

1. PRIMARNO TRŽIŠTE, INVESTICIONE BANKE I SEKUNDARNO TRŽIŠTE

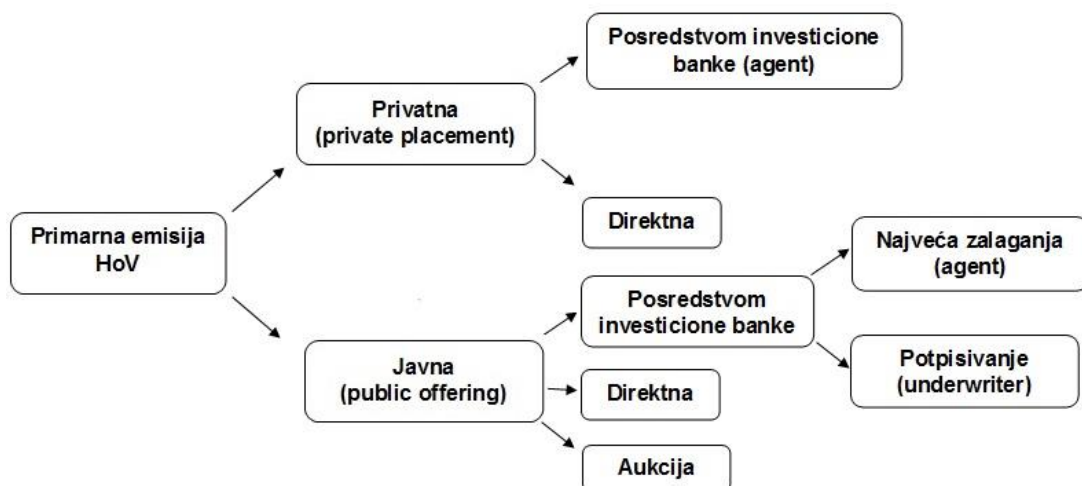
1.1. PRIMARNA EMISIJA I INVESTICIONO BANKARSTVO

Primarno finansijsko tržište se naziva tržište koje obuhvata sve operacije u sprovođenju finansijskih transakcija između emitenata finansijskih instrumenata i prvih investitora. Na primarnom finansijskom tržištu, hartije od vrednosti (HoV) se prvi put emituju, a glavni interes emitenta je da preko emisije akcija ili obveznica prikupi neophodni kapital koji mu je potreban za ulaganje u projekte. Emitent hartija od vrednosti na primarnom finansijskom tržištu može biti kompanija koja neophodni kapital može prikupiti emisijom akcija i obveznica. Takođe, kao emitent na primarnom finansijskom tržištu može da se pojavi i država, koja preko emisije obveznica prikuplja neophodna sredstva za svoje kapitalne projekte od javnog značaja (npr. izgradnja auto puta). Prema tome, svaka emisija HoV koje emitent prvi put emituje, bez obzira da li je on takve HoV ranije već emitovao, se naziva primarna emisija HoV. Na šemi 1 su prikazane vrste primarne emisije i načini njihovog izvođenja. Prema šemi 1, sve primarne emisije mogu da budu:

- 1) privatne (*private placement*)
- 2) javne (*public offering*)

Osnovna razlika između privatne i javne primarne emisije je ta da privatna primarna emisija efekata podrazumeva prodaju akcija ili obveznica unapred odabranim investitorima i institucijama, odnosno ograničenom broju fizičkih i pravnih lica, dok javna primarna emisija znači prodaju efekata svim zainteresovanim licima na otvorenom tržištu.

Šema 1. Vrste primarne emisije i način njihovog izvođenja



Izvor: Delo autora

PRIVATNA PRIMARNA EMISIJA:

Što se tiče privatne emisije, investitori koji su pozvani da učestvuju u ovom programu su uglavnom bogati pojedinačni investitori, banke i druge finansijske institucije poput investicionih fondova, osiguravajućih kompanija i penzionih fondova. Jedna od glavnih karakteristika privatne primarne emisije je ta da kod nje postoje minimalni regulatorni zahtevi i standardi za njen plasman, odnosno emisiju. Drugim rečima, investitori koji ulažu u takve HoV sami snose rizik ulaganja, odnosno Komisija za hartije od vrednosti nije dužna da kontroliše verodostojnost i tačnost bilo kakvih informacija koje su vezane za kompaniju i HoV koje se emituju. To je iz razloga što privatna emisija nema obavezu da se registruje kod Komisije za hartije od vrednosti (u Americi je to *Securities and Exchange Commission* – SEC). Takođe, od kompanije se ne zahteva da pruži prospekt¹ potencijalnim investorima i njene detaljne finansijske informacije u tom slučaju neće biti otkrivene. Bitno je reći da iz razloga što se ovakve HoV ne registruju kod Komisije za HoV znači da ova emisija ne zahteva relativno dugotrajan i skup proces registrovanja primarne emisije, kao što je to slučaj kod javne primarne emisije. Pored toga, postoji i razlog da neke kompanije ne žele da otkriju svoje poslovne podatke javnosti, što je uslov za svaku javnu emisiju efekata. Uz to treba reći da kada postoji relativno mali broj investitora, onda se kompanija može relativno lako dogovoriti sa njima o eventualnim izmenama ili dogradnji postojećih uslova prilikom emisije HoV (npr. njihova nominalna vrednost, visina dividende, visina kamatne stope ako se radi o obveznicama, itd.).

Pored prethodno rečenih prednosti privatne primarne emisije, ona ima i brojne nedostatke. Prvi je taj da kupci privatnih plasmana zahtevaju veći prinos (dividende ili kamate) nego što mogu dobiti na otvorenim tržištima. To je zato što nikakva eksterna institucija, kao što je Komisija za HoV, ne garantuje verodostojnost podataka i informacija koje emitent upućuje ka potencijalnim investorima. Drugim rečima, investitori snose čitav rizik tačnosti informacija koje emitent objavljuje. Te informacije su uglavno veličina godišnjeg prihoda, veličina ostvarene dobiti, struktura kapitala, iznos zaduženosti, itd. Investitori u akcije sa privatnim plasmanom takođe mogu zahtevati veći procenat vlasništva nad kompanijom ili fiksnu isplatu dividende po akciji. Zbog činjenice da mali broj investitora učestvuje u privatnoj primarnoj emisiji znači da je izloženost od preuzimanja upravljanja kompanijom veći. Drugim rečima, mali broj privatnih vlasnika sa značajnim vlasničkim učešćem može lakše da dođe do kontrolnog paketa akcija udruživanjem, nego što bi to bio slučaj kod javne emisije, gde su vlasnici na desetine hiljada pojedinačnih akcionara sa malim udelima.

Što se tiče načina na koji može da se sprovede privatna emisija, ona se uglavnom sprovodi direktnim putem, tj. ne postoji posrednik (investiciona banka) koji bi stajao između emitenta i kupca efekata, odnosno emitent direktno prodaje svoje HoV malom

¹ Prospekt je formalni dokument koji kompanija podnosi Komisiji za hartije od vrednosti i koji pruža podatke o ponudi za ulaganje zainteresovanoj javnosti. Prospekt se podnosi i za ponude akcija i obveznica. Ovaj dokument služi kao pomoć investorima u donošenju odluka o ulaganju, jer sadrži mnoštvo relevantnih informacija vezano za kompaniju.

broju kupaca. Ovo je najčešći način sprovođenja privatne primarne emisije, jer ovakva emisija nije potrebna da se registruje kod Komisije, što podrazumeva prikupljanje brojne relevantne dokumentacije, pa pomoć posrednika u tom smislu nije potrebna. Takođe, kod ove emisije nisu potrebne široke marketinške aktivnosti u smislu promocije HoV, jer se one prodaju malom broju kupaca, pa usluge investicione banke po pitanju marketinga i promocije nisu potrebne. U retkom broju slučajeva, emitent se odlučuje da angažuje investicionu banku u svojstvu agenta (posrednika) u cilju pravilne procene vrednosti HoV koje treba da se emituju, odnosno da im cena po kojoj se prodaju ne bude ni precenjena, ni potcenjena. Potreba za procenom HoV postoji ako se te HoV već ne nalaze na tržištu. Ako se te HoV već nalaze na tržištu, jer su emitovane u ranijim emisijama, onda usluga investicione banke nije potrebna, jer je tržište već odredilo cenu takvih HoV. Prema tome, ako usluge posrednika nisu potrebne kod privatne emisije, onda ne postoji trošak posrednika, tj. investicione banke.

JAVNA PRIMARNA EMISIJA:

Javna primarna emisija podrazumeva prodaju efekata širokoj javnosti i kao takva se dijametralno razlikuje od privatne emisije. Drugim rečima, da bi se sproveda javna emisija HoV, ona prvo mora da se registruje kod Komisije za HoV, što podrazumeva prikupljanje relevantne dokumentacije i pravljenje prospekta iz koga će potencijalni investitori da budu obavešteni o kvalitetu (bonitetu) emitenta, a takođe će dobiti i sve potrebne informacije vezano za HoV koje se prodaju. Zadatak Komisije je da proverava ispravnost podataka podnetih komisiji u registracionom izveštaju, koji se podnosi prilikom svake javne emisije. Prema tome, Komisija garantuje celovitost i verodostojnost podataka, ali ona ne procenjuje kvalitet tih HoV, niti daje preporuku da li u njih treba ulagati ili ne. Registracija HoV kod Komisije traje između 2 i 4 meseca i podrazumeva i troškove registracije.

Međutim, ovde treba reći da ne moraju sve javne primarne emisije da budu registrovane. Postoji tzv. registracija sa police (eng. *shelf registration*) gde se emitentu dozvoljava da registruje emisiju jednom u dve godine sa podatkom o veličini ukupne emisije. Jednom odobrena registracija emisije omogućuje emitentu da u periodu od dve godine emituju HoV kad god hoće i koliko hoće uz uslov da emitovani iznos nije veći od iznosa koji je naznačen u registraciji. Ova mogućnost daje kompanijama fleksibilnost u prikupljanju sredstava i smanjuje troškove, međutim ovaj vid emisije se može primeniti samo na velike korporacije.

Pošto se emisija prodaje širokoj javnosti, potrebne su marketinške i promotivne aktivnosti putem kojih bi se javnost upoznala o predstojećoj emisiji. Takođe, ukoliko se HoV iz nove emisije nisu ranije emitovale, one se onda ne nalaze na tržištu, pa je njihova cena prilikom emitovanja nepoznata i potrebno ju je pravilno utvrditi. Ovo iz razloga što ako je cena nove HoV precenjena, onda se neće prodati čitava emisija tih efekata, a sa druge strane ako je potcenjena, onda će emitent prikupiti manje sredstava njihovom prodajom nego što bi mogao. Drugim rečima, cena efekata koji se prodaju mora biti procenjena na optimalnom nivou i taj zadatak obavlja stručan tim ljudi iz

investicione banke. Kao što šema 1 sugeriše, javna prodaja efekata može da se sprovodi na tri načina:

- a) direktnim putem,
 - b) aukcijom, i
 - c) putem posrednika (investicione banke).
- a) Direktnim putem – Prodaja javne emisije direktnim putem podrazumeva prodaju HoV širokoj javnosti, bez učešća posrednika. Ovakav način prodaje efekata širokoj javnosti iz primarne emisije je relativno redak, zato što takve emisije mogu da sprovedu samo velike kompanije, čije ime i kvalitet poslovanja je dobro poznat širokoj javnosti (npr. Apple, Google, Microsoft, Amazon, itd.).
- b) Aukcija – Drugi način prodaje efekata je putem javne aukcije i on je uglavnom ograničen na slučajevne emisije državnih obveznica. Drugim rečima, država oglašava prodaju obveznica određenog roka dospeća, a onda se investitori javljaju sa svojim ponudama vezano za visinu kamatne stope koju su voljni da dobiju za kupovinu tih obveznica od države. Na bazi prikupljenih ponuda, država ima uvid kako se njene obveznice kotiraju na tržištu i ima mogućnost da izabere najbolje ponude, odnosno one sa najnižom kamatnom stopom.
- c) Putem posrednika (investicione banke) – treći način prodaje efekata, koji je i najčešći, je putem angažovanja posrednika, odnosno investicione banke. Investiciona banka može biti angažovana u dva svojstva:
- 1) kao agent, gde bi poslove obavljala na bazi tzv. najvećih zalaganja,
 - 2) i kao potpisnik, odnosno pokrovitelj emisije (eng. *underwriter*).

Razlika između dva statusa investicione banke u procesu emisije efekata je taj da kada je investiciona banka agent, ona se bavi poslovima pripremanja i registracije emisije kod Komisije, oglašavanjem i promocijom emisije, procenom vrednosti HoV, ali investiciona banka u ovom statusu ne garantuje da će čitava emisija koja je bila emitovana biti i prodana na tržištu. Odnosno, investiciona banka kao agent ne garantuje emitentu da će on prikupiti neophodan iznos sredstava na tržištu prodajom efekata iz primarne emisije. Sa druge strane, kad je investiciona banka angažovana u statusu pokrovitelja, onda ona garantuje emitentu da će čitav iznos sredstava putem emisije biti prikupljen. To znači da ako u slučaju da sve HoV ne budu prodane na tržištu, onda investiciona banka otkupljuje neprodani deo emisije od emiteta, omogućavajući emitentu da na taj način prikupi neophodna sredstva putem emisije. HoV koje je investiciona banka otkupila od emitenta kasnije prodaje na tržištu kada se stvore povoljniji uslovi. Ako ne može da ih proda, HoV ostaju u njenom portfoliju, i na bazi njih može da ostvaruje dividende (ako su u pitanju akcije) ili kamate (ako su u pitanju obveznice). Naravno, troškovi angažovanja investicione banke kao potpisnika su mnogo veći od troškova angažovanja investicione banke kao agenta. Uglavnom se troškovi angažovanja investicione banke određuju kao procenat od ukupne emisije. Kod manjih emisija taj udeo je veći, a kod veći emisija taj udeo je manji. Tako na primer kod emisije sa nižom apsolutnom vrednošću emisije, trošak angažovanja investicione banke u vidu

procenta od ukupne emisije se kreće između 7-14%. To važi za one emisije čija se vrednost emisije kreće u rasponu od 1-10 miliona dolara. Ako je vrednost emisije veća, tj. od 10-500 miliona dolara, onda je trošak investicione banke, kao udeo od apsolutne vrednosti emisije u rasponu od 4-5.5%. Znači, što je veća vrednost emisije, udeo koji se odvaja investicionoj banci na bazi troškova njenog angažovanja je manji, i obrnuto. Investiciona banka može biti angažovana od strane emitenta na dva načina:

- 1) direktnim pregovaranjem sa emitentom (eng. *negotiated underwriting*), ili
- 2) konkurentnim nadmetanjem (eng. *competitive bidding*).

Najveći broj sklapanja poslova između emitenta i investicione banke se sprovede kroz direktno pregovaranje, gde se u direktnim razgovorima utvrde poslovi koje investiciona banka treba da obavi za emitenta, kao i troškovi njenog angažovanja. Sa druge strane, u postupku konkurentnog nadmetanja, emitent objavljuje oglas da mu je potrebna investiciona banka u svojstvu pokrovitelja, pozivajući sve zainteresovane investicione banke da se jave na oglas i daju svoju ponudu. Na bazi konkurentnog nadmetanja između investicionih banaka, troškovi angažovanja investicione banke mogu biti niži.

Treba reći da ako su primarne emisije velike (po nekoliko milijardi dolara) onda jedna investiciona banka nema dovoljnu finansijsku snagu da bude pokrovitelj emisije, pa se onda više investicionih banaka udružuje u tzv. pokroviteljski sindikata (sindikata obično čini između 10-60 investicionih banaka). Formiranje pokroviteljskog sindikata ima niz prednosti u odnosu na jednu investicionu banku. Te prednosti su: 1) raspoređivanje finansijskog tereta kupovine HoV iz emisije (ako je neophodno), 2) smanjenje pojedinačnog rizika koji investiciona banka mora da podnese, 3) rast poverenja investicione javnosti i 4) olakšavanje same prodaje HoV. Investiciona banka koja ima glavnu reč u sindikatu se naziva gestor banka. U okviru sindikata investicionih banaka, uglavnom se javlja i prodajna grupa (eng. *selling group*) koju mogu da sačinjavaju investicione banke koje nisu deo sindikata i brokerske kuće. Zadatak prodajne grupe je da pomogne u distribuciji HoV iz primarne emisije ka potencijalnim investitorima. Članovi prodajne grupe nisu odgovorni za neprodate HoV iz emisije.

Takođe, ovde treba reći da nakon sprovedene emisije HoV, pokrovitelj emisije u periodu distribucije efekata obavlja i funkciju stabilizacije cene efekata, kako ne bi došlo u prvim danima distribucije do prevelike oscilacije cene emitovanih efekata usled promena ponude i tražnje za njima. Stabilizacija se obavlja na sekundarnom tržištu, gde pokrovitelj, ako proceni da cena efekata ima tendenciju pada, vrši njihove povremene kupovine kako bi se cena stabilizovala na nivou prodajne cene, čime se omogućava dalja prodaja efekata na primarnom tržištu po predviđenoj ceni, a koja bi bila obustavljena da cena na sekundarnom tržištu padne.

Prema tome, investiciono bankarstvo je jedan poseban segment bankarskog poslovanja koji se razlikuje od klasičnih komercijalnih banaka. Drugim rečima, investicione banke se ne bave poslovima primanja depozita i odobravanja kredita kao što to rade komercijalne banke, nego investicione banke primarno pomažu kompanijama da 1) prikupljaju kapital emisijom HoV, 2) pružaju usluge finansijskog savetovanja u pogledu npr. procene vrednosti kompanije, 3) pomaganje kupcima i prodavcima u

poslovima spajanja i akvizicije firmi (eng. *merging and aquisition*), 4) upravljanje investicijama, odnosno davanje saveta širokom spektru investitora (kako individualnih tako i institucionalnih) vezano za plasiranje kapitala, 5) pomaganje kompanijama oko restrukturiranja njihovog poslovanja, što podrazumeva poboljšanje organizacije kompanije kako bi im poslovanje postalo efikasnije, što rezultuje ostvarenjem većeg profita. Prema tome, komercijalno i investiciono bankarstvo su uglavnom dva potpuno odvojena načina poslovanja, ali postoje i primeri da se neke banke bave poslovima i komercijalnog i investicionog bankarstva. Takve banke se nazivaju univerzalne banke. Neke od najpoznatijih investicionih banaka na svetu su:

- 1) Goldman Sach
- 2) JP Morgan Chase
- 3) Barclays
- 4) Morgan Stanley
- 5) Merrill Lynch
- 6) Credit Siusse
- 7) Deutche Bank

Inicijalna javna ponuda – Investiciono bankarstvo je među najsloženijim finansijskim poslovima na svetu, a investicione banke pored toga što deluju kao posrednici između izdavaoca hartija od vrednosti i investitora, one takođe pomažu novim firmama da izađu prvi put na tržište, tj. berzu. U tom pogledu, u okviru primarne javne emisije efekata, treba reći da ona emisija HoV sa kojom emitent prvi put nastupa u javnosti se naziva inicijalna javna ponuda (eng. *initial public offering* – IPO). Drugim rečima, kada emitent emituje HoV (akcije) preko kojih kompanija prelazi iz statusa privatne u javnu kompaniju, to se onda naziva IPO. Odnosno, IPO se odnosi na proces ponude akcija privatne korporacije opštoj javnosti po prvi put. Takođe, inicijalnom javnom ponudom može da se nazove i prva emisija obveznica države, kada ih nudi prvi put. IPO omogućava kompaniji da prikupi kapital od javnih investitora (fizičkih lica ili institucionalnih investitora kao npr. investicioni fondovi, penzioni fondovi, osiguravajuća društva), a to takođe podrazumeva otvaranje kompanije prema investicionoj javnosti, odnosno prelazak sa privatne na javnu kompaniju. Prema tome, privatna korporacija je kompanija u vlasništvu nekolicine akcionara, sa čijim akcijama se ne trguje u javnosati, a ako neki akcionar hoće da proda svoj udeo, onda taj njegov udeo otkupljuju drugi akcionari (vlasnici) korporacije i nikada se te akcije ne prodaju javnosti. Sa druge strane, javne korporacije su kompanije koje imaju na desetine hiljada akcionara (vlasnika) i sa čijim akcijama se slobodno trguje na sekundarnom tržištu.

U skladu sa tim, pre IPO-a, kompanija se smatra privatnom, a kao privatna kompanija, njen posao je rastao sa relativno malim brojem akcionara, uključujući rane investitore poput osnivača, porodice i prijatelja, uključujući i profesionalne investitore koji traže kompanije u nastajanju i voljni su da rizikuju, odnosno da ulože novac u njihovo poslovanje (eng. *venture investment*). Kada kompanija dostigne fazu u svom procesu rasta u kojoj veruje da je dovoljno zrela za rigorozni sud tržišta o njenoj vrednosti, onda

će uzimajući u obzir sve odgovornosti prema javnim akcionarima, početi da izražava svoj interes da izađe na tržište. Generalno, do ove faze rasta dolazi kada kompanija dostigne procenu vrednosti od približno milijardu dolara, što je poznato u stručnim krugovima koji se ovim bave kao status jednoroga. Međutim, privatne kompanije i sa različitim procenama, a sa jakim osnovama i dokazanim potencijalom rasta i profitabilnosti takođe se mogu kvalifikovati za IPO, u zavisnosti od tržišne konkurencije i njihove sposobnosti da ispune zahteve komisije za HoV i berze na kojoj bi se tim akcijama trgovalo.

U ovom procesu, zadatak investicione banke je jako bitan u smislu pravilne procene vrednosti akcija koje prvi put izlaze na tržište. Uglavnom, akcije iz IPO-a se prodaju kao blago potcenjene u odnosu na procenjenju vrednost investicione banke, kako bi što više investitora kupilo takve akcije. Sa druge strane, investitori rado kupuju akcije iz IPO-a jer znaju da će im vrednost vrlo brzo skočiti na tržištu i da će oni njihovom prodajom moći da zarade na razlici u ceni. IPO je veliki korak za kompaniju jer joj taj proces omogućava pristup prikupljanju velikog novca, odnosno kompanija tada više nije ograničena sredstvima iz bankarskih kredita, sredstvima njenih početnih vlasnika ili sredstvima pojedinačnih privatnih investitora. To kompaniji daje veću sposobnost rasta i širenja. Takođe, faktor povećane transparentnosti i kredibilitnosti nakon što je kompanija uvrštena na listu za kotaciju berze, omogućava kompaniji postizanje boljih uslova prilikom emisije akcija, pa i u onim slučajevima kada se traže pozajmljena sredstva, tj. emisija obveznica.

1.2. SEKUNDARNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE

Hartije od vrednosti koje su se emitovale putem primarne emisije, potvrdu svoje vrednosti dobijaju na sekundarnom finansijskom tržištu. Odnosno, sve HoV nakon emisije, život nastavljaju na sekundarnom tržištu, gde mogu da se kupe ili prodaju, a od interakcije ponude i tražnje za njima zavisiće i njihova cena. U osnovi postoje dve vrste sekundarnog finansijskog tržišta gde se odvija promet emitovanih HoV, a to su 1) centralizovano tržište, tj. berze (eng. *stock markets*) i 2) decentralizovano tržište ili tržište preko šaltera (eng. *over the counter market* – OTC). Najpoznatija centralizovana berza je *New York Stock Exchange* (NYSE), a najpoznatije tržište preko šaltera je *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ).

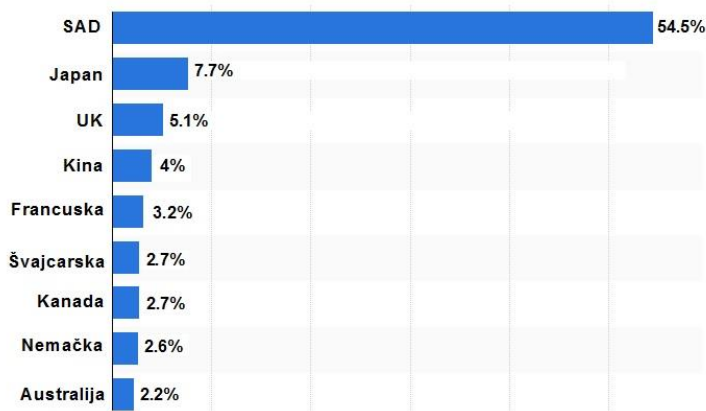
Kada privatna kompanija odluči da emituje akcije po prvi put, onda ona mora prvo da odabere berzu na kojoj će biti na listi. Da bi to uradila, neophodno je da ispuni određene zahteve za uvrštavanje na berzu i da plati ulaznu i godišnju naknadu za listing na berzi. Zahtevi za listing razlikuju se u zavisnosti od berze i uključuju npr. vrednost minimalnog kapitala kompanije, minimalnu cenu akcija, minimalan broj akcionara, godišnju dobit, itd. Berze imaju zahteve za uvrštavanje kako bi se osiguralo da se na njima trguje samo visokokvalitetnim hartijama od vrednosti i kako bi se održala reputacija berze među investitorima. Berza na kojoj kompanija odluči da se kotira može uticati na to kako investitori doživljavaju akcije. Neke kompanije odluče da uvrste

svoje hartije od vrednosti na više od jedne berze. Ako akcija više ne ispunjava zahteve za uvrštavanje na berzu, biće uklonjena sa liste.

Postati kompanijom koja se kotira na berzi NASDAQ je jeftinije od kotiranja na Njujorškoj berzi (NYSE), tako da se nove kompanije često pre odlučuju za NASDAQ ako prvi put izlaze na berzu. Svaka kompanija koja se kotira na berzi preko šaltera (NASDAQ) mora da ima najmanje 1.250.000 akcija kojima se trguje javno, isključujući one akcije koje poseduju zaposleni, direktori ili bilo koji drugi stvarni vlasnici. Pored toga, redovna ponuđena cena u trenutku uvrštavanja na berzu mora biti najmanje 4,00 USD. Kompanije takođe moraju da imaju 1,1 milion dolara prosečnog obima trgovine njihovim akcijama na berzi tokom poslednjih 12 meseci. Sa druge strane, da bi se akcije kotirale na NYSE, korporaciji je potrebno najmanje 400 vlasnika okruglih lotova ili akcionara sa po 100 deonica. Kompanija takođe mora imati najmanje 1,1 milion akcija kojima se javno trguje u vrednosti od 100 miliona dolara ili više, a cena po akciji ne može biti niža od 4 dolara.

Prema tome, iz prethodno rečenog može se videti da su uslovi za listing vrlo strogi na obe berze i stoga relativno mali broj kompanija može da ih ispuni, čime se garantuje kvalitet akcija kojima se trguje. Ukupan broj kotiranih akcija na NYSE je oko 1500, a na NASDAQ tržištu oko 3300. Na berzama se većinom trguje akcijama, a na OTC tržištima se većinom trguje obveznicama. NYSE i NASDAQ su dve najpoznatije i najveće berze, ali postoje i brojne druge berze koje su manje, i koje su više regionalnog karaktera i na kojima se kotiraju akcije koje nisu mogle da ispune uslove na NYSE ili NASDAQ. Na primer to su AMEX (*American stock exchange*), Filadelfijska berza (*Philadelphia stock exchange*), Bostonska berza (*Boston stock exchange*), Pacifička berza (*Pacific stock exchange*) i brojne druge. Ovde treba dodati i berze koje su specijalizovane za trgovanje sa fjučersim, kao npr. CME group (*Chicago mercantile exchange*), CBT (*Chicago board of trade*), NYBT (*New York board of trade*), itd. Amerika ima najrazvijeniju korporativnu kulturu, što znači da kompanije uglavnom finansiraju svoje projekte putem emisije akcija i obveznica. Iz toga proizilazi činjenica da Amerika ima najrazvijenije finansijsko tržište na svetu sa najvećim udelom velikih berzi, što potvrđuje i slika 1.

Slika 1.1. Udeo zemalja sa najvećim tržištima akcija u 2020



Centralizovane berze i OTC tržišta imaju nekoliko važnih funkcija:

- 1) **Likvidnost** – berze obezbeđuju kontinuirano tržište za HoV koje se kotiraju na berzi. To znači da investitori mogu da kupe i prodaju HoV brzo, lako i bez rizika da će kupiti „smeće“ (eng. *junk*), jer, kao što je rečeno, da bi se akcija našla na listi za kotaciju na berzi poput NYSE ili NASDAQ, kompanija koja ju je emitovala mora da ispuni niz rigoroznih uslova.
- 2) **Jeftinije pribavljanje kapitala** – pošto berze omogućavaju da se akcije prodaju brzo i lako, to snižava cenu pribavljanja kapitala, pa investitori sa pribavljenim sredstvima mogu realizovati i manje profitabilne projekte, što generalno utiče na rast privredne aktivnosti u zemlji.
- 3) **Utvrđivanje realne vrednosti akcija** – budući da se na berzama kontinuirano odigrava trgovanje, time se listiranim akcijama stalno preispituje vrednost, a onda i njihovim emitentima. Drugim rečima, berza je mesto na koje se slivaju sve informacije koje imaju kupci i prodavci akcija, a na bazi tih informacija kupci i prodavci akcija definišu svoje aktivnosti da li će kupiti ili prodati akciju. Ako su informacije povoljne, većina investitora će kupovati akcije i njihova cena će rasti. Suprotno se dešava ako su informacije nepovoljne. Što eksterne informacije brže pristižu na berzu i što se bolje obrađuju i ugrađuju u cenu akcija, to se kaže da je berza efikasnija, i obrnuto.
- 4) **Uticaj na stabilnost cene akcija** – zbog kontinuiranog trgovanja na berzi i stalnog ugrađivanja novih informacija, koje dolaze na berzu, promena cena akcija je frekventna, ali istovremeno i relativno mala. Time berza podstiče stabilnost cene akcija. Suprotno bi bilo kad bi berza bila nelikvidna, odnosno sa malim volumenom trgovanja. U tom slučaju bi se nove informacije ugrađivale u cenu akcija periodično, što bi moglo značajnije da utiče na korekciju cena listiranih akcija.
- 5) **Efikasna alokacija kapitala** – putem kupovine i prodaje akcija, na berzama se kontinuirano odvija proces selenja kapitala ka više propulzivnijim i profitabilnijim sektorima privrede, što vrlo pozitivno utiče na efikasnu alokaciju kapitala u jednoj privredi.

ČLANOVI NYSE:

Glavni deo NYSE čini tzv. parket (eng. *floor*) na kome se odvija trgovanje. Samo članovi berze mogu učestvovati u trgovini na parketu sa kotiranim akcijama. NYSE ima 1366 članova za koje se kaže da poseduju „mesto“. Vlasnici mesta na berzi mogu kupovati i prodavati HoV na parketu bez plaćanja provizije. Zbog toga je mesto na berzi vredna imovina koja se kupuje od berze, i ono je dostiglo najveću vrednost 2005 godine u iznosu od 3,575 miliona dolara. Međutim, nije neophodno stvarno imati sedište za trgovinu bez provizije na parketu, jer se mesta mogu iznajmiti. Zakup je uobičajen i oko polovine svih NYSE mesta se daju u zakup.

Tipovi članova berze:

- 1) **Komisioni brokeri:** Najveći broj članova NYSE je registrovan kao komisioni broker. Posao komisionog brokera je da uz proviziju (eng. *commission*) izvrši nalog klijenata za kupovinu ili prodaju akcija. Primarna odgovornost brokera je da klijentima obezbedi najbolje moguće cene za njihove narudžbe. Broj komisionih brokera varira, ali ih ima oko 500 članova NYSE. Brokeri su obično zaposleni u brokerskim kompanijama koje su član NYSE.
- 2) **Specijalisti:** Drugi po broju članova NYSE su specijalisti, nazvani tako jer svaki deluje kao angažovani diler od strane berze za mali set HoV. Oko 400 članova NYSE su specijalisti. Svi specijalisti na NYSE pripadaju jednoj od 30 specijalističkih firmi. Međutim, gotovo polovina celokupne trgovine NYSE koncentrisana je u akcije kojima upravlja tri najveće specijalizovane firme. Zadatak specijaliste je da obezbede redovno i kontinuirano trgovaje akcijama na NYSE tako što će stabilizovati prevelike oscilacije cena kotiranih akcija. Drugim rečima, kada cena akcije počinje preterano da raste oni izlaze na tržište prodajući te akcije koje imaju u svom posedu, povećavajući na taj način ponudu, što posledično smanjuje cenu akcije. Sa druge strane, ako akcija počinje preterano da pada, specijalisti se pojavljuju na tržištu kao kupci tih akcija, povećavajući tražnju na taj način, što utiče na rast cene akcije.
- 3) **Brokeri na parketu:** Komisioni brokeri često koriste tzv. brokere na parketu kada su prezauzeti da bi sami obrađivali određene naloge. Umesto toga, delegiraju neke naloge brokerima na parketu radi izvršenja. Brokeri na parketu su nezavisni članovi berze koji su ovlašćeni da obavljaju trgovanje za klijente na podu berze. Podni brokeri su prvenstveno aktivni na berzama akcija, ali se mogu naći i na drugim berzama, kao što su fjučers berze i berze opcija. Zbog ograničenog prostora na parketu, brokeri na parketu su relativno retki. Oni generalno zastupaju veće klijente, kao što su kompanije za finansijske usluge, investicioni fondovi i pojedince sa velikim kapitalom. Takođe, poslednjih godina brokeri na parketu postaju manje važni za trgovanje zbog uvođenja tzv. SuperDOT sistem („DOT“ znači *designated order turnaround*), što omogućava da se naredbe elektronskim putem direktno prenose specijalisti. SuperDOT trgovina sada predstavlja značajan procenat celokupne trgovine na NYSE, posebno kada su u pitanju mali nalozi.
- 4) **Registrovani trgovci:** Nastupaju u svoje ime i za svoj račun, u svojstvu dilera. Oni se bave špekulativnim poslovima, odnosno pokušavaju da predvide privremene oscilacije cena i od njih profitiraju kupujući nisko i prodavajući visoko. Poslednjih decenija, broj registrovanih trgovaca je znatno opao, što sugeriše da je sve teže ostvariti profit kratkoročnim trgovanjem na parketu berze. Nihov broj se kreće oko 30, a njihovo delovanje doprinosi likvidnosti berze i stabilizaciji cena.

TRŽIŠTE PREKO ŠALTERA (OTC):

OTC (*Over-the-counter*) se odnosi na postupak trgovanja hartijama od vrednosti putem mreže više stotina brokersko-dilerskih kuća, čija fizička lokacija uopšte nije bitna da bi mogli da trguju preko OTC tržišta. Brokersko-dilerske kuće koje učestvuju u trgovanju

na OTC tržištu su u značajnoj meri investicione banke, koje sad na sekundarnom tržištu imaju ulogu kreatora tržišta (eng. *market maker*), kupujući i prodajući HoV za svoj interes. Tgovanje na OTC tržištu se ne odvija putem aukcije, kao na berzi, nego kroz tzv. cenovno pregovaranje, gde brokersko-dilerska kuća koja je market maker za određene HoV direktno pregovara sa drugom brokerskom kućom koja zastupa interese svog klijenta (fizičkog ili pravnog lica). Drugim rečima, klijent koji želi da kupi ili proda određenu HoV, preko svoje brokerske kuće može pitati više market makera za cenu, i onda se odlučiti za transakciju sa onom kućom koja mu da najbolju ponudu. Trgovinske transakcije se odvijaju putem OTCBB (Over Counter Bulletin Board). OTCBB je elektronski sistem kotiranja i trgovanja koji omogućava veću likvidnost i bolju razmenu informacija između brokera i market makera. Nacionalni kotacioni biro (eng. *National Quotations Bureau*) izdaje tzv. „ružičaste stranice“ gde se može pronaći spisak svih market makera po abecednom redu, kao i spisak svih akcija kojima oni trguju. Slično, za korporativne obveznice postoje tzv. „žute stranice“. U NASDAQ sistemu postoji oko 600 market makera, a svaka akcija ima najmanje 2 market makera, a u proseku preko 9 market makera koji trguju pojedinačnim akcijama, što je dovoljan broj za efikasnu konkurentsku utakmicu. U sledećoj tabeli se daje sažet prikaz prednosti i mana OTC tržišta.

Tabela 1. Prednosti i mane OTC tržišta

Prednosti	Mane
Omogućava pristup hartijama od vrednosti koje nisu dostupne na standardnim berzama, najčešće su u pitanju obveznice.	Akcije kojima se trguje na OTC tržištu imaju manju likvidnost, nego na berzi, zbog relativno malog obima trgovanja, što može dovesti do kašnjenja u finalizaciji trgovine i širokog raspona u vidu ponuđene i tražene cene.
Manje strogi propisi ulaska na vanberzansko trgovanje dozvoljava pristup mnogim kompanijama koje ne mogu ili odluče da ne stavljaju akcije na liste na druge berze.	Manje propisa karakteriše OTC tržište, što dovodi do manje dostupnih javnih informacija, prisustvo zastarelih informacije i mogućnosti prevare.
Kroz trgovinu jeftinim akcijama, špekulativni investitori mogu zaraditi značajan prinos.	Veće provizije za kupovinu i prodaju HoV u poređenju sa trgovanjem na centralizovanim berzama.