; *учесници* на тржишту капитала; организација и надлежност *Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности* (у даљем тексту Централни регистар хартија од вредности, или само Централни регистар); *Комисија за хартије од вредности* и друго.

У складу са овим законом, **финансијски инструменти** обухватају: преносиве хартије од вредности (акције, обвезнице и друго); инструменте тржишта новца (резорски, благајнички и комерцијални записи; сертификати о депозиту); јединице институција колективног инвестирања; финансијске деривате, односно изведене финансијске инструменте (опције, фјучерси, свопови, форварди и други); и друго.<sup>4</sup> Овако дефинисани појам финансијских инструмената не односи се на: полисе осигурања и реосигурања; финансијске инструменте који се издају поводом промета роба и услуга (меница, чек, писани упут-асигнација, коносман, товарни лист, складишница); друге исправе о дугу, новчаном депозиту или штедњи које немају својства финансијских инструмената; уделе у ортачком, командитном и друштву са ограниченом одговорношћу.

Под **преносивим хартијама од вредности** домаћи законодавац подразумева све врсте хартија од вредности којима се може трговати на тржишту капитала, изузев инструмената плаћања. Преносиве хартије од вредности укључују пре свега: *акције* друштва или друге хартије од вредности еквивалентне акцијама друштва, као и депозитне потврде које се односе на акције; *обвезнице* и друге облике секјуритизованог дуга (претварање дуга у хартије од вредности), укључујући и депозитне потврде које се односе на наведене хартије; другу хартију од вредности која даје право на стицање и продају такве преносиве хартије од вредности или на основу које се може обављати плаћање у новцу. Акције спадају у власничке хартије од вредности, док су обвезнице дужничке хартије од вредности.

У складу са новим законом, домаће тржиште хартија од вредности подељено је на: регулисано тржиште, мултилатералну трговачку платформу (МТП тржиште) и ОТЦ тржиште (*Over the Counter Market*).

<sup>3</sup> *Службени гласник РС*, бр. 31/2011.

<sup>4</sup> Видети: члан 2. Закона о тржишту капитала.

**Регулисано тржиште** је мултилатерални систем који организује, односно којим управља овлашћени организатор тржишта. Овај систем омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената. Да би одређена акција била листирана на регулисаном тржишту неопходно је да испуњава најстроже услове. Регулисано тржиште представља супституцију берзанском тржишту. *Организатор тржишта* је лице које управља, односно обавља делатност у вези са функционисањем регулисаног тржишта, а организатор тржишта може бити и само регулисано тржиште.

**МТП тржиште** (Мултилатерална трговачка платформа) представља мултилатерални систем који организује, односно којим управља организатор тржишта или инвестиционо друштво. Постојање овог тржишта омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената. МТП тржиште можемо упоредити са организованим ванберзанским тржиштем.

**ОТЦ тржиште** (*Over the Counter Market*) је секундарно тржиште за трговање финансијским инструментима које не мора да има организатора тржишта. Дакле, у складу са домаћим законом, ово тржиште представља облик ванберзанског тржишта, које може бити организовано и неорганизовано. Трговина на овом тржишту подразумева преговарање између продаваца и купаца финансијских инструмената у циљу закључења трансакције, односно слободно уговарање купопродаје одређеног финансијског инструмента. Предмет трговања на ОТЦ тржишту могу бити сви финансијски инструменти, чије трговање на регулисаном тржишту није обавезно, односно који су искључени са регулисаног и МТП тржишта, као и дужничке хартије од вредности, којима се, као изузетак од правила, може трговати истовремено на регулисаном, односно МТП и ОТЦ тржишту.

*Примарна понуда (продаја) хартија од вредности* јесте прва понуда (продаја) хартија од вредности, чиме хартија стиче свог првог власника. Ова продаја хартија од вредности обавља се на тзв. примарном тржишту. *Секундарна понуда (продаја) хартија од вредности* јесте свака друга и наредна понуда (продаја) већ стечених хартија од вредности. Она се обавља на тзв. секундарном тржишту. Примарна и секундарна продаја хартија од вредности могу се вршити на основу јавне понуде издаваоца, односно власника, а на супрот томе постоји продаја без јавног позива. Под термином *јавна понуда хартија од вредности* подразумева се емисија и продаја хартија од вредности коју прати објављивање свих битних информација у вези са понуђеним хартијама од вредности, на основу којих сви заинтересовани купци могу одлучити да у њих инвестирају. Јавна понуда хартија од вредности подразумева јавни позив, упућен потенцијалним инвеститорима, да изврше упис и уплату хартија од вредности, у поступку примарне продаје, или да купе хартије од вредности, у поступку секундарне продаје.

Подаци о емитованим хартијама од вредности (на које се односи Закон о тржишту капитала), и њиховим власницима, налазе се у Централном регистру хартија од вредности. *Као издаваоци (емитенти) хартија од вредности* и других финансијских инструмената на домаћем тржишту могу се јавити домаћа и страна правна лица. *Јавно друштво* је, у складу са домаћим законом, издавалац који испуњава бар један од следећих услова: 1) успешно је извршио јавну понуду хартија од вредности или 2) чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно домаћем МТП тржишту.

Домаћи Закон о тржишту капитала из 2011. године, по први пут код нас регулише рејтинг агенције. У складу са овим законом, *рејтинг агенција* је овлашћено правно лице које даје мишљење о будућој способности издаваоца, односно дужника да благовремено и у потпуности измири своје финансијске обавезе, а на основу унапред утврђеног и јасно одређеног система рангирања. Мишљења рејтинг агенција олакшавају одлуке инвеститора у вези са куповином конкретних финансијских инструмената, с обзиром на то да ове агенције процењују стабилност издаваоца хартија од вредности, и њихову способност да измирију обавезе лицима која су купила њихове финансијске инструменте. Од квалитета рада ових агенција у великој мери ће зависити понашање инвеститора на домаћем тржишту хартија од вредности.

### **Тржиште девиза**

На *тржишту девиза* обавља се конверзија (замена) валуте једне земље за валуту друге земље (рецимо, замењујемо динаре за евре). Другим речима, на овом тржишту користи се валута једне земље за куповину валуте друге земље. Под тржиштем девиза не подразумевамо тачно одређено место за трансакције. Ове трансакције се, по правилу, обављају у директним контактима продаваца и купаца, или посредовањем банака.

*Девизни курс* представља однос, на основу којег се може заменити валута једне земље, за валуту друге земље. Другим речима, девизни курс представља цену валуте једне земље изражену у јединици валуте друге земље. На основу односа понуде и тражње страних валута, формира се девизни курс, на девизном тржишту. Флукуације на девизном тржишту имају велики утицај на националну економију.

Флукуације девизног курса могу бити значајне. У одређеном периоду национална валута може јачати у односу на иностране, у другом може слабити, или може бити стабилна. Свака промена девизног курса има директан утицај на потрошаче јер се тиме мења цена увезене робе. Када, рецимо, динар слаби повећава се цена иностраних валута а тиме се повећава и цена робе коју увозимо. Са друге стране, јачање динара снижава цену увезене робе, али у исто време поскупује нашу робу коју извозимо у друге земље.

Учесници на тржишту девиза јесу: предузећа, Централна банка, пословне банке, појединци, институционални инвеститори. Централна банка интервенише на овом тржишту ради заштите курса националне валуте. Цене на тржишту девиза, као и све друге цене, формирају се на основу односа понуде и тражње. Основни фактори који утичу на понуду и тражњу, на тржишту девиза, а тиме и на формирање девизног курса, јесу: стопе инфлације, каматне стопе и интервенције централне банке.

Промена девизних курсева зависи од *промене стопе инфлације* посматраних земаља. Ако цене у једној земљи порасту више, у односу на цене у другој земљи, валута прве земље требало би да депресира (изгуби на вредности), у односу на валуту друге земље. И обрнуто, општи пад цена, у једној земљи, у односу на другу земљу, требало би да изазове апресијацију њене валуте, у односу на валуту друге земље. Ово правило посебно би требало да важи за дужи рок.

*Промена каматних стопа* требало би да има утицаја на промену у токовима капитала између посматраних земаља. Претпоставимо да каматне стопе у ЕУ расту, у односу на САД. У том случају, тражња за доларима и хартијама од вредности, израженим у доларима, опада, а истовремено долази до раста понуде долара, због његове замене за евро. Оба ова фактора утичу на раст тражње за еврима и пад тражње за доларима. Ове промене на тржишту девиза доводе до пада вредности долара, у односу на евро. У обрнутој ситуацији, раста камата у САД-у, у односу на ЕУ, дошло би до раста вредности долара, у односу на евро.

*Централна банка* може директно и индиректно утицати на девизни курс. Директан утицај, централна банка врши када купује и продаје девизе, на тржишту девиза, за свој рачун. Тиме она директно утиче на понуду и тражњу девиза, односно на формирање девизног курса. Индиректно, централна банка утиче на девизни курс повећавајући или смањујући количину домаћег новца у привреди, и тиме, кроз смањење или повећање каматних стопа, утиче на промену понуде и тражње на тржишту девиза.

### **Резиме**

На финансијском тржишту привредни субјекти обезбеђују новац за своју потрошњу и инвестиције. Без развијеног финансијског тржишта нема задовољавајућег привредног раста. Поред класичног начина повезивања штедиша и инвеститора посредством банкарског система, постоји и могућност њиховог повезивања емисијом и продајом различитих хартија од вредности. Овај други начин штедње и позајмљивања новца још увек је недовољно код нас развијен. То се нарочито односи на дугорочни трансфер новца, који се остварује трговањем дугорочним хартијама од вредности, на тржишту капитала. У циљу развоја домаћег финансијског тржишта неопходно је обезбедити стабилност

банкарског система, стимулисање трговине хартијама од вредности, као и промовисање знања о алтернативним могућностима штедње и инвестиција. Дугогодишња констатација да имамо релативно развијено тржиште новца, и недовољно развијено тржиште капитала, указује на то да се, уназад годинама, ништа битније није учинило на развоју домаћег финансијског тржишта.

***Prof. Ljubica Nikolić, LL.D.***

*Full Professor,*

***Aleksandar Mojašević, LL.D.***

*Teaching Assistant,*

*Faculty of Law, University of Niš*

### ***The Organization of the Financial Market***

#### ***Summary***

*The development and stability of financial markets is a precondition for the development of each national economy. Considering the fact that financial markets have been largely internationalized, there is more opportunity for using the foreign capital; on the other hand, it may bring about uncertainty which may overflow from one financial market into another. The financial market essentially involves the processes of lending money either by means of conventional banking channels or by trading in financial instruments. The transfer of money may be exercised in different segments of the financial market. The national legislations use various legal terms to designate certain organizational parts of the financial market. Thus, as compared to the former legislation on this matter, the new Capital Market Act of the Republic of Serbia introduces some new terminology for certain financial instrument markets.*

***Key words:*** *financial market, money and capital market, stock-exchange market and over-the-counter market, primary and secondary market, regulated market, multilateral trading platform, OTC market*

