

Zoran Malešević\*

## OTVORENOST FINANSIJSKOG TRŽIŠTA REPUBLIKE SRBIJE ZA INTEGRACIJU SA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA ZEMALJA EU

**Sažetak:** *Finansijsko tržište Republike Srbije spada u red segmentiranih ali nedovoljno razvijenih finansijskih tržišta. Ova činjenica je rezultat velikog uticaja banaka, kao i činjenice da su banke u Republici Srbiji organizovane kao banke univerzalnog tipa. Ovim se smanjuje mogućnost prodora i zauzimanja finansijskog tržišta od strane drugih finansijskih institucija, koje imaju značajnu ulogu u razvoju i funkcionisanju finansijskog tržišta jedne domicilne privrede. Finansijsko tržište Republike Srbije je otvoreno tržište, sa postojećom kadrovskom i tehničkom opremljenošću, kao i sa povoljnom zakonodavnom zaštitom, ali je taj razvoj usporen, kako zbog nedostatka velikih investitora i učesnika na tržištu, tako i trenutnom globalnom finansijskom krizom.*

**Ključne reči:** *finansijsko tržište, banke, ostale finansijske institucije, domicilna privreda, svetska finansijska kriza*

## THE OPENNESS OF SERBIAN FINANCIAL MARKET FOR THE INTEGRATION WITH FINANCIAL MARKETS OF EU COUNTRIES

**Abstract:** *Financial market of Serbia is regarded as segmented but underdeveloped financial market. This fact is a result of the great influence of banks, as well as the fact that banks in the Republic of Serbia are organized as banks of universal type. This fact is reducing the possibility of infiltration and takeover of the financial market by other institutions which have an important role in the development and functioning of the domicile economy. The financial market of the Republic of Serbia has an open market, with existing personnel and technical equipment, as well as a favorable legislative protection, but this development was slowed due to the lack of significant investors and market participants, as well as the current global financial crisis.*

**Key words:** *Financial market, banks, other financial institutions, domicile economy, global financial crisis*

---

\* Mr Zoran Malešević, doktorant Ekonomskog fakulteta u Nišu, Univerziteta u Nišu, e-mail: zoranm76@cunet.rs

## UVOD

Jedna od osnovnih funkcija finansijskog tržišta jeste povezivanje subjekata privrednog i društvenog života koji poseduju višak finansijskih sredstava, sa onim subjektima kojima ta sredstva nedostaju. Iz ove funkcije proizilazi da skoro svi učesnici privrednog i društvenog života mogu biti i učesnici na finansijskom tržištu.

Širi koncept shvatanja finansijskog tržišta obuhvata sve subjekte društvenog života koji na različite načine i u različitim odnosima učestvuju na finansijskom tržištu. Ovi subjekti se mogu grupisati na: javni sektor, sektor privrede, sektor stanovništva i sektor subjekata iz inostranstva. Svaki subjekt, iz nekog od ova četiri sektora, može se naći kako na strani ponude, tako i na strani potražnje na finansijskom tržištu, u zavisnosti od toga da li poseduje višak ili manjak finansijskih sredstava. Uloga javnog sektora, odnosno države, državnih institucija i javnih preduzeća na tržištu je veoma velika jer je povezana sa svim ostalim. Ukoliko se javni sektor nađe na strani tražnje za finansijskim sredstvima, to će najčešće učiniti putem emisije hartija od vrednosti organa centralne vlasti, lokalne vlasti ili državnih preduzeća. Privredni sektor obuhvata veliki broj privrednih organizacija, vrlo različitih vlasničkih oblika, veličine i poslovne orijentacije koje pripadaju različitim granama delatnosti. Ovaj sektor se na finansijskom tržištu javlja i na strani ponude i na strani tražnje za finansijskim sredstvima. Ukoliko se nađu na strani ponude privredni subjekti, u želji za profitom, investiraju viškove finansijskih sredstava dok, kada su na strani tražnje, emituju svoje hartije od vrednosti i tako dolaze do potrebnih sredstava za finansiranje svog poslovanja. Sektor stanovništva je brojčano najveći, jer on okuplja veliki broj pojedinaca, koji imaju mogućnost štednje na bazi pozitivne razlike između ostvarenih prihoda i tekuće potrošnje. Stanovništvo svoj višak finansijskih sredstava može plasirati na finansijsko tržište putem banaka, odnosno tradicionalnom štednjom, ili ga može direktno ulagati u hartije od vrednosti, odnosno odlučiti se za ulaganje sredstava u investicione fondove.

Pored ovako širokog pogleda na učesnike na finansijskom tržištu, postoji i uže shvatanje. Prema tom shvatanju sve učesnike bismo mogli da podelimo u dve grupe, na nefinansijske i finansijske učesnike. Razlika između ove dve grupe leži u osnovnoj delatnosti samog učesnika, pa tako osnovna delatnost nefinansijskih učesnika nije povezana sa finansijskim tržištem, već se samo na njemu pojavljuju ukoliko imaju višak finansijskih sredstava ili im ona trebaju za finansiranje poslovanja. Finansijski učesnici imaju ključnu ulogu u povezivanju ponude i tražnje na finansijskom tržištu, bilo da to rade direktno (brokeri, dileri i investicione banke), bilo indirektno (banke, investicioni fondovi i druge finansijske institucije).

## RAZVIJENOST FINANSIJSKIH INSTITUCIJA U REPUBLICI SRBIJI

### 1.1. UČESNICI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Svi učesnici koji se pojavljuju na finansijskom tržištu, mogu se posmatrati ili kao investitori ili kao emitenti. Na strani ponude se nalaze investitori, bilo da su institucionalni ili

individualni, dok su emitenti na strani tražnje u potrazi za sredstvima koja prikupljaju emisijom različitih hartija od vrednosti.

Za finansijske institucije se kaže da su finansijski posrednici iz razloga što vrše transfer finansijske štednje između finansijski suficitnih i finansijski deficitnih privrednih subjekata.

Berze se smatraju specifičnom vrstom finansijskih institucija, pošto one ne vrše prikupljanje i plasiranje sredstava na način na koji to rade banke, već predstavljaju organizovana mesta na kojima se vrši promet finansijskim sredstvima i instrumentima. Berza je oblik sekundarnog finansijskog tržišta, pošto se na njoj ne pojavljuju inicijalni vlasnici štednje, već se isključivo trguje vlasničkim i dugovnim hartijama od vrednosti. Takođe, na berzama se ne pojavljuju ni krajnji korisnici finansijske štednje, već u njihovo ime nastupaju berzanski posrednici.

Posmatrajući institucionalnu razvijenost finansijskog tržišta u Republici Srbiji, može se konstatovati da ono spada u nedovoljno razvijena ali i segmentirana finansijska tržišta. Na teritoriji Republike Srbije trenutno posluje 33 poslovne banke. Na čelu finansijskog sistema nalazi se Narodna banka Srbije (NBS) i Ministarstvo finansija Republike Srbije.

Narodna banka Srbije istupa kao emisiona banka koja direktno kontroliše obim novca u opticaju, što omogućava kreiranje i kontrolu monetarne politike. U tom kontekstu NBS se pominje kao „banka svih banaka“, odnosno kao „banka države“. NBS je takođe zadužena za kontrolu poslovanja celokupnog finansijskog sistema, u prvom redu poslovnih banaka koje posluju na teritoriji Republike Srbije. Kontrolišu se bilansi banaka, kreditna sposobnost i zaduženost, te se vrši analiza opštih performansi banaka. Pored kontrolne funkcije, NBS ima i savetodavnu funkciju.

Banke koje posluju na teritoriji Republike Srbije su uglavnom banke univerzalno-komercijalnog tipa sa tzv. velikim ovlašćenjem. To praktično znači da sve banke obavljaju sve poslove vezane i za pravna i za fizička lica, u zemlji i u inostranstvu. U razvoju finansijskog tržišta Republike Srbije, posebnu ulogu imaju banke koje mogu da vrše usluge kastodi banke.

Kastodi banka je banka koja ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za poslove vođenja računa hartija od vrednosti u svoje ime, a za račun svojih klijenata. Pored usluga vođenja ovih računa, kastodi banka pruža i usluge kliringa i saldiranja transakcija sa hartijama od vrednosti, kao i druge usluge vezane za korporativne radnje u koje spadaju: isplata dividende, glasanje na skupštini akcionara, otuđenje hartija od vrednosti itd.

Pored banaka, na finansijskom tržištu Republike Srbije posluju i druge finansijske institucije, od kojih se najviše ističu lizing kuće i osiguravajuća društva. Lizing kompanije obavljaju delatnost sličnu kreditnoj funkciji banaka, sa tom razlikom da predmet lizinga

ostaje u vlasništvu lizing kuće do otplate poslednjeg anuiteta, dok kod kreditiranja banka ne uzima u vlasništvo objekat za koji je kredit odobren.

Beogradska berza je osnovana 1895. godine, te spada među deset najstarijih u Evropi. Vremenom, kako su se zakoni menjali i modifikovali, menjala se i berza, te se prilagođavala trenutnoj situaciji u privredi. Značajna prekretnica je nastala 1988. godine kada je stupio na snagu Zakon o preduzećima, prema kojem su se preduzeća mogla osnivati kao deonička društva koja sredstva za poslovanje pribavljaju emisijom deonica. Tada je Beogradska berza ponovo počela da funkcioniše kao organizovano tržište hartija od vrednosti. U periodu od 1988. godine do 1990. godine, doneti su svi neophodni zakoni za nesmetano funkcionisanje berze, te je nakon toga Beogradska berza počela sa radom kao moderna berza. Nažalost, zbog situacije koja je nastala u sledećih 10–15 godina, Beogradska berza nije mogla da radi i sprovodi one zadatke zbog kojih je osnovana. Danas Beogradska berza radi i funkcioniše kao moderna finansijska institucija preko koje se vrši posredovanje pri kupovini i prodaji hartija od vrednosti.

## 1.2. BANKE I DRUGI INSTITUCIONALNI INVESTITORI

Bankarski sektor predstavlja jednu od ključnih komponenti savremenog finansijskog tržišta, što zbog obima sredstava koja poseduje, što zbog specifičnosti same banke u prikupljanju i plasiranju sredstava. Posebnu ulogu na finansijskom tržištu ima centralna banka, koja svojim merama kreditno-monetarne politike značajno utiče na finansijska kretanja u jednoj zemlji. Putem eskontne politike i stope obaveznih rezervi, centralna banka na finansijsko tržište utiče posredno, pošto se ove odluke tiču drugih učesnika, pre svega banaka. Operacijama na otvorenom tržištu, odnosno kupovinom i prodajom hartija od vrednosti, centralna banka direktno utiče na finansijsko tržište u cilju regulacije novčane mase u prometu. Ova mera monetarne politike uobičajena je i dominira u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištem.

Tradicionalna je podela banaka na depozitne, odnosno komercijalne, investicione i hipotekarne, međutim, kao rezultat savremenih kretanja, najveći broj banaka je univerzalnog karaktera, čime banke koriste maksimalne efekte depozitnih i investicionih banaka.

S obzirom na to da je ukupna bilansna aktiva svih banaka u Srbiji u maju 2011. godine iznosila 2.476.000.000 dinara,<sup>1</sup> više je nego očigledno koliko je njihova uloga značajna.

Što se uloge drugih institucionalnih investitora tiče, može se reći da glavnu ulogu na finansijskom tržištu imaju penzioni, investicioni fondovi i osiguravajuća društva. Finansijska sredstva prikupljena, najvećim delom, od stanovništva, ove institucije ulažu u hartije od vrednosti i tako značajno utiču na kretanja na finansijskom tržištu.

<sup>1</sup> [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/50\\_5.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/50_5.html)

Dobrovoljni penzioni fondovi su u Srbiji relativno nova pojava, jer je prvi takav fond osnovan septembra 2006. godine. Penzioni fondovi imaju obavezu da obezbede penzijski dohodak, te su pod stalnom i strogom kontrolom države. Obezbeđenje sigurnog prihoda za penzionere veoma je kompleksna problematika pošto zavisi od više faktora. U prvom redu, najveći uticaj imaju: inflacija, promena starosne strukture zaposlenih, kao i odnosa radno aktivnog stanovništva i penzionera, pa i samo kolebanje finansijskog tržišta. Penzioni fondovi mogu biti oslonjeni na tekući dohodak, što podrazumeva finansiranje penzija iz dohodaka zaposlenih, što se popularno naziva *pay-as-you-go* princip, ili na uštede zaposlenih u toku radnog perioda i investiranja uštede na finansijskom tržištu, koji se još naziva princip kapitalizacije. Ovaj drugi princip, sa stanovišta razvoja finansijskog tržišta, daleko je značajniji. Pošto su kod penzijskih fondova rokovi dospelca pasive i aktive uglavnom poznati ili se mogu lako utvrditi, portfolio struktura ovih fondova je jednostavna. U njegovoj strukturi dominiraće dugoročne hartije od vrednosti sa višim prinosom, pretežno akcije. Takođe, ako penzioni fondovi ulažu u investicione fondove, oni će birati one fondove koji imaju stabilan rast ili će kombinovati dohodne i fondove rasta. Međutim, u praksi nije baš tako jer se situacija značajno komplikuje ukoliko je tržište na kom posluje penzioni fond nedovoljno razvijeno, kao što je to slučaj sa finansijskim tržištem u Srbiji. Odlukom Narodne banke Srbije propisano je da se imovina penzionih fondova može ulagati maksimalno do visine od 20% u obveznice lokalne samouprave, do 20% u obveznice pravnih lica, do 30% u hipotekarne obveznice, do 20% u depozitne potvrde, do 40% u akcije sa A listinga Beogradske berze, ali samo do 10% imovine fonda u akcije van A listinga. U obveznice koje izdaju NBS i Republika Srbija može se ulagati bez ograničenja, dok se sredstva mogu plasirati u inostranstvu samo do visine od 10% imovine fonda.<sup>2</sup> Ukoliko sagledamo činjenicu da se na A listingu Beogradske berze nalaze tek pet<sup>3</sup> akcija, vidimo koliko je teško penzionim fondovima da diversifikuju rizik i da obezbede rast svojih jedinica.

**Tabela 1.** Akcije A listinga kojima se trguje na Beogradskoj berzi

Izdavalac	Simbol	Metod trgovanja*
<i>Aerodrom „Nikola Tesla“ a.d., Beograd</i>	<b><u>AERO</u></b>	MKT
<i>Energoprojekt holding a.d., Beograd</i>	<b><u>ENHL</u></b>	MKT
<i>NIS a.d., Novi Sad</i>	<b><u>NIIS</u></b>	MKT
<i>Soja protein a.d., Bečej</i>	<b><u>SJPT</u></b>	MKT
<i>Tigar a.d., Pirot</i>	<b><u>TIGR</u></b>	MKT

\* MKT – metod kontinuiranog trgovanja

\* MPC – metod preovlađujuće cene

Izvor: [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

<sup>2</sup> [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/20/index\\_npf.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/20/index_npf.html)

<sup>3</sup> [http://www.belex.rs/trzista\\_i\\_hartije/trzista/prime/akcije](http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/trzista/prime/akcije)

Pošto sektor dobrovoljnih penzionih fondova predstavlja relativnu novinu na finansijskom tržištu Republike Srbije, ostaje tek da se vidi pravac razvijanja ovog načina ulaganja i prikupljanja sredstava, odnosno rešavanja pitanja penzija, pošto je evidentan preveliki pritisak „državnih“ penzija, kao i sve teži način rešavanja finansiranja penzija iz državnog budžeta.

Jedan od ključnih problema je trenutna svetska finansijska kriza, nedovoljna edukacija zaposlenih, odnosno svih potencijalnih korisnika privatnih penzionih fondova, kao i nepoverenje u finansijski sistem.

### 1.3. INVESTICIONI FONDOVI

Investicioni fondovi predstavljaju finansijske institucije, koje prikupljaju sredstva manjih individualnih investitora i ta sredstva plasiraju na finansijsko tržište. Investitor kupuje investicione jedinice koje predstavljaju udeo u vlasništvu samog fonda, čime se kreiranje i vođenje portfolia prepusta menadžerima investicionog fonda. Prikupljena sredstva, u skladu sa zacrtanom politikom investiranja i u najboljem interesu članova, ulažu se u određeni portfolio hartija od vrednosti.

Postoje dve bitne podele investicionih fondova. Prva se tiče same organizacije fonda, odnosno modela kupovine i prodaje udela u njemu. Prema toj podeli, postoje tri osnovne vrste investicionih fondova i to: otvoreni, zatvoreni i privatni fond. Otvoreni fond posluje po principu prikupljanja novčanih sredstava putem emitovanja investicionih jedinica i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda. Broj vlasnika investicionih jedinica u fondu i vrednost njegove imovine se konstantno menjaju. Pri tom, vlasnici investicionih jedinica, odnosno članovi fonda, mogu bilo kada prodati svoj udeo, a novi investitori mogu bilo kada uložiti sredstva. Cilj otvorenih investicionih fondova je očuvanje vrednosti imovine, uz ostvarenje visoke stope prinosa na duži vremenski period investiranjem na domaća i strana tržišta hartija od vrednosti, odnosno povećanje prinosa u odnosu na prinos oročene štednje, prinos novčanih fondova ili onih koji ulažu u obveznice. Zatvoreni fond svoja sredstva prikuplja putem javne ponude i ima ograničen broj akcija. Zatvoreni fondovi ne vrše otkup akcija od svojih članova, već ih oni moraju prodati na sekundarnom, berzanskom ili vanberzanskom tržištu. Pored hartija od vrednosti u koje ulažu otvoreni fondovi, zatvoreni fondovi takođe mogu ulagati u nekretnine i privredna društva, kojima se ne trguje na organizovanom tržištu, što ih čini rizičnijim od otvorenih fondova. Privatni fondovi su organizovani kao društvo sa ograničenom odgovornošću i namenjeni su iskusnim investitorima.

Druga podela tiče se odabranog investicionog cilja, pa se tako otvoreni fondovi mogu podeliti na: fond očuvanja vrednosti imovine, fond prihoda, balansirani fond i fond rasta vrednosti imovine. Fond očuvanja vrednosti ulaže u kratkoročne dužničke hartije od vrednosti i novčane depozite. Ovi fondovi imaju najmanju stopu rizika i kao takvi ostvaruju najniže prinose u odnosu na ostale vrste otvorenih fondova. Prinosi ovakvih

fondova su obično nešto veći od inflacije i kamata na depozite kod banaka. Fond prihoda ulaže najmanje 75% svoje imovine u dužničke hartije od vrednosti, pa je ovaj fond prikladan za konzervativne investitore. Ulaganje u fond prihoda nosi nešto veći rizik od ulaganja u fond očuvanja vrednosti imovine, a time i ostvaruje nešto veće prihode. Balansirani fond ulaže najmanje 85% imovine u vlasničke i dužničke hartije, s tim što u dužničke hartije od vrednosti ulaže najmanje 35%, a najviše 65% ukupne imovine fonda. Ovaj fond nosi umerenu stopu rizika i umerene prihode. Fond rasta vrednosti imovine ulaže najmanje 75% vrednosti svoje imovine u vlasničke hartije od vrednosti. Ovakvi fondovi su najrizičniji i najprimereniji osobama koji su spremni da prihvate visok rizik investiranja.

Investicioni fondovi su u Srbiji relativno nova stvar, pošto je Zakon o investicionim fondovima donet polovinom 2006. godine, a tek početkom 2007. prvi fond je počeo sa radom. Od tada do danas osnovano ih je još dvadeset, tako da trenutno posluje dvadeset jedan investicioni fond.

Investicioni fondovi koji posluju u Republici Srbiji su:<sup>4</sup>

1. ADM fond – privatni investicioni fond;
2. Citadel novčani fond – otvoreni investicioni fond;
3. Delta dynamic – otvoreni investicioni fond;
4. Delta plus – otvoreni investicioni fond;
5. Erste EURO CASH – otvoreni investicioni fond;
6. Erste CASH – otvoreni investicioni fond;
7. Erste EURO Balanced 35 – otvoreni investicioni fond;
8. Erste privatni investicioni fond – privatni investicioni fond;
9. Eurizon balanced fond – balansirani fond;
10. FIMA Novac – otvoreni investicioni fond;
11. FIMA ProActive – otvoreni investicioni fond;
12. FIMA Southeastern Europe Activist – zatvoreni investicioni fond;
13. Ilirika Global (Jugoistočna Evropa) – otvoreni investicioni fond;
14. Ilirika Gold – otvoreni investicioni fond;
15. Kombank IN Fond – otvoreni investicioni fond;
16. Parisbel – privatni investicioni fond;
17. Raiffeisen CASH – otvoreni investicioni fond;
18. Raiffeisen WORLD – otvoreni investicioni fond;
19. Triumph Balance (Hypo) – otvoreni investicioni fond;
20. Triumph Elite – zatvoreni investicioni fond i
21. Triumph – otvoreni investicioni fond.

<sup>4</sup> [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_content&task=category&sectionid=7&id=95&Itemid=151](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=category&sectionid=7&id=95&Itemid=151)

Pojavom investicionih fondova, konačno su i mali investitori dobili alternativu za ulaganje svojih viškova finansijskih sredstava. Ovaj vid investiranja je unosniji od oročene štednje a, pri tom, i sigurniji od samostalnog ulaganja na tržištu kapitala. Kako je finansijsko tržište gladno za novim investicijama, realno je očekivati snažan razvoj ovog sektora u budućem periodu.

#### 1.4. KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI I CENTRALNI REGISTAR HARTIJA OD VREDNOSTI

U toku istorijskog razvoja finansijskog tržišta, usled nedostatka adekvatne regulative, javile su se malverzacije i prevare kao njegovi sastavni delovi. Takvo tržište je funkcionisalo sve do sloma Njujorške berze 1929. godine i velike ekonomske krize početkom tridesetih godina. Uvidevši potrebu za sveobuhvatnim regulatornim telom i državnim organom, čiji bi osnovni cilj bio zaštita investitora, u SAD-u se 1934. godine osniva prva Komisija za hartije od vrednosti i donosi se niz zakona koji regulišu funkcionisanje finansijskog tržišta. Danas američka Komisija za hartije od vrednosti ima bogato dugogodišnje iskustvo regulacije i nadzora, pa stoga i ne čudi što su regulatorna tela, u velikom broju zemalja, organizovana po uzoru na SAD.

Regulisanje finansijskog tržišta ima za cilj, pre svega, zaštitu investitora kroz obezbeđenje efikasnog, poštenog i transparentnog tržišta i smanjenje sistemskog rizika. U našoj zemlji, Komisija za hartije od vrednosti je osnovana 16. februara 1990. godine. Ona je odgovorna za zakonito funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti i u tom smislu, Komisija vrši nadzor nad primenom Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Zakona o preuzimanju akcionarskih društava i Zakona o investicionim fondovima. Komisija ima pet članova, uključujući i predsednika Komisije, koje na predlog nadležnog radnog tela za poslove finansija Narodne skupštine Republike Srbije bira i razrešava Narodna skupština Republike Srbije. Komisija za HoV je od maja 2002. godine redovni član Međunarodne organizacije komisija za HoV (IOSCO), koju čine nacionalne komisije za HoV brojnih zemalja, berze i druge samoregulatorne i finansijske organizacije na finansijskom tržištu. IOSCO je osnovana sa ciljem da njeni članovi saraduju kako bi promovisali visoke standarde regulacije u nameri da održavaju efikasna i stabilna tržišta HoV, ali i da razmenjuju informacije o iskustvima, ujedinjuju napore u cilju uspostavljanja standarda i pružaju uzajamnu pomoć radi promovisanja integriteta tržišta HoV, rigoroznom primenom standarda i efektivnim akcijama protiv prekršioaca zakona. Članstvo u IOSCO-u je naročito bitno sa aspekta razvoja domaćeg tržišta, jer IOSCO u okviru svojih radnih tela razmatra pojedine pojave i probleme i daje instrukcije zemljama u cilju razvoja domaćeg tržišta i poboljšanja regulative. Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti (CRHoV) predstavlja instituciju koja vodi jedinstvenu evidenciju zakonitih imalaca HoV i evidenciju o pravima iz tih hartija. CRHoV obavlja i poslove kliringa i saldiranja transakcija zaključenih sa HoV, odnosno vrši prenos vlasništva istovremeno sa plaćanjem, tako da ne može da se dogodi



situacija u kojoj neko proda hartije od vrednosti i ne dobije novac. Kliring predstavlja utvrđivanje obaveza i potraživanja po osnovu HoV i novčanih sredstava između učesnika na finansijskom tržištu, dok saldiranje predstavlja konkretno izvršenje obaveza nastalih tokom trgovanja, odnosno sam prenos HoV i novčanih sredstava.<sup>5</sup>

U Srbiji je CRHoV započeo sa poslovanjem novembra 2001. godine i od tada vodi jedinstvenu evidenciju o vlasnicima svih HoV koje su emitovane u državi. U skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti, prava vlasnika iz HoV nastaju u trenutku upisa tih hartija na njihov račun koji se vodi u CRHoV, pa je više nego očigledno koliko je CRHoV bitan za funkcionisanje finansijskog tržišta. Zahtev za upis hartija od vrednosti u CRHoV može podneti svako zainteresovano lice, s tim što pre toga mora imati zaključen ugovor sa nekim od trenutno sedamdeset pet članova Centralnog registra hartija od vrednosti, koji će za njega obaviti tu proceduru. Trenutno je u CRHoV upisano 2.299 različitih HoV izdatih na teritoriji Republike Srbije, pri čemu najveći deo predstavljaju akcije preduzeća. Gotovo polovina akcionara predstavljaju pravna lica, dok se 20% akcija nalazi u vlasništvu fizičkih lica.

## 1.5. BROKERSKO-DILERSKA DRUŠTVA

Brokersko-dilerska društva predstavljaju pravna lica osnovana za poslove posredovanja u trgovini hartijama od vrednosti na berzi i, kao takva, jedan su od ključnih aktera na finansijskom tržištu. Brokersko-dilersko društvo se, kao berzanski posrednik, u javnosti najčešće identifikuje terminom „brokerska kuća“, međutim, postoje razlike između brokera i dilera. Dok su brokeri samo posrednici u trgovanju, odnosno u svoje ime a za račun klijenta kupuju i prodaju hartije od vrednosti, dileri trguju u svoje ime i za svoj račun. Za svoje usluge broker naplaćuje proviziju, dok diler zaradu ostvaruje razlikom u ceni hartije i tako snosi određeni rizik gubitka. Pored ove dve osnovne uloge brokersko-dilerskih društava, oni još mogu obavljati i poslove portfolio menadžera, odnosno upravljanja portfoliom hartija od vrednosti svojih klijenata. Takođe, oni mogu biti i investicioni savetnici i mogu pružati klijentima savetodavne usluge za poslovanje sa hartijama od vrednosti.

Da bi pravno lice dobilo dozvolu za rad, potrebno je da ispuni stroge uslove propisane Zakonom o tržištu hartijama od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, ali i brojnim drugim aktima. Licencu za rad brokersko-dilerskog društva izdaje Komisija za hartije od vrednosti, koja takođe izdaje i diplome kojima fizičko lice može steći zvanje brokera. U Srbiji je kod Komisije za hartije od vrednosti trenutno registrovano četrdeset četiri brokersko-dilerska društva, dok je registrovano još šesnaest ovlašćenih banaka, koje takođe obavljaju brokersko-dilerske poslove na Beogradskoj berzi. U Beogradu je 1996. godine osnovano Poslovno udruženje berzi i berzanskih posrednika, koje je donelo svoj Etički kodeks, pa je kao jedan od ciljeva zacrtala i rad na usavršavanju pravila

<sup>5</sup> [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_content&task=view&id=18&Itemid=42](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=18&Itemid=42)

ponašanja utvrđenih tim kodeksom, sa ciljem unapređenja profesionalizma i poslovnog ponašanja, a tako i jačanja principa sigurnosti i odgovornosti, kao i konkurencije zasnovane na ekonomskim i tržišnim principima.

Da bi klijent prodao ili kupio hartije od vrednosti, on mora da sklopi ugovor o posredovanju u kupoprodaji sa brokerskom kućom. Klijent mora da ima otvoren namenski račun, na koji će leći novac od prodaje, odnosno sa kog će se sredstva skinuti po obavljenoj kupovini hartija. Jedino se preko brokera može vršiti prodaja ili kupovina hartija na Beogradskoj berzi. Broker ne sme klijentu da sugeriše cenu koju će uneti u nalog za prodaju ili kupovinu, te je on donosi na bazi informacija koje poseduje.

## 2. FINANSIJSKO TRŽIŠTE U REPUBLICI SRBIJI

Finansijsko tržište Republike Srbije čine finansijski i nefinansijski sektor. U okviru finansijskog sektora posluju: banke, lizing kuće, osiguravajuća društva i ostale kreditno-štedne organizacije. U okviru nefinansijskog sektora posluju preduzeća koja svoja likvidna finansijska sredstva drže u finansijskom sektoru i čijim se hartijama od vrednosti, bilo dužničkim bilo vlasničkim, trguje na finansijskom sektoru preko berze.

Za razvoj finansijskog tržišta najznačajniju ulogu je odigrala svojinska transformacija preduzeća, čime je društvena i državna imovina putem prodaje i privatizacije, u skladu sa zakonom, prešla u privatno vlasništvo i kao takva stekla uslov da se pojavljuje na berzi sa svojim hartijama od vrednosti. Preduzeća su, pored klasičnog zaduživanja kod finansijskih institucija, izabrala i mogućnost da svoj kapital uvećaju emisijom akcija na primarnom finansijskom tržištu. Na ovaj način dolaze do novih likvidnih sredstava i vrše diverzifikaciju svog portfolio vlasništva nad kapitalom preduzeća. Važno je istaknuti da sam proces privatizacije i restruktuiranja privrede, a samim tim i finansijskog sektora, nije u potpunosti završen.

Pored privatizacije postojećih preduzeća, značajna je i činjenica da je preko funkcionisanja Beogradske berze privreda Republike Srbije otvorena i za ulaganja stranih investitora. Ovo investiranje ide u pravcu preduzeća, banaka, kao i u otvaranje novih preduzeća, ogranaka svojih matičnih firmi, koja se osnivaju kao samostalna pravna lica u Republici Srbiji. Na ovaj način se pokušava obezbediti stabilnost privrede koja je narušena, kako samim stanjem privrede, tako i svetskom finansijskom krizom, ali ono je donelo, što je još važnije, i uključenje finansijskog sistema i tržište Republike Srbije u globalne tokove.

Zadatak koji je stavljen pred berzu je da se u potpunosti prilagodi pravilima koja nalaže globalni finansijski sistem, jer samo na taj način može ravnopravno učestvovati u njemu. Što se tiče tehničke opremljenosti Beogradske berze i finansijskog sistema Republike Srbije, može se konstatovati da je on na prihvatljivom nivou i da je finansijski sektor spreman da usvaja inovacije i da se nosi sa svim zadacima koji se pred njega stavljaju.

**Tabela 2.** Statistike godišnjeg prometa preko Beogradske berze u periodu od 2006. do 201

Godina	Promet RSD	Promet EUR	Broj transakcija	BELEX15		BELEXline	
2011.	20.714.603.143	202.906.349	2.676.171	632,92	▼ -2,89%	1.200,81	▼ -6,38%
2010.	23.017.197.757	222.475.934	725.550	651,78	▼ -1,81%	1.282,66	▼ -2,22%
2009.	41.778.491.982	441.976.426	77.215	663,77	▲ 17,44%	1.311,84	▲ 9,47%
2008.	71.853.776.130	882.454.957	119.001	565,18	▼ -75,62%	1.198,34	▼ -68,72%
2007.	164.990.865.957	2.059.769.522	301.210	2.318,37	▲ 38,39%	3.830,84	▲ 44,12%
2006.	100.583.951.914	1.210.439.480	141.499	1.675,20	▲ 58,01%	2.658,16	▲ 36,01%

Izvor: www.belex.rs

Iako u Republici Srbiji postoje svi tehnički i zakonski uslovi za funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti, mora se konstatovati da ono nije dovoljno razvijeno niti zastupljeno u privrednim tokovima. Delimično, razlog ovome je i dugi niz nepovoljnih dešavanja koji karakterišu nedavnu istoriju Republike Srbije. Ipak, ukidanjem svih blokada, koje su sprečavale razvijanje ovog segmenta privrede, napravljen je veliki iskorak u razvoju finansijskog tržišta Republike Srbije, tako da je otvoren put za uključivanje domicilnog finansijskog tržišta u globalne tokove.

Kao relativno novi problem se pojavila svetska finansijska kriza, koja je pažnju potencijalnih stranih i grinfild investicija skrenula sa investiranja u strane zemlje, a fokusirala ih na domicilne privrede, sa ciljem očuvanja sopstvene ekonomije i nacionalne privrede i finansijskog sistema sopstvene zemlje. Ovo se negativno odrazilo na zemlje koje svoju privredu vezuju za strana ulaganja, kao što je to i Republika Srbija.

### 3. PERSPEKTIVE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA REPUBLIKE SRBIJE

Pred celokupnu privredu Republike Srbije, te samim tim i finansijski sektor, stavljen je težak zadatak priključivanja međunarodnim tokovima i usvajanje pravila, zakona, prakse i iskustva koja važe na globalnom finansijskom tržištu. Ovo podrazumeva segmentaciju postojećeg finansijskog tržišta na tržište novca, koje je sada u domenu banaka, kao institucija gde se nalaze likvidna slobodna sredstva i na tržište kapitala, kao onaj segment gde se nalazi slobodan kapital, kao i na nalaženje najbolje opcije za sigurno plasiranje tog kapitala. Važnu ulogu u ovome igraju instrumenti na finansijskom tržištu, pošto su oni predmet kupovine, odnosno prodaje između učesnika na finansijskom tržištu. Instrumenti moraju biti pravno zaštićeni i definisani, odnosno mora se minimizirati rizik plasmana, kao i mogućnosti prevare.

U oblasti berzanskog poslovanja učinjeno je mnogo, doneti su odgovarajući zakoni koji regulišu berzu kao instituciju i koji definišu načine poslovanja na njoj. Ti isti zakoni

propisuju ko se i u kojoj formi može pojaviti kao učesnik na berzi, odnosno u kom svojstvu se pojavljuje, bilo na strani ponude bilo na strani tražnje. Takođe je propisano na koji način se vrši trgovina, kao i čime učesnik može da trguje, odnosno koji instrumenti su predmet trgovine na berzi.

Svaka transakcija se beleži u centralnom registru. Dakle, svaka promena vlasništva nad hartijama od vrednosti se prema momentu nastanka promene vlasništva zavodi u centralni registar, te se izdaje odgovarajuća potvrda. Zakonom je definisano na koji način se vrši saldiranje, kliring i evidencija promena u centralni registar. Na ovaj način je postignuta ravnopravnost učesnika na finansijskoj berzi, a sa ciljem minimizacije rizika od malverzacija ili eventualnih uticaja povlašćenih informacija.

Ovakvim načinom poslovanja na berzi, odnosno na celokupnom finansijskom tržištu, zaštita investitora je maksimalna, a u cilju stvaranja odgovarajućeg privrednog ambijenta, radi povećavanja prometa na berzi i na finansijskom tržištu, sa krajnjim ciljem uključivanja finansijskog tržišta Republike Srbije u tokove svetskog i globalnog finansijskog tržišta kao ravnopravnog partnera.

Odgovarajući privredni ambijent uključuje primenu svih propisa koji važe i koji se primenjuju na globalnom finansijskom tržištu, ali i marketinške poteze koji bi imali za cilj privlačenje stranih investitora. Priliv stranih investicija predstavlja jedini način oživljavanja privrede i aktiviranja finansijskog tržišta Republike Srbije. Takođe, na ovaj način se odvija i uključenje berze kao posrednika u prilivu investicija u međunarodne finansijske tokove.

#### 4. ZAKLJUČAK

Republika Srbija spada u zemlje koje su se, nesrećnim spletom okolnosti, kasnije uključile u globalne finansijske tokove i sa zakašnjenjem od više od jedne decenije počele sa prilagođavanjem savremenim načinima poslovanja na finansijskom tržištu. Ove činjenice su usporile razvoj u svakom sektoru privrede i ostavile određene prepreke koje se moraju savladati. Iako to nije i ne može biti opravdanje, preduzimaju se veliki koraci sa manjim ili većim uspehom, koji imaju za cilj integraciju u globalne svetske tokove finansijskog sektora i privrede Republike Srbije uopšte.

Prednost finansijskog tržišta Republike Srbije predstavljaju tehnička i kadrovska osposobljenost i opremljenost, postojanje berze, koja je starija više od jednog veka, otvorenost privrede, kao i permanentna potreba za velikim investitorima, te velika mogućnost ulaganja u sve segmente privrede. Nedostaci, koji dodatno ograničavaju razvoj finansijskog tržišta, pored nedostatka sredstava su: nedovoljno poverenje i neadekvatan, čak niski stepen edukacije potencijalnih učesnika na finansijskom tržištu.

Pitanje poverenja je osetljivo područje za koje će trebati da prođe još dosta vremena kako bi se rešilo, a povezano je sa sporošću rešavanja problema, korupcijom, problemom

lobiranja i preferisanja nekih investitora na štetu drugih, odnosno sa nepovoljnim iskustvima sa finansijskim prevarama iz nedavne istorije. Drugo važno pitanje je problem nedovoljne edukovanosti učesnika, odnosno investitora ili ulagača, ali i drugih učesnika, koji usled, kako nedovoljnog znanja tako i nepoverenja, ne razumeju nove tendencije i razvoj poslovanja, te mogućnosti ostvarivanja većeg profita i iz tog razloga se drže tradicionalnih, u neku ruku standardnih načina poslovanja. Najbolji primer za ovu situaciju, su privatni penzioni i investicioni fondovi, koji su, u odnosu na zemlje iz okruženja, u Republici Srbiji u mnogo lošijem položaju i još uvek neadekvatno prihvaćeni, jer potencijalni korisnici ne razumeju način njihovog funkcionisanja niti, u neku ruku, žele da prihvate njihovo postojanje kao alternativu „državnoj“ penziji, ili načinu štednje i očuvanja vrednosti supstance njihove štednje. Ova dva faktora, nepoverenje i nedovoljna edukacija, su možda ne najveće ali značajne kočnice koje usporavaju tempo razvoja finansijskog tržišta, jer potencijalni investitori i ulagači prosto „beže“ od ovakvog načina poslovanja. Ovo ima širu posledicu, u smislu nedovoljne diverzifikacije portfolia, a samim tim i rizika, čime se rizik poslovanja povećava, jer se kretanje sredstava svesno a neopravdano ograničava, a objašnjava se kvaziprincipima „tradicionalnog“ ili „uobičajenog“ sistema, odnosno navike da se posluje samo na jedan određeni „uhodani“ način. Delimično rešenje leži u dodatnoj edukaciji, odnosno osmišljavanju sistema razmene informacija, kako bi se sve predrasude ili strahovi, uzrokovani nepoverenjem, razjasnili, a informacije bile dostupne, čime bi se pospešio razvoj celokupnog finansijskog tržišta, a ne samo ovog segmenta.

Republika Srbija je u poslednjih nekoliko godina učinila mnogo na području otvaranja svog privrednog, a tako i finansijskog sistema prema svetu, odnosno globalnim privrednim i finansijskim tokovima. Sve ovo je uticalo na stvaranje jednog adekvatnog privrednog ambijenta, koji je interesantan stranim i domaćim investitorima. Ipak, kako je današnja savremena privreda veoma dinamična, o čemu svedoči i trenutna globalna finansijska kriza, ne sme se stati, već se privreda i finansijsko tržište konstantno mora prilagođavati izazovima. Samo na taj način Srbija može zauzeti svoju poziciju u globalnom finansijskom sistemu i učestvovati u svetskim finansijskim tokovima, sa jedne strane i očuvati tu poziciju, odnosno vremenom je ojačati, sa druge strane.

## LITERATURA

- [1] Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A., (1996) *Befektetések*, Budapest, Béta műszaki könyvkiadó
- [2] Gál, Z., (2010) *Pénzügyi piacok a globális térben*, Budapest, Akadémiai kiadó
- [3] Krstić, B., (2003) *Bankarstvo*, Niš, Ekonomski fakultet
- [4] Lőrincné Istvánffy, H., (2001) *Pénzügyi integráció Európában*, Budapest, KJK Kerszöv

- [5] Malešević, Z., (2009) *Uslovljenost domicilnog, međunarodnog i globalnog finansijskog tržišta*, magistarski rad, Subotica, Ekonomski fakultet
- [6] Perridon, L., Steiner, M., Rathgeber A., (2009) *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, Muenchen, Vahlen 15 Auflage
- [7] Rose, P. S., Hudgins, S. C., (2005) *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Beograd, Data status
- [8] Šoškić, D., Živković, B., (2011) *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, Ekonomski fakultet
- [9] [www.belex.rs](http://www.belex.rs)
- [10] [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)
- [11] [www.futuresweb.com](http://www.futuresweb.com)
- [12] [www.economy.rs](http://www.economy.rs)
- [13] [www.scribd.com](http://www.scribd.com)

Primljeno: 14.09.2011.

Odobreno: 25.09.2011.