

## 1. Pojam, osnovne karakteristike i vrste akcionarskih društava (korporacija)

**Akcionarsko društvo (korporacija)** - privredno društvo koje osniva jedno ili više pravnih i/ili fizičkih lica u svojstvu akcionara radi obavljanja određene delatnosti, pod zajedničkim imenom čiji je osnovni kapital utvrđen i podeljen na akcije.

Nastaje usled nemogućnosti inokosnih i partnerskih preduzeća da pribave dovoljan iznos kapitala, kao i zbog nedostatka specijalizovanih znanja.

**Prednosti AD** su:

- vlasništvo nad akcijama može odmah biti preneto
- životni vek AD nije ograničen
- ograničena odgovornost

**Nedostaci AD** su:

- AD je pravno lice i podleže dvostrukom oporezivanju (I dividendi i lični dohodak)
- kompleksan i dugotrajan postupak osnivanja

Najznačajnije **karakteristike** AD su:

1. **ograničena odgovornost** – do iznosa kapitala uloženog u AD;
2. **upravljanje na osnovu akcija** – radi se o indirektnom upravljanju preko skupštine akcionara i upravnog odbora;

Skup **prava** akcionara obuhvata:

1. pravo kontrole uprave (pravo glasa)
2. pravo na profit
3. pravo na neto imovinu (primarno vlasničko pravo)

Upravljanje na osnovu akcija omogućava efikasan sistem kontrole uprave (1 akcija = 1 glas) i dovodi do rasta cene akcija (uprava je odgovornija i vrednost preduzeća raste).

**Vrste AD:**

- |  |  |  |
|--|--|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>Privatna AD</b> (ne kotiraju se na berzi)</li> <li>2. <b>Javna AD</b> (kotiraju se na berzi)</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>Profitna AD</b></li> <li>2. <b>Neprofitna AD</b></li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>AD sa akcijama</b> - profitna i privatna AD</li> <li>2. <b>AD bez akcija</b> - neprofitna AD</li> </ol> |
|--|--|--|

## 2. Osnivanje AD

- 1) Prikupljanje potrebnih informacija za izradu **projekta o ekonomskoj opravdanosti osnivanja AD**;
- 2) Ocena prikupljenih informacija i donošenje odluke o osnivanju AD. Izrada projekta o ekonomskoj opravdanosti ulaganja. Uporedo sa projektom donose se **akta o osnivanju AD (statut AD)**;

**Osnivačka skupština AD** donosi odluke koje su osnov za registraciju AD:

1. da je upisan kapital uplaćen na poseban račun kod banke
2. prihvata procenu nenovčanih uloga
3. deli akcije na bazi oslobođenog kapitala
4. donosi statut AD
5. bira organe AD
6. donosi odluku da je AD osnovano

- 3) Po zakonima nekih zemalja (Kanada, Australija, Turska) podnosi se zahtev nadležnim državnim organima za dobijanje tzv. **prethodnog odobrenja**;
- 4) Nadležni državni organ daje **odobrenje za osnivanje**;

### 3. Registracija AD

Nakon donošenja osnovnih akata o osnivanju, pristupa se **registraciji AD** koja se realizuje kroz:

1. Podnošenje **zahteva za upis u registar** kod nadležnog suda;
2. Ako su ispunjeni zakonski uslovi AD se osniva **upisom u registar AD** i dobija **svojstvo pravnog lica**;
3. Nadležni organ izdaje **dozvolu za početak rada**;

### 4. Kapital AD

**Akcijski kapital** je kapital od emisije i plasmana akcija. On je vlasništvo AD i sastoji se od:

1. **osnivackog (akcionarskog) kapitala** koji je vlasništvo akcionara i
2. **kapitala u svim oblicima rezervi** koji je vlasništvo AD (razlika između nominalne i prodajne vrednosti akcija (ažio) i ostvarenog dobitka).

**Akcijski kapital** je osnovni (sopstveni) kapital AD.

### 5. Struktura kapitala u AD

**Struktura kapitala AD** iskazuje odnose između:

1. upisanog i uplaćenog kapitala i
2. nominalnog i stvarnog kapitala

**Upisan kapital** – kapital utvrđen statutom (nominalna vrednost izdatih akcija).

**Uplaćeni kapital** – kapital koji je stvarno uplaćen.

**Nominalni kapital** – kapital utvrđen statutom kao ukupan kapital AD.

**Stvarni kapital** – stvarno uplaćeni kapital.

### 6. Vrste uloga u AD

**Ulozi u AD** mogu biti u:

1. **novcu**
2. **naturi** – može biti ulog u nepokretnostima, u pokretnoj imovini i u različitim oblicima industrijske svojine;

**Problem** kod uloga u naturi je utvrđivanje stvarne vrednosti uloga – procena zemljišta se vrši slobodnom voljom, a procena zgrada se vrši procenom od strane eksperta.

Za ulog u naturi se dobijaju **akcije** koje se **ne mogu prenositi** tokom nekoliko narednih godina (obično 3 godine), a sam ulog se mora u celini preneti na akcionarsko društvo.

## 7. Izdavanje akcija AD

**Izdavanje akcija AD** se vrši **u cilju** prikupljanja kapitala, a na osnovu prethodne odluke o emisiji. Izdavanje akcije može obaviti **samo akcionarsko društvo**, iako je to ređi slučaj. Uglavnom to vrši **posrednik** koji vrši i emisiju i plasman akcija.

**Postupak** emisije akcija i drugih HOV je:

1. **Donošenje odluke o emisiji** od strane osnivača (emitenta) i **visini emisije**;
2. **Izbor posrednika**;
3. **Savetovanje** emitenta i posrednika i "pismo o namerama";
4. **Analiza** emitenta od strane posrednika;
5. **Zaključenje ugovora** o emisiji i plasmanu akcija – **ugovorom se utvrđuje**: emisiona cena, način utvrđivanja i negovanja tržišne cene akcija, rok i trajanje emisije, oblik plasmana, zatvaranje emisije, itd;
6. **Realizacija ugovora** o emisiji;

## 8. Vrste akcija AD

Akcije se razvrstavaju prema:

### 1) redosledu izdavanja

1. **osnivačke (akcije prve emisije)**
2. **akcije sledećih emisija**

### 2) pravu učešća u dobiti

1. **obične** – daje pravo učešća u upravljanju, pravo na učešće u dobiti AD I pravo na deo likvidacione mase;
2. **preferencijalne** – daje pravo prvenstva na isplatu dividende u odnosu na obične akcije, na raspodelu likvidacione mase I na naplatu iz stečajne mase u slučaju stečaja AD; Mogu biti:
  - a) **kumulativne** – daje pravo prvenstva na isplatu svih neisplaćenih dividendi pre isplate dividendi na osnovu običnih akcija;
  - b) **participativne** – daje pravo imaocu, pored utvrđene prioritetne dividende, I na isplatu dividende koja pripada imaocima običnih akcija;
  - c) **zamenljive (konvertibilne)** – daje pravo imaocu da je može pretvoriti u običnu akciju u skladu sa odlukom o emisiji akcija;

### 3) pravu glasa

1. akcije bez prava na glas
2. akcije sa pravom na glas

## 9. Prenos akcija AD

Svojina nad akcijama se stiče na:

1. **originalan način** (svojstvom akcionara kao osnivača akcionarskog društva)
2. **derivativan način** (ugovorom o prenosu akcija)

Za **prenos akcija** je bitno utvrđivanje stvarne vrednosti akcija, koja se procenjuje na osnovu stabilnosti poslovanja akcionarskog društva i visine dividende. Pri prenosu akcija njihova vrednost može biti viša ili niža od nominalne vrednosti.

Prenos se vrši isključivo u pismenoj formi (**pismenim ugovorom**).

**Preferencijalne akcije** se prenose na osnovu posebne odluke skupštine akcionara.

Prenos akcija se **ograničava** u slučaju kada:

- član akcionarskog društva nije uplatio kapital u celini;
- nadležni organ nije stranom ulagaču dao odobrenje za upis u registar;

## 10. Organi upravljanja AD

**I Skupština akcionara** - najviši organ upravljanja koji imaju sva akcionarska društva. To je organ vlasnika.

### II Izvršni organi i uprava AD

- 1) **Anglosaksonski način organizovanja** - tu **direktorijum** obavlja funkciju operativnog (izvršnog) rukovođenja i ima 5,7 ili 9 članova (direktora) koji ne mogu biti u radnom odnosu u akcionarskom društvu, ali mogu biti akcionari. Imenuje ih generalna skupština. Odlučivanje se vrši većinom glasova direktora. Direktorijum se sastaje prema potrebi ili programima. Oni predlažu odluke generalnoj skupštini.
- 2) **Kontinentalni način organizovanja** - funkciju izvršnih organa i organa uprave obavlja **upravni odbor**, koga čine:
  1. **generalni direktor** (funkcija operativnog rukovođenja)
  2. **direktori društva** (funkcija upravljanja)

**Kod nas** AD imaju:

1. **Direktora** (organ rukovođenja)
2. **Upravni odbor** (organ upravljanja)
3. **Nadzorni odbor** (organ nadzora)

## 11. Skupština akcionara

**Skupština akcionara** - najviši organ upravljanja koji imaju sva akcionarska društva. To je organ vlasnika.

Postoje tri vrste skupština:

1. **Osnivačka skupština** – prva skupština koju sazivaju osnivači i kojom predsedava jedan od osnivača;
2. **Generalna (glavna) skupština** – saziva se jednom godišnje ili kako je utvrđeno statutom i to pismenim pozivom. Njom predsedava predsednik izvršnog odbora ili drugi član;
3. **Vanredna skupština** – saziva se po određenim pitanjima: izmene i dopune statuta akcionarskog društva. Saziva se upućivanjem poziva većini akcionara. Sazivanje se vrši na predlog akcionara sa više od 1/3 akcija, izvršnih organa ili organa uprave. Odluka se smatra pravosnažnom ako prema anglosaksonskom pravu za nju glasa više od ¼ akcionara, a prema kontinentalnom pravu 2/3 glasova;

**Anglosaksonsko pravo organizovanja** – izmene i dopune statuta, usvajanje bilansa, likvidacija akcionarskog društva.

**Kontinentalni način organizovanja** - funkciju izvršnih organa i organa uprave obavlja upravni odbor, koga čine generalni direktor i direktori društva.

## 12. Sazivanje, rad I odlučivanje na skupštini akcionara

(isto kao I 11. pitanje)

## 13. Zadaci izvršnih organa AD

(deo 10. pitanja o izvršnim organima)

## 14. Bilans i raspodela dobitka AD

Akcionarsko društvo jednom godišnje podnosi izveštaj o poslovanju. U zavisnosti od zakonskih i statutarnih odredbi, izveštaji se mogu podnositi i za kraća vremenska razdoblja.

**Bilansi** se podnose Skupštini akcionara najkasnije do **31.marta (28.februara)** tekuće godine za prethodnu godinu. Svaki akcionar mora najmanje **30 dana pre održavanja skupštine** da dobije **izveštaj o radu uprave i izvršnih organa**. Uporedo se moraju voditi računi prema svim sumama primljenim i potrošenim od strane akcionarskog društva, kao i sve prodaje i nabavke robe i usluga, ali i ukupna aktiva i pasiva akcionarskog društva. Knjige računa moraju biti pristupačne.

Principi **raspodele dobitka** se utvrđuju **statutom akcionarskog društva**.

Obično se utvrđuje princip da je **dobitak** samo ono sto je višak bilansne aktive. Iz ovoga se pre raspodele izdvaja deo za rezervni fond u %.

Pre raspodele dobitka mogu se izdvojiti u utvrđenom procentu i drugi iznosi naknade članovima izvršnih i nadzornih organa, tantieme upravi.

Nakon ovih izdvajanja, iz dobitka se **isplaćuju dividende** po akcijama. Vlasnik akcije se mora indetifikovati.

Ukoliko akcionarsko društvo iskaže **gubitak**, deo ili ukupan iznos gubitka se **pokriva iz rezervnog fonda**. Ako je gubitak toliki da se ne može pokriti iz rezervnog fonda ili ako on čini više od polovine aktive akcionarskog društva, onda se na **vanrednoj skupštini akcionara** odlučuje o načinu pokrića i merama za njegovo saniranje i sprečavanje daljih gubitaka.

**Nadležni državni organi** ocenjuju da li će akcionarsko društvo nastaviti sa radom ili ne. Ako ocene da je gubitak toliki da preostala aktiva ne može pokriti preostale dugove, pokreće se stečaj nad akcionarskim društvom.

Kontrolu i proveru računa i bilansa akcionarskog društva vrši državni organ u sedištu akcionarskog društva.

## 15. Prestanak, likvidacija i raspodela imovine AD

Akcionarsko društvo može **prestati** sa radom:

1. istekom roka na koji je osnovano (**dobrovoljni prestanak**)
2. zabranom rada po odluci nadležnog organa (**prinudni prestanak**)
3. odlukom skupštine akcionara (**dobrovoljni prestanak**) - zbog neispunjenja međusobnih obaveza akcionara, prevelikih gubitaka koji se ne mogu pokriti (npr.  $\frac{3}{4}$  kapitala akcionarskog društva)
4. spajanjem se drugim preduzećima ili podelom na veći broj preduzeća (**dobrovoljni prestanak**)
5. smanjenjem broja akcionara ispod dozvoljenog broja (**prinudni prestanak**)

**Likvidacija akcionarskog društva** započinje imenovanjem **likvidacione komisije** na osnovu odluke skupštine akcionara ili sudskog organa. Komisija treba da završi tekuće poslovanje i ispunji obaveze prema poveriocima, zastupa akcionarsko društvo pred državnim i sudskim organima, vrši poravnanja sa poveriocima, itd. U **postupku likvidacije** se prvo izvršavaju obaveze **prema zaposlenima**, pa **prema poveriocima** i na kraju **prema akcionarima**.

## 16. Pojam, funkcija i ciljevi tržišta hartija od vrednosti (HOV)

**Tržište hartija od vrednosti** – predstavlja deo finansijskog tržišta na kome dolazi do sučeljavanja ponude i tražnje za HOV. Tržište HOV obuhvata trgovinu dugoročnih i kratkoročnih HOV (zavisno od samih hartija).

Na tržištu HOV se trguje fer, otvoreno i na ugovoren (propisan) način. Zbog toga ovo **tržište treba da bude**:

1. **likvidno** – sposobno da brzo konvertuje HOV u gotovinu;
2. obezbedi **svim učesnicima informacije**
3. obezbedi **kontinuitet cene** – omogući da se, ukoliko nova informacija nije stigla na tržište, hartija može kupiti ili prodati po ceni poslednje slične kupoprodaje;
4. obezbedi **niske transakcione troškove**
5. omogući **svim učesnicima isti pristup**
6. obezbedi da se **cene brzo prilagođavaju novim informacijama**

Funkcionisanje tržišta HOV je regulisano od strane države i zavisi od ponašanja učesnika na njemu. To su kompleksna tržišta, karakterišu ih munjevite promene, a transakcije koje se na njima zaključuju su velike po vrednosti.

Osnovna **funkcija** tržišta HOV je da omogući:

1. **prodavcu** hartija da pod najpovoljnijim tržišnim uslovima dođe do kratkoročnih finansijskih sredstava za održavanje normalnog poslovnog procesa i likvidnosti, odnosno do nedostajućih dugoročnih finansijskih sredstava (kapitala) za finansiranje rasta i razvoja;
2. **kupcu** hartija (investitoru) da pod najpovoljnijim uslovima plasira kratkoročna i/ili dugoročna finansijska sredstva koja mu trenutno nisu neophodna;

**Ciljevi** HOV su po pravilu unapred poznati u svakoj zemlji, i to su:

- 1) obezbeđenje pod tržišnim uslovima neophodnih i **nedostajućih kratkoročnih i dugoročnih sredstava za održavanje**:
  1. normalnog poslovnog procesa
  2. likvidnosti
  3. rasta i razvoja
- 2) ostvarivanje optimalne **alokacije finansijskih sredstava**;
- 3) ostvarivanje **najvećeg prinosa** po osnovu vlasništva nad finansijskim sredstvima i **najveće disperzije svih oblika rizika**;
- 4) utvrđivanje **stvarne i tržišne cene finansijskih sredstava**;
- 5) **zaštita interesa** i vlasnika i korisnika finansijskih sredstava;

## 17. Učesnici na tržištu HOV

Potrebno je da postoje sve grupe učesnika. Tržište HOV mora da funkcioniše na takav način da svim učesnicima obezbedi odnos partnerstva, međusobnog poverenja i obostrane koristi. Odnosi se regulišu kupoprodajnim ugovorima, a učesnici mogu biti:

- 1) **neposredni** (direktno stupaju u odnose)
- 2) **posredni** (kontakte ostvaruju preko posrednika)

Odnosno, prema **formi učestvovanja na tržištu**, razlikuju se:

1. institucionalizovani učesnici
2. neinstitucionalizovani učesnici

**U svim zemljama** u kojima postoji tržište HOV kao **učesnici** se javljaju:

1. **investitori (vlasnici fin. sredstava)**
2. **korisnici fin. sredstava**
3. **posrednici**
4. **država**

## 18. Investitori kao učesnici na tržištu HOV

Investitori su jedna od najvažnijih grupa učesnika na tržištu HOV s obzirom da je postojanje vlasnika finansijskih sredstava uslov postojanja i funkcionisanja ovog tržišta, ali i razvoja ukupne nacionalne privrede.

U ulozi **investitora** javljaju se:

1. pojedinci
2. privredni subjekti
3. državni ili paradržavni organi
4. institucije i organizacije
5. bankarsko-finansijske institucije

Interes investitora mora biti zaštićen od interesa drugih učesnika, koji su obično suprotni, a investitor pri svakom ulaganju mora imati osećaj sigurnosti i poverenja u mehanizam tržišta i državu koja taj mehanizam kontroliše.

Kao najvažnije **instrumente zaštite** investitora i ostalih učesnika na tržištu HOV navode se:

- **funkcionisanje** savremenog i optimalnog **istema infomisanosti** investitora o stvarnom stanju budućih korisnika finansijskih sredstava;
- **javni karakter berzanskih operacija** u vezi sa kretanjem pojedinih kurseva i indeksa;
- **javno objavljivanje svih informacija** i odluka nadležnih organa i organizacija od značaja za kretanje kurseva;
- **zaštita od tzv. "bankarske zloupotrebe štednje"**;
- **zaštita tzv. "bankarske zloupotrebe položaja"**;
- **zaštita od rizika naplate potraživanja**;

**Danas** na značaju gube pojedinačni investitori, a **raste uloga** velikih, odnosno **institucionalnih investitora** (investicioni fondovi, penzijski fondovi, osiguravajuće kompanije, itd) na koje manji investitori sve više prenose posao oko plasmana svojih finansijskih sredstava.

## 19. Korisnici finansijskih sredstava kao učesnici na tržištu HOV

Mogu biti:

1. **pojedinci** – onda kada koriste različite vrste kredita za zadovoljenje ličnih potreba;
2. **privredni subjekti** – onda kada su im ona neophodna za normalno poslovanje i razvoj;
3. **državne ili paradržavne institucije i organizacije** – onda kada su im finansijska sredstva neophodna za normalno funkcionisanje, kao i za rešavanje različitih problema ukupnog privrednog razvoja i infrastrukture;

4. **bankarsko-finansijske organizacije** – mogu se javiti kao korisnici finansijskih sredstava:

1. u svoje ime i za svoj račun
2. u svoje ime i za tuđ račun
3. u tuđe ime i za tuđ račun

Svi ovi korisnici formiraju tražnju za fin. sr., koju nastoje da zadovolje emisijom i plasmanom različitih vrsta HOV.

## 20. Posrednici kao učesnici na tržištu HOV

Posrednici na tržištu HOV utiču na visinu obima realizacije, odnosno tražnje na njemu. Uloga posrednika na tržištu HOV je posebno značajna, s obzirom da na njima leži velika odgovornost za realizaciju transakcija. Posrednik mora delovati efikasno i brzo, odnosno mora štiti interese komitenta, koji su često suprotni njegovim interesima.

Sve **posrednike** na tržištu HOV možemo podeliti na:

1. **banke i druge bankarske organizacije;**
2. **investicione fondove i druge finansijske institucije;**

Svi ovi posrednici se, zavisno od uslova na tržištu, mogu javiti u ulozi investitora, korisnika, komisionara ili čistog posrednika.

**Komisionar** – opunomoćeno lice koje obavlja trgovinu HOV za tuđ račun.

## 21. Banke i druge bankarske organizacije kao učesnici na tržištu HOV

To su najbrojniji i najvažniji učesnici na tržištu HOV. One posreduju između investitora i korisnika, i mogu se javiti kao:

1. investitori – plasiraju svoja fin. sredstva u **svoje** ime iza **svoj** račun;
2. korisnici – pribavljaju fin. sredstva u **svoje** ime ali za **tuđ** račun;
3. čisti posrednici – obavljaju transakcije na tržištu **u ime i za račun** investitora, odnosno korisnika;

Prema **organizacionoj formi i ulozi na tržištu HOV**, banke i druge bankarske organizacije možemo podeliti u dve osnovne grupe:

1. **banke**
2. **štedionice**

Banke imaju značajno mesto i sa 40%-90% učestvuju u transakcijama na tržištu HOV u razvijenim zemljama.

Mogu biti:

1. **Depozitne ili komercijalne banke** – manje kao investitori više kao posrednici i komisionari, posebno na sekundarnom tržištu HOV;
2. **Investicione banke** – uloga na sekundarnom tržištu HOV je mala, ali veoma značajna na primarnom tržištu HOV, i tu zbog svoje snage mogu obaviti sve poslove u vezi emisije i plasmana HOV;



3. **Hipotekarne banke** – posebna uloga na tržištu HOV, doprinose stabilizaciji tržišnih kretanja, ali i razvoju gradova i ostvarivanje socijalnih ciljeva i mogu se javiti u četiri uloge – investitor, korisnik, komisionar i čist posrednik;
4. **Univerzalne banke** – mogu se javiti u sve četiri uloge, ali kojoj će dati primat zavisi od zemlje-odnosno razvijenosti tržišta;

**Štedionice i štedno-kreditne zadruge** predstavljaju posebne oblike bankarskih organizacija čija se uloga na tržištu HOV svodi na:

1. pribavljanje fin. sredstava emisijom sopstvenih kreditnih hartija
2. plasman kapitala komitentima
3. transformaciju novca u kapital
4. obavljanje velikog broja transakcija na sekundarnom tržištu HOV.

## 22. Investicioni fondovi i druge finansijske institucije kao učesnici na tržištu HOV

Javljaju se kao posledica brzog razvoja tržišta HOV u razvijenim zemljama, kao i usled nemogućnosti klasičnog bankarskog sektora da odgovori svim potrebama investitora i korisnika.

Predstavljaju fleksibilne i efikasne posrednike, od kojih su **najznačajniji**:

- 1) **investicioni fondovi**
- 2) **zajednički (uzajamni) fondovi**
- 3) **osiguravajuće kompanije**
- 4) **penzijski fondovi**
- 5) **ostale specijalizovane finansijske institucije**

**1. Investicioni fondovi** – prvi put javljaju polovinom 19. veka u Belgiji, ali se veoma brzo razvijaju od 20-ih godina 20. veka, tako da danas predstavljaju najadekvatniji način mobilizacije kapitala; To su po pravilu akcionarska društva ili institucije javno-pravnog karaktera, a osnivači istih su privatni subjekti ili država.

Razlikuju se:

1. **privatni investicioni fondovi**
2. **državni investicioni fondovi** – za zemlje sa nedovoljno razvijenim ili tek stvorenim tržištem HOV;
3. **fondovi otvorenog tipa** – oni su uvek u formi državnih investicionih fondova;
4. **fondovi zatvorenog tipa** – osnivaju se emisijom akcija koje se mogu unovčiti samo na sekundarnom tržištu, zato su i zastupljeni samo u zemljama sa već razvijenim tržištem HOV;

**2. Zajednički (uzajamni) fondovi** – sličan investicionom fondu ali je on prevashodno orijentisan na investiranje u akcije i obveznice korporacija. Svaki fond ima profesionalnog menadžera i investicioni cilj i program koji se realizuje kada se stvara portfelj fonda.

Mogu biti:

1. **otvorenog tipa** – fond prodaje onoliko udela u fondu koliko investitori žele da kupe;
2. **zatvorenog tipa** – udeli se prodaju samo jednom i njima se trguje na berzama ili vanberzanskom tržištu;

Postoje **tri vrste**:

1. **Fondovi koji ulažu u akcije**

- a) prvoklasnih preduzeća
- b) rastuće akcije
- c) vrednosne akcije
- d) ciklične akcije

2. **Fondovi koji ulažu u obveznice** – garantuju investitorima ostvarenje redovnog prihoda, dividende koja se može reinvestirati

- a) čiji se prinos oporezuje
- b) čiji se prinos ne oporezuje

3. **Fondovi koji ulažu u kratkoročne HOV** - idu na nerizične investicije, bez sklonosti ka riziku

- a) čiji se prinos oporezuje
- b) čiji se prinos ne oporezuje

Sve zajedničke fondove možemo podeliti prema **kriterijumu investicionog cilja** u:

- 1. fondove čiji je cilj nizak rizik i ujednačen nizak prihod
- 2. fondove čiji je cilj značajan rast i umeren ili visok prihod uz umeren rizik
- 3. fondove čiji je cilj natprosečna dugoročna dobit uz visok rizik

**3. Osiguravajuće kompanije** – veoma značajna grupa specijalizovanih posrednika na tržištu HOV, s obzirom da se kapital u njih redovno i po automatizmu sliva putem premija za socijalno i zdravstveno osiguranje, premija osiguranja života i imovine, kao i izdvajanja za penzije ili rente. Obavezuju se da negde i do 80% kapitala drže u HOV I to zajmovnog karaktera na dugi rok (I preko 50 godina). Osnovni oblici plasmana ovih institucija su: hipotekarne založnice I obveznice.

**4. Penzijski fondovi** – isto kao i osiguravajuće kompanije, na tržištu HOV se uglavnom javljaju u ulozi investitora u dugoročne HOV, veoma retko u ulozi korisnika I nikad u ulozi čistog posrednika;

**5. Ostale specijalizovane finansijske institucije** – To su:

- 1) **finansijske institucije holding kompanija, korporacija i drugih oblika AD** – one istupaju na tržištu HOV radi povezivanja sa privrednim subjektima iz sličnih delatnosti, a sve u cilju kontrole nad drugim preduzećima. Taj svoj cilj one ostvaruju kupovinom **“kontrolnog paketa”** akcija onog preduzeća koje žele da kontrolišu ili veštačkim obaranjem kursa akcija preduzeća kojeg žele da preuzmu;
- 2) **specijalizovane institucije za preuzimanje i plasman emisije, kao i prodaju hartija** – njihov osnovni cilj je ostvarenje zarade po osnovu **špekulativnih poslova hartijama**. Njihova aktivnost se svodi na delimično ili potpuno preuzimanje emitovanih HOV po “kursu preuzimanja” (koji je niži od emisionog), nakon čega nastoje da novim plasmanom postignu višu cenu ovih hartija (propagandom, izazivanjem veštačke nestašice određenih hartija, itd.);
- 3) **berze HOV** – to su institucije finansijskog tržišta koje imaju za cilj da omoguće:
  - 1. kupoprodaju HOV
  - 2. utvrđivanje tržišne vrednosti HOV
  - 3. stabilizovanje tržišnih uslova pri transakcijama finansijskih sredstava;
- 4) **brokerske i posredničke institucije i konsalting firme** – posreduju između investitora I korisnika, kao I između investitora (korisnika) I posrednika, za šta dobijaju **proviziju** kao jedini izvor prihoda;

### 23. Država kao učesnik na tržištu HOV

Država kao učesnik na tržištu HOV ima posebno mesto i značaj, koji su posledica njene **specifične uloge u nacionalnoj ekonomiji**, što nije slučaj sa drugim učesnicima na tržištu.

Ona može biti:

1. **investitor** – kada na tržištu postoji znatno veća tražnja od ponude;
2. **korisnik** – kada na tržištu postoji veća ponuda od tražnje;  
Ili može biti istovremeno u obe uloge.
3. **regulator**
4. **kontrolor**

Regulatorna uloga direktno uslovljava uspešnost funkcionisanja tržišta i uspešnost poslovanja ostalih učesnika na njemu. Cilj regulative je uspostavljanje i održavanje stabilnog tržišta HOV, koje je osnov postojanja i stabilnih tržišnih odnosa uopšte. Državna regulative treba da bude: objektivna, neutralna, nezavisna, autonomna i efikasna.

#### Oblici državne regulative:

1. usmeravanje dela ponude fin.sredstava u prioritetne i povlašćene privredne sektore ili garantovanje za obaveze ovih sektora prema investitorima;
2. regulisanje pristupa tržištu;
3. olakšice za veće (manje) stope amortizacije za pojedine prioritetne (neprioritetne) sektore;
4. subvencionalne kamate za određene prioritetne sektore;
5. poreske olakšice za pojedine HOV;
6. premije za pojedine oblike štednje;
7. smanjenje tražnje za fin.sredstvima kroz smanjenje budžetskih rashoda kapitalnog karaktera;
8. mere centralne banke kojima se reguliše transformacija novca u kapital i instrumenti na planu dugoročnih i kratkoročnih kredita;
9. zaštita investitora i korisnika i sl;

Državna regulativa je posebno značajna za mlada tržišta na kojima treba pridobiti poverenje velikog broja investitora.

### 24. Klasifikacija tržišta HOV

Tržište HOV se može **klasifikovati** primenom **različitih kriterijuma**:

#### 1. brzina frekvencije promena

- 1) **diskontinualno ili "call" tržište** – nalozi se akumuliraju i simultano izvršavaju jer su malog obima;
- 2) **kontinualno (kombinovano) tržište** – grupom hartija se trguje kontinualno, a ostalim povremeno;

#### 2. u pogledu geografske konsolidovanosti – fragmentiranosti

- 1) **geografski konsolidovana tržišta** – omogućavaju zaključenje transakcija iz celog sveta u okviru jedne berze;
- 2) **geografski fragmentirana tržišta** – posrednici posluju na velikom broju tržišta;

3. prema tome da li se **HOV trguje prvi put ili se njima već trgovalo**

- 1) **primarno (emisiono)**
- 2) **sekundarno**

4. sledeća je podela na:

- 1) **berzansko tržište** – određeni prostor na kome u tačno određeno vreme I pod tačno utvrđenim pravilima dolazi do zaključivanja ugovora o kupovini I prodaji hartija;
- 2) **vanberzansko tržište** – nije institucionalizovano, ali je mnogo veće od berzanskog I odnosi se na ukupnu trgovinu hartijama van zvaničnog prostora berze;

5. tržište za određene HOV

- 1) **tržište obveznicama**
- 2) **tržište akcijama**
- 3) **tržište izvedenih HOV**

## 25. Tržište obveznica i tržište akcija

**Tržište obveznica** – predstavlja deo tržišta HOV na kome se trguje obveznicama i zapisima i različitim vrstama tzv. strukturiranih hartija. **Razlikuje se:**

1. **primarno** tržište obveznica
2. **sekundarno** tržište obveznica

Pri tome se najveći deo trgovine odigrava na sekundarnom tržištu obveznica i to kako na berzanskom tako I na vanberzanskom tržištu.

**Učesnici** su:

1. emitenti
2. investitori
3. posrednici

**Tržište akcija** – predstavlja deo tržišta HOV, koji se u savremenim uslovima sve brže razvija. Njega čini:

1. **primarno tržište** – na kome se vrši prva prodaja akcija od strane emitenta i prva kupovina emitovanih akcija od strane investitora;
2. **sekundarno tržište** – dalja kupoprodaja već emitovanih i prodatih akcija, zbog čega ova trgovina ne utiče direktno na kapital emitenta, već posredno preko cene njegovih akcija koja služi za procenu vrednosti njegovih akcija naredne emisije;

**Prodaja akcija** na primarnom tržištu se može vršiti na **dva načina:**

1. **simultano** – emitent ne izlazi na tržište, već do prodaje dolazi direktno između emitenta i akcionara (obično pri osnivanju akcionarskog društva);
2. **sukcesivno** – distribucija – akcije se nude javnosti na otvorenom tržištu;

Za tržište akcija karakteristično je **ciklično kretanje** – naizmenični skokovi i padovi cene akcija, zbog čega se govori o:

1. **tržištu hosista** – postoji uzlazni trend, tj. investitori ulažu novac u akcije te cena akcija raste;
2. **tržištu besista** – beleže silazni trend, tj. investitori prodaju akcije, te cene akcija padaju za barem 15%;

**Tržište izvedenih HOV** – to je deo tržišta HOV na kome dolazi do kupoprodaje **fjučersa** i **opcija** kako na berzi, tako i na vanberzanskom tržištu.

Učesnici u trgovini ovim hartijama se klasifikuju na:

- 1) **berzanske trgovce izvedenim HOV**
- 2) **vanberzanske trgovce izvedenim HOV**

## 26. Primarno tržište HOV

To je tržište na kojem se vrši **prva kupoprodaja HOV**. Tu se vrši nova emisija i prva kupoprodaja:

1. blagajničkih zapisa
2. državnih zapisa
3. obveznica
4. preferencijalnih akcija i/ili običnih akcija

Funkcioniše kao posrednik između investitora (štediša) i korporacija i države (zajmotražilaca), tj. odnosno ono predstavlja mehanizam kojim se usmeravanja fin. sredstava od onih kojima nisu potrebna do onih kojima su potrebna.

**Tri načina emisije novih HOV:**

**1) Otvorena aukcija (open auction)** – aukcija investitori nude kapital na osnovu cene ili prinosa. U SAD se na ovaj način prodaju: državne HOV, HOV federalnih agencija, hipotekarne HOV.

**2) Preuzimanje od strane investicione banke (underwriting)** – važi za gotove sve emisije nedržavnih HOV. Realizuje se zaključenjem ugovora o preuzimanju između odabranog posrednika i emitenta. Investiciona banka se često naziva i **potpisnikom** zbog toga što štiti emitenta od mogućeg gubitka na prodaji novih hartija.

Investiciona banka pri emisiji novih hartija ima nekoliko **uloga**:

- pomoć emitentu da utvrdi cenu i uslove emisije
- preuzimanje emisije javnosti
- distribuiranje emisije javnosti

Investiciona banka ove uloge obavlja uz određenu nadoknadu. Za gotovo svaku grupu HOV se formira **sindikata** koji prodaje i emituje hartije javnosti. Sindikat čini grupa investicionih banaka, od kojih svaka kupuje deo emisije i prihvata da preproda samo taj deo HOV.

**3) Privatni plasman velikim institucionalnim investitorima (penzijskim fondovima ili osiguravajućim kompanijama)** – gotovo svi plasmani uključuju emisiju dužničkih hartija.

Ovaj plasman omogućava firmi da ostvari određene uštede u troškovima (emitent izbegava proviziju za preuzimanje i različite troškove vezane za registraciju emisije kod Komisije za HOV).

S druge strane, investitori kupuju emisiju na ovaj način, jer ona **nosi nešto viši prinosa od javno emitovanih hartija**. Institucionalni investitori odustaju od likvidnosti, jer se privatno plasiranim hartijama ne trguje na sekundarnom tržištu.

## 27. Sekundarno tržište HOV

Ovde se dalje trguje sa već emitovanim i jednom kupljenim HOV, odnosno prodatim hartijama među investitorima. Pri tom ovde više **nije uključen emitent** niti on ovom trgovinom može ostvariti dodatni prihod.

**Značaj** – transakcije na ovom tržištu određuju preovladavajuću tržišnu cenu hartija na primarnom tržištu, što je posebno važno za emitenta.

Ovde je promet daleko veći nego na primarnom tržištu. Postojanje sekundarnog tržišta obezbeđuje investitorima likvidnost hartija u koje nameravaju da plasiraju svoj novac tj. oni će radije vršiti plasmane u nove emisije hartija za koje postoji razvijeno sekundarno tržište.

Pored toga što čine tržište hartija **likvidnim** (značaj za investitore) sekundarno tržište omogućava i utvrđenje **cene hartija** (značaj za emitente) kroz informisanje investitora o tome koliko HOV vrede.

**Funkcije** sekundarnog tržišta:

1. održavanja regularnog tržišta;
2. olakšavanje utvrđivanja cena;
3. stimulisanje novog finansiranja;
4. održavanje pravične trgovine;

Na **likvidnost** sekundarnog tržišta utiče razlika u ceni ponude i tražnje, i što je ova razlika veća tržište je likvidnije. Pomenuta razlika podrazumeva razliku između cene koju je market meker spreman da plati za hartije i cene po kojoj je spreman da proda hartije. Likvidnost na sekundarnom tržištu podstiče postojanje primarnog tržišta, s obzirom da podstiče investitore na kupovinu HOV na primarnom tržištu koje se odmah mogu prodati na sekundarnom tržištu.

Na bolje funkcionisanje sekundarnog tržišta, pre svega, utiče veličina emisije, jer veća emisija vodi likvidnijem tržištu.

Firme koje posluju na sekundarnom tržištu se rangiraju od **brokera** – koji pružaju kompletnu uslugu do **diskontnih brokera** – koji pružaju samo osnovne usluge.

Sekundarno tržište uključuje organizovane berze, ali i elektronsko vanberzansko tržište.

Pod sekundarnim tržištem HOV podrazumevaju se:

1. **Velike nacionalne berze** (Njujorška, Frankfurtska, Pariška, Londonska,...);
2. **Regionalne berze** (Boston, Čikago, Osaka, Nagoja,...);
3. **Vanberzansko tržište** – uključuje trgovinu hartijama koje se ne nalaze na listingu berze;

**Vrste** sekundarnih tržišta prema vrsti hartija koje su predmet trgovine:

1. **Sekundarno tržište obveznica** (državnih I korporativnih, koje može biti berz. I vanberz.)
2. **Sekundarno tržište akcija** (nacionalno, regionalno I vanberzansko)
3. **Sekundarno tržište fjučersa (na obveznice)**

Pored ove postoji I podela na :

1. aukcijsko i ugovoreno tržište
2. tržište sa direktnom trgovinom
3. kompjutersko tržište
4. **berzansko i vanberzansko tržište**

## 28. Berzansko tržište HOV

**Berzansko tržište HOV** ili **berza HOV** predstavlja jedan od najznačajnijih delova finansijskog tržišta. To je institucionalizovano tržište na kojem se vrši kupovina i prodaja HOV.

Pri tom, berza nema svojih hartija, niti sama obavlja kupoprodaju hartija. Trgovinu obavljaju **članovi berze** u specijalnim salama (**sala za trgovanje**), gde se može trgovati samo hartijama koje su na **listingu berze**.

Berzansko tržište ima **stabilizacionu ulogu** u tržišnoj privredi.

**Osnovna funkcija** mu je smirivanje tržišnih oscilacija, a **cilj** utvrđivanje stvarne vrednosti HOV.

Berza ne treba da bude **profitno orijentisana**, već treba da doprinese sniženju troškova svih učesnika.

**Osnovne karakteristike** berze HOV su:

- 1) radi po strogim i unapred utvrdjenim **pravilima**
- 2) rad se odvija na **sastancima u tačno utvrđeno vreme**
- 3) **poslovi se obavljaju**
  1. **posredno** – preko posrednika;
  2. **neposredno** – između članova;
- 4) **članovi berze** mogu biti samo registrovani berzanski trgovci ili posrednici
- 5) poslovi se obavljaju pod **kontrolom** berzanskih organa i uprave
- 6) poslovi se obavljaju na **najbrži** mogući **način** putem **aukcije**, uz korišćenje berzanskih skraćenica i elektronski

**Osnovni zadaci** berze HOV:

- 1) stvaranje **kontinuiranog (likvidnog) tržišta** – tržište je likvidno ako se nalozi za kupovinu i prodaju brzo izvršavaju, postoji velika referentnost transakcija, ako postoji mala razlika između cene ponude i tražnje, postoji veliki broj imalaca hartije i emitent je velika firma; Likvidnost tržišta HOV je **značajna** jer doprinosi većoj konvertibilnosti hartija u gotovinu;
- 2) stvaranje uslova za formiranje **objektivne tržišne cene**;
- 3) indirektna **pomoć u finansiranju preduzeća**;
- 4) **predviđanje uspešnosti poslovanja**;
- 5) obezbeđivanje **tačnih izveštaja** o količini prodaje i cenama HOV;
- 6) **pružanje informacija** o HOV na listingu;
- 7) **zaštita interesa investitora** u HOV kroz regulaciju kojom se eliminiše nepoštena i neregularna praksa u brokerskim poslovima;

## 29. Učesnici na berzi HOV

To su profesionalna lica koja se bave trgovinom HOV i imaju dozvolu nadležnog berzanskog organa.

Nezavisno od tipa berze, učesnici na berzi su:

1. **Berzanski posrednici** – (engl. Brokери) to su interni učesnici koji posreduju u zvaničnoj trgovini i utvrđuju kurs na berzi.

Oni mogu biti:

- 1) **berzanski posrednici članovi berze**
- 2) **nezavisni berzanski posrednici**

Jednom od najznačajnijih vrsta učesnika se smatra **brokerska kuća** koja može biti:

1. **orijentisana na institucije** – one su male i geografski razgranate, pri čemu je donji limit za otvaranje računa visok;
  2. **orijentisana na male investitore** - vezani za banke ili štedionice;
  3. **univerzalne brokerske kuće** – velike i finansijski snažne institucije koje se javljaju i na berzanskom i vanberzanskom tržištu ali i na primarnom trzistu;
2. **Berzanski trgovci** – (engl. Dileri) to su banke, investicioni fondovi i druge posredničke institucije; Spadaju u eksterne učesnike na berzi. Oni trguju u svoje ime i za svoj račun, u svoje ime i za tuđ račun i/ili ime i za račun klijenta;
  3. **Ostali učesnici** – banke i drugi posrednici bez ovlašćenja za trgovinu, novinari, posetioci;

**Organi uprave i rukovođenja berzom** HOV, zavisno od tipa berze:

1. **Organi rukovođenja ili poslovodni organi** – predstavnici banaka i drugi članovi berze zvaničnih i nezvaničnih posrednika; Donose pravilnik o radu berze, rukovode upravljanjem berzanskim poslovima i vrše kontrolu;
2. **Komisije za registraciju i dozvolu plasmana hartija** – predstavnici banaka-članova berze i predstavnici firmi koji nisu članovi berze;
3. **Komore, odnosno udruženja berzanskih posrednika** – predstavnici zvaničnih berzanskih posrednika; Vrše kontrolu i nadzor nad radom berzanskih posrednika, kontrolišu berzanski kurs i izdaju kursne liste hartija koje se kotiraju na berzi;

### 30. Tipovi berzi HOV

Prema **formi i načinu osnivanja, sticanju statusa člana, načinu upravljanja i kontroli** razlikuju se tri berze i to:

1. **Anglosaksonske berze** – karakteriše činjenica da je berza privatna institucija osnovana kao akcionarsko društvo. Uticaj države je zanemarljiv. Članovi berze ne mogu biti banke i drugi finansijski posrednici, pri čemu je **broj članova unapred utvrđen**. (London, New York, Tokio);
2. **Kontinentalne (francuske) berze** – to su institucije javno-pravnog karaktera koje su osnovane posebnim zakonom. Država učestvuje u rukovođenju i upravljanju. Ni kod ovog tipa, banke ne mogu biti članovi berze, ali **broj članova nije fiksiran**. (Pariz, Belgija, Italija, Španija i Portugalija);
3. **Mešovite berze** – osniva država, koja upravlja, rukovodi i vrši kontrolu nad radom berze. Ovde članovi mogu biti samo banke i druge finansijske organizacije, s tim što **broj članova nije ograničen**. (Frankfurt, Beč, Cirihi);

Stvaranjem EU ova podela gubi na značaju, jer je došlo do približavanja i ujednačavanja.

### 31. Vrste berzi HOV

Kada se govori o berzama HOV obično se misli na velike nacionalne i regionalne berze.

Po **sistemu trgovanja** postoje:

1. **Berze sa čistim aukcijskim sistemom trgovanja** – ovde kupci i prodavci upućuju cene ponude i tražnje za datu hartiju na **centralno mesto**, gde **naloge uparuje broker**. Hartije se prodaju investitoru koji nudi najvišu cenu, a kupuju od prodavaca koji je spreman da ih proda po najnižoj ceni. Ova berza se često naziva i **Berzom koja je uslovljena cenom**;
2. **Berze sa dilerskim trgovanjem** – ovde pojedinačni dileri obezbeđuju likvidnost kroz kupovinu i prodaju hartija za sebe, pa investitori koji žele da kupe ili prodaju hartije moraju da se obrate dileru;
3. **Berze koje kombinuju prethodna dva sistema trgovanja**;

Berze se mogu razlikovati i po **uslovima pod kojim se trguje**:

1. **Berze na kojima dolazi do trgovine pojedinačnim HOV** – nastoje da se prikupe sve ponude i tražnje za hartijom, i tako dođe do jedne cene kod koje je veličina tražnje = veličini ponude; Ovakvo trgovanje se koristi u početni fazama razvoja berze kada se na listingu nalazi svega nekoliko hartija;
2. **Berze koje odlikuje kontinuirana trgovina HOV** – do trgovine dolazi u svakom trenutku u kome je tržište otvoreno. Cena hartije se utvrđuje ili aukcijski ili je utvrđuje diler;



### 32. Vanberzansko tržište HOV

**Vanberzansko tržište** – to je tržište HOV koje nisu na listingu berze, odnosno kojima se ne trguje na berzi. Ovo tržište čini grupa dilera koja ima dozvolu za poslovanje HOV van berze.

Ovo tržište **pre** treba shvatiti **kao način** obavljanja transakcija, **nego kao mesto** na kome se odvija trgovina. Vanberzansko tržište konkuriše investicionim bankama i organizovanim berzama zbog toga što njegovi dileri mogu poslovati i na primarnom i na sekundarnom tržištu.

Na vanberzanskom tržištu se više trguje sa obveznicama (oko 90% svih korporativnih obveznica), nego sa akcijama (u SAD oko 1/3 trgovine akcijama).

**Brokери i dileri** su na vanberzanskom tržištu **organizovani** kao:

1. **Lična preduzeća**
2. **Pertnerska preduzeća**
3. **Korporacije**

Veliki broj ovih organizacija ima članstvo na većem broju berzi. Pojedini brokери i dileri su trgovci *na veliko*, neki su trgovci *na malo*, a neki su trgovci *na veliko i na malo*.

**Brokersko-dilerske firme** se mogu klasifikovati prema **oblasti za koju su se specijalizovale** na:

1. **Vanberzanske kuće** – specijalizovane za vanberzanske emisije, a retko pripadaju berzi;
2. **Investicione banke** – specijalizovane za inicijalne javne ponude;
3. **Komercijalne banke** – ili trustovi, mogu trgovati lokalnim akcijama i akcijama na listingu berze;
4. **Kuće članovi berze** – mogu imati poseban deo koji se bavi trgovinom na vanberzanskom trzistu;
5. **Pojedine kuće** – specijalizovane za trgovinu obveznicama;

### 33. Pojam i bitni elementi HOV

**HOV** – pismena isprava kojom njen izdavalac obavezuje da njenom zakonitom imaocu ispuni obavezu koja je u njoj sadržana.

Pismena isprava mora da sadrži sledeće elemente:

1. **oznaka vrste** HOV
2. firma, naziv i sedište, ime i prebivalište **izdavaoca**
3. firmu, naziv ili ime na koje ili **po čijoj naredbi** hartija glasi
4. tačnu **oznaku obaveze** izdavaoca
5. **mesto i datum** izdavanja hartije, **serijski broj** i **potpis izdavaoca**

Posebnim zakonom za pojedine HOV mogu se odrediti i drugi bitni elementi.

Kod svake HOV bitna su **tri lica**:

1. **izdavalac ili emitent**
2. **poverilac ili korisnik prava iz hartije**
3. **dužnik ili obveznik** – koji je dužan da o roku I na utvrđen način izvrši obavezu sadržanu u hartiji;

## 34. Vrste HOV

Mogu se klasifikovati prema razlicitim kriterijumima:

### 1. Načinu označavanja korisnika

- 1) **na ime** – rekta menica i založnica; Karakteristika im je da se prava iz njih prenose posebnim postupkom **cesijom**, kojom se na samoj hartiji unosi ime novog nosioca;
- 2) **po naredbi** – menica, ček, konosman, skladišnica; Prava se prenose **indosiranjem**, tj. pismenom izjavom lica koje je korisnik prava (indosanta) na poledini hartije ili na posebnom dodatku za drugo lice (indosatara);
- 3) **na donosioca** – ček (kada ne sadrži ime remitenta), pojedine akcije i obveznice; Karakteriše ih najjednostavniji prenos prava prostom predajom u ruke novog vlasnika;
- 4) **alternativne ili mešovite** – predstavljaju kombinaciju hartija po naredbi i hartija na donosioca; Nastale su kako bi se olakšao privredni promet;

### 2. Sadržini prava

- 1) **realne ili stvarnopravne** – konosman, tovarni list, skladišnica, založnica;
- 2) **novčane ili obligacionopravne** – menica, ček, blagajnički zapis, komercijalni zapis, obveznica;
- 3) **HOV koje vlasniku daju pravo učešća** – akcija i ulog komanditora u komanditnom društvu;

### 3. Vrsti emitenta

- 1) **javnopravne** – sve HOV koje izdaje država, lokalni organi uprave I državna preduzeća;
- 2) **privatne** – sve HOV koje izdaju preduzeća I finansijske institucije;

### 4. Prema poslu iz koga su nastale:

- 1) **iz robnog prometa** – konosman, tovarni list i skladišnica;
- 2) **iz platnog prometa** – ček;
- 3) **iz kreditnih poslova** – menica, blagajnički zapis, komercijalni zapis, obveznica;
- 4) **iz depozitnih poslova** – sertifikat o deponovanim sredstvima;
- 5) **iz poslova pribavljanja kapitala** – akcija, potvrda o kursu;
- 6) **iz zalaganja stvari** – založnica i hipotekarna založnica;

### 5. Vezi sa osnovnim poslom iz koga su hartije nastale:

- 1) **apstraktne** – ne vidi se veza sa osnovnim poslom, npr. menica;
- 2) **kauzalne** – jasno se vidi veza sa osnovnim poslom, npr. konosman i skladišnica;
- 3) **izvedene** – nastale su iz drugih hartija i njihovog prometa;

### 6. Vrsti prinosa na hartije:

- 1) **sa fiksnim prinosom** – komercijalni zapis i obveznice različitih emitenata;
- 2) **sa varijabilnim prinosom** – obične akcije i pojedine vrste obveznica;
- 3) **sa mešovitim prinosom** – konvertibilne obveznice, obveznice sa pravom učešća u dobiti;

### 7. Trenutku nastanka prava iz hartija:

- 1) **konstitutivne** – pravo nastaje u trenutku izdavanja, npr. menica;
- 2) **deklarativne** – pravo postoji i pre izdavanje hartije, npr. konosman;

### 8. Roku dospeća obaveze sadržane u hartiji:

- 1) **kratkoročne** – blagajnički zapis, robne hartije, pojedine vrste obveznica;
- 2) **dugoročne** – obveznice i akcije;

**9. Mestu izvršenja obaveze iz hartije**

- 1) domaće
- 2) međunarodne

**10. Statusu emitenta**

- 1) *dužničke ili kreditne* – različite vrste obveznica;
- 2) *vlasničke* – obične akcije;
- 3) *hibridne* – preferencijalne akcije i konvertibilne obveznice;

**Menica** – obligaciono-pravna HOV čiji je sadržaj novčano potraživanje. To je безусловni pismeni nalog izdavaoca menice (trasanta) upućen drugom licu (trasatu) da, u određeno vreme i na određenom mestu, isplati određeni iznos novca licu naznačenom u menici (remitentu) ili drugom licu po njegovoj naredbi.

**35. Vrste HOV prema načinu označavanja korisnika**

1. podela iz 34. pitanja – Način označavanja korisnika;

**36. Vrste HOV prema vrsti emitenta**

3. podela iz 34. pitanja – Vrsti emitenta;

**37. Vrste HOV prema poslu iz koga su nastale**

4. podela iz 34. pitanja – Prema poslu iz kog su nastale;

**38. Vrste HOV prema vrsti prinosa**

6. podela iz 34. pitanja – Prema vrsti prinosa;

**39. Dužničke HOV**

**Dužničke**, odnosno **kreditne HOV** – to su hartije čijom emisijom emitent dolazi do neophodnih finansijskih sredstava i istovremeno preuzima na sebe obavezu da ih u utvrđenom roku vrati (otpalati nominalnu vrednost) zajedno sa pripadajućim prinosom. (zapisi i obveznice)

**Prednost** finansiranja emisijom dužničkih hartija **u odnosu na klasično finansiranje kreditom** je u tome što se dug, odnosno nominalna vrednost hartije mora vratiti u roku dospeća, dok se u pravilnim vremenskim intervalima vrši isplata kamate kao prinosa na hartije. Može se takođe urediti da se i kamata plati o roku dospeća.

Mogu se klasifikovati prema:

**1. da li ih emituje *domaći ili inostrani emitent*:**

- 1) **Domaće** – različite vrste zapisa i obveznica koje na domaćem tržištu emituju država i korporacije i koje glase na domaću valutu;

2) **Međunarodne** – različite vrste obveznica koje emituju inostrani emitenti na domaćem tržištu ili inostranim tržištima i koje glase na valutu tržišta na kome se emituju ili na neku drugu valutu.

Postoje **četiri vrste** ovih obveznica:

1. **Evroobveznice** – vrsta dužničkih hartija koje emituju države, banke, korporacije i nadnacionalne organizacije van domaćeg tržišta valute;
2. **Obveznice "zmaj"** – mogu biti emitovane u bilo kojoj valuti na najmanje dve tzv. "zmaj" berze (Hong Kong, Singapur ili Tajvan);
3. **Globalne obveznice** – obveznice kojima se istovremeno trguje na evrotržištu i na jednom ili većem broju domaćih tržišta i često ih emituju međunarodne organizacije (npr. Svetska banka);
4. **Inostrane obveznice** – emituju ih inostrani emitenti na domaćem tržištu;

## 2. Vrsti emitenta

- 1) *Državne*
- 2) *Korporativne*

## 3. Kamatnoj stopi

- 1) **sa fiksnom kamatnom stopom** – blagajnički i komercijalni zapisi i tzv. čiste ili "vanilla" obveznice;
- 2) **sa varijabilnom kamatnom stopom** – različite vrste zapisa i obveznica kod kojih je kamatna stopa vezana za kretanje odabrane kamtne stope na tržištu;
- 3) **sa nultom kamatnom stopom** – prodaju se uz značajan diskont;

## 4. Mogućnosti otkupa pre roka dospeća

- 1) **opozive** – emitent može opozvati (otkupiti) po utvrđenoj ceni pre roka dospeća;
- 2) **sa prodajnom opcijom** – imaoćima ovih hartija daje pravo (opciju) da ih po utvrđenoj ceni i na utvrđene datume mogu prodati emitentu;
- 3) **sa amortizacionim fondom** – obveznice kod kojih se jedan deo nominalne vrednosti otplaćuje na ugovorene datume i u ugovorenim iznosima, čime se emitentu olakšava otplata;
- 4) **bez roka dospeća** – obveznice koje emituju bilo država bilo korporacija i koje nose fiksnu kamatnu stopu, ali koje nemaju utvrđen kranji rok;

## 5. Načinu otplate

- 1) **vezane za indekse** – indeksirane hartije – kod kojih je kamatna stopa koja se na njih plaća vezana za određeni indeks cena, devizni kurs ili kamatnu stopu na tržištu novca, čime investitore štite od inflacije;
- 2) **u dvojnoj valuti** – hartije kod kojih se otplata nominalne vrednosti i isplata kamate izražene u dvema različitim valutama, čime se emitenti štite od promene deviznog kursa;

## 6. Da li je emisija obezbeđena sredstvima ili ne

- 1) **Obezbeđene** – različite vrste obveznica koje su obezbeđene zalogom nad pokretnostima i hipotekarne založnice koje su obezbeđene hipotekom nad nepokretnostima emitenta;
- 2) **Neobezbeđene** – različite vrste zapisa i obveznica koje nisu obezbeđene imovinom emitenta, zbog čega i nose viši rizik;
- 3) **HOV za refinansiranje postojećeg duga** – to su obično evroobveznice ili domaće obveznice tzv. **Bredijeve obveznice** koje emituje država zemlje u razvoju u cilju refinansiranja postojećeg duga prema inostranim komercijalnim bankama;

## 7. Roku dospeća

- 1) **Kratkoročne** – 40. pitanje;
- 2) **Dugoročne** – 41. pitanje;

## 40. Kratkoročne dužničke HOV

**Kratkoročne dužničke HOV** su **visoko likvidne** HOV koje imaju **rok dospeća do 270 dana** i koje **ne sadrže rizik** nemogućnosti izmirenja obaveza. Na ove hartije se kontinualno plaća kamata, koja može biti promenljiva, ali se može isplaćivati i kroz prodaju uz diskont na nominalnu vrednost.

**Emitenti** ovih hartija su: država I privatni sektor.

To su:

1. **Blagajnički zapis** – pismene izjave kojima se emitent obavezuje da će njihovom imaocu o roku dospeća isplatiti određeni iznos (*nominalnu vrednost*) I pripadajuću kamatu. Emitenti su: država, centralna banka, banke i druge finansijske organizacije. **Rok dospeća** im je od **3 meseca do 1 godine**. Centralna banka ih emituje u cilju regulisanja novčane mase u optičaju I spadaju u najlikvidnije državne hartije. Oni mogu da glase na ime ili na donosioca;
2. **Prenosivi sertifikati** – njih je kreirala **Citibank iz Nju Jorka 1961. god.** To su priznanice o depozitu komercijalne banke koja je osigurana kod federacije i uz koji su vezane određene klauzule. **Sertifikat** - pismena izjava kojom se njen izdavalac obavezuje da će vlasniku isplatiti iznos deponovanih sredstava sa pripadajućom kamatom u roku koji je uvrđen ugovorom o deponovanju sredstava na rok duži od 1 godine, a na osnovu koga je sertifikat i emitovan. Sertifikat emituju banke i druge finansijske organizacije na osnovu sredstava fizičkih i pravnih lica primljenih u depozit;
3. **Bankarski akcepti** – pismeno obećanje banke (inostrane) uvoznika da će pozajmljeni iznos biti otplaćen banci izvoznika koja osigurava izvoznikovu naplatu. Bankarski akcept se može dalje prodavati neograničenom broju investitora pre nego što zajam bude otplaćen. Prvenstveno se vezuju za spoljnu trgovinu;
4. **Komercijalni zapisi** – emituje ih preduzeće u cilju jeftinijeg finansiranja kratkoročnih poslovnih potreba. **Rok dospeća do 270 dana**;

## 41. Dugoročne dužničke HOV

**Dugoročne dužničke HOV** – to su pismene isprave koje njihovim imaocima daju pravo na naplatu iznosa koji je na njoj naznačen o roku dospeća (koji je duži od 1 godine), kao i pravo na prinos u vidu kamate. Kao emitenti ovih hartija se mogu javiti kako javni sektor, tako i privatni sektor.

Prema **emitentima** dele se na:

1. Dugoročne dužničke HOV **države i njenih organa i preduzeća**
2. Dugoročne dužničke HOV **preduzeća (korporacija)**
3. Dugoročne dužničke HOV **banaka i drugih finansijskih organizacija**

## 42. Dugoročne dužničke HOV države

To su:

1. **Državni zapisi** – to su HOV koje periodično emituje I prodaje centralna banka po nominalnoj vrednosti I na koje periodično (obično polugodišnje) plaća fiksnu kamatu. Kamatna stopa koja je naznačena na zapisu se naziva **kuponskom stopom**. **Rok dospeća** ovih zapisa je od **1–10 godina**. Investitori plasman u ove hartije smatraju atraktivnim jer su sigurne i omogućavaju ostvarenje određenog prinosa u vidu kamate, koji je viši od prinosa na kratkoročne državne hartije i depozite kod banaka.

**Obveznica** – pismena isprava kojom se emitent obavezuje da će investitoru o roku dospeća vratiti pozajmljeni iznos i platiti pripadajuću kamatu za utvrđeni vremenski period.

Osnovne **karakteristike** obveznica:

- 1) **glavnica** – nominalni iznos na koji glasi;
- 2) **kamatna stopa** – fiksna ili varijabilna;
- 3) **rok dospeća** – do jedne godine ili duži od jedne godine;

**Obveznice mogu biti:**

1. **kratkoročne** – rok dospeća do jedne godine;
2. **dugoročne** – rok dospeća duži od jedne godine; karakteriše ih isplata kamate koja se vrši obično polugodišnje ili godišnje;

2. **Državne obveznice** - imaju duži rok dospeća od državnih zapisa (obično duži od 10 godina), dok se kao emitent, takođe javlja država koja njihovom emisijom nastoji da pokrije deficit budžeta za finansiranje infrastrukture i razvojnih projekata. Država garantuje za ove obveznice I na njih se obično ne plaća porez, ali je kamatna stopa na ove obveznice viša nego na državne zapise.

Državne obveznice **mogu biti:**

1) **Obveznice sa beskamatnim kuponima** - najčešće emituje država i to kroz tzv. **programe za odvojenu trgovinu registrovanim obveznicama (STRIPS)** koji omogućavaju da se konvencionalne obveznice razdvoje od svojih kamatnih kupona, čime se stvaraju serije obveznica sa beskamatnim kuponima;

2) **Obveznice sa fiksnom kamatnom stopom;**

3) **Obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom;**

4) **Obveznice vezane za indekse** – emituju se u cilju sniženja troškova zaduživanja.

3. **Komunalne obveznice** – nazivaju se i **obveznicama lokalnih organa uprave**. Izdaju ih lokalni organi uprave u cilju finansiranja razvoja regionalne i komunalne infrastrukture. One nose **kuponsku kamatu** koja obično ne podleže oporezivanju.

Mogu biti:

1) **Registrovane** – kamata na njih se plaća čekom koji glasi na registrovanog imaooca obveznica;

2) **Neregistrovane** – imaooci naplaćuju kamatu na obveznice onako kako na naplatu dospevaju kamatni kuponi. Investitori uz pomoć ovih obveznica izbegavaju plaćanje poreza (prodaja ili poklon ovih obveznica ne podleže oporezivanju, jer vlasnik nije registrovan);

4. **Obveznice državnih preduzeća** – slične su državnim obveznicama, s tim što kod njih država ne garantuje za otplatu i plaćanje kamate. Zbog toga one imaju nešto višu kamatnu stopu u odnosu na državne obveznice. Za državu bi bilo politički i ekonomski loše ako bi dopustila da ove obveznice ne budu otplaćene, zbog čega centralna banka obično formira **namenske fondove**;

### 43. Državni zapisi i državne obveznice

1. i 2. podela iz 42. pitanja;

### 44. Dugoročne dužničke HOV preduzeća

**Dugoročne dužničke HOV preduzeća** – to su hartije koje emituju različiti oblici preduzeća iz različitih delatnosti na **rok duži od 1 godine** u cilju pribavljanja kapitala neophodnog za rast i razvoj.

Za ove hartije država ne garantuje, zbog čega kod njih postoji **rizik** nemogućnosti otplate glavnice i isplate pripadajuće kamate. Kao emitenti se obično javljaju velike korporacije pa se i stoga nazivaju **korporativnim HOV**. One nose viši rizik ali i viši potencijalni prinos u odnosu na državne obveznice i mogu biti emitovane na domaćem i međunarodnom tržištu i to i u domaćoj i u inostranoj valuti. Većina emisija korporativnih obveznica se zasniva na **ugovoru o emisiji** ili **ugovoru o zajmu**, kojim se preciziraju obaveze i prava emitenta i investitora u obveznice. Ugovor obično sadrži i niz tzv. **zaštitnih klauzula** koje utiču na kreditni rejting obveznice. Korporativne obveznice predstavljaju najveću grupu dugoročnih dužničkih HOV.

Vrste korporativnih obveznica:

1. **Osigurane i neosigurane obveznice** - 45.pitanje;
2. **Registrovane** – obveznice kod kojih se kamata isplaćuje registrovanom imaoocu, zbog čega je prenos prava iz njih otežan; i **neregistrovane obveznice** – obveznice kod kojih se kamata isplaćuje onome ko poseduje obveznicu, zbog čega je prenos prava iz ovih obveznica mnogo lakši nego u slučaju registrovanih obveznica;
3. **Obveznice sa beskamratnim kuponima, obveznice sa fiksnom i obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom** – 46. pitanje;
4. **Opozive, obveznice za prodajnom opcijom, obveznice sa amortizacionim fondom i obveznice bez roka dospeća** – 49. pitanje;
5. **Obveznice vezane za indekse i obveznice u dvojnoj valuti** – 51.pitanje;
6. **Konvertibilne obveznice i obveznice sa varantima** – 52. I 53. pitanje;

### 45. Osigurane i neosigurane obveznice

Zavisno od toga da li su obezbeđene sredstvima korporacije kao emitenta ili ne, razlikuju se:

- 1) **Osigurane** korporativne obveznice
- 2) **Neosigurane** korporativne obveznice

**I Osigurane** – to su obveznice korporacija sa relativno kratkim rokom dospeća (do nekoliko godina); Imaju fiksnu kamatnu stopu, I osigurane su sredstvima korporacije. Kao obezbeđenje se obično koristi davanje u zalog određenog sredstva. Osiguranim obveznicama se može trgovati na berzi ili na vanberzanskom tržištu. **Mogu biti:**

1) **Obveznice sa fiksnim osiguranjem** – Kod ovih obveznica su utvrđena sredstva korporacije kojima ona ne može raspolagati, tako da se u slučaju likvidacije korporacije ova sredstva moraju prodati kako bi se otplatila obveznica. Tu spadaju:

**1) Hipotekarne obveznice** – to su obveznice koje su obezbeđene hipotekom na određenoj nepokretnosti emitenta, pri čemu sama hipoteka može biti **otvorena** (nema ograničenja dodatnog zaduzivanja emitenta), **ograničeno otvorena** (emitent se može dodatno zadužiti do utvrđenog iznosa) i **zatvorena** (emitent se ne može dodatno zaduživati); Imaju kraći rok dospeća od emitovanog perioda; Mogi imati **“balonsku”** strukturu-tj. otplatu o roku dospeća;

**2) Obveznice obezbeđene zalogom** - hartije kod kojih se kao obezbeđenje koriste akcije i obveznice drugih kompanija koje su deponovane kod poverenika. Većina ovih obveznica su **“metak”** tipa;

2) **Obveznice sa promenljivim osiguranjem** – podrazumevaju da se kao obezbeđenje koriste sva sredstva, tako da u slučaju njene likvidacije, sva sredstva moraju biti prodana kako bi se otplatila obveznica. **Redosled prilikom naplate** u slučaju likvidacije je sledeći:

- 1) Obveznice sa fiksnim osiguranjem
- 2) Preferencijalni kreditori
- 3) Obveznice sa promenljivim osiguranjem
- 4) Neosigurani kreditori

**II Neosigurane** – to su obveznice kod kojih ne postoji obezbeđenje u vidu zalogu ili hipoteke. Ovo ne znači da su imaooci ovih obveznica nezaštićeni u slučaju da emitent ne ispuni ugovorene obaveze, ali se oni smatraju tzv. **opštim kreditorima**.

Sva sredstva koja nisu navedena kao zalog I sve što preostane nakon isplate osiguranih obveznica stoji na raspolaganju za isplatu potraživanja.

Mogu biti:

- 1) **Garantovane** – obveznice za koje garantuje treća strana, obično roditeljska firma;
- 2) **Subordinirane obveznice** – one koje se u slučaju likvidacije emitenta isplaćuju nakon što se isplati "stariji" dug;

#### 46. Obveznice sa beskamratnim kuponima, obveznice sa fiksnom i obveznice sa varijabilnom kamratnom stopom (Korporativne obveznice prema kamratnoj stopi)

Prema **kamratnoj stopi koja se plaća na obveznice** one mogu biti:

**1. Obveznice sa beskamratnim kuponima** – to su obveznice na koje se ne plaća kamata tokom veka trajanja, zbog čega se one prodaju (kupuju) uz značajan **diskont** u odnosu na nominalnu vrednost. **Rok dospeća** ovih obveznica je **5-10 godina**.

**Prinos** na ove obveznice predstavlja razliku između kupovne cene i cene otkupa.

Ove obveznice mogu nastati i od obveznica sa kamratnom stopom kroz proces

- **razdvajanja** – omogućava da se konvencionalna obveznica konvertuje u serije novih obveznica sa beskamratnim kuponima koje se poklapaju sa novčanim tokovima prvobitne obveznice;
- **odvajanja** - vrednost koja se plaća po svakom kuponu postaje nominalna vrednost **odvojene** obveznice koja ima samo jednu isplatu kamratnih stopa;

**2. Obveznice sa fiksnom kamratnom stopom (čiste, konvencionalne, vanilla obveznice)** – to su obveznice koje nemaju neke posebne karakteristike I na koje se plaća fiksna kamratna stopa investitorima do isteka roka dospeća. Imaju konačan rok dospeća o kome se vrši konačna isplata kamate i otplata glavnice. Kamratna stopa se iskazuje u procentu od nominalne vrednosti;

**3. Obveznice sa varijabilnom kamratnom stopom** - to su dugoročne HOV kod kojih se **kuponska kamata** utvrđuje u određenim vremenskim periodima (obično svakih **3 ili 6 meseci**) na osnovu kretanja odabranog indeksa ili odabrane kamratne stope.

To su srednjoročne i/ili dugoročne dužničke HOV koje kombinuju isplatu kamate kod kratkoročnih HOV sa dospećem obveznica sa fiksnom kamratnom stopom.

Kamratna stopa varira ispod ili iznad referentne stope (indeksa), kao što je **LIBOR** (kamratna stopa na londonskom tržištu novca), **HIBOR**, **SIBOR** ili stopa na državne blagajničke zapise u SAD i periodično se utvrđuje. **Kamratna stopa** se iskazuje kao odabrana stopa plus određeni broj osnovnih poena (npr. LIBOR + 50 osnovnih poena) I naziva se **marginom**.

Datum na koji se utvrđuje nova stopa se naziva **datum fiksiranja** i on predstavlja datum kada nova kamratna stopa postaje efektivna.

Emisija ovih obveznica je direktna alternative bankarskim zajmovima.



Najznačajnije **vrste ovih obveznica** tj. varijante obveznica sa varijabilnom kamatnom stopom su:

1. **Zapisi sa varijabilnom kamatnom stopom** – to su HOV kod kojih se kamatna stopa zasniva na dugoročnoj kamatnoj stopi i ponovo se utvrđuje, obično jednom godišnje;
2. **Obveznice sa kamatnom stopom koja se menja u suprotnom pravcu** – ove obveznice nose kamatnu stopu koja se kreće u suprotnom pravcu od repernog indeksa. Vrednost ovih obveznica raste kada kamatne stope padaju, pri čemu raste i cena obveznice i kamatna stopa.  
Vrste su:
  - 1) *Konvertibilne obveznice* sa varijabilnom kamatnom stopom koja se menja u suprot. pravcu
  - 2) *Hibridi drugih obveznica*
3. **Obveznice sa donjim limitom** – to su obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom koja se utvrđuje svakih 6 meseci na osnovu određene kratkoročne kamatne stope kojoj se dodaje određena indeksna marža;
4. **Obveznice sa češćim obračunom kamate** – Obveznice kod kojih se kamata obračunava u kraćim periodima u odnosu na isplatu;
5. **Obveznice sa gornjim i donjim limitom** – to su obveznice kod kojih su obračun i primena baznih kamatnih stopa ograničeni gornjim i donjim limitom. Do novog obračuna dolazi samo ako bazna kamatna stopa pređe gornji limit, odnosno padne ispod donjeg limita;
6. **Obveznice koje se mogu konvertovati u obveznice sa kraćim rokom dospeća** – mogu se konvertovati u obveznice sa kraćim rokom dospeća i nižom kamatnom stopom, pri čemu se nakon jednom izvršene konverzije mogu ponovo konvertovati u prvobitne obveznice;

#### 47. Obveznice sa beskamatnim kuponima

1. podela u 46. pitanju – Obveznice sa beskamatnim kuponima;

#### 48. Obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom

3. podela u 46. pitanju – Obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom;

#### 49. Opozive i obveznice za prodajnom opcijom

U slučaju **čistih obveznica**, emitent mora platiti ugovorenu fiksnu kamatu i otplatiti nominalnu vrednost o roku dospeća. U toku veka trajanja obveznica kamatna stopa može pasti i tada emitent ovih obveznica nema mogućnost da se finansira na jeftiniji način jer se ugovorom o emisiji obavezao da plati fiksnu kamatu, i u ovom slučaju višu. Kako bi se rešio ovaj problem emitenta razvile su se sledeće vrste obveznica:

**1. Opozive obveznice** - Ove obveznice daju emitentu pravo ili opciju, ali ne i obavezu, da ih otkupi po utvrđenoj ceni i pre utvrđenog roka dospeća. Ukoliko dođe do otkupa to znači da su otkupljene po nominalnoj vrednosti. Imaju prednost za emitente u slučaju pada kamatnih stopa, jer se kroz raniji otkup obveznica, njima omogućava da se refinansiraju po nižoj kamatnoj stopi. Cene otkupa mogu biti utvrđene na različite načine. Sama karakteristika otkupa je uključena u obveznicu i s njom se može odvojeno trgovati.

##### Načini otkupa:

- 1) **Američki stil** (kontinualni) – otkup kod kog emitent može izvršiti otkup na određeni datum ili bilo kada nakon toga;
- 2) **Evropski stil** (diskretni) – otkup kod kog emitent može izvršiti otkup samo na datume kada se vrši isplata kamate;

U periodu od trenutka emisije obveznice do prvog datuma kada se ona može otkupiti, za obveznici se kaže da je **zaštićena od otkupa**. Od emitenta se zahteva minimalni period notifikacije kako bi investitori

bili informisani da će obveznica biti otkupljena. Jednom kada se izvrši opoziv, obveznica prestaje da postoji.

**2. Obveznice sa prodajnom opcijom** – to su obveznice koje investitoru daju pravo ili opciju, ali ne i obavezu, da prodaju obveznicu emitentu po utvrđenoj ceni i na određeni datum(e). Ove obveznice omogućavaju investitorima da refinansiraju svoja sredstva po višoj stopi prinosa onda kada kamatne stope na tržištu rastu. Zato emitenti ove obveznice emituju uz nižu kamatnu stopu (da bi kompenzovali rizik). Takođe postoje opcije američkog i evropskog stila. Takođe, jednom opozvane, obveznice prestaju da postoje.

**3. Obveznice sa amortizacionim fondom** - 50. pitanje;

**4. Obveznice bez roka dospeća** - 50. pitanju;

## 50. Obveznice sa amortizacionim fondom i obveznice bez roka dospeća

**Obveznice sa amortizacionim fondom** – to su obveznice kod kojih se jedan deo ukupne glavnice (nominalne vrednosti) otplaćuje na ugovorene datume, u ugovorenim iznosima i po utvrđenim cenama. Iznos glavnice se dakle otplaćuje tokom vremena amortizacije.

Svrha amortizacionog fonda je da snizi kreditni rizik emitenta na taj način što se od njega ne zahteva da ukupnu glavicu plati o dospeću. Kada su kamatne stope visoke a cene obveznica padaju.

Slične su opozivim obveznicama sa aspekta emitenta, a od njih se razlikuju po tome što kod njih postoji obaveza povlačenja ukupne glavnice ili jednog dela glavnice.

Amortizacioni fondovi se koriste u slučaju rizičnog finansiranja – emisija obveznica se može učiniti privlačnijom za investitore kroz uključivanje klauzule koja osigurava otplatu obveznica.

Sve obveznice sa amortizacionim fondom karakteriše isplata kamate koja se smanjuje sa amortizacijom nominalne vrednosti.

Postoji više **načina na koje emitent može vršiti isplate iz amortizacionog fonda** investitorima:

1. **Lutrija** – amortizacija se vrši lutrijskim izvlačenjem investitora;
2. **Pro-rata princip** – svaki investitor dobija isti deo nominalne vrednosti;
3. **Serijski** – isplata se vrši prema serijskim brojevima obveznica;
4. **Zadužbina** – deo koji će biti amortizovan utvrđuje zadužbina koja je odgovorna za administriranje uslovima obveznice;

**Obveznice bez roka dospeća** – to su obveznice koje nose kamatu, ali nemaju utvrđen krajnji rok dospeća. Neke mogu imati opciju opoziva, koja omogućava emitentu da otplati nominalnu vrednost i tako, eliminiše obavezu obnovljivosti. Ove obveznice obično nose nisku kamatu.

## 51. Obveznice vezane za indekse i obveznice u dvojnoj valuti

Prema **načinu otplate nominalne vrednosti**, korporativne obveznice mogu biti:

**1. Obveznice vezane za indekse** – *Obveznice indeksirane za inflaciju* – to su obveznice koje imaju fiksnu kamatnu stopu, koja je vezana za finansijski indeks, obično indeks inflacije. Još jedna varijanta obveznica vezanih za indekse su *Obveznice sa indeksiranom kamatom*, kod kojih vrednost na dan dospeća zavisi od kretanja određenog berzanskog indeksa.

**Emisiju čine dve tranše:**

- 1) **"Bull" tranša** koja računa na skok berzanskog kursa u budućnosti i
- 2) **"Beal" tranša** koja računa na pad berzanskog kursa u budućnosti

Vrednost obveznica na dan dospeća se povećava za rast, odnosno smanjuje za pad berzanskog indeksa.

**2. Obveznice u dvojnoj valuti** – to su obveznice koje obuhvataju različite valute u kojima se vrši isplata kamate i otplata glavnice. Postoji veći broj načina na koji se mogu emitovati ove obveznice:

- kamata se plaća u drugoj valuti od one u kojoj se otplaćuje glavnica;
- devizni kurs za kamatu je promptni kurs na dan isplate kamate;
- investitori ili emitenti biraju valutu u kojoj će im biti isplaćena kamata;

## 52. Konvertibilne obveznice

Prema tome da li **uključuju neke karakteristike akcija ili ne**, obveznice mogu biti **čiste** i **hibridne**.

**Hibridne obveznice** se dalje dele na:

- 1) **konvertibilne obveznice**
- 2) **obveznice sa varantima** – 53. pitanje;

**Konvertibilne obveznice** – to su obično obveznice sa fiksnom kamatnom stopom, koje imaću daju pravo, ali ne i obavezu, da ih **zamene** zajedno sa ukupno preostalom kamatom za određeni utvrđeni broj običnih ili preferencijalnih akcija ili druge dužničke hartije (obveznice) emitenta po utvrđenoj ceni i na utvrđeni datum(e).

**Pravo konverzije** se može odnositi na čitav zivotni vek obveznice, ili na neki određeni period.

Broj akcija koji će biti dobijen konverzijom predstavlja **racio konverzije**. U trenutku emisije konvertibilnih obveznica utvrđuje se **cena konverzije**, odnosno cena po kojoj investitori mogu zameniti obveznice za akcije ili druge HOV. Postoji i **konverzijska premija** – predstavlja razliku između tržišne cene konvertibilnih obveznica i tržišne cene akcija ili druge hartije u koju se obveznica može konvertovati.

**Početna konverzijska premija** =  $[(\text{cena konverzije} / \text{tekuća cena običnih akcija}) - 1] * 100$

**Korporacije** obično **emituju konvertibilne obveznice** onda kada **žele da**:

- 1) emituju nove akcije uz premiju
- 2) izbegnu smanjivanje vrednosti dobitka
- 3) izbegnu približavanje postojećih akcionara
- 4) plaćaju kamatu, a ne dividende na akcije

Razlozi emisije konvertibilnih obveznica mogu biti:

- niži troškovi emisije
- kamate su poznat trošak
- povećanje akcijskog kapitala uz sniženje dugoročnog duga

**Prednosti** emisije konvertibilnih obveznica su:

1. Jeftiniji način emisije duga koji je obično subordiniran ali neosiguran;
2. Akcije se emituju uz premiju;
3. Ne postoje troškovi u vezi sa odloženom pozicijom po akcijama; i

**Nedostatak** – ove obveznice obično nisu prihvatljive za svop transakcije jer nemaju izvestan datum dospeća (investitor može izvršiti konverziju bilo kada tokom definisanog perioda konverzije).

### 53. Obveznice sa varantima

**Obveznice sa varantima** – to su standardne obveznice sa kamatnom stopom, ali za koje je vezan prethodno utvrđen broj varanata.

Svaki varant imaocu daje pravo, ali ne i obavezu, da kupi utvrđen broj akcija emitenta po utvrđenoj ceni na utvrđeni datum(e) u budućnosti. Ako se izvrši varant, dolazi do dodatnog plaćanja za kupovinu akcija ili drugih HOV. Slične su konvertibilnim obveznicima zato što investitoru daju opciju da dođe do hartija emitenta po utvrđenoj ceni.

Obveznicama sa varantima se može trgovati zajedno sa varantima i mogu imati višu cenu kako bi odrazile mogućnost ostvarenja viseg profita. Osnovnu obveznicu i odvojene varante kupuju različite vrste investitora iz različitih razloga.

Obveznice sa varantima su **neopozive** od strane emitenta, što omogućava investitorima da primoraju emitenta na izvršenje varanata ukoliko cena običnih akcija ili drugih hartija poraste iznad nekog utvrđenog nivoa.

**Prednosti:**

- 1) smanjenje isplata kamata jer varanti imaju vrednost;
- 2) troškovi emisije su niži od troškova emisije običnih akcija;
- 3) do trenutka izvršenja varanata ne menja se broj akcija kao ni kapital emitenta;
- 4) mogu se koristiti za svop transakcije;

**Nedostaci** – obveznica ima prioritet u isplati u slučaju likvidacije emitenta I što investitor može ostvariti profit ako cena akcija značajno poraste.

Jedna od **najznačajnijih karakteristika** obveznica sa varantima je **efekat zaduzivanja** – on znači da mala promena cene akcija ili druge hartije može dovesti do znatno većih promena cene varanata.

### 54. Dugoročne dužničke HOV banaka

To su:

1. **Obveznice komercijalnih banaka** – emituju se na rok duži od 1 godine u cilju **refinansiranja** već odobrenih dugoročnih kredita, odnosno povoljnog plasmana kapitala deponenata. Imaju **fiksnu kamatu**, ali mogu biti i sa varijabilnom u manjem broju slučajeva. Mogu imati opozivost, ali i amortizacioni fond;
2. **Obveznice štedionica** – emituju se na rok duži od 1 godine u cilju finansiranja poslovanja, ali i u cilju refinansiranja odobrenih kredita. Imaju fiksnu kamatu, ali mogu biti i sa varijabilnom ali u manjem broju slučajeva. Retko imaju opozivost, ali zato često imaju amortizacioni fond;
3. **Obveznice hipotekarnih banaka – Hipotekarne založnice** – emituju se na rok obično duži od 10 godina u cilju refinansiranja već odobrenih hipotekarnih kredita;

### 55. Valorizacija dužničkih HOV

**Karakteristike** dužničkih HOV su:

- |                              |                          |
|------------------------------|--------------------------|
| 1. <b>cena hartije</b>       | 4. <b>dospeće</b>        |
| 2. <b>rizici hartije</b>     | 5. <b>kamatna stopa</b>  |
| 3. <b>nominalna vrednost</b> | 6. <b>narasla kamata</b> |

1. Na **cenu obveznice** ili **valorizaciju obveznice** utiče:

- |  |                              |
|--|------------------------------|
| 1. vrednost državne obveznice sličnog roka dospeća | 4. kreditni rejting emitenta |
| 2. kamatna stopa na obveznice                      | 5. vrsta obveznice           |
| 3. učestalost dospeća obveznice                    | 6. likvidnost obveznice      |
|  | 7. oporezivost obveznice     |

2. Kod obveznica se javljaju sledeće vrste **rizika**:

1. **Kreditni** – to je rizik da emitent neće izvršiti ugovorenu obavezu u smislu isplate;
2. **Tržišni** – dovodi do promene vrednosti obveznice usled svake promene u nivou tekućih tržišnih prinosa ili troškova novca – tj. *rizik likvidnosti*;
3. **Poslovni** – odnosi se na:
  - 1) *saldiranje* – rizik vremenskog nesklada između primanja i isporuke obveznica;
  - 2) *zakonski rizik* – rizik primene ugovora;
4. **Strategijski** – nastaje usled načina na koji tržišni učesnici obavljaju trgovinu poslujući za svoje institucije;

Da bi se mogla utvrditi **vrednost** obveznica potrebno je znati:

**1. Stopu prinosa** – govori o atraktivnosti investiranja u određenu obveznicu i omogućava poređenje njene performanse sa drugim hartijama;

$$\text{Stopa prinosa} = [ (\text{Prodajna cena} - 1) / \text{Kupovna cena} ] * 100$$

$$\text{Godišnja stopa prinosa u \%} = \text{Stopa prinosa u \%} / \text{Investicioni period u godinama}$$

**Prinos** = *Prodajna cena* – 1

**2. Jednostavnu kamatnu stopu** – stopa koja pretpostavlja da se kamata isplaćuje o roku dospeća nezavisno od roka dospeća.

Buduća vrednost obveznice – **BV**,  
Sadašnja vrednost – **SV**,  
Kamatna stopa – **r** i Rok dospeća – **n**;

$$BV = SV * [1 + (r * n)]$$

**[1+(r \* n)] – faktor buduće vrednosti** – Za dati rok dospeća, što je viša kamatna stopa, veća je i buduća vrednost obveznice. Za datu kamatnu stopu, što je duži rok dospeća, veća je i buduća vrednost obveznice;

**3. Složenu kamatnu stopu** ili **Kamata na kamatu** – U praksi većina obveznica nema jednostavnu kamatnu stopu o roku dospeća. Naime, na obveznice se plaća kamata krajem perioda, što je obično kvartalno, polugodišnje i godišnje. To znači da se može ostvariti kamata na kamatu. Godišnja kamatna stopa – **r**, Broj kamata po godini – **t**, Broj godina do dospeća – **n** i Broj perioda u kojima se plaća kamata – **nt**;

$$BV = SV * (1 + r/t)^{nt}$$

**4. Ekvivalentnu kamatnu stopu** – koristi se kako bi investitori mogli direktno da porede svoje investicije. Konverzija se vrši na osnovu **ekvivalentne kamatne stope** – koja predstavlja kamatnu stopu na obveznicu sa istim rokom dospeća i jednostavnom kamatom. Smatra se da se pri istoj kamatnoj stopi treba opredeliti za obveznicu na koju se češće plaća kamata.

$$r = [ (BV / SV) - 1 ] / n$$

**5. Sadašnju vrednost** – Sadašnja vrednost obveznice nije uvek jednaka nominalnoj vrednosti obveznice. Sadašnja vrednost obveznice odražava na koji način se obveznica sa fiksnom kamatnom stopom može uporediti sa tekućim kamatnim stopama i učestalošću isplate kamate. Viša kamatna stopa zahteva nižu sadašnju vrednost. Proces *utvrđivanja sadašnje vrednosti* često se naziva i **diskontovanjem budućih novčanih tokova**. Novčani tok – *i*, Broj godina do dospeća – *n*, Broj novčanih tokova – *N*, Broj kamata po godini – *t*, Glavnica – *P*, Kamatna stopa u % - *C* i Stopa prinosa – *r*;

$$SV_{ukupna} = (\text{od } i=1 \text{ do } N) \sum BV_i / [1 + (r/t)^{nt}]$$

$$SV_{ukupno} = (C/t) / (1+r/t) + (C/t) / (1+r/t)^2 + \dots + [P + (C/t)] / (1+r/t)^N$$

**6. Metod obračuna dana** – bitan je zbog toga što prethodni obračuni važe samo pod pretpostavkom da se obveznice prodaju i kupuju na datume saldiranja koji koindiraju sa datumima isplate kamate. Kada su poznati i rok dospeća i datum kada se utvrđuje vrednost obveznice, razlika između njih utvrđuje tačan period investiranja. Metod utvrđivanja dužine perioda između ovih datuma je poznat kao **metod obračuna dana** ili **dnevna osnova**. Deo preostalog kamatnog perioda – *a*, Broj ukupno preostalih kamatnih perioda do dospeća – *n*;

$$SV_{ukupno} = (C/t) / (1+r/t)^a + (C/t) / (1+r/t)^{a+1} + \dots + [P+(C/t)] / (1+r/t)^{a+n}$$

**7. Naraslu kamatu** – Odnosno *dospela* a jos neisplaćena kamata – predstavlja kompezaciju prodavca za bilo koju kamatu koja mu se duguje i koja je akumulirana od trenutka poslednje isplate kamate. Kamatna stopa - *r*, Broj kamata u godini - *t*, Broj dana u periodu isplate kamate - *D*, Broj dana u osnovi za kamatu – *B*;

$$\text{Narasla kamata} = \text{Glavnica} * (r/t) * (D/ B)$$

**8. Koncept prinosa** – značajan je kako bi investitori mogli upoređivati atraktivnost investiranja u različite vrste obveznica. Izraz koji se koristi za označavanje **godišnje stope prinosa na obveznicu** kojom se trguje na sekundarnom tržištu je **prinos(yield)** ili **prinos do dopseća**. Prinos se često računa na dva načina: 1) *Izračunavanjem sadašnje vrednosti obveznice kada je prinos poznat* i 2) *Izračunavanjem prinosa kada je poznata sadašnja vrednost obveznice*

**9. Cenu obveznice** - na nju utiče u najvećoj meri prinos i nominalna vrednost. Kako se približava isplata kamate, imalac obveznice očekuje da primi kamatu i porast sadašnje vrednosti obveznice. Međutim, ako investitor kupi obveznicu ali nema pravo na narednu kamatu, za obveznicu se kaže da je **bez prinosa**. U ovom slučaju kupac mora da bude kompenziran kroz usklađivanje cene obveznice.

Postoje sledeće vrste cena:

- 1) **Čiste cene** – to je ukupna tržišna vrednost koja je “očišćena” od narasle kamate - Nominalna vrednost - Narasla kamata;
- 2) **Prjljave cene** – to je ukupna tržišna vrednost koja obuhvata i naraslu kamatu izraženu u procentu od nominalne vrednosti;

Jedan od ključnih tržišnih faktora prilikom vrednovanja obveznice je poređenje njene vrednosti sa reprenom obveznicom sličnog roka dospeća. **Reperna obveznica** je obična državna obveznica zbog toga što ona obično ne nosi kreditni rizik i zbog toga što je tržište državnih obveznica veliko i likvidno. Kako bi se mogao uporediti prinos na obveznicu za veći broj rokova dospeća konstruiše se **kriva prinosa reporne obveznice**.

Ova kriva grafički prikazuje odnos između kamatnih stopa na državne obveznice sa različitim rokom dospeća koje imaju isti kreditni rizik i često se naziva **ročnom strukturom kamatnih stopa**. U praksi je kamatna stopa na repenu obveznicu prinos do dospeća. Većina krivih prinosa imaju pozitivan ili normalan nagib, što znači da sa povećanjem roka dospeća raste i prinos.

Slika – Odnos prinosa i dospeća obveznice (4 grafika)

## 56. Vlasničke HOV

**Vlasnička HOV** – to je hartija koja dokazuje vlasništvo nad delom sredstava ili potraživanje dobiti i sredstava emitenta. Pod vlasničkim HOV se podrazumevaju sve vrste akcija.

**Emitenti** akcija mogu biti: preduzeća (obično u obliku akcionarskog društva), banke i druge finansijske organizacije i osiguravajuće kompanije. Finansiranje rasta i razvoja emisijom i plasmanom akcija znači i promenu u vlasničkoj strukturi emitenta koja može dovesti do promene većinskog vlasnika i, time, kontrole nad poslovanjem. **Investitori** u akcije mogu biti:

- 1) *Pojedinci*
- 2) *Institucionalni investitori*
- 3) *Banke i druge finansijske organizacije*
- 4) *Preduzeća*

Investitori kupuju akcije kako bi ostvarili dobit na osnovu prodaje akcija u budućnosti po ceni koja je viša od one po kojoj su iste kupili. Do pada cene akcija dolazi kada investitori smatraju da su poslovni izgledi emitenta loši ili ukoliko dođe do prodaje većeg broja akcija.

Kada su cene akcija previsoke, investitori ih nerado kupuju ili zato što smatraju da je cena akcija dostigla maksimum ili zato što smatraju da su akcije preskupe. Tada, da bi podstakao kupovinu akcija emitent može ići na "**cepanje**" emisije čime se snižava cena akcija (raste broj akcija ali se njihova ukupna vrednost ne menja).

Pored ovog postoji i "**obrnuto cepanje**" emisije, kada se veći broj akcija zamenjuje manjim, a cilj je povećanje cene akcija.

**Prednosti** investiranja u akcije u odnosu na direktne oblike poslovnog ulaganja:

1. Emitent koji ima dobru upravu može neograničeno trajati;
2. Prava iz vlasničkih hartija se lakše mogu preneti;
3. Vlasnici ovih hartija (akcionari) imaju ograničenu odgovornost u slučaju likvidacije emitenta do iznosa uloženog u hartije;
4. Ove hartije glase na relativno male iznose, čime se omogućava i malim investitorima da u njih ulože;

**Akcije** – to su dugoročne HOV koje njihovim imalcima daju pravo na prinos u obliku dividende i druga prava zavisno od vrste akcija. U SAD se nazivaju “stock” u Velikoj Britaniji “share”, a u Nemačkoj “aktie”.

Da bi se jedna **HOV smatrala akcijom** ona **mora da sadrži**:

1. **oznaku** da se radi o akciji
2. **naziv i sedište** emitenta
3. **iznos** na koji glasi
4. **dividendne kupone** sa rednim i kontrolnim brojem akcija
5. **potpis emitenta**

U savremenim uslovima, akcije sve više dobijaju karakter obveznica tj. sve je izraženija tendencija stvaranja i razvoja hibridnih oblika HOV.

## 57. Vrste akcija

Akcije se mogu klasifikovati na različite načine zavisno od odabranog kriterijuma za klasifikaciju. Tako se mogu klasifikovati prema:

### 1. Načinu određivanja vlasnika – mogu biti:

- 1) **Na ime**
- 2) **Na donosioca**
- 3) **Po naredbi**
- 4) **Mešovite ili alternativne** (osnovna akcija glasi na ime, a dividendni kupon na donosioca);

### 2. Redosledu izdavanja – razlikuju se:

- 1) **Osnivačke**
- 2) **Akcije prve emisije**
- 3) **Akcije narednih emisija**

### 3. Pravu glasa – razlikuju se:

- 1) **Akcije bez prava glasa** – izdaju se u drugoj ili narednim emisijama radi povećanja kapitala bez učešća u upravljanju;
- 2) **Akcije sa ograničenom pravom glasa** – mogu se emitovati samo ako je to predviđeno statutom AD, jer smanjuju prava akcionara;
- 3) **Akcije sa običnim pravom glasa** – obično su to osnivačke akcije ili akcije narednih emisija kod kojih važi pravilo – 1 akcija=1 glas;
- 4) **Akcije sa uvećanim pravom glasa** – to su preferencijalne akcije koje se emituju onda kada se želi privući veći broj investitora kroz privilegiju uvećanog br. glasova po jednoj akciji (npr. 1 akcija=100 gl.)

Prema **pravu glasa koje u sebi sadrže** razlikuju se **obične** (hartije koje njihovim vlasnicima daju pravo glasa) i **preferencijalne** (načelno ne daju pravo glasa) akcije.

### 4. Vremenu na koje se izdaju – razlikuju se:

- 1) **Privremene akcije** – emituju se onda kada se uplata akcija vrši u ratama; (za uplaćenu ratu se izdaje privremena akcija);
- 2) **Stalne akcije** – izdaju se kod upisa odjednom;

### 5. Iznosu na koji glase – postoje:

- 1) **Nominovane akcije** – to su akcije koje glase na određeni nominalni iznos, to su prave akcije;
- 2) **Kvotne akcije** – ne glase na nominalni iznos, već predstavljaju potvrdu o pravu učešća u kapitalu (u procentu);



**6. Uplaćenosti akcijskog kapitala** – postoje:

- 1) **besplatne** – akcije nove emisije koje se dele postojećim akcionarima na teret osnovnog dobitka I smanjenja rezervi;
- 2) **delimično uplaćene** – javljaju se kod uplate u ratama;
- 3) **potpuno uplaćene** – kod uplate odjednom I kada je izvršena uplata poslednje rate kod uplate u ratama;

**7. Visini nominalne vrednosti** – postoje:

- 1) **zbirne** – akcije koje se sastoje od 5 ili 10 osnovnih akcija radi lakšeg korišćenja prava glasa, naplate dividende I trgovanja;
- 2) **osnovne** – akcije koje glase na nominalni iznos utvrđen pravilima AD;
- 3) **zajedničke** – javljaju se u slučaju previsoke nominalne vrednosti osnovne akcije, kada se ona deli na više delova, pri čemu zbir svih delova čini zajedničku akciju;

**8. Redovnosti isplate dividende** – razlikujemo:

- 1) *Akcije koje ostvaruju prihod* – akcije na koje se redovno isplaćuje dividenda;
- 2) *Akcije rasta* – ili se isplaćuje niska dividenda ili se uopšte ne isplaćuje;

**9. Pravu na dividendu** – Preduzeće može da emituje I različite klase akcija:

- 1) **akcije klase A** – akcije koje su emitovane javnosti, koje nemaju pravo glasa, ali na koje se **isplaćuje dividenda**;
- 2) **akcije klase B** – one su u vlasništvu uprave, koja na ovaj način kontroliše emitenta. Na njih se **ne plaća dividenda**, ali njihovi imaoci imaju koristi od povećanja rezidualne cene;

**58. Vrste akcija prema pravu glasa**

3. podela u 57. pitanju – Pravo glasa;

**59. Vrste akcija prema uplaćenosti akcijskog kapitala**

6. podela u 57. pitanju – Uplaćenost akcijskog kapitala;

**60. Vrste akcija prema visini nominalne vrednosti**

7. podela u 57. pitanju – Visina nominalne vrednosti;

**61. Obične akcije**

Akcionari, odnosno investitori u obične akcije preduzeća kupovinom ovih akcija stiču određena prava koja mogu biti:

**1. Materijalna prava** – To su:

1. **Pravo glasa** – *pravo upravljanja* – odnosi se na pravo izbora direktora, čime se omogućava akcionarima da vrše kontrolu na radom emitentata. Važno je pravilo “**1 akcija = 1 glas**”, a ne “jedan akcionar jedan glas”. Obično akcionara na skupštini zastupa neko pravno lice ili brokerska kuća;
2. **Pravo na dividendu** – to je pravo svakog akcionara, s tim što se vlasnicima običnih akcija dividenda isplaćuje samo ako se ostvari pozitivan finansijski rezultat i to proporcionalno broju akcija, ako se namire svi poverioci po redosledu i ako se donese takva odluka od strane skupštine akcionara. Dividende mogu biti isplacene u gotovini ili akcijama. Takođe, isplata

dividendi nije obavezna za preduzeće. S obzirom da se dividende oporezuju, to postoji motiv da se izbegne plaćanje poreza kroz odlaganje isplate dividendi.

3. **Pravo prodaje akcija u svakom trenutku** - znači da akcionar u svakom trenutku, po potrebi, može prodati akcije koje poseduje slobodno na tržištu preko posrednika. Na ovaj način on dolazi do gotovine;
4. **Pravo preče kupovine** – to je pravo koje imaju postojeći obični akcionari, a koje se sastoji u tome da im se pre nego što se učini ponuda drugima, deo nove emisije mora ponuditi srazmerno broju akcija koje već poseduju. Akcionari dolaze do akcija nove emisije po ceni koja je niža od cene po kojoj će akcije biti ponuđene drugima. Pravo preče kupovine akcionari mogu, ali ne moraju koristiti, odnosno mogu ga delimično ili u celosti prodati. Ovo pravo se dokazuje sertifikatima, koji su poznati pod nazivom akcijski varanti ili prava, a samo pravo je često predmet trgovine na berzi i na vanberzanskom tržištu;
5. **Pravo na srazmeran deo likvidacione mase** – znači da obični akcionari imaju pravo u slučaju likvidacije na deo likvidacione mase i to srazmerno broju, odnosno vrednosti akcija koje poseduju, ali tek pošto se iz ove mase namire svi drugi poverioci i preferencijalni akcionari;

## 2. Nematerijalna prava – to su:

- pravo na izmenu i dopunu akata AD;
- pravo uvida u poslovne knjige, izbor direktora i organa uprave
- odobravanje prodaje fiksne imovine
- davanje saglasnosti za fuziju i pripajanje broja emitivanih običnih akcija;

## 62. Materijalna prava iz akcija

1. podela u 61. pitanju – Materijalna prava;

## 63. Nominalna, knjigovodstvena i tržišna vrednost običnih akcija

**Nominalna vrednost akcije** – uvedena je kako bi se garantovalo da će emitent dobiti pravičnu cenu za deo imovine koji predstavlja akcija. Većina emitenta utvrđuje nominalnu vrednost svojih akcija na nivou nižem od cene po kojoj će akcije biti ponudjene na tržištu (uobičajno 1\$ po akciji). Zbog toga nam nominalna vrednost akcija ne govori ništa o vrednosti akcije.

**Knjigovodstvena vrednost akcije** – definiše se bilansnom terminologijom. Knjigovodstvena vrednost po akciji se izračunava na taj način što se od vrednosti ukupnih sredstava do koje se dolazi iz bilansa stanja, odbiju ukupne obaveze i preferencijalni akcijski kapital a dobijena razlika se podeli brojem emitovanih običnih akcija.

**Knjigovodstvena vrednost / akciji** =  $[ukupna\ sredstva - ukupne\ obaveze - preferencijalni\ akcijski\ kapital] / broj\ emitovanih\ običnih\ akcija$

**Knjigovodstvena vrednost / akciji** =  $Knjigovodstvena\ vrednost\ akcijskog\ kapitala / broj\ emitovanih\ običnih\ akcija$

**Tržišna vrednost akcija** – načelno je jednaka kapitalizovanoj vrednosti neto prinosa koji se od njih mogu očekivati u budućnosti. Ono što predstavlja teškoću je objektivno procenjivanje budućih prinosa, s obzirom da će ovde uvek postojati manji ili veći stepen neizvesnosti ostvarenja neto dobitka. Za emitenta običnih akcija u osnovi postoje dva modela za procenu prinosa na obične akcije i njihove tržišne vrednosti i to:

1. **Model zarada** – procenjuje vrednost običnih akcija na osnovu procene sadašnje vrednosti dobitka na buduće investicije, uključujući i reinvestiranje (zadržavanje) dobitka. Vrednost obične akcije se sastoji iz dva dela:
  - 1) **Deo koji ne odražava rast** – deo dobitka koji se reinvestira u cilju finansiranja budućih investicija;
  - 2) **Deo koji odražava rast** – deo koji emitent isplaćuje u vidu novčanih dividendi;

očekivani dobitak po akciji - **EPS**, zahtevana stopa prinosa - **k**, očekivana konstantna stopa rasta - **g**, stopa reinvestiranja (1-racio isplate dividende) - **b**

$$P_0 = EPS / k + (EPS/k) * [g - (k * b)] / (k-g)$$

2. **Model diskontovane dividende** – može se smatrati opštim modelom za utvrđivanje tržišne vrednosti običnih akcija. Tržišna vrednost odnosno cena obične akcije zavisi prevashodno od nivoa očekivanih dividendi i procenjenog rizika mogućnosti njihove realizacije u budućnosti. Cena akcije je jednaka sadašnjoj tržišnoj ceni akcije uvećanoj za kapitalni dobitak, odnosno umanjenoj za kapitalni gubitak koji vlasnik očekuje da će ostvariti njenom prodajom. Tekuća tržišna cena akcije - **P<sub>0</sub>**, dividenda koja će biti isplaćena u prvoj, drugoj... - **D<sub>1</sub>, D<sub>2</sub>,...**, cena akcije u trenutku prodaje - **P**, tržišna stopa kapitalizacije – **k**;

$$P_0 = D_1 / (1+k) + D_2 / (1+k)^2 + \dots + D^\infty / (1+k)^\infty + P^\infty / (1+k)^\infty$$

Pošto je u dugom roku realno očekivati da stopa rasta dividende i tržišna cena akcije ne može biti veća od stope kapitalizacije ( $P^\infty / (1+k)^\infty$  teži nuli) onda je:

$$P_0 = (t=1 \text{ do } \infty) \sum D_t / (1+k)^t \quad \text{tj. tržišna cena obične akcije se iskazuje kao funkcija očekivane dividende i stope kapitalizacije (diskontne stope);}$$

Na tržištu na cenu običnih akcija ne utiče dužina perioda na koji se kupuju i tokom koga se one drže. Ono što u jednačini za utvrđivanje tržišne vrednosti običnih akcija nije precizirano je stopa rasta dividende tokom vremena. Naime, stopa rasta dividende može biti konstantna, progresivno rastuća ili progresivno opadajuća. Zbog toga je neophodno proceniti **vremenski tok dividende**. Načelno, za emitente koji se normalno razvijaju navedena jednačina je prihvatljiva zbog toga što s kod njih pretpostavlja konstantno povećanje neto dobitka i dividende po običnoj akciji, tj. da je:

$$D_t = D_0 * (1+g)^t$$

dividenda koja će biti primljena u periodu t - **D<sub>t</sub>**, sadašnji iznos dividende - **D<sub>0</sub>**, očekivana stopa rasta dividende u budućnosti - **g**, Vremenski period - **t**.

Imajući ovo u vidu, prethodna jednačina se može napisati kao:

$$P_0 = (t = 1 \text{ do } \infty) \sum D_0 * (1+g)^t / (1+k)^t$$

U dugom roku stopa kapitalizacije (k) je viša od stope rasta dividende, te jednačina postaje:

$$P_0 = D_t / (k-g)$$

Kod emitenta kod kojih se u toku poslovanja periodi natprosečnog rasta smenjuju sa periodima ispodprosečnog rasta u odnosu na privredu ili granu, očekivani neto dobitak i dividenda po akciji imaju obično diskontinualan tok, što otežava utvrđivanje tržišnih vrednosti njihovih akcija. I u ovim slučajevima je moguće proceniti tržišnu vrednost običnih akcija, s tim što je ovde neophodno prvo proceniti stope rasta za svaku godinu, što se obično čini na taj način što se očekivani prinos na obične akcije množi stopom reinvestiranja (1-racio isplate dividende).

Ovde mogu postojati tri slučaja:

1. Situacija u kojoj se procenjuje da će stope rasta dividende u toku nekoliko godina biti natprosečne (ispodprosečne), a zatim ispodprosečne (natprosečne);
2. Situacija u kojoj se procenjuje da će stope rasta dividende u toku nekoliko godina biti ispodprosečne (natprosečne), a zatim postati konstantne;
3. Situacija kada se procenjuje da će stope rasta neprestano padati;

## 64. Preferencijalne akcije

**Preferencijalne akcije** – njihovim imalcima daju prioritetno pravo na učešće u ostvarenom dobitku nakon oporezivanja (u vidu preferencijalne dividende), kao i prioritet pri namirenju iz likvidacione mase u odnosu na obične akcionare.

**Rizik** ulaganja u ove akcije je niži, te se zato njihovi kupci moraju zadovoljiti i nižom dividendnom stopom, koja je obično fiksirana u procentu u odnosu na nominalnu vrednost akcija. Podsećaju na obveznice, ali se od njih razlikuje po izloženosti riziku, koja je ovde mnogo viša. Zato se ove akcije svrstavaju u **hibridne HOV** (imaju karakteristike i dužničkih i vlasničkih hartija).

**Prednost** sa aspekta **emitenta**

- emisijom ovih akcija ne dolazi do podele kontrole nad poslovanjem emitenta;
- dividende su fiksirane (te veći deo dobitka ostaje običnim akcionarima u slučaju rasta dobitka, odnosno u slučaju niskog dobitka nema opasnosti od likvidacije);
- emisijom ovih akcija emitenti mogu relativno brzo prikupiti neophodni capital, za koji nemaju obavezu vraćanja, s obzirom da se on smatra delom sopstvenog kapitala;

**Nedostatak** sa aspekta **emitenta** - emisija ovih akcija uzrokuje nastanak viših troškova kapitala nakon oporezivanja u odnosu na dug, zbog toga što prioritetne dividende podležu oporezivanju, što je i osnovni nedostatak finansiranja na ovaj način.

**Prednost** sa aspekta **investitora**

- plasman u ove akcije obezbeđuje sigurniji prihod od obicnih akcija;
- imaju prioritet prilikom isplate u slučaju likvidacije;
- oko 55% preferencijalni dividendi se ne oporezuje s obzirom da su one obično vlasništvo korporacija;

**Nedostaci** sa aspekta **investitora**

- ograničeni prinos
- odsustvo prava na dodatnu dividendu

**Nedostatak** za **pojednice** je niži prinos od prinosa na obveznicu (nakon oporezivanja), koja je i manje rizična.

**Vrste** preferencijalnih akcija:

1. **Kumulativne preferencijalne akcije** – to su akcije kod kojih se u toku dužeg perioda dividende kumuliraju i zatim kumulativno isplaćuju u nekom budućem periodu;
2. **Participativne preferencijalne akcije** – vanredno se emituju, a imalcu daju pravo na utvrđenu dividendnu stopu uvećanu za učešće u svakoj isplati novčanih dividendi na obične akcije;
3. **Konvertibilne** – predstavljaju kombinaciju preferencijalne akcije i kupovne opcije koja daje pravo na kupovinu obične akcije emitenta po utvrđenim uslovima. Minimalna vrednost konvertibilne preferencijalne akcije:

Max [Vrednost preferencijalne akcije, Vrednost konverzije]

gde je **vrednost konverzije** vrednost obične akcije u koju se može konvertovati preferencijalna akcija ako se izvrši opcija; Buduća vrednost konvertibilne preferencijalne akcije će zavisiti od kretanja kamatne stope. U cilju izbegavanja poreza ova vrsta akcija se sve više koristi, naročito kod dobrovoljnih merdžera. Naime, u slučaju integracije dva preduzeća, ako se kupovina akcija jednog preduzeće od strane drugog ne vrši za gotovo, već se preferencijalne akcije razmenjuju za obične akcije preduzeća koje se pripaja, izbegava se oporezivanje, jer razmena HOV ne podleže oporezivanju.

4. **Preferencijalne akcije sa prilagodljivom dividendnom stopom** – nastale **1982. god** u SAD-vezane su za kamatne stope na državne obveznice;
5. **Preferencijalne akcije sa varijabilnom dividendnom stopom** – nastale **1984. god** ovde se dividendna stopa menja zavisno od promene opšteg nivoa kamatnih stopa. Cena ovih akcija je relativno konstantna jer je dividendna stopa promenljiva. Ova vrsta preferencijalnih akcija je pogodna za likvidne portfolje HOV;

Poslednjih godina većina preduzeća povlači i zamenjuje preferencijalne akcije obveznicama, posebno subordiniranim, s obzirom da se preferencijalne dividende oporezuju, a kamate na obveznice ne.

## 65. Izvedene HOV

**Izvedena (derivatna) HOV** – to je ugovor između dve strane kojim se predviđa transfer sredstva ili novca na ili pre utvrđenog datuma u budućnosti po utvrđenoj ceni.

Vrednost izvedene hartije se menja sa promenom jedne ili većeg broja tržišnih promenljivih, kao što su kamatne stope ili devizni kurs.

Jedan od glavnih **razloga** upotrebe izvedenih HOV je upravljanje rizikom tj. mogućnost odvajanja i tačnije kontrole rizika kroz promenu strane u ugovoru, čime se stvara osiguranje.

Kod izvedenih HOV se javljaju sledeća **lica**:

1. **Hedžersi** – lica koja žele da snize, hedžiraju rizik;
2. **Špekulanti** – koji zauzimaju suprotnu poziciju u odnosu na hedžerse i preuzimaju rizik u nadi da će ostvariti profit od promene cene u njihovu korist;
3. **Arbitražeri** – koji trguju izvedenim hartijama i nastoje da ostvare zaradu na osnovu razlike u ceni izvedenih hartija na različitim tržištima izvedenih hartija ili po osnovu razlike u ceni izvedenih i osnovnih hartija;

Izvedenim hartijama se trguje prevashodno na organizovanom tržištu odnosno na **berzi**.

Trgovina ovim hartijama se može odvijati:

1. **u okviru postojeće berze** – na odvojenom mestu i u posebno vreme;
2. **na posebnim berzama** ovih hartija (**terminskim berzama**)

Kupovinu i prodaju izvedenih hartija za svoje klijente ili za svoj račun vrše:

1. **Trgovci** – mogu poslovati na svim tržištima kupujući i prodajući izvedene hartije;
2. **Brokeri** – obično ne trguju za svoj račun, ali ostvaruju proviziju na poslove koje zaključuje;

Trgovci i brokeri mogu **trgovati na tri načina**:

1. na berzanskom parketu uzvikivanjem
2. na vanberzanskom tržištu
3. korišćenjem elektronskog sistema za automatsko upravljanje(npr. GLOBEX) čime se produžava vreme za trgovanje;

Izvedene HOV:

1. **Forvard ugovori** – 66. pitanje;
2. **Fjučersi** – 67. pitanje;
3. **Opcije** – 71. pitanje;
4. **Svopovi** – 80. pitanje;

## 66. Forvard ugovori

**Forvard ugovori** – predstavljaju ugovore kojim kupac i prodavac ugovaraju isporuku određene HOV određenog kvaliteta i u određenoj količini na utvrđeni datum u budućnosti. Cena se može utvrditi unapred ili u vreme isporuke.

Najznačajnije vrste ovog ugovora su **Forvardi kamatne stope** (*ugovor o budućoj kamatnoj stopi*) – to je obećanje da će biti isplaćena/primljena utvrđena kamatna stopa u budućnosti, nezavisno od visine preovladavajuće kamatne stope na tržištu u to vreme.

Ugovor o budućoj kamatnoj stopi ima **gotovinsko saldiranje** – što znači da će prodavac kupcu platiti u gotovu svaki porast referentne kamatne stope iznad ugovorene stope. Kupac će prodavcu ugovora platiti svaki pad referentne kamatne stope ispod ugovorene stope.

**Karakteristike** ugovora o budućoj kamatnoj stopi:

1. vanberzansko trgovanje
2. ugovorene strane ugovaraju iznos, period i proceduru saldiranja (uslove ugovora)
3. poverljivost (ne postoji obaveza ugovornih strana da objave uslove ugovora)
4. nisu neophodna plaćanja margine
5. gotovinsko saldiranje
6. fleksibilnost (kako je za zajam/deposit za fiktivne fondove, ne postoji obaveza da se na tržištu sredstva stvarno deponuju ili daju u zajam)
7. fiksiranje kamatne stope
8. nizak kreditni rizik
9. pruža nesavršenu zaštitu
10. poništavanje i prenošenje (ugovor o budućoj kamatnoj stopi ne može biti poništen ili prenet trećoj strani bez sporazuma dve ugovorne strane)

**Elementi** ugovora o budućoj kamatnoj stopi su:

1. **valuta I veličina ugovora** (fiktivnog zajma / deposit)
2. **datum trgovine** (datum kada je izvršen posao)
3. **datum fiksiranja** (dva radna danapre početka ugovora kada se kamatna stopa fiksira)
4. **datum saldiranja** (kada počinje ugovorni period I kada se plaćaju gotovinske kompenzacije)
5. **datum dospeća** (isteka ugovora)
6. **ugovoreni period**
7. **ugovorena stopa** (cena ugovora u procentu godišnje)

Postoje **3 osnovna instrumenta** koja se koriste za izvođenje cene ugovora o budućoj kamatnoj stopi:

1. **Državni zapis**
2. **Fjučersi kamatne stope**
3. **Obveznice sa beskamatnim kuponima**

## 67. Fjučersi

**Fjučers ugovor** - standardizovani ugovor između kupca (hedžersa) i prodavca (trejdersa) o kupovini odnosno prodaji određene količine tačno utvrđenih dužničkih (kreditnih) HOV (obično obveznica) jednog budućeg datuma po utvrđenoj ceni.

Motiv zaključivanja ovog ugovora za hedžerse je osiguranje od rizika cena, dok je za trejderse motiv ostvarenje sto većeg profita iz spekulativnih poslova. I za kupca i za prodavca postoji rizik insolventnosti u trenutku dospeća ugovora, zbog čega se ugovor obično zaključuje preko **posrednika** (klirinške kuće), koji zahteva da obe ugovorene strane u trenutku zaključenja ugovora uplate tzv. **inicijalnu maržu** (*garantni depozit*) kao garanciju za preuzete ugovorene obaveze.

Fjučersima se obično trguje na specijalizovanim berzama (**fjučers berzama**) I oni se izvršavaju po proceduri dnevnog saldiranja, tj. strana koja gubi plaća drugoj strani.

**Karakteristike** fjučersa:

1. Omogućava prodaju i isporuku hartije na kasniji datum u budućnosti po danas ugovorenoj ceni (sličnost sa opcijama);
2. Može biti prodat pre roka dospeća (sličnost sa opcijama);
3. Ne omogućava odustajanje od kupovine hartije (razlika od opcija);
4. Standardizovanost (u pogledu veličine, dana isporuje, itd.);
5. Javno tržište na kom su cene ugovora raspoložive;
6. Klirinška kuća radi za obe strane;

Fjučers sadrži **dva kursa**:

1. kurs po kome je neko spreman da **kupi** HOV
2. kurs po kome je neko spreman da **proda** HOV

**Motiv zaključenja** fjučersa je:

1. osiguranje od kursnog rizika
2. ostvarenje što većeg dobitka iz spekulativnih poslova
3. ostvarenje profita od arbitraže

Učesnici:

1. **Hedžersi** – nastoje da se zaštite od rizika promene kursa ili kamatnih stopa zauzimanjem pozicije u fjučersu koja je suprotna riziku kome su izloženi;
2. **Špekulanti** – trguju fjučersima u nadi da će ostvariti profit od promene cena u budućnosti;
3. **Arbitražeri** – istovremeno trguju I fjučersima I hartijama koje su predmet fjučersa kako bi ostvarili profit od razlike u ceni koja postoji između tržišta fjučersa I promptnog tržišta;

Fjučersi imaju posebnu terminologiju:

Za ugovorenu stranu koja prihvata da kupi osnovnu hartiju u budućnosti kaže se da ima **dugu poziciju** u ugovoru.

Za ugovorenu stranu koja prihvata da proda osnovnu hartiju u budućnosti kaže se da ima **kratku poziciju** u ugovoru.

**Spot (promptna) cena** osnovne hartije je kupovna cena u slučaju promptne isporuke.

**Uslovi** fjučers ugovora su:

1. **Veličina ugovora** (koliko jedinica hartija pokriva jedan fjučers ugovor)
2. **Jedinica kotacije** (jedinica u kojoj je izražena cena, npr u SAD jedinica kotacije je 1/32 procenta poena nominalne vrednosti)
3. **Minimalna promena (fluktacija) cene** (najmanja jedinica kotacije)
4. **Kvalitet** (koje hartije se mogu izabrati za isporuku)
5. Vreme trgovanja
6. Uslovi i procedura isporuke
7. Dnevni limit cene

Cena fjučersa je, u situaciji kada nema mogućnosti arbitraže jednaka zbiru spot cene I troškova izvršenja. Ukoliko postoji mogućnost za arbitražu, cena fjučersa će biti viša ili niža od ovog zbira. Na visinu cene fjučersa će uticati I rokovi dospeća, tako da će fjučersi sa dužim rokom dospeća biti skuplji (viši su troškovi izvršenja).

## 68. Vrste fjučersa

Prema tome šta je **predmet fjučersa** ugovora postoje:

1. robni fjučers
2. valutni fjučers
3. fjučers kamatne stope
4. fjučers na berzanski indeks

Pošto su naša razmatranja okrenuta ka HOV onda se razmatraju samo:

1. **Fjučersi kamatne stope** – 69. pitanje;
2. **Fjučersi na berzanske indekse** – 70. pitanje;

## 69. Fjučersi kamatne stope

To su:

**1. Fjučersi kratkoročne kamatne stope** – To su pre svega:

1) **Fjučersi na evrodolarske robne depozite** – najuspešniji fjučersi kratkoročne stope s obzirom da je kamatna stopa na međubankarskom londonskom trzistu (*LIBOR*) postala reporna kratkoročna kamatna stopa za veliki broj zajmotražilaca i zajmodavaoca. Nominalna vrednost ovog ugovora je 1.000.000 \$. Koriste se za obezbeđenje od rizika promene kratkoročne kamatne stope.

2) **Fjučersi na blagajničke zapise** – veoma likvidni ugovori zbog značaja koji blagajnički zapisi imaju na državne finansije. To je diskontovana obveznica sa rokom dospeća kraćim od 1 godine. Nominalna vrednost ovog ugovora je 1.000.000 \$. Sastavni deo trgovine I blagajničkim zapisima I fjučersima na blagajničke zapise su ugovori o otkupu prema kojima jedna strana prodaje hartiju (blagajnički zapis) drugoj strani po utvrđenoj ceni I prihvata da otkupi hartiju (zapis) po drugoj ceni na neki datum u budućnosti.

**Cene** fjučersa na kratkoročne kamatne stope se izražavaju **indexom** kako bi se razlikovali od cena na **promptnom tržištu**.



**2. Fjučersi dugoročne kamatne stope** – Uvedeni su u SAD i kompleksnije su hartije u odnosu na fjučerse kratkoročne kamatne stope i mogu biti:

- 1) Fjučersi na državne obveznice
- 2) Fjučersi na državne zapise
- 3) Fjučersi na komunalne obveznice

Cene fjučersa dugoročne kamatne stope se izražavaju indeksima koji pokazuju koliko se plaća za obveznicu od njene nominalne vrednosti. (Npr. Index 65 znači da se za obveznicu plaća 65% od njene nominalne vrednosti).

Kada kamatne stope rastu, cene fjučersa opadaju i obratno.

**Elementi fjučersa** su:

- 1) veličina ugovora
- 2) trgovinski ciklus meseca u kome se trguje (obično postoji 4 meseca isporuke u godini)
- 3) dan saldiranja
- 4) vrsta obveznice prihvatljiva za isporuku o isteku važnosti ugovora
- 5) poslednji dan kada se može izvršiti trgovina
- 6) veličina tika (meri promenu cene fječersa)

## 70. Fjučersi na berzanske indekse

**Fjučersi na berzanske indekse** – to su ugovori za kupovinu ili prodaju nominalne vrednosti indeksa akcija.

Postoje **3 osnovne vrste indeksa akcija**:

- 1) indeksi akcija jednako ponderisani **cenom** – utvrđuju se dodavanjem cena akcija u indeks i deljenjem sa **divizorom**, pri čemu divizor može imati bilo koju vrednost;
- 2) indeksi akcija jednako ponderisani **prinosom** – izračunava se utvrđivanjem aritmetičke sredine od 1 plus stopa promene cene svih akcija u indeksu. Ova sredina se onda množi sa vrednošću indeksa prethodnog dana i tako dobija današnja vrednost indeksa;
- 3) indeksi akcija jednako ponderisani **vrednošću** – utvrđuje se tako što se ukupna tekuća tržišna vrednost svih akcija podeli ukupnom tržišnom vrednošću svih akcija tokom baznog perioda.

U **SAD** se trguje sa **4 ključna fjučersa na indekse**:

1. **Fjučersom na Standard&Poor's-ov indeks 500** – ponderisan vrednošću koja se sastoji od 500 akcija preduzeca iz različitih delatnosti. Uvela ga je čikaška merkantilna berza.
2. **Fjučersom na indeks njujorške finansijske berze** – to je takođe indeks na akcije ponderisan vrednošću. Vrednost indeksa je 500\$ puta nivo kompozitnog indeksa.
3. **Fjučersom na Major Market Index** tj. fjučers na veliki tržišni indeks – uvela je čikaška opciona berza. Vrednost indeksa je 250\$ puta nivo ovog indeksa. To je indeks jednako ponderisanom cenom koji je veoma sliča Dow Jonesovom indeksu I sastoji se od 20 akcija.
4. **Fjučers na Value-Line index** – ugovor sa jednako ponderisanom cenom. Vrednost indeksa je 500\$ puta nivo ovog indeksa. Uvela je kanzaška opciona berza.

**Fjučersi na indekse akcija** postali su značajno trgovinsko sredstvo institucionalnih investitora kao što su planovi zaposlenih, osiguravajuće kompanije, fondacije i investicione kompanije.

Fjučersi na indekse akcija se često koriste za upravljanje portfeljima kratkoročnih hartija od vrednosti i akcija kao dela dveju trgovinskih strategija: tržišno tajmiranje i dostizanje akcije.

Potrebno je pratiti kretanje tih indeksa i u zavisnosti od toga zauzeti dugu ili kratku poziciju.

## 71. Opcije

**Opcije** – (vrsta terminskog ugovora) izvedene HOV koje njihovim imaocima (kupcima opcija) daju pravo da svakog radnog dana, do isteka poslednjeg dana važnosti, kupe ili prodaju određenu količinu robe, novca ili druge HOV (obično akcija), s tim što oni ovo pravo ne moraju da iskoriste.

Svaka opcija podrazumeva postojanje **3 učesnika**:

- 1. Prodavca opcije** – dobija cenu zato što nekome ustupa opciju;
- 2. Kupca opcije** – plaća cenu prodavcu opcije kako bi ga naveo da mu ustupi opciju;
- 3. Brokera** – pronalazi kupca i prodavca opcija i radi kao agent kako bi transakcija bila izvesena;

Svaka opcija ima **tri cene**:

1. cenu hartije koja je predmet opcije
2. opcionu premiju ili kupovnu cenu (cena koju plaća kupac opcije prodavcu)
3. izvršnu cenu

**Cena opcije** se naziva **izvršnom cenom**, i ona je predmet ugovaranja između kupca i prodavca opcije. Svaka opcija ima vrednost koja se računa tako što se od tekuće cene hartije odbija izvršna cena. Opcija obezbeđuje investitoru veći stepen leveridža, kada kupuje HOV, pri čemu leveridž predstavlja finansijsku spekulaciju sredstvima uzetim u zajam po fiksnoj kamatnoj stopi, koja omogućava investitorima koji imaju mali iznos sredstava da ostvare veliki dobitak za vrlo kratko vreme. Pored visoke zarade, opcije omogućavaju i zaštitu ulaganja na tržištu akcija kroz tzv “vezanu” odnosno “bračnu” ponudu, što znači da se istovremeno kupuju akcije i prodajna opcija na iste akcije, tako da u slučaju da cena akcije padne, vrednost prodajne opcije raste i deo gubitka se može pokriti prodajom prodajne opcije.

Opcijama se trguje na **terminskim berzama efekata** (najpoznatija je čikaška opciona berza).

Na **vrednost opcije** utiče:

1. cena akcije
2. izvršna cena
3. vreme do isteka važnosti opcije (što je vreme duže veća je i vrednost opcije i njena premija)
4. promenljivost cene utvrđene hartije (veća promenljivost utiče na porast tržišne cene akcije, s obzirom da imaoci opcije ostvaruju dobitak ako cena hartija raste, a imaju ograničen gubitak, ako cena akcija padne na 0)
5. nerizična stopa (opcija vredi više što je viša nerizična stopa)

Značajan element opcije je i **isplata** – ona se razlikuje kod kupovnih u odnosu na prodajne opcije. Kod kupovnih – opcija neće vredeti ništa i biće odbačena ako je cena hartije niža od utvrđene izvršne cene, odnosno radiće se o **opciji „na gubitku“**. Kod prodajnih – ukoliko je tržišna vrednost akcije iznad izvršne cene, opcija će biti iskorišćena i radiće se o tzv. **opciji „na dobitku“**.

Investitor će preferirati kupovinu opcije zbog finansijskog leveridža, ograničene odgovornosti, nepostojanja izgubljene kamate i neisplaćivanja novčanih dividendi. Pored toga, imalac opcije u slučaju promene cene osnovne hartije u suprotnom smeru gubi samo premiju koju je platio prodavcu, dok bi kod direktne pozicije po osnovnoj hartiji on imao znatno veći gubitak. Opcije ističu i postaju bezvredne ako se cena osnovne hartije dovoljno ne promeni u toku veka trajanja opcije.

## 72. Vrste opcija

I Prema tome **da li kupcu daje pravo na kupovinu ili na prodaju** razlikujemo :

- 1) **Kupovnu opciju** – 73. pitanje;
- 2) **Prodajnu opciju** – 73. pitanje;
- 3) **Kupovnu i/ili prodajnu opciju** – 73. pitanje;

II Prema **moгуćnosti korišćenja prava iz opcije**:

- 1) Američke – 74. pitanje;
- 2) Evropske – 74. pitanje;

III Prema **odnosu izvršne cene I tržišne cene osnovne HOV**:

- 1) opcija “na istom” – 75. pitanje;
- 2) opcija “na dobitku” – 75. pitanje;
- 3) opcija “na gubitku” – 75. pitanje;

## 73. Kupovna, prodajna i kupovna i / ili prodajna opcija

**Kupovna opcija** – to je opcija koja kupcu daje pravo na kupovinu određene količine osnovne HOV po određenoj ceni na određeni dan ili do isteka utvrđenog roka.

Ovu opciju kupac kupuje onda kada očekuje rast cena. Za prodavca opcije ovo znači obavezu ako I kada kupac iskoristi opciju, ovome po ugovorenoj ceni isporuči navedene hartije.

Ova vrsta opcija može biti:

1. **Pokrivena** – opcija postoji onda kada u trenutku prodaje opcije prodavac poseduje osnovnu hartiju; (zauzima dugu poziciju)
2. **Nepokrivena** – opcija postoji onda kada u trenutku prodaje opcije prodavac ne poseduje osnovnu hartiju tzv. “prodaja na prazno”;

**Prodajna opcija** – to je opcija koja kupcu daje pravo da proda prodavcu opcije određenu količinu osnovnih HOV po određenoj izvršnoj ceni na određeni dan ili do isteka utvrđenog roka. Ovu opciju kupci kupuju onda kada očekuju pad cena osnovne HOV.

Pod **prodajnom i/ili kupovnom opcijom** se podrazumeva opcija po kojoj kupac može ili da kupi ili da proda osnovnu HOV po izvršnoj ceni tokom perioda važnosti opcije pod uslovima da ukupna vrednost osnovnih hartija ne prelazi vrednost utvrđenu ugovorom o opciji. Prodavac opcije je dužan da kupi osnovne hartije ukoliko kupac iskoristi prodajnu opciju ili da proda osnovne hartije ukoliko kupac iskoristi kupovnu opciju i to, po izvršnoj ceni u periodu važnosti opcije.

## 74. Američka i evropska opcija

Prema **mogućnosti koriscenja prava iz opcije**, opcija može biti:

1. **Američka opcija** – to je opcija koja se može iskoristiti u bilo kom trenutku do isteka roka važnosti opcije ili može da ostane neiskorišćena do tog dana. Skuplja je od evropske opcije. Zovu se još i prenosive, jer se mogu kupiti (prodati) na sekundarnom tržištu, imaju standardizovanu izvršnu cenu i datume isteka važnosti (najduži rok važnosti može biti 9 meseci);
2. **Evropska opcija** – to je opcija koju kupac može iskoristiti samo na dan isteka utvrđenog roka. To su obično tradicionalne opcije, što znači da može biti iskorišćena ili ostavljena da istekne neiskorišćena;

## 75. Opcija “na dobitku”, opcija “na istom” i opcija “na gubitku”

Prema odnosu **izvršne i tržišne cene osnovne HOV** razlikuju se:

1. **Opcija “na istom”** – opcija čija je tržišna cena hartije jednaka utvrđenoj izvršnoj ceni;
2. **Opcija “na dobitku”** – kupovna opcija čija je tržišna cena hartije viša od utvrđene izvršne cene ili prodajna opcija čija je tržišna cena niža od utvrđene izvršne cene osnovnih hartija;
3. **Opcija “na gubitku”** – kupovna opcija čija je tržišna cena hartije niža od utvrđene izvršne cene ili prodajna opcija čija je tržišna cena veća od utvrđene izvršne cene osnovnih hartija;

Postoje još:

1. **Restriktivne opcije** – javljaju se onda kada je tržišna cena osnovne hartije na zatvaranju prethodnog dana po kupovnoj (prodajnoj) opciji bila ispod (iznad) njene izvršne cene za više od pet poena;
2. **Trostruka opcija** – daje veće pravo kupovine (prodaje) od dvostruke opcije;
3. **Dugoročna opcija na akcije** – pojavile su se 1990. godine; sa rokom važnosti do 3 godine; smatraju se manje rizičnim od ostalih opcija;

## 76. Opcija na obveznice

**Opcije na obveznice** – to su opcije na kamatne stope koje omogućavaju imaćima obveznica da zaštite svoje investicije. One mogu biti:

1. **opcije na kratkoročne obveznice**
2. **opcije na dugoročne obveznice**

Ovim opcijama se može neutralisati gubitak na vrednost obveznice između datuma kupovine opcije i datuma dospeća obveznice. Opcijama na obveznice se može trgovati na berzi ili van berze, s tim što se njima u većoj meri trguje na berzi.

## 77. Opcija na indekse

**Opcije na indekse** – to su prodajne i kupovne opcije čije premije su zasnovane na vrednosti tržišnog indeksa.

Ovim opcijama se trguje u SAD na američkoj berzi, njujorškoj berzi, berzi u Pensilvaniji, čikaškoj berzi, itd. Opcije na subindekse se nazivaju **subindeksnim opcijama**.

Pojedini tržišni indeksi su zasnovani na veoma diversifikovanoj listi akcija, dok su drugi indeksi zasnovani na **malom broju homogenih hartija** i nazivaju se **subindeksima** ili **industrijskim indeksima**. Opcije na subindekse se nazivaju **subindeksnim opcijama**.

Sve opcije na indekse su **opcije sa novčanim saldiranjem** – što znači da se grupa HOV obuhvaćenih indeksom ne isporučuje vlasniku opcije kada se ova izvršava, već ako je opcija “na dobitku”, u trenutku izvršenja ili o dospeću, vlasnik opcije dobija iznos novca koji je jednak razlici između vrednosti indeksa i izvršne cene opcije na indeks.

Opcije na indekse su **korisne u sniženju tržišnog (sistemskog) rizika**, tj one snižavaju izloženost portfolio tržišnom riziku. Naime, kupovinom prodajnih opcija na indekse na akcije investitori štite svoje portfelje od naglog pada cena na tržištu. Pri tom, opcije moraju biti na indeks koji najbolje prati one akcije koje investitori poseduju.

## 78. Opcija na fjučerse

Najteže ih je koristiti jer su udaljene od osnovnog predmeta ugovora.

Ove opcije imaju karakteristike i opcija i fjučersa.

**Opcija na fjučerse** – to je ugovor koji njegovom imaocu daje pravo, ali ne i obavezu, da kupi ili proda fjučers po fiksnoj ceni (izvršnoj ceni) do nekog utvrđenog isteka važnosti.

Najčešće korišćene opcije na fjučerse su **opcije na fjučerse obveznica** koje imaju standardizovane uslove, koji se odnose na osnovnu hartiju i veličinu ugovora, izvršnu cenu, datum isteka važnosti, stil, kotacije premije i plaćanje margine.

Ove opcije koriste investitori koji nastoje da se zaštite od rizika poratsa ili pada kamatne stope kroz kupovinu (prodaju) kupovnih ili prodajnih opcija.

## 79. Svopopcija

Tokom vremena nastale su **svop opcije ili opcije na svop** – predstavljaju ugovor koji kupcu daje pravo, ali ne i obavezu, da uđe u svop kamatne stope (valutni ili robni) koji ima utvrđenu fiksnu kamatnu stopu (devizni kurs, cenu) na neki datum u budućnosti. Kupac svop opcije za ovo pravo mora prodavcu platiti utvrđenu premiju.

**Korisnici** svopopcija su banke i korporacije, i to u cilju zaštite od rizika promene kamatne stope i ostvarenja profita od neutrališućih transakcija špekulacijama na tržištu svopova.

### Mogu biti:

1. **Kupovne svopopcije** – **svopopcije dužnika** – kupcu daju pravo da uđe u svop pod prethodno utvrđenim uslovima kao lice koje će isplatiti fiksnu stopu i primiti varijabilnu stopu od imaoca osnovnog svopa; Imalac će ovu opciju izvršiti ako je tržišna fiksna svop stopa koja preovladava o isteku važnosti opcije viša od izvršne stope, što mu omogućava da plati nižu fiksnu stopu od tržišne i primi, npr. LIBOR. Ovako se kupac štiti od pada kamatnih stopa.
2. **Prodajne svopopcije** – **svopopcije primaoca** – daju kupcu pravo da primi fiksnu kamatnu stopu pod prethodno utvrđenim uslovima i plati varijabilnu stopu imaocu osnovnog svopa; Kupac će ovu opciju izvršiti samo ako je tržišna svop stopa niža od izvršne stope o isteku važnosti opcije, tj. ako može dobiti fiksnu stopu koja je viša od tržišne i platiti npr. LIBOR. Ovako se kupac štiti od rasta kamatnih stopa.

## 80. Svopovi

**Svop** – to je ugovor između dve strane, kod koga jedna strana prihvata da izvrši **fiksno plaćanje** drugoj strani, dok istovremeno druga prihvata da prvoj strani izvrši **varijabilno plaćanje**.

Svopovi se mogu **koristiti** za:

- sniženje troškova kapitala
- korišćenje ekonomije obima
- upravljanje rizikom
- kreiranje sintetičkih hartija

Dve strane ugovaraju svop (razmenu) koja se označava kao **fiktivna** kako bi se razlikovala od fizičke razmene na promptnom tržištu.

Ugovorne strane vrše uzajamna plaćanja jedna drugoj za korišćenje osnovnog dobra, I to jedna strana vrši plaćanja po **fiksnoj ceni** drugoj strani za korišćenje njenog dobra. Fiksna cena se naziva I **svop kupon**. Istovremeno, druga strana vrši periodična plaćanja po varijabilnoj ceni za korišćenje dobra prve strane. Ovaj postupak se zove **osnovni** ili **“čisti vanila svop”**.

Obično je veoma teško ugovoriti svop direktno između korisnika, zbog čega se u svop uključuje **finansijski posrednik** koji radi za oba korisnika I koji se naziva svop dilerom, market mejkerom ili svop bankom. Ovaj posrednik ostvaruje profit na razlici u ceni koja je uključena u svop kupon.

Postoje **3 osnovne transakcije uz koje se koristi svop** i to:

1. pribavljanje HOV na promptnom tržištu
2. isplata (primanje) na (od) promptnom tržištu
3. prodaja HOV na promptnom tržištu

U praksi su veoma rasprostranjeni valutni I robni svopovi, s tim što je veća pažnja usmerena na:

1. **svopove kamatne stope** – 81. pitanje;
2. **svopove vezane za indekse** – 82. pitanje;

**Svopovi kamatne stope** – to su ugovori između dve strane gde svaka od strana prihvata da izvrši seriju plaćanja drugoj strani na ugovorene buduće datume do dospeća ugovora.

Svop kamatne stope je **najznačajniji vanberzanski svop** kojim se trguje na globalnim tržištima.

Strane A I B uzimaju u zajam isti iznos novca po najpovoljnijoj kamatnoj stopi koje su mogle da dobiju, a zatim vrše razmenu kamatnih stopa kako bi ostvarile zaradu.

**Karakteristike:**

1. **kamata** za obe ugovorene strane se računa na osnovu **iste fiktivne glavnice**;
2. dve kamatne stope se izračunavaju **u istoj valuti**;
3. **plaćanje kamate** između ugovorenih strana je obično **neto**, tj jednako je razlici između plaćanja koje jedna ugovorna strana vrši drugoj strani;

**Osnovne složene svop strukture:**

- 1) **čisti svop**
- 2) **svop sa početkom na termin** – svop kamatne stope kod koga datum prve isplate kamate počinje nešto nakon spot datuma;
- 3) **svopcija** – slične su kao svopovi sa početkom na termin kojima je dodata opcija da svop počne na određeni datum ili ne;

Postoje i druge **svop strukture** zasnovane na **varijabilnoj glavnici**:

1. **Uvećani svopovi** – kod njih postoji glavnica koja neprestano raste tokom veka trajanja svopa;
2. **Amortizovani svopovi** – imaju glavnica koja se postepeno smanjuje tokom veka trajanja svopa;
3. **“Tobogan” svopovi** – svop koji kombinuje karakteristike uvećanog i amortizacionog svopa;
4. **Svopovi osnove** – svopovi koji su nastali usled potrebe poređenja svopova kod kojih se kamatne stope računaju na različite osnove;

**Svopovi vezani za indekse** su slični svopovima kamatne stope i ekvivalente portfolijima forward ugovora koji se zamenjuju za novčane tokove zasnovane na dve različite investicione stope:

1. **varijabilnoj stopi** (npr. 3-mesečnom LIBOR-u)
2. **prinosu na indeks akcija** (npr. S&P 500)

### 83. Trgovanje na primarnom tržištu HOV

Na **primarnom tržištu HOV** dolazi do emisije i plasmana HOV odnosno do njihove prve kupoprodaje. Poslove emisije i plasmana može vršiti:

- **emitent** – to je ređi slučaj, I to mogu raditi samo finansijski snažni emitenti, koji poseduju neophodna znanja;
- **posrednik** – češći slučaj je da to preuzima posrednik (banka) koja raspolaže kadrovima, neophodnom organizacionom strukturom i u stanju je da obavi čitav posao na brži i jeftiniji način.

### 84. Uloga investicione banke na primarnom tržištu hartija od vrednosti

**Investicione banke** pomažu pri emisiji novih HOV preduzeća na primarnom tržištu, ali i posreduju u prometu ovim hartijama na sekundarnom tržištu.

Imaju kompleksan zadatak utvrđivanja cene emisije u cilju njene što bolje i brže prodaje i distribucije HOV. **Cena emisije** ne sme biti previše niska, jer bi to uzrokovalo nepotrebno visoke troškove za emitenta, ali ne sme biti ni previsoka, jer to može dovesti do gubitka za investicionu banku kao potpisnika.

Investicione banke su zadužene I za distribuciju hartija koja se može vršiti na više načina:

- preuzimanje – potpisnik otkupi emisiju od emitenta, a zatim je proda;
- posrednik – banka je samo posrednik između emitenta I investitora;

**Proces emisije i plasmana akcija** uključuje **5 faza**:

**1. Donošenje preliminarne odluke od strane emitenta** – odluke se odnose na veličinu emisije, vrstu hartija koje će biti emitovane, opredeljenje za ponudu postojećim akcionarima ili za direktnu prodaju javnosti u slučaju emisije akcija, realizaciju konkurentne ponude odnosno ugovorene prodaje i izbor investicione banke.

**2. Donošenje odluke od strane emitenta i odabrane investicione banke – posrednika** – razmatranje neophodnosti pribavljanja kapitala emisijom hartija, neophodnost pribavljanja kapitala u celini emisijom akcija, odnosno mogućnost pribavljanja kapitala zaduživanjem.

Emitent I investiciona banka mogu doneti odluku o:

- 1) **prodaji iz najbolje namere** – banka ne garantuje da će ukupna emisija biti I prodana (neprodane hartije će biti vraćene emitentu);
- 2) **garantovanju emisije** – ukoliko, prilikom prodaje, određeni broj hartija ostane neprodan, banka je dužna da ih otkupi po unapred utvrđenoj ceni;

Banke retko emisiju preuzimaju same, već obično formiraju **“sindikatu za preuzimanje”**. Ovde se javlja **marža** koju banka ostvaruje i koja se sastoji od naknade vodećem potpisniku, naknade sindikatu za preuzimanje i naknade članovima prodajne grupe;

**3. Donošenje odluke od strane emitenta i banke o troškovima emisije i utvrđivanje cene emisije** – Pod troškovima emisije se podrazumevaju troškovi koji nastaju u vezi sa plasmanom akcija i drugih HOV na tržištu koji nisu uključeni u kompenzaciju banke, indirektni troškovi, natprosečni prinosi za već emitovane akcije, sniženje cene u odnosu na tržište za inicijalnu javnu ponudu, odnosno gubici zbog prodaje akcija ispod prave vrednosti. **Najznačajnije pitanje** kod ugovaranja emisije je **utvrđivanje cene po kojoj će hartije biti prodane javnosti**. Ako preduzeće ima konstantan rast i ako se sa  $k_s$  - označi

očekivana stopa prinosa, sa  $g$  - stopa rasta koju očekuju investitori, a sa  $D_1$  - očekivana godišnja dividenda za godinu dana, onda se do tekuće tržišne cene akcija  $P_0$  - može doći na osnovu sledeće formule:

$$P_0 = D_1 / [k_s - g]$$

**4. Registracija i prodaja emitovanih akcija** – odnosi se na popunjavanje prijave zajedno sa Komisijom za HOV. Treba imati u vidu da emitentu stoje na raspolaganju sledeći načini plasmana hartija:

- 1) *Javna prodaja*
- 2) *Slobodna prodaja*
- 3) *Plasman na berzi i vanberzanski plasman.*

Procedura prodaje koja važi za većinu HOV traje oko 20 dana, odnosno to je vreme koje obično protekne između trenutka registracije i prodaje emisije.

**5. Održavanje sekundarnog tržišta** – predstavlja jedan od zadataka posrednika, koji se odnosi na stabilizaciju cene emisije tokom perioda distribucije kako bi se sprečilo njeno kretanje nadole. Ovo će posebno biti potrebno kod preduzeća koja prvi put izlaze u javnost i gde treba stvoriti tržište.

## 85. Metodi emisije hartija na primarnom tržištu hartija od vrednosti

**Emisija** – procedura prodaje hartija od strane emitenta.

Tom prilikom, investitorima moraju biti dostavljene sve informacije o emitentu kroz prijavu za registraciju i prospekt emisije.

Sve HOV se mogu prodavati isključivo **javno**. Izuzetak predstavljaju emisije akcija, koje se mogu prodavati ili privatno ili javno. U slučaju javne emisije, emitent istu mora registrovati kod Komisije za HOV. Privatna emisija ima prednost u odnosu na javnu jer emitent prodajom neregistrovanih akcija izbegava troškove usaglašavanja sa Komisijom.

Osnovni **metodi emisije** su:

1. **Inicijalna javna ponuda** – 86. pitanje;
2. **Opšta novčana ponuda** – 87. pitanje;
3. **Povlašćena ponuda** – 88. pitanje;

## 86. Inicijalna javna ponuda

**Inicijalna javna ponuda** – to je prva emisija hartija koje se nude javnosti.

Nove emisije akcija i drugih HOV mogu biti:

- 1) **Nove emisije bez ugleda**
- 2) **Nove emisije preduzeća od ugleda koje je prethodno emitovalo hartije (akcije) javnosti** (mogu biti izvršene kao novčane ili kao povlašćene ponude, tj. sve inicijalne javne ponude su novčane)

Emitent obično nema dovoljno znanja i finansijsku snagu i ugled da bi čitav posao mogao da obavi sam, zbog čega će on za emisiju i plasman akcija angažovati odabranu banku-posrednika.

Sam **metod emisije** se **sastoji od**:



1. **Odobrenja** emisije od strane odbora direktora;
2. **Pripreme** za registraciju i **popunjavanja** prijave za registraciju sa Komisijom HOV;
3. **Razmatranje** prijave za registraciju od strane **Komisije** za HOV;
4. **Odobrenje prijave**;
5. **Prodaja** HOV;
6. **Oglašavanje emisije u štampi** od strane potpisnika (tokom i nakon perioda čekanja na odluku Komisije);

**Najteži deo** je **određivanje cene** HOV. Određivanje nižih cena od tržišnih pomaže novim akcionarima da ostvare veći prinos na kupljene akcije. Stepenn određivanja nižih cena od tržišnih varira vremenom, te postoje periodi većeg sniženja cena u odnosu na tržište tzv. *tržište "vruće" emisije* i period manjeg sniženja cena tzv. *tržište "hladne" emisije*.

**Broj inicijalnih javnih ponuda** varira se protekom vremena, tako da postoje ciklusi u kojima dolazi do značajnog sniženja cena. Povećanje inicijalnih ponuda se poklapa sa periodima značajnog sniženja cena, do čega delimično dolazi zbog toga što preduzeća izlaze u javnost tek pošto su utvrdile da će tržište apsorbovati novu emisiju.

## 87. Opšta novčana ponuda

**Opšta novčana ponuda** – vrsta javne emisije kod koje su uvek prisutne investicione banke i na osnovu koje se obično prodaju obveznice, a znatno ređe akcije.

Ovde se akcije nude javnosti na osnovu principa "first come, first served" - "prva ponuda za kupovinu je jednaka ponudi kojoj će biti prvo i udovoljeno".

Emitent može ponuditi svoje hartije:

- 1) **preuzimanjem putem konkursa** (onome ko ponudi najvišu cenu);
- 2) **ugovaranjem ponude direktno sa bankom**;

Novne emisije se obično nude kroz ugovorenu ponudu, a izuzetak predstavljaju **holding kompanije u oblasti komunalnih usluga** od kojih se zahteva da idu na konkuretsko preuzimanje, koje je jeftinije od ugovorenog preuzimanja.

Osnovne vrste preuzimanja koje se javljaju kod novčane ponude su:

1. **preuzimanje ukupne emisije** – investiciona banka kupuje od emitenta ukupnu emisiju, odnosno ona je u potpunosti finansijski odgovorna za svaku neprodatu hartiju, s tim što ona nastoji da emisiju po preuzimanju ponovo proda. Ukoliko banka ne može da proda emisiju po dogovorenoj ceni, ona će morati da snizi cenu neprodane akcije;
2. **preuzimanje uz najveće napore** - predstavlja takvo preuzimanje i ponudu hartija (akcija) nove emisije, gde je investiciona banka dužna da učini sve što je u njenoj moći, kako bi emisiju prodala, ali nema obavezu da kupi neprodani deo emisije, odnosno ona može vratiti emitentu hartije (akcije) koje nije uspela da proda bez finansijske odgovornosti;

## 88. Povlašćena ponuda

**Povlašćena ponuda** – predstavlja takvu ponudu akcija nove emisije koje se prevashodno nude postojećim akcionarima kada oni poseduju pravo preče kupovine, pa tek onda ostalim zainteresovanim investitorima.

Prilikom sprovođenja povlašćene ponude investicione banke mogu, ali ne moraju biti prisutne.

Povlašćena ponuda se realizuje zaključenjem **ugovora o spremnosti garanata za preuzimanje**, po kome investiciona banka, uz odgovarajuću nadoknadu, prihvata da kupi određenu količinu ili sve akcije povlašćene emisije koje ne kupe akcionari koji na to imaju pravo u roku važenja tog prava.

Akcionari koji mogu svoje pravo preče kupovine:

- a) u celini iskoristiti
- b) jedan deo iskoristiti a drugi deo prodati
- c) u celini ga prodati
- d) ne iskoristiti ovo pravo

Korišćenjem prava preče kupovine akcionar zadržava udeo u vlasništvu ali ga ne može povećati.

## 89. Specifičnosti emisije obveznica na primarnom tržištu HOV

Kako se trgovina obveznicama obično odvija vanberzanski, to su **osnovni učesnici** na primarnom tržištu:

1. **Emitenti** – to su:
  - država
  - međunarodne institucije i organizacije
  - korporacije
  - banke i druge finansijske institucije
2. **Posrednici** – njihova uloga je u povezivanju emitenata i investitora. To su:
  - primarni dileri - na razlicitim domacim trzistima imaju razlicite nazive, s tim sto se i njihove uloge mogu razlikovati;
  - brokeri.

Većina emisija obveznica na primarnom tržištu je toliko velika da nijedan emitent ne može sam da pribavi kapital. Rešenje se ogleda u formiranju **grupe** ili **sindikata** koji će da podeli rizik i zajam podeliti na iznose kojima se može upravljati;

**Postupak emisije obveznica čine sledeći koraci:**

1. **Imenovanje vodećeg menadžera i utvrđivanje provizija** – vodeći menadžer treba da ima dobru reputaciju na tržištu kako bi mogao emisiju dobro da izvrši, ali je neophodno i iskustvo, dobar odnos sa drugim posrednicima i finansijska snaga. Nakon što imenuje vodećem menadžera, emitent u dogovoru sa njim imenuje i određeni broj **komenadžera**. Vodeći menadžer kreira svoj **sindikata za preuzimanje** i mora obezbediti da do trgovine emisijom dođe. Provizije vodećeg menadžera se zasnivaju na veličini emisije, dospeću, klasi emitenta i tržišnim uslovima; Provizije se dele na:
  - provizije za upravljanje
  - provizije za preuzimanje
2. **Utvrđivanje strukture i cene emisije** – Većina novih emisija danas je u obliku **ponovne ponude po fiksnoj ceni**. Veoma je retko da se nova emisija nudi samo po indikativnoj ceni i kamati. Prilikom utvrđivanja cene obveznica, veoma je važno proceniti **kreditnu sposobnost** emitenta. Investitor treba da proceni rizik da emitent neće biti u stanju da plati kamatu i otplati nominalnu vrednost. Država ima najviši kreditni rejting jer uvek može da pribavi sredstva porezima i na taj način odgovoriti obavezama; Rejting vrše specijalizovane agencije za rejting. Rejting koji utvrdi agencija je mišljenje o sposobnosti emitenta da otplati dug (obveznice), a koja zavisi od niza kriterijuma: geografska

lokacija emitenta, vrsta delatnosti, menadžment emitenta, bilans uspeha, likvidnost i novčani tokovi.

Rejting je važan za utvrđivanje kamatne stope koju će emitent platiti na obveznicu – što je viši kreditni rizik, on više mora platiti na ime kamate kako bi privukao investitore;

3. **Oblik sindikata za preuzimanje** – se stvara kroz dogovor vodećeg menadžera i vodećih kolenadžera o međusobnoj podeli emisije. Obično vodeći menadžer preuzima na sebe veći deo emisije. Preuzimanje je način garantovanja da će emitent doći do kapitala;
4. **Utvrđivanje upravljanja obveznicama** – Vodeći menadžer je odgovoran za izdavanje i kretanje dokumentacije, mora da angažuje advokate da izvrše analizu i odobre svu dokumentaciju za emisiju. Pored toga, on mora da uključi i revizore i lokalne računovođe radi pružanja relevantnih finansijskih informacija. Tek nakon svega toga, obveznice su spremne za lansiranje.
5. **Primarno trgovanje** – Nakon što izvrši novu emisiju obveznica emitenta, vodeći menadžer dostavlja detalje agencijama i drugim prodavcima kako bi one bile objavljene. Nakon što se objave detalji obično se aktivira **sivo tržište** – ovo tržište omogućava bankama koje nisu pozvane da učestvuju u sindikatu za preuzimanje da otpočnu “poslovanje”. Ono takođe, predstavlja i mogućnost da potencijalni investitori provere posao;

## 90. Trgovanje na sekundarnom tržištu HOV

U zemljama sa razvijenim tržištem HOV, trgovanju na sekundarnom tržištu prethodi **savetovanje** kupca i prodavca sa **posrednikom**. I kupci i prodavci se obraćaju svojoj banci kao posredniku u cilju donošenja adekvatne odluke o kupovini ili prodaji.

**Banke moraju znati sledeće:**

1. **Način utvrđivanja vrednosti HOV** – Npr. Akcija:
  - 1) **Racio cene u odnosu na zaradu** - zasniva se na ostvarenom godišnjem dobitku i izražava se kao broj godišnjih dividendi po akciji koji daje ukupnu tekuću tržišnu vrednost akcije;
  - 2) **Novčani tok** – označava čist dobitak po akciji u jednom poslovnom periodu koja je umanjena za isplaćene dividende i poreze i uvećana za amortizaciju;
2. **Način iskazivanja tržišne vrednosti HOV** – na dugi rok se tržišne vrednosti hartija iskazuju preko berzanskih indeksa koji mere fluktuacije na sekundarnom tržištu. Najpoznatiji su: Dow-Jones-ovi, indeksi Standard&Poors-a, indeksi Financial Times-a, itd;
3. **Moraju poštovati određene principe koji se štite interesi komitenta** – Banka prilikom pružanja saveta mora da radi u interesu komitenta, a ne u svom interesu. Ponašanje savetnika je regulisano tzv. **“insajder pravilima”** kojima se sprečava ostvarenje zarade savetnika na štetu komitenta, a po osnovu zloupotrebe privilegije nad informacijama do kojih komitent nije mogao da dođe;
4. **Nakon savetovanja sa bankom kupac donosi odluku o kupovini ili prodaji HOV na sekundarnom tržištu** – Ova odluka mora da sadrži:
  - iznos slobodnih novčanih sredstava za kupovinu hartija i oblik u kome se nalaze;
  - iznos potrebnih novčanih sredstava do kojih se želi doći prodajom hartija i oblik u kome se ona žele dobiti;
  - izbor i tačna naznaka hartije koja se kupuje ili prodaje, oblik u kome se hartije primaju ili prodaju;
  - izbor banke koja će izvršiti kupovinu ili prodaju
  - izbor tržišta preko koga će se kupovina ili prodaja realizovati;

Ovako doneta odluka se dalje realizuje kroz:

- 1) **davanje naloga** posredniku za kupovinu HOV;
- 2) **prijem i izvršenje naloga** za kupovinu (prodaju) od strane posrednika;

- 3) **obračun troškova** za izvršenu kupovinu (prodaju);
- 4) **isporuka** HOV;

## 91. Realizacija odluke o kupovini, odnosno prodaji hartija na sekundarnom tržištu HOV

**Odluka se realizuje** kroz **sledeće korake**:

1. **Davanje naloga posredniku** – Može biti dat pismeno, telefonski, telegrafski ili faksom bez ili sa naznačenjem roka do kada treba da budu izvršeni;
2. **Prijem i izvršenje naloga** – Po prijemu posrednik obavezno vrši proveru:
  - da li na računu kupca ima pokrića za dati nalog;
  - da li su HOV prodavca u depou (kod naloga za prodaju);Nakon ovoga sledi realizacija naloga na berzi ili vanberzanskom tržištu. U slučaju realizacije naloga na berzi, nalog se izvršava zaključivanjem berzanskih poslova;
3. **Obračun troškova** – vrši odeljenje za obračun troškova, koje obaveštava kupca (prodavca) o izvršenju naloga. Obračun se vrši istog dana kada se sastavlja i izveštaj o izvršenju i to na osnovu nominalne vrednosti hartija i kursa po kome je kupovina (prodaja) zaključena. Zvanični kurs je onaj koji je objavljen u kursnoj listi;
4. **Isporuka HOV** – odnosi se na način i rok u kome će prodavac isporučiti hartije, odnosno kupac doći u posed kupljenih hartija. Kod prodaje, za prodane hartije tereti se depo račun prodavca i u roku od 3-5 dana ove hartije se isporučuju ili knjiže u korist depo računa kupca;

## 92. Berzanski poslovi na berzi HOV

Svi poslovi na berzi HOV mogu se svrstati u 3 osnovne grupe:

1. **Promptni ili kasa berzanski poslovi** – 93. pitanje;
2. **Terminski (špekulativni) berzanski poslovi** – 94. pitanje;
3. **Arbitražni berzanski poslovi** – 97. pitanje;

## 93. Promptni berzanski poslovi

**Promptni (kasa) berzanski poslovi** – to su poslovi kod kojih se prava i obaveze partnera iz kupoprodajnog ugovora **realizuju odmah** po zaključenju, a najkasnije u roku od 3, odnosno 5 radnih dana od dana zaključenja.

Ovi poslovi znače obavezu kupca hartija da prodavcu doznači novčani iznos koji je jednak vrednosti kupljenih hartija na račun ili u gotovu.

Ovde postoji obaveza prodavca hartija da kupcu preda ili doznači na depo račun naznačene hartije, i to odmah a najkasnije u roku od pet radnih dana od dana zaključenja ugovora.

## 94. Terminski berzanski poslovi

**Terminski berzanski poslovi** – to su poslovi kod kojih se obaveze kupca i prodavca ne izvršavaju odmah po zaključenju kupoprodajnog ugovora, već u nekom kasnijem roku koji je unapred utvrđen ili jednog dana u okviru nekog budućeg perioda čiji je krajnji rok određen.

Možemo ih podeliti na:

1. **Bezuslovne terminske poslove** – to su poslovi čije izvršenje nije uslovljeno i u kojima se obaveze moraju izvršiti na tačno utvrđen rok;
2. **Uslovne terminske poslove** – to su poslovi kod kojih kupac ili prodavac mogu odustati od posla ili promeniti neke svoje obaveze pod uslovom da su prethodno uplatili dogovorenu premiju kao naknadu drugoj strani za odustajanje od izvršenja obaveze ili izmena ranije preuzetih obaveza;

Nezavisno od vrste, kod terminskih poslova se kao učesnici javljaju lica koja očekuju pad kursa (besisti) i lica koja očekuju porast kursa (hosisti).

Terminski poslovi se obavljaju na:

- 1) na **posebnim berzama (terminskim berzama)** ili
- 2) u okviru **berze HOV**, ali u posebnom prostoru i u posebno vreme;

Posebnu vrstu terminskih poslova predstavljaju **poslovi fjučersima i opcijama** u cilju sniženja rizika promene cena ili svođenja razlika u ceni na minimum. Specifični terminski poslovi su:

1. **Stelaža** – 95. pitanje;
2. **Report** – 96. pitanje;

### 95. Stelaža

**Stelaža** – to je vrsta terminskog posla u kome kupac zaključujući ugovor unapred plaća prodavcu proviziju, i time, stiče pravo izbora da ili izvesnu količinu hartija o roku po izvesnom višem kursu preuzme ili po, izvesnom nižem kursu isporuči.

Stelaža se izražava **razlomkom**. Ako je data kao 120 /105, to znaci da o roku kupac može da kupi hartije po kursu od 120 ili da ih proda po kursu od 105.

Prodavac stelaže dobija proviziju, a dodatnu zaradu može ostvariti samo ukoliko cena na termin pređe utvrđene limite.

### 96. Report

**Report** - privremena kupovina hartija od strane banke u cilju produženja fiksno utvrđenog roka na koji dospevaju obaveze vlasnika hartije.

Radi se o nekoj vrsti kredita koji banka odobrava svom prvoklasnom komitentu. Radi obezbedjenja kredita, banka privremeno kupuje hartije od korisnika kredita.

Interes vlasnika je da prolongira prodaju na termin hartija do narednog termina. I da u narednom terminu ostvari veću zaradu po osnovu razlike u ceni hartije u odnosu na troškove reportne kamate.

Report je veoma atraktivan posao za banku jer se zaključuje na kratke rokove i omogućava banci da plasira kratkoročna sredstva uz potpunu sigurnost i uz kamatnu stopu koja je viša od kamatne stope na slične kratkoročne kredite.

### 97. Arbitražni berzanski poslovi

**Arbitražni berzanski poslovi** – to su poslovi **kupovine** jedne vrste hartije na jednoj i njene istovremene **prodaje** na drugoj berzi pod povoljnijim uslovima, odnosno kupovine hartije po nižoj ceni na jednoj i istovremene prodaje hartije po višoj ceni na drugoj berzi.

Ovi poslovi se obavljaju u cilju ostvarenja **zarade** koja predstavlja razliku u ceni hartije. Onaj ko obavlja ovaj posao se naziva **arbitražer**.

Ovi poslovi danas imaju relativno malo učešće u ukupnim berzanskim poslovima zbog računarske i telekomunikacione povezanosti velikog broja berzi, čime je mogućnost ostvarenja razlike u ceni postala srazmerno mala.

### 98. Metodi trgovine na sekundarnom tržištu HOV

U zavisnosti od **broja naloga** i **obima transakcije**, na berzi se mogu koristiti sledeći **metodi trgovine**:

1. **Metod trgovine po preovladavajućoj ceni** – 99. pitanje;
2. **Metod trgovine po višestrukoj ceni** – 100. pitanje;
3. **Metod neprekidne trgovine** – 101. pitanje;

### 99. Metod trgovine po preovladavajućoj ceni

Ova metoda se koristi kod nedovoljno aktivnih HOV, kao i kod hartija kod kojih postoji velika fluktacija cene i razlika između cene ponude i tražnje.

Kotaciju otvara **rukovodilac** kotacije **cenom** poslednje transakcije ostvarene na berzi za tu hartiju.

Predstavnici članova berze predaju naloge sa ponudom I tražnjom rukovodiocu kotacije, koji ih upisuje u knjigu. Nakon nekoliko minuta, zaključuje se prijem ponude I tražnje I pristupa utvrđivanju preovladavajuće cene.

**Preovladajuća cena** – to je ona cena pri kojoj se ostvaruje najveći promet. Članovi koji su zaključili trgovinu po ovoj ceni, potpisuju zaključnicu, a rukovodilac kotacije poziva ostale učesnike da, ako im to dozvoljavaju nalozi, izvrše transakciju po ovoj ceni.

Po završetku kotiranja prve hartije sa kursne liste, pristupa se kotiranju druge hartije sa kursne liste i tako redom do poslednje hartije sa liste. Kada se završi kotacija svim hartijama, rukovodilac daje 15 minuta pauzu članovima kako bi im omogućio da kontaktiraju svoje klijente I utvrde strategiju za drugi krug kotiranja.

### 100. Metod trgovine po višestrukoj ceni

Ova metoda se koristi kod aktivnijih HOV.

Trgovinu otvara **rukovodilac** kotacije ispisujući **naziv hartije** kojom se trguje i **početnu cenu**.

**Početna cena** – to je cena poslednje zaključene transakcije na berzi i ona je samoindikativna.

Nakon ovoga, rukovodilac kotacije poziva prisutne predstavnike članova berze da iznesu svoju ponudu ili tražnju. Najniža cena ponude i najviša cena tražnje se objavljuju na tabeli ili na drugom predviđenom mestu, a rukovodilac **permanently sučeljava** ponudu i tražnju i onog trenutka kada se **ponuda i tražnja podudare**, po toj ceni dolazi do izvršenja transakcije.

### 101. Metod neprekidne trgovine

Ova metoda se koristi kod veoma aktivnih HOV.

**Direktor berze deli** HOV kojima se trguje u grupe od najmanje **10 hartija** i svrstava ih prema:

- prometu
- pethodnoj aktivnosti
- zajedničkom interesu za trgovinu

Ovako formirane grupe se dodeljuju jednom **rukovodiocu** kotacije. Principi trgovine su kao i kod metoda trgovine po višestrukoj ceni.

Po završetku berzanskog sastanka, a najkasnije jedan sat nakon toga, članovi berze potpisuju zaključnice po svakoj izvršenoj transakciji. Nezavisno od metode trgovanja hartijama, na sekundarnom tržištu je moguće trgovati i blokovima (paketima) hartija (obično akcija), ali i primenom određenog programa i kontaktiranjem sajberposrednika. Sajbertrgovanje hartijama, predstavlja najinteresantniji novi trend na finansijskom tržištu.

Postoje:

- 1) **programsko trgovanje** – to je trgovanje korišćenjem sofisticiranih računarskih programa koji omogućavaju automatsko donošenje odluka o kupovini ili prodaji. Ovako trguju institucionalni investitori koji kupuju/prodaju veliki broj akcija.
- 2) **sajbertrgovanje** – umesto da odlazi u kancelariju brokera, klijent jednostavno preko interneta odlazi na jedan od sajtova koji pružaju usluge elektronskog brokera, biraju sajberbrokera I daju nalog.

### 102. Vrste kupoprodajnih naloga

Nalozi koji se mogu plasirati na berzi, mogu se klasifikovati na različite načine, zavisno od odabranog kriterijuma. Najčešće korišćeni kriterijumi su:

**1. veličina naloga** – prema ovom kriterijumu nalozi koje dobija posrednik I izvršenje mogu biti:

- 1) **Nalozi za kupovinu (prodaju) svežnja** – za akcije se izražava u broju komada akcija, a za obveznice u valuti zemlje u kojoj se nalazi berza;
- 2) **Nalozi za kupovinu (prodaju) pojedinačnih hartija** – znači nalog za kupovinu od 1 do 99 hartija, ukoliko je svežanj 100, odnosno od 1 – 9 hartija, ukoliko je svežanj 10. Razlog plasiranja ovakvih naloga je nemogućnost trgovine u svežnjevima usled visoke cene hartija;

**2. vremensko ograničenje naloga** – prema ovom kriterijumu nalozi mogu biti:

- 1) **dnevni** - nalog za kupovinu (prodaju) koji automatski prestaje na kraju dana na koji je plasiran; Svi nalozi su dnevni ukoliko klijent ne naznači drugačije;
- 2) **nedeljni** - nalog za kupovinu (prodaju) koji prestaje na kraju kalendarske nedelje ( u petak u 15 h);

- 3) **mesečni** - nalog za kupovinu (prodaju) koji prestaje poslednjeg radnog dana u mesecu u kome je plasiran;
- 4) **nalozi do opoziva** - nalog za kupovinu (prodaju) koji traje sve dok ga klijent ne opozove. Daje se onda kada je klijent spreman da čeka neodređen vremenski period kako bi kupio ili prodao hartiju po željenoj ceni;

### 3. vrsta transakcija na koju se nalozi odnose – mogu biti:

- 1) **Nalozi za kupovinu** – to su nalozi za kupovinu HOV koji se daju radi ostvarenja zarade ili iz špekulativnih razloga tj. računa se na porast cene i ostvarenje zarade po ovom osnovu;
- 2) **Nalozi za prodaju** – to su nalozi za prodaju HOV koji se daju ili kako bi se došlo do potrebne gotovine ili kako bi nalagodavac na ovaj način sprečio gubitak na lošoj investiciji ili koji se daje iz špekulativnih razloga;
- 3) **Nalozi za trgovinu sopstvenom hartijom** – mogu biti i nalozi za kupovinu i nalozi za prodaju;
- 4) **Nalozi za trgovinu pozajmljenom hartijom** - nalozi za prodaju hartije koju je nalagodavac pozajmio kako bi preneo poreske obaveze u naredni period ili iz špekulativnih razloga;

### 4. način ograničenja cene u nalogu – mogu biti:

1) **Nalozi pod najpovoljnijim uslovima** - to su nalozi za kupovinu/prodaju po najboljoj mogućoj ceni u vreme kada stignu na berzu. Oni obično moraju biti izvršeni u roku od 5 radnih dana;

2) **Nalozi sa limitiranom cenom** - to su nalozi kod koji komitent unapred određuje cenu po kojoj želi da kupi/proda određenu hartiju i spreman je da sačeka sa kupovinom ili prodajom sve dok ne dobije traženu cenu. Važe različiti vremenski period od 1 dana pa i do nedelju dana. Oni se takođe mogu dati i kao nalozi do opoziva, što ih čini otvorenim (bez roka);

#### 103. Kupoprodajni nalozi prema veličini i prema vremenskom ograničenju

1. i 2. podela iz 102. pitanja;

#### 104. Kupoprodajni nalozi prema vrsti transakcija

3. podela iz 102. pitanja;

#### 105. Kupoprodajni nalozi prema načinu ograničenja cena

4. podela iz 102. pitanja;

#### 106. Specijalne vrste naloga

##### 107. Stop nalog

**Stop nalog** – to je nalog koji se privremeno ne izvršava. Predstavlja suspendovan nalog pod najpovoljnijim uslovima koji se izvršava po utvrđenoj ceni. Stop nalozi se često nazivaju i nalozi za sprečavanje gubitka zato što se oni obično koriste za prodaju akcija ukoliko njihova vrednost padne ispod određenog nivoa. Nalog se izvršava ako i kada tržišna cena bude jednaka ili viša od cene navedene u nalogu i tada će biti izvršen pod najpovoljnijim uslovima.

Stop nalog za prodaju se daje ispod tekuće tržišne cene, dok se stop nalog za kupovinu daje iznad tekuće tržišne cene. (primer na 154. str.)

##### 108. Stop limit nalog

**Stop limit nalog** – retko se koristi. Nalagodavac želi da iskoristi prednosti stop naloga i naloga sa limitiranom cenom. On želi da bude siguran u pogledu cene po kojoj će hartije prodati odnosno kupiti.

**Stop limit nalog prodati** se aktivira čim se na tržištu pojavi stop cena ili viša, dok se **stop limit nalog kupiti** izvršava po stop ceni ili nižoj.

##### 109. Nalog na otvaranju i nalog na zatvaranju

**Nalog na otvaranju** – koristi se iz taktičkih razloga jer se veruje da bi cena hartije mogla naglo da poraste ili padne odmah nakon otvaranja. Otvaranje se odnosi na prvu kupovinu hartije po kojoj je dat nalog, a ne na početak rada berze.

*Nalozi pod najpovoljnijim uslovima i nalozi sa sa limitiranom cenom* mogu biti ograničeni na izvršenje samo na otvaranju.

**Nalog na zatvaranju** – on je gotovo uvek vezan za *nalog pod najpovoljnijim uslovima* s obzirom da je *nalog s limitiranom cenom* neadekvatno plasiran na zatvaranju. Ovaj nalog se može plasirati iz više razloga.

Broker može ovaj nalog izvršiti na samom zatvaranju berze (**5 – 10 sekundi do zatvaranja**). U cilju izbegavanja nesporazuma, baza definiše period zatvaranja (obično poslednjih 30 sekundi).

### 110. Diskrecioni nalog

**Diskrecioni nalog** – to je nalog kojim nalagodavac daje brokeru **diskreciju** u pogledu izvršenja naloga, jer smatra da broker zbog poznavanja tržišta može ostvariti veći profit.

Diskrecija može biti: **potpuna** ili **ograničena**.

Kod **potpunog diskrecionog naloga** broker odlučuje da li će hartije kupiti ili prodati, kao i o broju hartija koje će kupiti ili prodati, o ceni i vremenu izvršenja.

Kod **ograničenog diskrecionog naloga** broker može odlučivati samo o ceni i vremenu izvršenja. Broker nema interesa za izvršenje ovog naloga jer za to ne dobija posebnu naknadu, a ako nalog ne izvrši po dobroj ceni krivica pada na njega.

### 111. Nalog sve ili ništa

**Nalog sve ili ništa** – to je nalog u kome je nalagodavac utvrdio cenu, s tim što broker nalog može izvršiti samo u celosti ili se nalog poništava. Izvršenje ovog naloga se odnosi na ceo radni dan, tj. ovde nije dat period izvršenja kao kod naloga trenutno ili poništeno.

### 112. Nalog sve ili ništa trenutno

Sličan je nalogu trenutno ili poništeno, s tim što ovaj nalog ne može biti delimično izvršen.

### 113. Nalog trenutno ili poništeno

**Nalog trenutno ili poništeno** – to je nalog u kome nalagodavac utvrđuje cenu po kojoj broker treba hartije da kupi ili proda i to trenutno ili se nalog poništava. Pri tome ovde je moguće delimično izvršenje.

### 114. Nalog za poništavanje

Nalog za poništavanje – to je nalog kojim se poništavaju svi prethodno navedeni nalozi. Pri tome se ovaj nalog može javiti u dve varijante:

**1) Nalog za obično poništavanje** – to je nalog kojim se poništava prethodno dati nalog, pri čemu se on ne zamenjuje drugim nalogom;

**2) Nalog za poništavanje uz zamenu** – to je nalog kojim se poništava prethodno dati nalog i ovaj zamenjuje drugim nalogom.

### 115. Kontigentni nalog

**Kontigentni nalog** – to je nalog koji se može izvršiti samo ukoliko je izvršena neka druga transakcija. Ako je na primer broker dobio nalog da proda određene hartije po određenoj ceni, a da zatim kupi druge hartije po određenoj ceni ili pod najpovoljnijim uslovima, to znači da on može kupiti date hartije tek nakon što proda hartije.

### 116. Alternativni nalog

Ovaj nalog se javlja u **dve varijante** i to kao:

1. **Alternativni nalog za kupovinu jedne od dve navedene vrste hartija sa limitiranom cenom ispod tržišne** – ovaj nalog se plasira kada nalagodavac želi da kupi jeftinije hartije, ali nema dovoljno novca da kupi obe vrste hartija;
2. **Alternativni nalog za kupovinu (prodaju) jedne vrste hartija** – češći je u praksi i njime se brokeru nalaže da proda (kupi) hartije po limitiranoj ili stop ceni, čime on nastoji da ostvari profit (limitirana cena) ili snizi gubitak (stop cena). Izvršenje jednog od naloga u oba slučaja isključuje izvršenje drugog naloga;

### 117. Američka berza

**Osnovana je 1910. godine u Nju Jorku** kako bi obezbedila tržište za HOV koje se nisu nalazile na listingu njujorške berze.

Danas se na njenom listingu nalazi oko 900 firmi, a trgovina na ovoj berzi predstavlja oko 1% ukupne trgovine akcijama u SAD. Na njoj se tradicionalno trguje akcijama manjih i manje poznatih firmi.

**Karakterišu je:**

1. likvidnost
2. mala razlika između cene ponude i tražnje
3. smanjen nivo promjenjivosti
4. zaštita od "prodaje na prazno"
5. efikasnost aukcijskog tržišta
6. trgovina preko specijalista



**Ključni element** ove berze predstavlja **nadzor** koji vrše posebna odeljenja za nadzor koja su odgovorna za praćenje ukupne trgovine na berzi i to:

1. **Odeljenje za tržišni nadzor** – vrši nadzor ukupne aktivnosti firmi-članica;
2. **Odeljenje za analizu trgovine akcijama** – vrši nadzor nad trgovinom na parketu;
3. **Odeljenje za analizu trgovine izvedenim hartijama** – vrši nadzor nad trgovinom na parketu;

Američka berza je **aukcijsko tržište** na kome se cene za različite proizvode određuju javno na osnovu ponude i tražnje.

**Učesnici** na američkoj berzi su:

1. **Specijalisti** – to su iskusni profesionalci iz vodećih finansijskih firmi. Mogu delovati i kao dileri i kao brokeri;
2. **Registrovani trgovci** – ili market mejkeri su članovi berze koji obezbeđuju dodatni izvor likvidnosti za hartije kojim se trguje na berzi. Oni trguju u svoje ime i za svoj račun;
3. **Brokeri na parketu** – to su članovi berze koji učestvuju u trgovini nastojeći da postignu najbolju cenu za svoje klijente, pri čemu oni mogu biti i komisioni i nezavisni brokeri;

**Predmet trgovine** na američkoj berzi su:

1. obveznice
2. akcije preduzeća i zatvorenih fondova
3. opcije
4. strukturirani proizvodi

Članovi berze mogu izvršiti naloge na aukcijskom trzistu preko **sistema za automatsko izvršenje naloga** ili **ručno**. (75% ukupne trgovine se obavlja elektronski) Bitno je spomenuti da se izračunava veliki broj indeksa.

### 118. Beogradska berza

**1894.god** – osnovana kao mešovita tj. na njoj se moglo trgovati robom, devizama i HOV.

**1941.god** – berza je ugašena.

**1989.god** – ponovo osnovana pod nazivom **Jugoslovensko tržište kapitala**.

**1992.god** – berza dobija naziv **Beogradska berza**.

Berza obavlja sledeće **poslove**:

1. registrovanje tržišnog materijala kojim se trguje na berzi
2. povezivanje ponude i tražnje tržišnog materijala
3. obavljanje poslova ostave tržišnog materijala
4. utvrđivanje kamatne stope

Ove poslove obavljaju posebna **odeljenja** berze:

1. za trgovanje
2. za informisanje
3. za kliring I saldiranje

**2001. god** konačno su utvrđeni **organi berze**:

1. **Skupština** – predstavnici akcionara berze;
2. **Upravni odbor** – skupština berze bira upravni odbor berze koji ima 15 članova i to 9 članova su predstavnici akcionara berze, 2 člana su predstavnici organa organizacija ili drugih pravnih lica od posebnog značaja za rad i razvoj finansijskog tržišta, 3 člana su predstavnici članova berze koji nisu akcionari i zadnji član upravnog odbora je direktor berze po polražaju;
3. **Direktor** – skupština berze bira predsednika i 4 člana nadzornog odbora iz reda akcionara berze;
4. **Nadzorni odbor**

**Broj članova berze nije ograničen.** Trenutno berza ima 79 članova. (72 brokerske firme i dilerske firme i 7 banaka).

**Učesnici** na berzi su:

1. **Brokeri berze**
2. **Brokeri članova berze**
3. **Nezavisni brokeri**
4. **Berzanski kontrolori**
5. **Posetioci berze**

**Predmet trgovine** je:

1. Žiralni novac, menice, kratkoročne HOV
2. Devize
3. HOV koje glase na stranu valutu
4. Akcije i dugoročne HOV
5. Zlato i drugi plemeniti metali
6. Finansijski derivati
7. Roba

**Specifičnost** Beogradske berze predstavlja:

- trgovina akcijama iz postupka privatizacije;
- trgovina akcijama iz portfelja Akcijskog fonda;

## 119. Frankfurtska berza

Osnovana je 1585. godine u Frankfurtu.

**Specifičnost** ove berze je da je osniva država koja i upravlja i vrši nadzor nad radom berze, dok članovi mogu biti samo kreditne institucije, banke i investicioni fondovi.

**Učesnici** na berzi su:

1. *Berzanski posrednici (makleri)*
2. *Berzanski trgovci (hendleri)*
3. *Ostali učesnici (bez ovlašćenja za trgovinu)*

**Predmet trgovine** su:

1. *dužničke HOV*
2. *vlasničke HOV*
3. *izvedene HOV*

Berza se **sastoji od sledećih tržišta**:

1. **Zvanično tržište** – najveći broj transakcija pri čemu emitenti hartija kojima se trguje moraju ispuniti veoma stroge zahteve i dobiti odobrenje od komisije;
2. **Regulisano tržište** – manje strogi zahtevi nego na zvaničnom tržištu;
3. **Elektronsko tržište** – trguje se preko elektronskog sistema za trgovinu;
4. **Slobodno tržište**
5. **Novo tržište** – ovde se trguje hartijama kojim se ne trguje na zvaničnom tržištu. Cilj je da omogući malim i srednjim preduzećima da dođu do kapitala;

Ova berza računa veliki broj indeksa i to: *indeks 30 vodećih Nemačkih korporacija (DAX 30)*...

## 122. Londonska berza

Predstavlja jednu od **najstarijih u svetu**, počeci rada se vezuju za **17. vek**.

**Članovi** berze mogu biti:

1. Firme članice
2. Učesnici u elektronskoj trgovini
3. Članovi za saldiranje
4. Članovi u ime drugih firmi članica

Berza poseduje **210 članova**.

I ona se sastoji od sledećih **tržišta**:

1. Glavno tržište
2. Tržište za rastuće kompanije
3. Tržište tehnologije

Na londonskoj berzi se **trguje** :

- |                         |               |
|-------------------------|---------------|
| 1. Državnim obveznicama | 5. Svopovima  |
| 2. Zapisima             | 6. Opcijama   |
| 3. Akcijama             | 7. Fjučersima |
| 4. Varantima            |               |

Trguje se na osnovu sistema za elektronsko trgovanje (SETS). Podatke o kretanju na berzi svakodnevno objavljuje Financial Times i to preko velikog broja indeksa. Najznačajniji indeksi su: **FTSE 30** (indeks za 30 akcija), **FTSE 100**, **FTSE250...**

### 123. Berza automatskog sistema kotiranja nacionalnog udruženja dilera hartija

Berza akcija automatskog kotiranja nacionalnog udruženja dilera hartija (**NASDAQ**) **osnovana je 1971. godine** kada se na njoj našlo oko 2500 hartija.

Berza je osnovana u cilju objedinjavanja kotacija svih market mejkera na vanberzanskom tržištu. Pre nego sto je formirana ova berza, broker koji je želeo da kupi ili proda akcije na vanberzanskom tržištu je morao da kontaktira više market mejkera kako bi dobio informaciju o tekućoj ceni ponude i tražnje. Za svaku akciju na listingu NASDAQ-a postoje najmanje 2 market mejkera, a za neke i više. U proseku svaku akciju vodi oko 10,8 market mejkera, a oko 200 akcija ima vise od 25 market mejkera.

**Karakterisike** NASDAQ-a su:

1. Platforma za trgovanje
2. Transparentnost
3. Dubina tržišta
4. Likvidnost
5. Nov trgovinski sistem

**Učesnici** na tržištu su:

1. Market mejkeri
2. Firme koje unose naloge
3. Alternativni trgovinski sistemi koji obuhvataju elektronske komunikacione mreže

Obračunava se **veliki broj indeksa**:

1. Kompozitni indeks
2. Indeks akcija 100 najvećih nefinansijskih kompanija
3. Indeks biotehnologije
4. Indeks akcija 100 najvećih američkih i međunarodnih finansijskih organizacija

### 124. Njujorška berza

Osnovana je 1817. godine u Wall Street-u. To je najpoznatija berza na svetu. Danas se na njoj trguje akcijama preko 2800 firmi, čija je ukupna vrednost akcija na listingu iznosila oko 350 milijardi dolara u 2002 godini.

Njujorška berza ima 1366 članova, pri čemu se mesta mogu kupovati i iznajmljivati. Najvisi organ berze je odbor direktora koji ima 27 članova.

Trgovina na berzi se odvija u **3 sale**:

1. **Glavnoj** - trgovina najvećim brojem akcija na listingu;
2. **Garaži** – nalazi se uz glavnu salu sa leve strane;
3. **Plavoj sali** – nalazi se uz glavnu salu sa desne strane;

**Učesnici** u trgovini na ovoj berzi su:

1. **Specijalisti** – učesnici specijalizovani za kupoprodaju jedne ili više hartija u Sali za trgovinu;
2. **Brokeri na parketu** – mogu biti: **komisioni** (rade za račun brokerskih kuća koje su članice berze izvršavajući naloge njihovih klijenata) i **nezavisni brokeri** (izvršavaju naloge bilo koje organizacije za bilo koju hartiju od vrednosti koja se kotira na berzi i za to dobijaju proviziju, koja zavisi od veličine naloga, složenosti izvršenja i cene hartije);
3. **Članovi brokerskih firmi** – predstavljaju svoje firme članice berze i izvršavaju njihove naloge u sali za trgovinu;
4. **Registrovani konkurentski kreatori tržišta** – kupuju i/ili prodaju bilo koje hartije koje se nalaze na listingu berze;
5. **Konkurentski trgovci** – su učesnici koji mogu trgovati, za svoj račun ili za račun drugog člana, s tim što 75% svog vremena, moraju učestovati u stabilizaciji tržišta;

**Način izvršenja naloga:**

Harije se prodaju onome ko nudi **najvišu cenu**, a kupuju od onoga ko nudi najnižu cenu. Kada postoji više naloga po istoj ceni, rangiranje se vrši prema **vremenu plasmana** naloga. Ukoliko je više naloga plasirano po istoj ceni i istovremeno, prednost ima nalog koji je veći po **količini**. Ukoliko i sada postoji identičnost prednost ima nalog koji se određuje **bacanjem novčića**.

Postoje **3 sistema naloga**:

1. **CMS** – sistem koji povezuje članove sa sistemom berze i omogućava unos naloga, prenos naloga na izvršenje, izvršenje naloga, poništenje naloga i dostavljanje izveštaja;
2. **SuperDot sistem** – primarni sistem za izvršenje naloga berze u trgovanju akcijama na berzanskom parketu;
3. **PSS** – nalozi se mogu izvršavati i preko sistema naknadne podrške koji omogućava izvršenja naloga na sličan način kao na berzanskom parketu povezujući različite sisteme;

## 128. Pojam i značaj berzanskih indeksa

Berzanski indeksi ukazuju na kretanje berzanskih cena, odnosno mere promene berzanskih kurseva. Veliki broj organizacija u svetu utvrđuje i objavljuje ove indekse svakodnevno.

Berzanski indeksi su **značajni** zato što se koriste:

- kao **reperi** pri proceni performansi pojedinačnih portfolia;
- za **kreiranje i kontrolu fondova** na indekse;
- za **utvrđivanje (indetifikovanje) faktora** koji utiču na agregiranje promene cene HOV i drugih roba;
- za **predviđanje kretanja cene** u budućnosti;
- kao **predstavnici tržišnog portfolia** rizičnih roba pri izračunavanju sistemskog rizika;

Berzanski indeksi mogu biti tako konstruisani da odražavaju kretanja na celom tržištu ili na pojedinim delovima tržišta.

Postoji veliki broj **faktora** koji utiču prilikom izračunavanja indeksa koji treba da reprezentuje ukupno tržište, ali su najznačajniji:

1. **Veličina uzorka** – ako se u uzorak svrsta mali procenat tržišta, do valjanih indikacija o ponašanju ukupnog tržišta će se doći ako je uzorak adekvatno odabaran; Uzorak se može kreirati potpuno slučajnim izborom ili tehnikom namernog izbora i uključivanja u uzorak kako bi se obuhvatile karakteristike tržišta;
2. **Poreklo uzorka** – ono je značajno ako ne postoji razlika između segmenta tržišta i kada je potrebno izvršiti segmentaciju;
3. **Reprezentativnost** – za sve delove populacije, uzorak ne treba da sadrži samo hartije velikih firmi ili firmi iz iste delatnosti;
4. **Ponderisanost** – prilikom kreiranja uzorka veoma je bitno svakom elementu uzorka dati ponder, pri čemu se koriste **tri vrste pondera**:
  - 1) **Cenovni ponder** (ponder zasnovan na cenama)
  - 2) **Vrednosni ponder** (ponder zasnovan na vrednostima)
  - 3) **Ponder iste vrednosti** (svim članovima se daje isti ponder, odnosno nema pondera);
5. **Jedinica mere** – indeks mora da bude iskazan u određenim jedinicama – koje su razumljive i koje daju odgovor na relevantna pitanja;

#### 129. Berzanski indeksi prema načinu ponderisanja

Prema **načinu ponderisanja** razlikuju se :

1. **Cenovno ponderisani indeksi** – to su aritmetičke sredine tekućih cena, što znači da na kretanje indeksa utiču različite cene hartija; Tipični indeksi koji se ovako utvrđuju su: DOW JONSONOVI indeksi i NIKKIE indeks;
2. **Vrednosno ponderisani indeksi** – konstruišu se utvrđivanjem početne (inicijalne) tržišne vrednosti svih hartija na berzi (tržišna vr = br.emitovanih hartija\*tekuća tržišna cena); Uzima se početna vr. indeksa na primer 100, 50, 10... pa se potom nova tržišna vr. izračunava za sve hartije uključene u indeks i tekuća trzisna vr. se poredi sa početnom (baznom) vrednošću kako bi se utvrdio procenat promene koji je primenjen na početnu vrednost indeksa; Standard & Poor's-ovi indeksi, indeksi američke berze, NASDAQ indeks, indeksi FINANCIAL TIMES-a, itd.
3. **Neponderisani indeksi** – ovde sve hartije imaju isti ponder nezavisno od njihove cene ili tržišne vrednosti; Mogu ih koristiti pojedinci koji slučajno biraju hartije za svoj portfolio; indeksi VALUE LINE-a.

Prema tome **da li prate kretanje cena akcija ili obveznica** postoje:

1. **Indeks akcija**
2. **Indeks obveznica**

A prema **obuhvatu**:

#### 1. Kompozitni indeksi

#### 2. Globalni indeksi - oni mogu biti:

- 1) **Aktuarski svetski indeksi Financial Times-a** – meri perfomansu oko 2500 akcija iz 30 zemalja, ima bazni datum 31.12.1986. a bazna vrednost mu je 100;
- 2) **Indeksi Morgan Stanley-a** – sastoji se od 3 međunarodna, 19 nacionalnih i 38 međunarodnih industrijskih indeksa i obuhvata 1375 kompanija;
- 3) **Dow Jonesov svetski indeks akcija** – sastoji se od više od 2200 svetskih kompanija i organizovan je tako da su sve kompanije svrstane u 120 industrijskih grana;

### 130. Dow – Jones-ovi indeksi

Dow-Jonesov sistem indeksa je najstariji sistem indeksa na svetu i jedan od najpopularnijih u SAD. Dow Jonesov sistem indeksa se zasniva na **Dow teoriji** – koja predstavlja jednu od najstarijih i najpoznatijih tehničkih analiza čiji je tvorac Charles Dow i koja je nastala **1900.god.**

**Dow teorija** se koristi za opisivanje dugoročnih trendova cena akcija, i prema ovoj teoriji na tržištu postoje **tri kretanja, koja se istovremeno dešavaju:**

1. **Dnevne fluktacije** – blago pomeranje iz dana u dan - nisu bitni;
2. **Sekundarna kretanja** – promene koje se odvijaju tokom perioda od dve nedelje do jednog meseca ili nesto duže – traju svega nekoliko meseci;
3. **Primarni trendovi** – ovo kretanje je ključno i pokriva period od 4 godine – nazivaju se još i **tržištima besista i hosista.**

**1967. god** ustanovljeno je **4 Dow Jones-ova indeksa za akcije i 1 za obveznice:**

1. Indeks na bazi 30 akcija najprezantivnijih korporacija u SAD
2. Indeks na bazi 20 akcija firmi iz oblasti transporta
3. Indeks na bazi kurseva 15 akcija uslužnih delatnosti
4. Kompozitni indeks na bazi kurseva 65 akcija (kombinacija prethodna tri)

### 131. Dow-Jonesov indeks na bazi 30 akcija najprezentativnijih industrijskih kompanija u SAD

Dow Jonesov indeks na bazi 30 akcija najprezantivnijih industrijskih korporacija u SAD se naziva i **Dow Jonesovim indeksom industrijskog proseka**. Indeks na bazi 30 akcija najprezantivnijih korporacija u SAD je **izuzetak** jer ne koristi **objektivne komponente zasnovane na pravilima**. Kompanije koje se žele uključiti u ovaj indeks su podložne rigoroznoj kontroli.

Poslednje promene u ovom indeksu desile su se 2003 i u njega sada ulaze (General Electric, Boein Company, Coca-Cola Company, Microsoft Company, P&G Company...).

Ovaj indeks predstavlja prosek cena 30 akcija navedenih kompanija (velikih, renomiranih i visokokvalitetnih) koje se kotiraju na njujorškoj berzi. One čine manje od 2% svih akcija kojima se trguje na njujorškoj berzi (oko 1600 akcija). Sve akcije koje ulaze u njega imaju isti ponder bez obzira na veličinu, tj. tržišnu kapitalizaciju:

$$DJIA = [ (i=1 \text{ do } 30) \Sigma p_{i,t} ] / d$$

$p_{i,t}$  – cene akcije u vremenu t

$d$  – broj akcija (30)

Usled cepanja akcija dolazi i do promene divizora pa se on onda izračunava na sledeći način:

$$d_{t+1} = d_t * \Sigma p_t^a / \Sigma p_t$$

$d_{t+1}$  – divizor u vremenu t+1

$d_t$  – divizor u vremenu t

$p_t^a$  – cena akcija na zatvaranju u vremenu t pri cepanju

$p_t$  – cena akcija na zatvaranju u vremenu t

### 132. Dow Jonesov indeks korporativnih obveznica

Dow Jonesov indeks korporativnih obveznica (**DJCI**) odražava tržišnu performansu na osnovu **ukupnog prinosa**, rejtinga obveznica čiji su emitenti SAD korporacije. Razvio ga je Ryan Labs firma koja je jedan od najpoznatijih analitičara tržišta obveznica i koja pruža usluge upravljanja portfoliom hartija sa fiksnom

kamatom. Ovaj indeks se zasniva na cenama 96 obveznica i kreiran je tako da minimizira probleme utvrđivanja cene i likvidnosti koji se javljaju kod indeksa korporativnih obveznica. Indeks obuhvata više od 90% ukupnog rizika portfolio obveznica.

Dow Jones-ov indeks korporativnih obveznica prati 4 roka dospeća od 2, 5, 10 i 30 godina i kompozitni indeks.

Osnovne **karakteristike** ovog indeksa su:

1. **Bazni datum i bazna vrednost** – 31.12.1996, nakoji je utvrđena bazna vrednost od 100;
2. **Formula za izračunavanje indeksa** – ukupan prinos se dnevno računa;
3. **Izvori podataka** – dnevne cene obveznica se dobijaju od vodećih firmi koje objavljuju podatke o hartijama sa fiksnim prinosom;
4. **Vikendi i praznici** – dnevni indeks obveznica treba da utvrdi prinos za vikende i praznike koji će biti uključeni u dnevni indeks;
5. **Metodologija** –  
 početna nominalna vrednost = (početna cena\*nominalna vrednost) / 100  
 početna vrednost = početna nominalna vrednost + početna narasla kamata  
 krajnja nominalna vrednost = (krajnja cena\*nominalna vred)/100  
 krajnja vrednost = krajnja nominalna vrednost + krajnja narasla kamata + novčani tok  
 Ukupan prinos = (krajnja vrednost / pocetna vrednost -1)\*100
6. **Sektori** – komponente Dow Jonesov indeksa korporativnih obveznica čine obveznice SAD korporacija sa rejtingom Baa ili boljim po Moody's Moody's Investors Sevice-u; Obveznice kvalifikovane za uključivanje u indeks se klasifikuju na investicione sektore;
7. **Uslovi za uključivanje obveznice u indeks** - obveznice moraju biti emitovane u americkim \$, nijedan emitent ne može biti uključen više puta u indeks, preostalo vreme do dospeća obveznice mora biti najmanje 6 meseci, indeks ne uključuje tzv. Jenki obveznice, uklucene su samo čiste obveznice...);
8. **Ponderisanje** – sve emisije obveznica su jednako ponderisane prema dospeću;
9. **Konstruisanje indeksa** – sve korporativne obveznice moraju zadovoljiti zahteve da bi bile uključene u indeks;
10. **Sastav indeksa** – kako je Ryan Labs – ovo testiranje pokazalo da su ključne emisije svakog roka dospeća bile najveće i najlikvidnije emisije, sastav indeksa se mesečno revidira i uzima u obzir promene na tržištu;

### 133. Indeksi Standard&Poor's

Stanadard&Poor's indeksi (S&P indexes) su ustanovljeni **1923.god** i objavljuje ih **Standard&Poor's Daily Stanadard Price Records**. Oni se računaju kao:

$$\frac{\Sigma(P_{it} * Q_{it})}{\Sigma(P_{i0} * Q_{i0})} * 100$$

gde je  $P_{it}$ -cena akcija u vremenu t,  $Q_{it}$ -broj emitovanih akcija u vremenu t,  $P_{i0}$ -cena akcija u baznom periodu,  $Q_{i0}$ -broj emitovanih akcija u baznom periodu.

Najznačajniji Stanadard&Poor's-ovi indeksi su:

1. **Standard&Poor's-ov indeks za 500 akcija** – 134. pitanje – najbitniji indeks ove vrste;
2. **Standard&Poor's-ov indeks 400** – to je indeks cena akcija 400 SAD kompanija srednje veličine ili sa srednjom tržišnom kapitalizacijom;
3. **Standard&Poor's-ov indeks za pojedine delatnosti** – indeksi koji prate kretanje cena akcija kompanija iz različitih delatnosti, kao što su: aeronautika, vazdušni saobraćaj, automobilska industrija, itd;

4. **Standard&Poor's-ov indeks 100** – to je indeks koji se na tikeru označava kao OEX i meri performansu 100 najvećih SAD kompanija iz različitih delatnosti na berzi. Kao ponder se koristi tržišna kapitalizacija;

### 135. Indeksi automatske kotacije Nacionalnog udruženja dilera i brokera u SAD

Nacionalno udruženje dilera i brokera u SAD predstavlja samoregulatornu organizaciju koja je utvrdila određena pravila za uspostavljanje fer odnosa između klijenta i brokera, za uspostavljanje fer odnosa između samih brokera i za poslovno ponašanje članica. Opšte je pravilo da ako neki broker prekrši pravila poslovanja propisana od strane udruženja, biva kažnjen od strane svoje brokerske firme i to najčešće, otkazom.

Za trgovanje članovi udruženja koriste elektronski komunikacioni sistem – **NASDAQ**.

Sistem pruža tri nivoa usluga:

1. **Usluge prvog nivoa** – član udruženja dobija terminal na kome može da vidi najviše cene tražnje i najniže cene ponude u sistemu, ali ne i imena market mejkera koji nudi cenu;
2. **Usluge drugog nivoa** – korisnik terminala može da vidi tekuće kotacije i imena market mejkera koji su ih dali, na osnovu čega može da stupi u vezu sa market mejkerom koji nudi najpovoljniju cenu u cilju izvršenja transakcije;
3. **Usluge trećeg nivoa** – koriste ih market mejkeri. Oni imaju uvid u sve tekuće kotacije i imena firmi koje su ih plasirale, ali mogu i da ubacuju i poništavaju, odnosno koriguju svoje kotacije za hartije kojima se trguje;

Svi indeksi NASDAQ-a izuzev (1) su ponderisani tržišnom vrednošću.

Vrednost indeksa se utvrđuje na osnovu sledeće formule:

**Nivo indeksa** = (Tekuća tržišna vrednost / Tržišna vrednost prilagođena baznom periodu) \* Bazni period

**Tržišna vrednost prilagođena baznom periodu** = (Tekuća tržišna vrednost nakon prilagođavanja / Tekuća tržišna vrednost nakon prilagođavanja) \* Prethodna tržišna vrednost baznog perioda

**Vrednost indeksa** = Trenutna tržišna vrednost / (bazna tržišna vrednost \* bazna vrednost indeksa)

### 136. Indeksi Financial Times-a

Kretanje cena akcija na londonskoj berzi prati specijalizovani list **Finanacial Times**. Ovi indeksi su ujedno i jedni od najpoznatijih indeksa u svetu. Postoji veliki broj Financial Times indeksa od kojih su najpoznatiji:

1. **Financial Times indeks za 30 akcija** – od 1935 i prati akcije 30 najsnažnijih kompanija iz Velike Britanije; bazni koeficijent je 100;
2. **Financial Times indeks za 100 akcija** – od 1983. sa baznim koeficijentom 1000, on prati kretanje cena akcija 100 najvećih kompanija u Velikoj Britaniji; mada se radi o britanskom indeksu 6/10 prvih kompanija ima više od 50% poslovanja na međunarodnom tržištu;
3. **Financial Times indeks svih akcija** – prati kretanje cena svih akcija koje se kotiraju na londonskoj berzi;
4. **Financial Times aktuarski indeks** – koriste investitori za lakše praćenje portfolia HOV, on prati promene cena akcija 700 kompanija (oko 80% svih kotiranih na listingu), a učešće kompanija je srazmerno njihovoj veličini;

Postoje i **Financial Times Eurofirst indksi** koji su namenjeni investitorima koji zele da investiraju u Evropi.

### 137. Nikkei indksi

Najznačajniji i najčešće korišćeni Nikkei indeks u Japanu je **Nikkei 225** ili **Nikkei prosečni indeks**. Indeks čini 225 akcija kojima se aktivno trguje u okviru prvog odeljka tokijske berze i koje se zbog svoje likvidnosti smatraju reprezentativnim. Akcije se isključuju iz indeksa usled slabe likvidnosti, u slučaju likvidacije, merdžera, akvizicije sa drugom kompanijom i delistinga ili pomeranja iz prvog u drugi odeljak tokijske berze.



**Nikkei 225 = Zbir cena 225 akcija / Divizor**

pri čemu se divizor prilagođava kako bi odrazio kontinuitet i smanjio uticaj eksternih faktora koji indirektno utiču na tržište.

**138. Indeksi tokijske berze**

Indeksi tokijske berze (TOPIX) – nastali su 1. jula 1969. godine, kada je tokijska berza zamenila system indeksa zasnovan na Dow Jonesovoj formuli, jer nije odražavao promene u industrijskoj strukturi i postao je neadekvatan za tržište.

**TOPIX** – to je kompozitni indeks svih običnih akcija na listingu prvog odeljka tokijske berze. On je, u osnovi, mera promena ukupne tržišne vrednosti običnih akcija tokijske berze. Ukupna tržišna vrednost se izračunava množenjem broja akcija na listingu sa njihovom cenom.

**139. Indeksi pariske berze**

**CAC 40** – izračunava se na osnovu uzorka koga čini 40 akcija francuskih firmi koje se nalaze na listingu berze;

**SBF 120** – obuhvata 120 akcija francuskih firmi i obuhvata i akcije uključene u indeks CAC 40;

**SBF 250** – opšti indeks koji odražava trendove na ukupnom francuskom tržištu hartija, kao i u pojedinim delatnostima; U njega automatski ulaze akcije koje ulaze u sastav indeksa SBF 120;

**MIDCAC** – obuhvata 100 akcija francuskih firmi koje se nalaze na listingu Prvog ili Drugog tržišta berze, a koje imaju srednju tržišnu kapitalizaciju, tj. 20% kompanija sa najvišom i 20% sa najnižom kapitalizacijom se eliminiše.

**Indeks Drugog tržišta** – indeks koji prati promene samo na Drugom tržištu berze;

**Indeks Novog tržišta** – indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom akcija kojima se trguje na tzv. Novom tržištu, koje je deo EURONEXT pariske berze;

**144. Šta pokazuju indeksi?****145. Nastanak i razvoj tržišta izvedenih HOV**

Na tržištu izvedenih hartija se načelno trguje svim izvedenim hartijama. Ipak najveći značaj ima trgovina **fjučersima** i **opcijama**. Trgovina ovim hartijama je najrasprostranjenija i standardizovana, i njima se trguje na posebnim terminskim tržištima, a ostalim izvedenim hartijama u okviru postojećih tržišta.

Trzista fjučersa su nastala razvojem terminskih tržišta, čiji počeci datiraju iz **srednjevekovne trgovine** u kojoj su trgovci često ugovarali odloženu isporuku robe po unapred utvrđenim cenama.

Savremena tržišta nastaju sa nastankom **čikasko opcione berze 1848.god** koja je nastala usled potrebe rešavanja problema u trgovini žitaricama. Vremenom dolazi do osnivanja tržišta fjučersa, pa tako počinje i razvijanje jedne od najpoznatijih bezri fjučersa **londoska berza fjučersa**.

**1971.god** – uveden fluktuirajući valutni kurs – dolazi automatski i do osnivanja fjučersa na strane valute;

**1975.god** – prvi **fjučers na kamatnu stopu**;

**1976.god** – Medjunarodni monetarni fond je uveo prvi **fjučers na državnu hartiju i blagajnički zapis SAD sa rokom od 90 dana**;

**1977.god** – čikaska opciona berza lansira **fjučerse na državne obveznice** (koji je postao najuspešniji ugovor svih vremena);

**1980-tih** – javljaju se **fjučersi na indeks akcija**, koji se pojavio u Kansas Sijetu a lansirala ga je **1982.**

**god** opciona berza u ovom gradu, iste godine se javlja i **fjučers na S&P 500 indeks**;

Slično fjučersima i nastanak opcija se vezuje za 19. vek kada su ponuđene **kupovne i prodajne cene na akcije**.

**Početakom 20. veka** u SAD Udruženje brokera i dilera prodajnim i kupovnim opcijama je stvorilo tržište opcija. Iako je ovo vanberzansko opciono tržište bilo konkurentsko, ono je imalo veliki broj nedostataka. Zbog toga **1973.god** čikaska berza, kao najveća berza fjučersa u svetu, formira **čikasku opcionu berzu**. Od tog vremena na nekoliko berzi akcija i na gotovo svim robnim berzama otpočela je trgovina opcijama.

**1978. god** – osniva se evropska berza opcija u Amsterdamu.

**1982. god** – osnovana je berza u Filadelfiji.

**1985. god** – osnivaju se opcione berze u Briselu, Montrealu i Vancouveru.

**1989. god** – osnovana je berza u Frankfurtu.

#### 146. Karakteristike tržišta izvedenih HOV

Između **promptnog** i **terminskog** tržišta fjučersa i opcija postoje izvesne sličnosti. Fjučersi i opcije se odnose na akcije i obveznice koje su predmet trgovine na promptnom tržištu.

Cene fjučersa i opcija su vezane za cene osnovnih hartija na koje se odnose preko nekoliko mehanizama i to :

1. **Arbitraže i zakona jedne cene**
2. **Mehanizma skladištenja**
3. **Mehanizma isporuke i saldiranja**

**Uloga tržišta fjučersa i opcija** se ogleda u u **upravljanju rizikom, otkrivanju cene, poslovnim prednostima, većoj tržišnoj efikasnosti i špekulaciji**. Zbog povezanosti cena opcija i fjučersa sa cenama osnovnog dobra na promptnom trzistu, opcije i fjučersi se mogu koristiti za sniženje ili povećanje rizika investiranja u promptne hartije.

**Tržišta fjučersa** su značajno sredstvo pribavljanja informacija o očekivanjima investitora u pogledu budućih cena (spot). **Tržišta opcija** ne pružaju direktna predviđanja o budućim spot cenama, ali pružaju informacije o promenjivosti i riziku osnovne hartije.

**Prednosti tržišta fjučersa i opcija:**

1. niži transakcioni troškovi zbog nižih provizija
2. veća likvidnost zbog sposobnosti apsorbovanja velikih transakcija bez značajne promene cene
3. lakša prodaja na prazno

#### 147. Karakteristike tržišta fjučersa

**Fjučers** – standardizovani ugovor između kupca (herdžera) i prodavca (trejdersa) o kupovini odnosno prodaji određene količine tačno utvrđenih dužničkih (kreditnih) HOV (obično obveznica) jednog budućeg datuma po utvrđenom kursu. Motiv zaključivanja ovog ugovora za herdžerse je osiguranje od rizika cena dok je za trejderse motiv ostvarenje što većeg profita iz špekulativnih poslova.

Osnovne **karakteristike** tržišta fjučersa su:

1. **Standardizovanost predmeta trgovine** – standardizovani ugovori u pogledu veličine, jedinice kotacije, minimalne fluktacije cene, kvaliteta hartije za isporuku, uslova i datuma isporuke. Standardizovanost je uslovala da se trgovina njima pretežno odvija na berzi, a manje na vanberzanskom tržištu. Berza identifikuje **nove i korisne fjučerse**. Jedna od prednosti globalne automatizovane trgovine fjučersima je što omogućava povezanost između berzi;
2. **Pretežno berzanska trgovina** – Trgovina fjučersima na inostrane hartije, takođe, omogućava gotovo 24-časovnu trgovinu određenim ugovorima. U poslednjih 10 godina veliki igrač na tržištima fjučersa postaje **Japan**, koji je otpočeo sa radom **1985. god** sa uvođenjem ugovora na obveznice u japanskim jenima. **1987. god** japanci su otpočeli trgovinu fjučersima na indekse akcija i to na indekse japanskih akcija;
3. **Regulisanost** – Stepem regulisanosti zavisi od zemlje, i ono je najviše regulisano u SAD i to na tri nivoa:

- 1) *Preko klirniških kuća i berzi*
- 2) *Preko nacionalne asocijacije fjučersa (NFA)*
- 3) *Preko komisije za trgovinu robnim fjučersima*

Regulacija ima za cilj da obezbedi pravičnu trgovinu postojećim i novim fjučersima.

4. **Trgovci fjučersima** – 148. pitanje;
5. **Margine (marže)** – lice koje ulazi u fjučers ugovor mora uplatiti iznos koji se naziva marginom ili maržom na račun kod brokera (inicijalna marža). Broker koristi maržu za osiguranje pozicije pojedinaca u slučaju gubitka. Broker mora deponovati marže kod klirniške kuće. Pored **inicijalne marže** postoji i **marža za održavanje** koja predstavlja minimalni iznos koji treba da stoji na računu marže i služi za obezbeđenje pozicije klijenta u slučaju promene cena na njegovu štetu.;

## 148. Trgovci fjučersima

Trgovci fjučersima se mogu klasifikovati na više načina. Prema opštoj klasifikaciji:

1. **na parketu**
2. **van parketa**

**Trgovci fjučersima na parketu** su:

1. **Brokери** – mogu istupati nezavisno izvršavajući trgovinu za druge pojedince ili institucije, ali mogu istupati i kao predstavnici velike brokerske kuće; ostvaruju zaradu **provizijom**;
2. **Lokalni trgovci** – su pojedinci koji trguju u svoje ime i za svoj račun. Oni nastoje da ostvare profit kroz razliku u ceni; njihova trgovina obezbeđuje likvidnost;

Prema **strategiji** koju realizuju **trgovci fjučersima na parketu** se dele na:

1. **Herdžerse** – drže poziciju na promptnom trzistu, pri čemu mogu posedovati hartiju ili planirati kupovinu ili prodaju hartija u budućnosti. Oni ulazu u fjučerse zauzimajući poziciju koja je suprotna poziciji na promptnom trzistu kako bi snizili rizik kome su izloženi;
2. **Špekulante** – nastoje da ostvare profit po osnovu pogađanja pravca kretanja cena na tržištu, oni koriste razliku u ceni fjučersa (spread) kako bi špekulisali na niskom nivou rizika;
3. **Arbitražeri** – nastoje da ostvare profit po osnovu razlike u cenama identičnih promptnih i fjučers pozicija;

**Trgovci fjučersima na parketu** se mogu klasifikovati i prema **stilu trgovanja**:

1. **Skalpere** – nastoje da ostvare profit po osnovu male promene u ugovorenoj ceni; oni retko drže svoje pozicije ne duže od nekoliko minuta;
2. **Dnevne trgovce** – oni drže svoje pozicije ne duže od jednog trgoviskog dana;
3. **Trgovce pozicijama** – oni drže otvorenim svoje transakcije mnogo duže od (1) i (2); nastoje da ostvare profit na taj način što čekaju da dodje do velikih promena cena na tržištu;

**Trgovci fjučersima van parketa su** – veliki broj pojedinaca koji trguju van berzanskog parketa (hiljade pojedinaca i institucija).

## 149. Karakteristike tržišta opcija

**Opcije** – izvedene HOV koje njihovim imaoocima (kupcima opcija) daju pravo da svakog radnog dana, do isteka poslednjeg dana važnosti, kupe ili prodaju određenu količinu robe, novca ili druge HOV (obično akcija), s tim što oni ovo pravo ne moraju da iskoriste. Prodavac opcije, međutim, ima obavezu da proda ili kupi predmet opcije kada vlasnik opcije isti podnese na realizaciju.

Osnovne karakteristike tržišta opcija su:

1. **Standardizovanost predmeta trgovine** – standardizovani ugovori u pogledu veličine, izvršne cene, datuma isporuke;
2. **Pretežno berzanska trgovina** – opcijama se trguje i berzanski i vanberzanski, pri čemu se veći deo trgovine odvija preko berzi. Danas se opcijama trguje na nekoliko berzi: čikaska, filadelfijska, njujorška, američka, pacifička. Berze opcija ograničavaju poziciju koja definiše maksimalan broj opcija koji investitor može posedovati u smislu držanja jedne strane na tržištu. Tako za opciju na S&P100 ograničenje pozicije je 25 000 ugovora;
3. **Regulisanost** – Trgovina opcijama je obično regulisano na nivou:
  - 1) **Države** – komisija obezbeđuje javnost svih informacija, utvrđuje pravila i proceduru trgovanja;
  - 2) **Berze** – utvrđuje pravila i procedure;
  - 3) **Klirinške kuće** – reguliše rad svojih članova kako bi obezbedila da sve aktivnosti na tržištu opcija budu izvršene na odgovarajući način, odnosno da se tržište ne izlaže dodatnom riziku;
4. **Trgovci opcijama** – 150. pitanje;

## 150. Trgovci opcijama

Trgovci opcijama se mogu klasifikovati na više načina, tako se u SAD trgovci opcijama razlikuju zavisno od toga **koji se sistem koristi**:

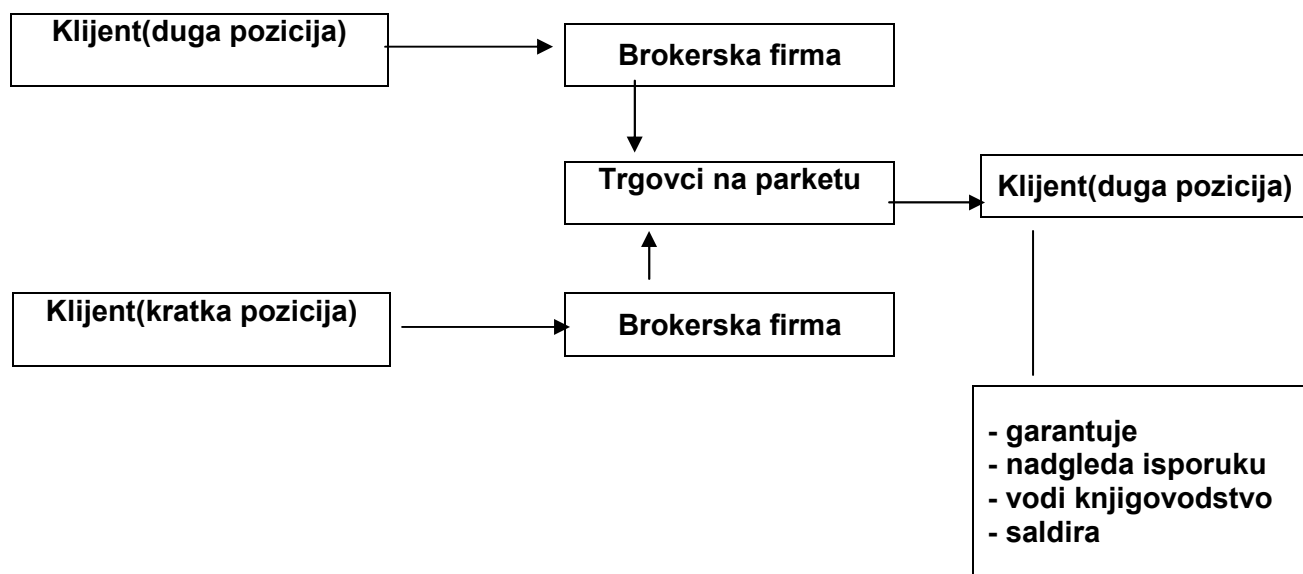
1. **Sistem konkurentskog tržišta** – Kod **čikasko** i **pacifičke berze** trgovci na parketu se dele na:
  - 1) **Market mejkere** – odgovoran za zadovoljenje tražnje za opcijama, npr. ako neko želi da kupi opciju a niko ne želi da proda opciju, market mejker vrši prodaju;
  - 2) **Brokere na parketu** – grupa trgovaca opcijama koji trguju za račun drugih brokerskih kuća ili onih koji nisu članovi berze i ostvaruju ili fiksnu zaradu ili proviziju za svaki izvršen nalog. Mogu biti:
    - 1) **Skalperi** – drže svoje pozicije ne duže od nekoliko minuta;
    - 2) **Trgovci pozicijom** – oni drže svoje pozicije ne duže od jednog trgoviskog dana;
    - 3) **Trgovci razlikom** – oni kupuju jednu opciju i prodaju drugu nadajući se da će ostvariti mali profit uz nizak rizik;
  - 3) **Službenike zadužene za knjigu naloga** – lice koje je zaposleno na berzi, pušta naloge kroz kompjuter koje dobije od (2);
2. **Sistem specijalista i registrovanih trgovaca** – Kod **američke** i **filadelfijske berze**. Ovde se trgovci dele na :
  - 1) **Specijaliste** – odgovoran za zadovoljenje tražnje i ponude za opcijama;
  - 2) **Registrovani trgovci opcijama** – lica koja kupuju i prodaju opcije za svoj račun i deluju kao brokeri za druge, pri čemu oni nemaju obavezu da kreiraju tržište opcija;
  - 3) **Berzanski prodavci**
  - 4) **Berzanski kuriri**
  - 5) **Službenici berze**

**Trgovci opcijama van parketa** su hiljade pojedinaca (koji trguju za svoj račun i obično su bogati ljudi) i institucija (brokerske firme i institucionalni investitori).

### 151. Mehanizam trgovine fjučersima

Pre nego što plasira nalog za trgovinu fjučersima, pojedinac mora otvoriti račun kod brokera. Mehanizam sadrži:

1. **Davanje naloga** – 152. pitanje;
2. **Uloga klirinške kuće** – 153. pitanje;
3. **Limit dnevnih cena i obustavljanje trgovine** – 154. pitanje;
4. **Dnevno saldiranje** – uz upotrebu marži, to je jedan od načina kako klirinške kuće osiguravaju opstanak. **Inicijalna marža** – iznos koji se mora deponovati na dan otvaranja transakcije, dok je **marža održavanja** iznos koji se nakon toga mora dnevno održavati. Utvrđuje se razlika između tekuće cene saldiranja i cene saldiranja prethodnog dana. Ako je ova razlika pozitivna – ovaj iznos se kreditira na računima marže onih koji poseduju duge pozicije, naplatom sa računa onih koji imaju kratke pozicije, ali ako je ova razlika negativna – ovaj iznos se kreditira na računima marže onih koji poseduju kratke pozicije, naplatom sa računa koji imaju duge pozicije;
5. **Isporuka i gotovisnko (cash) saldiranje** – 155. pitanje;



### 152. Davanje naloga za trgovinu fjučersima

Pojedinac može dati nekoliko vrsta naloga:

1. **Stop nalog**
2. **Nalog sa limitiranom cenom**
3. **Nalog do opoziva**
4. **Dnevni nalog**

Kada investitor da nalog, broker telefonom obaveštava mesto na kome se trguje na berzanskom parketu i prosleđuje nalog brokeru firme na parket. Kada se nalog izvrši, informacija o tome se vraća nazad, automatski do sedišta brokera, dok za to vreme broker telefonom kontaktira klijenta i traži od njega da potvrdi trgovinu.

Investitor može dati nekoliko vrsta naloga:

1. **Nalog pod najpovoljnijim uslovima** – to je nalog kojim se brokeru nalaže da uđe u poziciju po fjučersu što je brže moguće po prevladavajućoj tržišnoj ceni;
2. **Nalog sa limitiranom cenom** – ovaj nalog će biti izvršen samo po limitiranoj ceni ili ceni koja je bolja od nje za klijenta;
3. **Stop nalog** – to je nalog kojim klijent nalaže brokeru da obavi trgovinu po bilo kojoj ceni nakon što su cene na tržištu dostigle određeni nivo;
4. **Stop limit nalog** – on je sličan stop nalogu u smislu da nalaže brokeru da zauzme poziciju nakon što tržišna cena dostigne određeni nivo, za razliku od stop naloga, ovaj nalog ne omogućava izvršenje naloga po bilo kojoj ceni kada je jednom dostignut stop nivo, već određuje limitiranu cenu transakcije;
5. **Nalog za izvršenje ako je dostignuta određena cena** – nalog kojim se nalaže brokeru da obavi trgovinu po bilo kojoj ceni koju može dobiti kada je jednom tržišna cena dostigla određeni nivo;
6. **Alternativni nalog** – daje klijent koji želi da da dva naloga pri čemu želi da samo jedan od njih bude izvršen;
7. **Skala nalog** – je nalog koji daje trgovcu koji želi da uđe ili da neutrališe poziciju ukoliko dođe do rasta ili pada cena na tržištu. U nalogu on utvrđuje uspešne pozicije koje treba zauzeti ako tržišne cene porastu ili padnu na određeni nivo;
8. **Kontigentni nalog** – je nalog brokeru da zauzme određenu poziciju ako cena drugog ugovora dostigne određeni nivo;
9. **Spread nalog** – je nalog brokeru da zauzme spread poziciju koja se sastoji od suprotnih pozicija po sličnim ugovorima koji može biti:
  - 1) **Spread nalog po istoj ceni** – to je nalog koji se sastoji od suprotnih pozicija po istoj hartiji koja ima različite rokove dospeća;
  - 2) **Spread nalog po sličnim hartijama** – je nalog koji se sastoji od suprotnih pozicija po sličnim hartijama;

### 153. Uloga klirinške kuće u trgovini fjučersima

Svaka berza fjučersa ima svoju nezavisnu klirinšku kuću. Ona je posrednik i garant svake trgovine. Prva klirinška kuća je osnovana **1925. god** pri čikaskoj opcionalnoj berzi. To je nezavisna korporacija a njeni akcionari su njene klirinške firme članice. Svaka firma održava račun marže kod klirinške kuće i mora ispuniti minimalne standarde finansijske odgovornosti. Klirinška kuća je finansijska institucija koja obavlja poslove kliringa, saldiranja i depoa HOV. Usluge klirinške kuće mogu koristiti samo njeni članovi. Ona garantuje kupcu da će prodavac biti u stanju da ispuni svoju obavezu i obratno.

### 154. Limit dnevnih cena i dnevno saldiranje u trgovini fjučersima

Tokom trgovine dnevne cene neprekidno fluktriraju, ali veliki broj ugovora ima limite u smislu maksimalne promene dnevne cene. Ako ugovorena cena pređe, dostigne gornji limit, za tržište se kaže da je **limitirano naviše**. Ako ugovorena cena padne, dostigne donji limit, za tržište se kaže da je **limitirano naniže**. Svako ovakvo pomeranje naviše ili naniže se naziva **limitiranim pomeranjem**. Nijedna transakcija iznad ili ispod limitirane cene nije dozvoljena. Neki ugovori imaju samo limite na otvaranju, dok drugi ugovori imaju limite koji se mogu proširiti prema prethodno utvrđenim pravilima ako cene ostanu u okviru limita tokom **proširenih perioda**.

### 155. Isporuka i novčano saldiranje u trgovini fjučersima

Berze utvrđuju **uslove isporuke** i **proceduru isporuke**. Berza takodje utvrđuje **koliko će datum isteka biti daleko u budućnosti** (neki ugovori imaju važnost 2-3 godine). Berza utvrđuje **konačan trgovinski dan, prvi dan isporuke**.

Pojedini fjučers ugovori ne zahtevaju da osnovna hartija stvarno bude isporučena o isteku ugovora. Ovi ugovori se nazivaju **ugovorima sa novčanim saldiranjem**. Klirinška firma članica obaveštava klirinšku kuću o svojim klijentima sa dugom pozicijom. Dva dana pre nameravanja isporuke imalac kratke pozicije koji namerava da izvrši isporuku, obaveštava klirinšku kuću o ovoj svojoj nameri. Ovaj dan se naziva **danom obaveštenja o nameri**, sledeći dan je **dan pozicije**, a treći dan je **dan isporuke**. Činjenica da svi fjučersi mogu biti ili isporučeni ili dnevno saldirani je bitna za utvrđivanje njihovih cena. Ipak većina fjučersa ne biva isporučena (manje od 1% biva isporučeno). Većina trgovaca zatvara svoje pozicije pre dospeća kroz proces poznat kao **neutralisanje**. Tržište fjučersa nije dobar način za pribavljanje hartija jer je imalac duge pozicije ostavljen na milost imaocu kratke pozicije, koji može izvršiti isporuku na bilo koji od nekoliko dana za isporuku i može za isporuku odabrati neku od nekoliko hartija koje se ipak malo razlikuju. Javlja se veoma niski transakcioni troškovi na tržištu fjučersa koji su sastavljeni od:

1. **provizija koje kupci i prodavci plaćaju brokerima**
2. **razlika između cene ponude i tražnje**
3. **troškovi isporuke**

### 156. Mehanizam trgovine opcijama

Mehanizam trgovine opcijama se odnosi na:

1. **Davanje naloga na otvaranju** – 157.pitanje;
2. **Uloga klirinške kuće** – 158.pitanje;
3. **Davanje naloga na zatvaranju** – 157.pitanje;
4. **Izvršenje opcije** – prilikom izvršenja opcija postoji razlika između **američkih** (može biti izvršena bilo kog dana do isteka važnosti) i **evropskih opcija** (može biti izvršena samo na datum isteka važnosti);

### 157. Davanje naloga na otvaranju i na zatvaranju u trgovini opcijama

Pojedinac koji želi da trguje opcijama mora prvo otvoriti račun kod brokerske kuće. Nakon toga, on daje brokeru nalog za kupovinu ili prodaju određene opcije. Broker nalog šalje firminom brokeru na parketu berze na kojoj se trguje opcijom. Svi nalozi moraju biti izvršeni tokom normalnih sati za trgovinu. Trgovina se odvija u okviru trgovinskog pulta za kojim se trguje datom opcijom. Trgovinski pult je prostor u više nivoa na kome se nalaze market mejkeri i brokeri za trgovinu na parketu.

Investitor može dati nekoliko vrsta naloga:

1. **Nalog pod najpovoljnijim uslovima** – znači da je broker dužan da kupi (proda) po najpovoljnijoj ceni u datom trenutku;
2. **Nalog sa limitiranom cenom** – daje se najviša cena po kojoj se opcija može kupiti ili najniža po kojoj se može prodati, pri čemu ovaj nalog može biti ili **dnevni nalog** ili **nalog do opoziva**;
3. **Stop nalog** – precizira se niža cena od tekuće cene, tako da kada tržišna cena padne na nivo utvrđene cene, broker prodaje opciju po najboljoj ceni u trenutku;

4. **Nalog "sve ili ništa"** – omogućava brokeru da izvrši jedan deo naloga po jednoj ceni a drugi deo naloga po drugoj ceni;
5. **Nalog "sve ili ništa po istoj ceni"** – zahteva od brokera da izvrši ceo nalog po istoj ceni ili da ga uopšte ne izvrši;

**Davanje naloga za zatvaranje** – pretpostavimo da investitor drži kupovnu opciju. Cena akcije je nedavno porasla, a cena kupovne opcije je sada mnogo viša od prvobitne cene koja je plaćena za opciju. Likvidnost tržišta opcija omogućava investitoru da ostvari profit prodajom opcije na tržištu. Imalac opcije, koji ne želi da čeka do isteka važnosti daje nalog za prodaju opcije koji se naziva **nalogom za zatvaranje, neutralisanje** ili **nalogom za obračun**. Nalog se izvršava na isti način kao i nalog na otvaranju.

### 158. Uloga klirinške kuće u trgovini opcijama

**Uloga klirinške kuće** - nakon izvršenja, u procesu se uključuje klirinška kuća koja garantuje performansu prodavcu. Kupac kupovne opcije ne ocenjuje kreditnu sposobnost prodavca. Štaviše, u slučaju pojedinaca i firmi van parketa, kupci ni ne znaju identitet prodavca. Klirinška kuća je posrednik u svakoj transakciji. **Kupac**, pri izvršenju opcije, posmatra klirinšku kuću a ne prodavca. **Prodavac** pri izvršenju opcije, plaća ili isporučuje akcije klirinškoj kući. Ukupan broj emitovanih ugovora o opciji u datom trenutku se naziva **otvorenom pozicijom**. **Broj otvorenih pozicija** ukazuje na broj svih pozicija po opcijama koje nisu zatvorene ni izvršenjem ni pokrićem pozicije, drugim rečima, to je broj transakcija za zatvaranje koje mogu biti izvršene pre isteka važnosti opcije.