

UNIVERZITET SINGIDUNUM
BEOGRAD
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE – MASTER STUDIJE

Poslovna ekonomija

Master rad
**Trendovi na Frankfurtskoj berzi u vreme savremene
ekonomske krize**

Mentor:
Prof. dr Milorad Unković

Kandidat:
Maja Mađar
400144/2011

Beograd, mart 2013. godina

Sadržaj:

Uvodna razmatranja.....	4
I Berza i berzansko poslovanje	
1. Istorijski osvrt.....	7
2. Pojam i razvoj berzi.....	8
3. Vrste berzi.....	9
4. Učesnici na berzi.....	13
5. Funkcije berze.....	14
5.1. Listing.....	14
5.2. Trgovanje.....	15
5.3. Kliring i saldiranje.....	15
5.4. Informisanje.....	16
6. Berzanski poslovi.....	16
6.1. Karakteristike berzanskih poslova.....	17
6.2. Vrste berzanskih poslova.....	18
6.2.1. Kriterijumi za podelu berzanskih poslova.....	18
6.2.2. Promptni poslovi.....	19
6.2.3. Terminski poslovi.....	20
II Frankfurtska berza	
1. Istorijski osvrt Frankfurtske berze.....	22
1.1. Finansijska revolucija.....	23
1.2. Iz ruševina na vrh.....	24
2. Trgovina na berzi.....	25
3. Organi Frankfurtske berze.....	27
4. Delovi berze.....	28
4.1. Regulisano (zvanično) tržište.....	29
4.2. Otvoreno tržište.....	30
5. Indeksi.....	31
6. Beogradska berza.....	33

6.1. Kretanje indeksa na Beogradskoj berzi.....	34
6.1.1. Indeks BELEX15	35
6.1.2. Indeks BELEXline.....	36

III Značaj marketinga u berzanskom poslovanju

1. Osnovne definicije marketinga.....	38
2. Istraživanje marketinga.....	39
3. Identifikacija tržišnih segmenata i targetiranje.....	40
4. Kreiranje vrednosti brenda.....	41
5. Marketing berze.....	42

IV Finansijsko izveštavanje pravnih lica koja posluju na berzi

1. Međunarodni računovodstveni standardi.....	44
2. Struktura, sadržaj i kvalitet finansijskih izveštaja.....	45
2.1. Bilans stanja.....	46
2.2. Bilans uspeha.....	47
2.3. Izveštaj o tokovima gotovine kao predmet analize.....	49
2.4. Izveštaj o promenama na kapitalu.....	50
2.5. Napomene kao predmet analize.....	50
3. Finansijsko izveštavanje preduzeća „Soko Štark a.d.“.....	51

V Stanje na primarnom tržištu Frankfurtske berze pre i posle svetske ekonomske krize

1. Analiza poslovanja tokom 2007. godine	55
2. Analiza poslovanja tokom 2008. godine.....	58
3. Analiza poslovanja tokom 2009. godine.....	61
4. Analiza poslovanja tokom 2010. godine.....	63
5. Analiza poslovanja tokom 2011. godine.....	69
6. Analiza poslovanja tokom 2012. godine.....	74
Zaključak.....	79
Literatura.....	81

Uvodna razmatranja

Berza predstavlja jedan od najzačajnijih delova finansijskog sistema svake zemlje.

Ona je veoma značajna za razvoj savremenog tržišta, a naročito finansijskog tržišta kapitala. Na berzi se kupuje i prodaje roba, hartije od vrednosti i finansijski derivati.

Svaka berza ima svoj način poslovanja koji je propisan Zakonom o berzama. U cilju što efikasnije primene berzanskih pravila vremenom su formirani berzanski sudovi pod nazivom arbitraže. Učesnici na berzi mogu biti samo berzanski posrednici.

Pristupni rad "Frankfurtska berza", predstaviće poslovanje jedne od najvećih berzi na svetu za trgovanje hartija od vrednosti (ispred nje su samo Njujorška i NASDAQ). Takođe će predstaviti njeno osnivanje, kako je iz ruševina stigla na sam vrh najsnažnije privrede u Evropi. U ovom radu će biti reči i o njenom poslovanju, organima, delovima berze i indeksima. Kasnije, u delu posvećenom istraživačkom radu, fokus će biti na stanju primarnog tržišta u poslednjih šest godina, obuhvatajući tako period pre nastanka, tokom i posle ekonomske krize koja je pogodila svet 2008. godine.

Ostali delovi ovog pristupnog rada govore uopšteno o berzama, berzanskom poslovanju, marketingu t.j. kakav on uticaj ima na berzansko poslovanje i poslednji deo govori o finansijskom izveštavanju i bilansima određene kompanije. U ovom radu se nalazi i mali deo o Beogradskoj berzi i indeksima koje ona proizvodi trenutno.

Za Frankfurtsku berzu možemo reći da je ona u vlasništvu i pod kontrolom nemačke berze (Deutsche Borse) koja svojim proizvodima i uslugama obuhvata čitav lanac poslova vezanih za trgovinu hartijama od vrednosti. Ona učestvuje na nemačkom tržištu sa čak 60% ukupnog obrta, a ima i veliki udeo i na evropskom tržištu.

Frankfurtska berza svoj razvoj započela je na jesenjem vašaru u srednjem veku i vremenom dostigla poziciju koju sada ima, prebrodivši mnoge krize na tom putu. Inovativnost koja ju je krasila u vreme kada je plasirala parcijalne obveznice za austrijskog cara ostala je i do današnjeg dana i oslikava je Ksetra. Prilagođavala se novim vremenima i potrebama, u početku doduše nedovoljno i diversifikovala svoje poslovanje tako da pored državnih obveznica, kojima trguje od samog početka, danas obavlja promet svih hartija od vrednosti, čak je i formirala posebno tržište na kome mlada i još nepoznata preduzeća mogu jednostavno da pribave neophodni kapital. U današnjim kriznim vremenima jedna od ključnih uloga stabilizatora,

prvenstveno evropske privrede, pripada Nemačkoj a Frankfurtska berza će, kao ključni igrač nemačke privrede, u tome nesumljivo imati svoju ulogu koju treba da odigra.

Svaka nauka a time i naučni rad mora imati predmet israživanja kao i metod vršenja istraživanja koji su međusobno povezani i samostalno ne čine nauku. „Nauka se definiše kao misaono sređivanje objektivne stvarnosti koja ide dalje od podataka o toj stvarnosti“.¹

Predmet našeg istraživanja jeste organizacija Frankfurtske berze, uticaj marketinga na berzansko poslovanje i neophodnost standardizovanog finansijskog izveštavanja.

Cilj istraživanja je prikaz poslovanja Frankfurtske berze, objašnjene pojma berze i berzanskog poslovanja sa osvrtom na Beogradsku berzu, kao i značaj marketinga i finansijskog izveštavanja. Cilj istraživanja je naučni i društveni.

Naučni cilj je opis aktivnosti Frankfurtske berze, opis trgovanja na berzi, kao i opis funkcija frankfurtske berze u skladu sa Zakonom o berzama.

Društveni (operativni) cilj istraživanja se ogleda u pružanju adekvatnih informacija i znanja pojedincima, grupama i organizacijama koji žele da se bave berzanskim poslovanjem.

Hipotetički okvir istraživanja ovog rada se sastoji od glavne i pomoćne hipoteze.

Polazimo od sledeće **generalne (glavne) hipoteze**: Frankfurtska berza predstavlja deo finansijskog tržišta koja je izuzetno značajno za ukupnu privredu u Evropi, jer ona učestvuje na nemačkom tržištu sa čak 60% ukupnog obrta.

Glavnu hipotetičku tvrdnju operacionalizujemo preko sledećih **pomoćnih hipoteza**:

- Veći kvalitet i organizacija poslovanja Frankfurtske berze utiče na veću zainteresovanost učesnika na berzi – mladih i još nepoznatih preduzeća,
- Veće učešće institucija koje se uključuju u berzansko poslovanje omogućuje razvijenije finansijsko tržište jedne zemlje,
- Frankfurtska berza usklađuje svoje poslovanje sa zakonskom regulativom.

¹ Miljević I. M. (2007), *Metodologija naučnog rada*, Filozofski fakultet – Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, str.11

Metode istraživanja u ovom radu, primenjene su sa stanovišta predmeta i cilja na takav način da se odgovori na postavljene probleme. Istraživanje je vršeno sa stanovišta problema u okviru predmeta i cilja istraživanja.

Analitičke osnovne metode:

- Metod analize,
- Metod apstrakcije,
- Metod dedukcije.

Sintetičke metode:

- Sinteza,
- Konkretizacija,
- Generalizacija i indukcija.

Opštenaučne metode:

- Hipotetičko deduktivna,
- Komparativna,
- Statistička metoda.

U prikupljanju podataka primenjeno je ispitivanje i metod analize sadržaja dokumenata i to na dva nivoa:

- Na nivou izbornih podataka, odnosno izvornih propisa i standarda međunarodnih institucija u berzanskom poslovanju,
- Na osnovu sekundarne analize ranijih istraživanja i adekvatne literature.

Od opštih naučnih metoda primenjujemo hipotetičko – deduktivne i komparativne, a od tehnika prikupljanja podataka koristili smo metod analize sadržaja dokumenata na nivou:

- Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima,
- Sekundarni izvori (već izvršenih istraživanja) i teorijske građe,
- Bilansi određene kompanije koja posluje na berzi.

I Berza i berzansko poslovanje

1. Istorijski osvrt

Berza je institucija organizovanog finansijskog tržišta, vezana za tačno određeno mesto, na kom firme mogu da prikupe sredstva emitujući nove hartije od vrednosti ili da obezbede likvidnost jednostavnom prodajom hartija koje već poseduju.² Pre usvajanja određenih pravila, razvoj trgovine je nametnuo potrebu da se kupoprodaje obavljaju na sigurniji, lakši i organizovaniji način. Zbog toga su bili održavani vašari, koji predstavljaju prve začetke berze odnosno prvu stepenicu ka formiranju berzi. Poznati vašari koji su održavani u srednjem veku, su vašari u Veneciji, Đenovi, Bolonji, Marselju, Arlu, Avinjonu i Tuluzu. Na njima se roba pokazivala, kupovala ili trampila između trgovaca koji su dolazili sa različitih strana sveta. Sa razvojem gradova i industrije, vašari gube na značaju. Na njihovo mesto dolaze moderni sajmovi, na koje se ne donosi roba, već samo mustre na osnovu kojih su se zaključivali ugovori o prodaji. Kasnije, sastanci između trgovaca postaju sve češći i redovniji u cilju pospešenja trgovine. Na sastanke nije mogao doći svako, već samo ko ispunjava određene uslove. Trgovanje se ograničavalo na mali broj važnijih proizvoda. Roba koja se prodavala nije donošena na tržište, kao ni mustre, već je ona unapred određena po vrsti i kvalitetu.

Tada nastaju berze koje, s obzirom na standardizovane materijale, omogućuju olakšano odvijanje trgovačkih transakcija i onda kada roba nije na tržištu, pa i kada je trgovac uopšte nema, jer je sigurno da će moći da se nabavi pošto se radi o materijalu koga ima u velikim količinama, a istog je kvaliteta.³

Naziv berze vezuje se za ime jednog bankara iz Briža, Van den Burse i grb koji je bio isklesan iznad vrata, a imao je oblik kese (lat. bursa). U XV veku trgovci Briža okupljali su se u lokalu porodice Van den Burse. Trgovci imajući u vidu mesto gde se sastaju, oni počinju da upotrebljavaju reč berza kao oznaku za svoje sastanke. Kasnije se to ime usvaja u svim drugim gradovima gde se osnivaju berze.⁴

² Gitman Lawrence J. (1988), „*Principles of Managerial Finance*“, San Diego State University, str. 36

³ Zebić M. (1990), *O berzama i posebno o Beogradskoj berzi*, Beograd, str. 17- 20

⁴ Mićović M. (1997), *Berzanski poslovi i hartije od vrednosti*, Pravni fakultet, Kragujevac, str. 8

Prve berze koje su nastale su bile robne berze. Kasnije, zahvaljujući razvoju hartija od vrednosti, nastaju efektne berze. Prva organizovana berza nastala je u belgijskom gradu Anversu 1460. godine. U Parizu robna berza je osnovana 1563. godine, a efektna 1724. godine. U Londonu je otvorena berza 1563. godine. Berza u Njujorku je počela da radi 1796. godine, na otvorenom prostoru, a 1817. godine, poslovanje je preseljeno u zgradu, u ulici Wall Street 40.⁵

Beogradska berza osnovana je 1894. godine, na osnovu Zakona o berzama iz 1886. godine. To je bila berza mešovitog tipa na kojoj se trgovalo valutama, devizama, hartijama od vrednosti, zlatom i produktima. Berza je radila do početka Drugog svetskog rata, a posle rata je ukinuta. Rad Beogradske berze obnovljen je 1989. godine.

2. Pojam i razvoj berzi

Berza (stock exchange) predstavlja fizički i poslovno organizovan prostor⁶ gde se vrši kupovina i prodaja određenih, tačno definisanih predmeta trgovine po unapred utvrđenim pravilima. Definisanost predmeta kupovine i prodaje i stroga forma i organizacija izvršavanja tih transakcija, berzu razlikuju od ostalih oblika i formi tržišta. Berzu možemo definisati kao regulisano i organizovano tržište sa strogo utvrđenim pravilima trgovanja i definisanim predmetima i učesnicima. Ona je neutralno javno mesto, gde se izvršavaju nalozi za kupovinu i prodaju. Takođe se pružaju i neophodne informacije potrebne za izvršavanje tih transakcija. Skup tih informacija koje se objedinjuju na jednom mestu, stvaraju uslove za postizanje najpovoljnije cene u određenim transakcijama.

U privredama sa razvijenim tržištem, berze su prisutne i imaju svoju ulogu u razvoju tog tržišta. Od berze, tačnije od funkcionisanja finansijskog tržišta zavisi povećanje obima i ulaganja u zemljama u razvoju kao i uslovi da se raspoloživi kapital produktivno investira.

Da bih berza kao organizovana institucija mogla da funkcioniše, potrebno je prethodno ostvariti niz uslova. Prema jednoj od sistematizacije tih uslova, potrebno je:

1. dovoljan broj hartija od vrednosti koje mogu biti predmet kupovine i prodaje,

⁵ Dugalić V., Štimac M. (2011), *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, str. 21

⁶ Jakšić M. (2011), *Finansijsko tržište*, Ekonomski fakultet, Kragujevac, str. 23

2. stabilni politički i ekonomski uslovi za ulaganje odnosno za investiranje,
3. dobro organizovan računovodstveni sistem koji omogućava blagovremeno dostavljanje pouzdanih informacija na osnovu kojih potencijalni investitori mogu donositi odluke,
4. platni sistem uspostavljen na takav način da korektno reguliše emitovanje i promet hartija od vrednosti uz maksimalnu zaštitu interesa investitora,
5. dovoljan nivo štednje,
6. aktivna uloga centralne banke na planu regulisanja novčane mase u cilju sprečavanja većih oscilacija i monetarnih udara,
7. pravilna poreska politika, u prvom redu sa stanovišta motivisanosti preduzeća, banaka i stanovništva za investiranje,
8. formiranje pratećih institucija koje su neophodne za emisiju i promet hartija od vrednosti, kao što su brokerske i dilerske firme, rejting agencije, revizorske organizacije, organizacije za saldiranje transakcija i
9. dovoljan nivo znanja koji potencijalnim investitorima i emitentima omogućava (uopšte) poslovanje hartijama od vrednosti.⁷

3. Vrste berzi

Berza je organizovan prostor u kome se obavlja kupovina i prodaja određene vrste robe.⁸ Prve berze u svetu su nastale spontano i bez postojanja pravne regulative. Kasnije berze su osnovane Zakonom o berzama, koji reguliše njihovo osnivanje i poslovanje.

Po načinu nastanka berze se dele na:

1. spontane i
2. osnovane na osnovu zakona.

Zavisno od mesta na kom se obavlja promet razlikuju se:

1. berzansko i
2. vanberzansko poslovanje.

⁷ Radović R. (1996), *Berzansko i akcionarsko poslovanje*, Bijeljina, str. 10

⁸ Bejatović M. (2008), *Berze i berzansko poslovanje*, Finex, Beograd, str. 21

Berzansko poslovanje se obavlja u samom centru berze koje se naziva rupa ili pit. Tu se obavlja poslovanje između brokera kao predstavnika kupca i prodavca berzanskih materijala. Vanberzanska trgovina se obavlja u hodniku berze, ispred i u neposrednoj blizini berze, ili između brokera i dilera na bilo kom mestu van berze. Trgovina koja se obavlja mora biti propisana berzanskom tehnologijom i mora se napisati izveštaj o trgovanju koji su relevantni za ocenu ukupnih berzanskih kretanja.

Po prirodi vlasništva berze se dele na:

1. javnopravne i
2. privatno- pravne berze.

Javnopravne berze osniva država, one su kontinentalnog tipa. Berze su pod njenim uticajem i kontrolom. Država im obezbeđuje sredstva za rad i poslovanje, a posrednici koji rade na berzi su državni službenici. Broj članova berze nije određen. Banke ne mogu biti članovi ove berze. Privatno – pravne berze predstavljaju privatne institucije, koje posluju samostalno u skladu sa propisanim zakonom. Broj članova je određen u fiksnom iznosu, banke ne mogu biti članovi ovih berzi. Privatno- pravne berze se nazivaju i samostalnim berzama Imovinu berze stvaraju njeni članovi, a ne država. Berze u SAD i Velikoj Britaniji organizovane su kao anglosaksonske berze. Država na ove berze deluje preko zakona i regulatornih tela, ali nema prava da upravlja berzama.

Mešovite berze kako i sam naziv kaže, predstavljaju mešavinu kontinentalnog i aglosaksonskog tipa berze. Berze ovog tipa zakonom osniva država koja organizuje kontrolu rada berzi, a članovi berzi i organi upravljanja berzom su banke i druge finansijske institucije. Broj članova berze nije ograničen, a o prijemu novih članova odlučuju osnivači odnosno vlasnici berze. Poslovnu politiku, planove i tehnologiju berzanskog rada utvrđuju i vode njeni osnivači odnosno članovi, a to su banke i druge finansijske organizacije. Na ovaj način organizovane su berze u Nemačkoj i zemljama koje su bliske njoj (Austrija, Švajcarska, zemlje Beneluksa i Skandinavske zemlje).⁹

Po predmetu trgovine berze se dele na:

1. robne-produktivne berze (robe i usluge),
2. novčane berze (nacionalni novac i devize) i
3. berze kapitala odnosno efektne berze (akcije i obveznice).

⁹ Unković M., Milosavljević M., Stanišić N. (2010), *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 9

U praksi se najčešće pominju samo dve vrste berzi – robne i finansijske. Na robnoj berzi se trguje robom i finansijskim derivatima, a na finansijskoj hartijama od vrednosti, devizama, plemenitim metalima, žirnim novcem, kapitalom i finansijskim derivatima.

Prema raznovrsnosti predmeta sa kojima se trguje na berzi razlikuju se:

1. specijalizovane i
2. mešovite berze.

Ako se na berzi trguje samo jednom vrstom materijala, onda je ona specijalizovana. Ukoliko se na berzi trguje sa više vrsta materijala, onda je ona mešovita. Na mešovitoj berzi se trguje sa različitim robama ili efektima.

Prema roku dospeća finansijskih instrumenata berze se dele na:

1. tržište novca i
2. tržište kapitala.

Tržište novca obuhvata finansijske transakcije sa finansijskim instrumentima čiji je rok dospeća do jedne godine. Tržište kapitala trguje finansijskim instrumentima čiji je rok dospeća do jedne godine.

Sa aspekta prirode berzanskih materijala berze se dele na:

1. tržišta vlasničkih i
2. tržišta dugovnih finansijskih instrumenata.

Na tržišta vlasničkih instrumenata obavlja se trgovina različitih vrsta akcija, dok na tržištu dugovnih instrumenata podrazumevaju pometanje različitih formi kredita sa određenim rokovima dospelosti i cenom hartija od vrednosti.

Prema vrsti aktive, tržišta se mogu podeliti na tržišta osnovnim hartijama od vrednosti (dužničkim ili vlasničkim) ili tržišta izvedenim hartijama od vrednosti (derivirana tržišta na kojima se trguje derivatima).¹⁰

Sa aspekta redosleda emisije možemo razlikovati sledeća tržišta:

1. primarna i
2. sekundarna tržišta.

Većina popularnih tržišta, kao što su Njujorška berza akcija i Tokijska berza akcija, predstavljaju sekundarna tržišta gde se postojeće hartije od vrednosti razmenjuju između fizičkih lica i institucija. Primarna tržišta – tržišta za novoemitovane hartije od

¹⁰ Unković M., Milosavljević M., Stanišić N. (2010), *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 10

vrednosti – su mnogo manje poznata. Nove emisije akcija ili obveznica ne prodaju se štedišama – kreditorima na parketu, već investicionim bankama.¹¹

Sa aspekta plaćanja i isporuke robe, razlikuju se promptna tržišta, odnosno terminska tržišta. Na promptnim tržištima rok za saldiranje je najčešće pet dana, dok na terminskim tržištima rokovi zavise od ugovora kupaca i prodavca, a najčešće su 90 dana.

Po načinu raspolaganja ostvarenim profitom berze možemo podeliti na:

1. profitne i
2. neprofitne berze.

Profitne berze dele profit vlasnicima prema uloženom kapitalu. Za njih možemo reći da imaju osobinu anglosaksonskih berzi. Neprofitna berza svoj profit ne deli članovima berze, već ulaže u poboljšanje uslova rada berze. Na ovakav način posluju kontinentalne i mešovite berze.

Po načinu rada berze možemo podeliti na:

1. klasične i
2. elektronske berze.

Rad klasičnih berza se odvija u samom centru berze koji se zove rupa ili pit. Klasična berza trguje po unapred poznatim, direktnim glasovima, znakovima i pokretima koje sprovode berzanski trgovci. Elektronska berza u svakom trenutku može dati tačne informacije, njen rad je 24 časa. One rade po unapred već određenom modelu elektronske trgovine. Elektronske berze mogu trgovati na berzi ili na daljinu, posebno kod plasiranja berzanskih naloga za kupovinu i prodaju.

Po tržišnom dometu, odnosno sa aspekta porekla učesnika u transakcijama na berzi, berzu možemo podeliti na:

1. domaće i
2. međunarodne.

Domaće berze su one berze gde se robne i finansijske transakcije odvijaju između učesnika koji su iz zemlje u kojoj se obavlja transakcija. Na međunarodnim berzama učestvuju pored domaćih i strana lica kao nerezidenti.

¹¹ Ritter Lawrence S., Silber William L., Udell Gregory F. (2009), „*Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*“, Udruženje banaka Srbije, Beograd, str.104

4. Učesnici na berzi

Samom berzom upravljaju vlasnici, a to su:

1. Skupština berze,
2. Upravni odbor i
3. Nadzorni odbor berze.

Članovi berze su lica koja imaju prvo da kupuju i prodaju berzanske robe na berzi, a ostala lica mogu da posluju na berzi samo preko članova berzi. Članovi su brokeri i dileri, vlasnici i banke u toj ulozi u zemljama gde je to dozvoljeno (Nemačka, Austrija, Švajcarska, Srbija).¹²

U samom centru berze se nalazi najvažniji krug gde između sebe trguju isključivo ovlašćena lica. Brokeri i dileri imaju pravo da trguju na ringu berze, pa ih zovu floor traders. Broj mesta na parketu je ograničen. On može biti fiksni ili promenljiv zavisno od pravila berze. Od samog centra se šire krugovi koji čine različiti učesnici u lancu berzanske trgovine. Brokeri i dileri kada su izvan centralnog mesta, mogu poslovati samo preko trgovaca iz prvog kruga, članova berze. Ostali brokeri koji imaju kancelarije na berzi, su posrednici zaposleni kod firmi investitora, učlanjenih u berzu. Oni u ime tih firmi daju naloge trgovcima na parketu, ili trguju vanberzanskoj trgovini.

Brokeri trguju na berzi u tuđe ime i za tuđ račun, uz naplaćivanje provizije za obavljene poslove. Dileri obavljaju posredničke poslove u svoje ime i za svoj račun, a zaradu ostvaruju na osnovu razlike u ceni.¹³

Na berzi posluju i marketmejkeri. Marketmejkeri su dileri koji posluju na berzi u cilju ostvarenja stabilnosti na tržištu, da ne bih došlo do velikih oscilacija u cenama, ponudi i tražnji. Oni sprečavaju da dođe do finansijske krize na tržištu. Ali u slučaju ta se to dogodi ni oni ne bih mogli da stabilizuju berze.

¹² Unković M., Stakić B. (2011), *Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*, Poslovni fakultet, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 165

¹³ Dugalić V., Štimac M. (2011), *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, str. 18

5. Funkcije berze

Berzu čine četiri osnovne službe koje ispunjavaju njene ključne funkcije. Na osnovne službe se nadovezuju i prateće koje im omogućavaju funkcionisanje. Pratećedelatnosti ne moraju biti posredni deo berze. Četiri ključne funkcije berze su:

1. listing,
2. trgovanje,
3. kliring i saldiranje,
4. informisanje.

Berza je po strukturi slična koncentričnim krugovima. U najužem smislu reči, berzu čini sam centar. U centru se nalaze četiri osnovne funkcije berze koje je ona preuzela od prvobitnog kruga udruženih trgovaca posrednika. Te funkcije zajedničke su za sve članice berze i svaka od njih mora imati jednak pristup njima. One su kumulativne, odnosno kada se sve četiri uspostave do kraja, može se reći i da se berza uspostavila u punom obliku.¹⁴

5.1. Listing

Prva funkcija berze je listing. Zadatak ove funkcije je da obezbedi na berzi što kvalitetnije predmete trgovanja. Kod robnih berza ova funkcija zahteva obezbeđivanje određenog kvaliteta i kvantiteta robe, ali se posebno trguje robom prvog kvaliteta a posebno robom drugog kvaliteta itd.

Da bih roba mogla biti na listingu, službe za proveru kvaliteta i kvantiteta moraju dati saglasnost. Starije berze su osnovale sopstvene službe, dok berze koje su nastale u novije vreme, ovu delatnost prepuštaju specijalizovanim agencijama za proveru kvaliteta i kvantiteta robe. Agencije izdaju tipske sertifikate, kojima odobravaju trgovinu robom na berzi.

¹⁴ Dugalić V., Štimac M. (2011), *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, str. 45

Svrha ovakvog postupka je obezbeđivanje sigurnosti trgovaja i uvođenje odgovornosti za ono što se na berzi dešava – u slučaju da se ispostavi da određena količina robe nije deklarisanog kvaliteta, ili u deklarisanjoj količini, onda se može smatrati da je odgovorna agencija za procenu kvaliteta i kvantiteta robe. Na taj način se, za određenu nedoslednost, odmah utvrđuje i onaj ko mora da je ispravi.¹⁵

5.2. Trgovanje

Druga funkcija berze je trgovanje. Samo ovlašćena lica mogu da trguju na berzi. Ovaj deo berzanskih aktivnosti je strogo formalizovan i standardizovan. Dokumenti koji su potrebni za trgovanje na berzi su nalog za kupovinu i prodaju, berzanska tabla ponude i tražnje, i zaključnica kao specifični berzanski kupoprodajni ugovor.

Svaka trgovina, u funkcionalnom smislu, mora da ima dve strane – ponudu i tražnju tj. prodaju i kupovinu. Berza je pre svega, trgovinska institucija, tako da njena funkcija trgovanja mora da ima jasno profilisane ove dve strane.

Berza mora da uspostavi i zaštitni mehanizam koji će učesnicima pružiti dodatnu sigurnost od nepredviđenih tržišnih oscilacija. U takvim slučajevima uloga zaštitnika se prepušta interventu. Kod novonastalih berzi uloga interventa pripada državi dok kod razvijenih berzi tu ulogu preuzimaju posebne finansijske kuće – marketmejkri.

5.3. Kliring i saldiranje

Treća funkcija berze je kliring i saldiranje, ali da bih se ona mogla izvršiti neophodno je prvo da se zaključi posao trgovanja. U kliringu i saldiranju se vode računi svih učesnika u trgovanju, kao i računi pojedinih predmeta trgovanja. Tim načinom poslovanja uspostavlja se dvojno knjigovodstvo.

Kod robnih berzi, neophodna je komunikacija berzi sa mrežom ovlašćenih skladišta. Kliring vodi računa o tome da u određenim skladištima bude dovoljno robe kojom se trguje na berzi. U mehanizmu terminskog trgovanja treba da bude dovoljno za sve one koji žele da robu zaista i preuzmu. To je na najrazvijenijim berzama mali procenat – ispod deset odsto onih koji određenom robom na berzi trguju.¹⁶

¹⁵ Dugalić V., Štimac M. (2011), *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, str. 46

¹⁶ Dugalić V., Štimac M. (2011), *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, str. 70

5.4. Informisanje

Berza je u obavezi da obavesti javnost o promenama na berzi, a pre svega o ostvarenom trgovanju. Sistem informisanja nadležnih institucija kontroliše rad berze. Podaci izveštaja i biltena koje publikuju berze, podaci o berzanskom trgovanju se objavljuju i u sredstvima javnog informisanja (*Financial Times*). Za analitičare i investitore, posebno su značajni podaci o kretanju berzanskih proseka i indeksa, koji predstavljaju sintetičke pokazatelje tendencija uspostavljenih u trgovanju na određenoj berzi. Na osnovu tih dobijenih podataka donosi se odluka o kupovini ili prodaji nekog berzanskog materijala.¹⁷

Berze su u obavezi da objavljuju dnevne, sedmične, polugodišnje i godišnje izveštaje svih potencijalnih i aktivnih učesnika u berzanskom trgovanju.

U SAD najvažnije informacije se mogu dobiti u dnevnim novinama kao što su *New York Times* koje obuhvataju tekuće izveštaje o političkim i ekonomskim uslovima širom sveta, koji mogu uticati na raspoloženje investitora. Specijalizovane dnevne novine *Wall Street Journal* daju svetske i nacionalne finansijske novosti, izveštaje o određenim privrednim granama ili preduzećima kao i stručna mišljenja o budućim zbivanjima na finansijskim tržištima i privredi uopšte. Uz dnevne, postoje i periodične novine koje se pre svega bave publikovanjem informacija o tržišnim kretanjima.¹⁸

6. Berzanski poslovi

Berzanski poslovi su ugovori o kupovini i prodaji. Svaki oblik poslovanja na berzi određen je tipskim ugovorom, na osnovu Zakona o berzanskom poslovanju. Ugovor je sastavljen od opštih i posebnih ugovornih uslova. Opšti uslovi su isti za sve predmete trgovanja na berzi i odnose se na način preuzimanja materijala i transport. Posebni ugovorni uslovi odnose se na kvalitet materijala kojim se trguje.

¹⁷ Dugalić V., Štimac M. (2011), *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, str. 116

¹⁸ Šoškić D. (2009), *Hartije od vrednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Beograd, str. 72

Berzanske poslove zaključuju samo ovlašćena lica – berzanski trgovci koji su smešteni u samom centru berze. Predmet berzanskog poslovanja mogu da budu samo stvari koje su primljene u berzanski pravni promet odlukom nadležnog berzanskog organa ili se radi o materijalima koji su primljeni na zvančni listing berze. Berzanski poslovi se zaključuju po posebnom berzanskom postupku čija pravila utvrđuje berza.¹⁹

6.1. Karakteristike berzanskih poslova

Berzanske poslove odlikuju određene specifičnosti koje ih čine posebnom vrstom ugovora o prodaji. To su:

1. zaključenje poslova preko berzanskih posrednika,
2. obredna forma berzanskih operacija,
3. nadzor nad obavljanjem berzanskih poslova i
4. javnost berzanskih poslova.²⁰

Zaključivanje poslova preko berzanskih posrednika. – Berzanski poslovi se zaključuju preko ovlašćenih lica, koja imaju pravo učešća na berzi. Razlikuju se dve vrste berzanskih posrednika: brokери i dileri. Oni su članovi berze, imaju sertifikat i mogu da trguju na berzanskom tržištu. Ukoliko berzanski posrednik nije član berze, ne može zaključivati poslove u samom centru berze, već u okviru vanberzanske trgovine. Berzanski posrednici zaključuju berzanske poslove uz posredovanje brokera berze (oni ne učestvuju u vanberzanskoj trgovini), kao posebne vrste službenika berze.

Obredna forma berzanskih operacija. – Poslovi koji se zaključuju na berzi, zaključuju se preko posrednika. Ugovorni partneri se po pravilu ne poznaju. Forma po kojoj se poslovi zaključuju propisana je berzanskim pravilima. Nalog kojim se zaključuje posao je u skladu sa berzanskim pravilima o vrsti berzanskog materijala, o minimalnoj količini koja može biti predmet posla i o roku trajanja naloga.

Nadzor nad obavljanjem berzanskih poslova. – Berzanski poslovi se vrše pod nadzorom državnih i berzanskih kontrolnih organa u cilju sprečavanja poremećaja na berzi i usklađivanja poslovanja sa zakonom i pravilima berze. Nadležni organ može i

¹⁹ Unković M., Milosavljević M., Stanišić N. (2010), *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 79

²⁰ Mićović M. (1997), *Berzanski poslovi i hartije od vrednosti*, Pravni fakultet, Kragujevac, str. 17

da privremeno obustavi rad berze ako oceni da dalje poslovanje berze ugrožava interese učesnika u radu berze, narušava ravnotežu na tržištu ili ugrožava funkcionisanje berze.²¹

Javnost berzanskih poslova. – Javnost berzanskih poslova se obavlja u sali. Najčešće se dešava za vreme berzanskog sastanka. Sva akta i informacije o radu berze, koja ne predstavljaju poslovnu tajnu, objavljuju se i distribuiraju preko informacionog i komunikacionog sistema berze. Javnost se uredno obaveštava putem berzanskih izveštaja o kursu berzanskog materijala.

6.2. Vrste berzanskih poslova

Berzanske poslove možemo podeliti u više vrsta, i to:

- u zavisnosti od polaznog kriterijuma,
- promptnim poslovima i
- terminskim poslovima.

6.2.1. Kriterijumi za podelu berzanskih poslova

Postoje više kriterijuma za podelu berzanskih poslova, a najznačajniji su:

- mesto i vreme zaključivanja,
- predmet trgovine,
- broj prodajnih ugovora i
- vrste dospelosti baveza.²²

Prema mestu zaključenja, berzanski poslovi mogu biti:

1. unutrašnji i
2. spoljašnji poslovi.

Unutrašnji poslovi su oni pslovi koji se zaključuju u određeno vreme, između domaćih lica, sa pravom trgovanja na berzi. Berzanski poslovi koji se zaključuju uz prisustvo stranih lica nazivaju se spoljnotrgovinski poslovi.

²¹ Mićović M. (1997), *Berzanski poslovi i hartije od vrednosti*, Pravni fakultet, Kragujevac, str. 18

²² Unković M., Milosavljević M., Stanišić N. (2010), *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 80

Prema predmetu trgovine berzanski poslovi se dele na:

1. službene i
2. slobodne.

Službeni poslovi se obavljaju u samom centru berze, za njih možemo da kažemo da su berzanski poslovi. Berzanski materijal kojim se trguje na berzi se nalazi na berzanskom listingu. Slobodni poslovi se obavljaju van centra berze. Slobodni poslovi su vanberzanski poslovi. Trgovina ovih poslova se obavlja na nezvaničnim stranicama.

Prema broju prodajnih ugovora, berzanski poslovi se dele na:

1. proste i
2. složene.

Prosti berzanski poslovi se sastoje od samo jednog ugovora, dok se složeni sastoje od dva ili više ugovora. Složeni ugovori su arbitražni, reportni i svop berzanski poslovi.

Po dospelosti berzanski poslovi se dele na :

1. promptne i
2. terminske poslove.

6.2.2. Promptni poslovi

Promptni poslovi su oni poslovi kod kojih se plaćanje i isporuka materijala vrši odmah po zaključenju posla ili u kratkom roku nakon toga. Rok za izvršenje promptnog posla određuje svaka berza svojim uzansama, ukoliko nema odredba u zakonskim propisima koji regulišu berzansko poslovanje. Rok se obično kreće od dva dana do tri nedelje, od dana kada je ugovor sačinjen. Prema vremenu i mestu isporuke promptni poslovi na robnim berzama se mogu zaključiti kao:

- Loko posao (na licu mesta) – roba mora biti dostupna kupcu u mestu održavanja berzanskog sastanka.
- Prompt isporuka – znači da se roba mora predati kupcu u veoma kratkom roku, koji je određen uzansama berze na kojoj je zaključena kupoprodaja.
- Prompt utovar – što znači da se mora izvršiti utovar robe u ugovorenom roku, tako da se konosman izda u roku od 14 dana od sklapanja berzanskog ugovora.

- Prompt posao za robu na putu – što znači da se predaja robe vrši uručivanjem konosmana ili prenosivog tovarnog lista kupcu, koji od tog momenta može da raspolaže robom.
- Oročeni promptni posao – znači odloženo izvršenje predaje robe kupcu, što se uvek utanači u zaključnici navodeći obično da će roba biti predata sredinom, krajem ili u prvoj polovini tačno određenog meseca.

Tržišta na kojima se obavljaju promptni poslovi nazivaju se spot, keš, stvarna ili fizička tržišta. Ova tržišta, kao i prompt poslovi, danas gube na značenju, s obzirom da predstavljaju manji procenat u odnosu na terminske poslove.

6.2.3. Terminski poslovi

Terminski poslovi se definišu kao poslovi prodaje gde se obaveze kupca i prodavca ne izvršavaju odmah posle zaključenog ugovora, već u nekom kasnijem roku koji je unapred fiksiran i označen.²³ Prenos prava i obaveza vrši se putem finansijskih derivata, koji, prema Zakonu o hartijama od vrednosti, predstavljaju posebnu vrstu hartija od vrednosti (roba, drugi vrednosni papiri, devize, kamate ili berzanski indeksi). Pojavljuju se kao:

- forvardi,
- fjučersi,
- opcije,
- svopovi i
- hedžing poslovi.

Osnovna obeležja berzanskih terminskih poslova su:

1. ročnost posla,
2. bezuslovno ili uslovno zaključenje posla i
3. različita motivisanost posla, da se dođe do neophodne robe, da se zaradi, ili zaštititi od rizika.²⁴

Terminski poslovi se zaključuju i izvršavaju na dva načina: direktno između učesnika u nekoj transakciji ili uz učešće klirinške kuće.

²³ Mićović M. (1997), *Berzanski poslovi i hartije od vrednosti*, Pravni fakultet, Kragujevac, str. 23

²⁴ Unković M., Milosavljević M., Stanišić N. (2010), *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 83

Berzanski trgovci koji tipuju (igraju, prognoziraju) na povećanje cena određenog berzanskog materijala zovu se hosisti ili bikovi (bull), a oni koji igraju na smanjenje cena besisti ili medvedi (bears).

Učesnici u terminskim poslovima kao i učesnici u berzanskom trgovanju su isti. U osnovi razlikujemo:

- berzanske trgovce,
- hedžere i
- špekulante.²⁵

²⁵ Ivanović P. (1995), Fjučersi, Beogradska berza, Beograd, str. 9

III Frankfurtska berza

1. Istorijski osvrt Frankfurtske berze

Koreni frankfurtske berze potiču od vremena srednjovekovnih vašara. Prvi vašar koji se održao u Frankfurtu bio je žetveni festival 1150. god. u XI veku. Car Ludvig je 1330. god., odobrio održavanje još jednog većeg vašara, zbog čega je grad postao bitan centar finansijskih transakcija. Povećanje trgovine je pratilo i povećanje robne proizvodnje koja je, iz pojedinačne proizvodnje, prerasla u proizvodnju za široko tržište.²⁶

Početkom XVI veka, Frankfurt je napredovao zbog svojih dobro poznatih vašara, da je čak dobio naziv "rupa sa srebrom i zlatom nemačkog carstva". Dolaskom holandskih i francuskih trgovaca, koji su morali da izbegnu iz svojih domovina zbog protestantskih ubeđenja, počinje da se trguje na veliko i da se otvaraju prve banke, a trgovci iz cele Evrope počeli su da dolaze u Frankfurt kako bi obavljali svoje poslove. Međutim, kako se u Evropi, pa i u samoj Nemačkoj, koristile raznovrsne valute, obavljanje novčanih transakcija se pokazalo kao ogromni problem. Da bi sprečili rasulo do kog je došlo zbog velikog broja različitih valuta koje su razmenjivane po kursu koji nije bio precizno definisan, već je varirao od jednog do drugog trgovca i od vrste novca koji se menja, trgovci su se sastali na vašaru 1585. god., kako bi utvrdili nešto što bi mi danas nazivali jedinstvena kursna lista. Ovaj događaj se uzima za trenutak nastanka frankfurtske berze. Od tada pa na dalje, trgovci su se sastajali s vremena na vreme kako bi utvrdili nove jedinstvene i obavezujuće kurseve za razmenu novca.

Prva zavnična kursna lista objavljena je 1625. god., i sastojala se od srednjih kurseva 12 različitih valuta. Najstarija lista koja postoji i dan danas je ona iz 1721. god., i ona sadrži kurs razmene 16 novčanih valuta. Trgovci su se prvobitno sastajali ispred Frankfurtske gradske većnice kako bi se dogovarali, da bi na samom kraju XVII veka prešli u zgradu Großer Braunfels izabравši tako najveću i najvažniju zgradu u gradu za svoje sastajalište. Godine 1682., doneta su prva pravila i propisi što je dovelo i do formiranja zvanične berzanske administracije.

²⁶ Frankfurtska berza – Istorijat, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/history/18th-to-19th-century>, od ponedeljka 28. maja 2012. god.

1.1. Finansijska revolucija

Trgovina menicama i obveznicama u Frankfurtu je počela krajem XVII veka. To je dovelo do nastanka tržišta na kome su i drugi ljudi, koji nisu bili trgovci, imali priliku da ulože višak sopstvenih sredstava. Direktori berze su se sastali 1707. god., kako bi oformili "Predstavnike trgovaca", zvanično telo za trgovinsko zastupanje grada. Godine 1808., predstavnici su prerasli u privrednu komoru, a berza je osnovana kao privatna institucija kojom upravlja mali broj trgovca i time je postala otvorena za široku javnost.

Državnim obveznicama je počelo da se trguje krajem XVIII veka, a prva velika finansijska transakcija je obavljena 1779. god. Tada je banka Betman, da bi prikupila novac za austrougarskog cara, na tržište plasirala prvu obveznicu koja je imala više milionsku nominalnu vrednost. Međutim, pojavio se problem prikupljanja tolikih sredstava pošto nijedan pojedinac, ni industrija, nije imao toliko slobodnog novca za ulaganje. Da bih to rešila, Betman banka je "razbila" ovu veliku obveznicu na veliki broj parcijalnih obveznica (Partialobligationen), čijom su kupovinom investitori praktično kupovali deo careve obveznice za koju su dobijali isplatu srazmerno veličini njihovog dela. Zahvaljujući ovom vidu finansijskog posredovanja, frankfurtske banke su dobile instrument koji im je omogućavao da i u budućnosti organizuju trgovinu obveznicama velikih nominalnih vrednosti. Vremenom se grad razvio u centar sa obiljem međunarodnog kapitala, zahvaljujući jednoj od najvažnijih berzi tog vremena (pored Londonske i Pariske). Prostor koji je berza imala u kući Braunfels vremenom je postao neodgovarajući za obim poslovanja koji se obavljao. Iz tog razloga je sredinom XIX veka, berza za svoje potrebe izgradila novu velelepnu zgradu po planovima frankfurtskog arhitekta Fridriha Pejpera.

Sa dolaskom industrijske revolucije u Nemačkoj, postale su očigledne prednosti izdavanja akcija, koje su se nudile u finansiranju skupih projekata. Prvim akcijama se u Frankfurtu trgovalo još 1820. god., ali glavni fokus berze je ostao na trgovini obveznicama. Dok su druge berze rado prihvatile da vrše promet akcija sve brojnijih akcionarskih preduzeća, frankfurtska berza se i dalje primarno bavila prometom bezbednih, državnih obveznica zbog čega je i postala poznata kao "bezbedni Frankfurt". Nakon ujedinjenja Nemačke i proglašenja Berlina za prestonicu, pozicija Frankfurtske berze kao vodeće Nemačke berze je bila ugrožena od berlinske strane.

To je dovelo do promene poslovne politike i do povećanog trgovanja akcijama preduzeća, što je za uzvrat olakšalo preduzećima prikupljanje potrebnog kapitala (pogotovo onima lociranim u južnoj Nemačkoj) i omogućilo frankfurtskoj berzi da zadrži svoju poziciju vodeće finansijske institucije u Nemačkoj.

1.2. Iz ruševine na vrh

Frankfurtska berza je bila teško pogođena izbijanjem I svetskog rata. Nemački investitori su masovno prodavali strane akcije i obveznice, a taj oslobođeni kapital je mahom investiran u državne obveznice. Do kraja rata sve strane akcije su nestale tako da je Frankfurt izgubio položaj na međunarodnom tržištu kapitala. Došlo je do pojave inflacije koja je kulminirala 1923. god., što je dovelo do drastičnog pada vrednosti hartija i do rasta špekulativnih aktivnosti na berzi. Oktobra 1929. god. Cene na berzi su počele da padaju, a 25. oktobar je u istoriju ušao kao veliki crni petak, dan kada je počela do tada neviđena ekonomska kriza.

Privreda je počela da se stabilizuje tek 1932. god., a već 1933. god. sa dolaskom nacista na vlast, dolazi do promene ekonomske politike. Izvršena je centralizacija vlasti tako da nadzor berze više ne vrše savezne državne. Godine 1935. frankfurtskoj berzi je pripojena manhajmska berza i dato joj novo ime Rajna – Majna berza. Iako je nastavila da funkcioniše kao domaća berza, ona zapravo nije imala neku važnu ulogu zato što je nacistički režim ograničio slobodu tržišta i angažovao sav veći kapital u pripremama za predstojeći rat. Zgrada berze je teško oštećena tokom savezničkog bombardovanja 1944. god., a ono malo berzanskih poslova koji su opstali je obavljano u podrumskim prostorijama. Posle pada Hitlerovog režima došlo je do prestanka rada svih finansijskih tržišta, a frankfurtska berza je nakon šest meseci među prvima ponovo otvorena. Tek nakon izvršene monetarne reforme 1948. god. i postepenog oporavka Nemačke privrede, frankfurtska berza je ponovo počela da dobija na značaju. Početkom 1956. god., ponovo je dozvoljena trgovina inostranim hartijama od vrednosti tako da je Frankfurt mogao da se vrati na međunarodnu pozornicu i da zadrži položaj vodeće nemačke berze. Berze su imale značajnu ulogu u posleratnoj obnovi države, a nakon toga i u ekonomskom razvoju Savezne Republike Nemačke koja je postala jedna od najjačih na svetu.

Kako je jačala nemačka privreda tako je i jačala njena najvažnija berza. Godine 1988. uveden je DAX indeks koji je danas jedan od najpoznatijih berzanskih indeksa, a 1997. god. pokrenut je Ksetra (Xetra) elektronski sistem, koji omogućava potpuno kompjuterizovanu razmenu.

2. Trgovina na berzi

Frankfurtska berza je podeljena na tri odvojena segmenta:

- „Amlichter Handel“ na kome se trguje obveznicama države i velikih korporacija, kao i njihovim akcijama,
- „Geregelter Markt“ za hartije od vrednosti manjih kompanija i
- „Freiverkehr“ sa najblažim zahtevima za promet hartija od vrednosti.

Trgovina se na frankfurtskoj berzi obavljala na dva načina, pomoću elektronskog Ksetra (Xetra) sistema i na trgovačkom parketu. Trgovački parket je bilo tradicionalno mesto na kom se obavljala prodaja kapitala sve do pojave kompjutera i njihovog prilagođavanja potrebama berze. Na parketu su dolazili brokeri koji žele da naprave ponudu (bilo da prodaju ili kupuju) i koji su zatim glasno izvikivali šta ih zanima i koliko novca nude ili traže. Onog trenutka kada se poklope tražena i ponuđena količina novca sklapao bih se posao. Pristup parketu imaju samo zaposleni na samoj berzi i učesnici u trgovini. Ti učesnici su:

- trgovci – obično su predstavnici investicionih banaka,
- vodeći brokeri – zadatak im je da izračunavaju cenu hartija od vrednosti koje su im dodeljene i
- brokeri – olakšavaju transakcije između banaka.²⁷

Ksetra sistem je ponos i dika frankfurtske berze. Smatra se da je to najefikasniji i najfleksibilniji automatizovani sistem za trgovinu hartijama od vrednosti na svetu, a dokaz za to je činjenica da je čak 14 berzi širom sveta ovlastilo Ksetru da obavlja njihove transakcije. Ova platforma za trgovinu je zapravo potpuno elektronski sistem za trgovinu koji razvrstava ponude za kupovinom i prodajom ovlašćenih trgovca, a ako dođe do poklapanja tražnje i ponuđene cene one se automatski uparuju.

²⁷ Frankfurtska berza – trgovina na berzi, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/marketplaces/floor+trading+at+the+frankfurt+stock+exchange>, od ponedeljka 28. maja 2012. god.

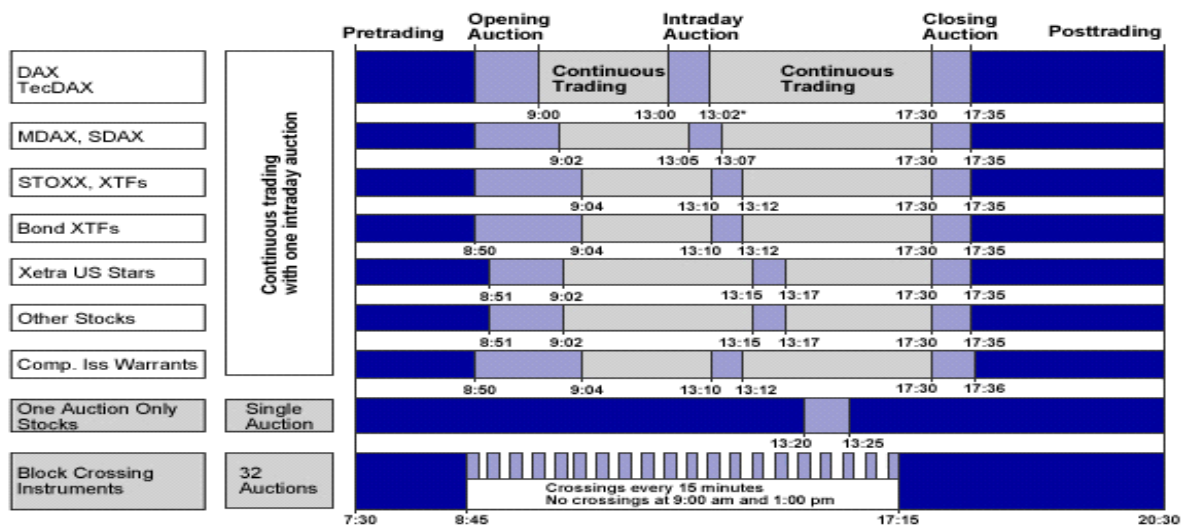
Ksetra omogućava trgovanje koje uzima u obzir i potrebe privatnih ulagača, zato što nudi:

- objektivno utvrđivanje cena zahvaljujući velikom obimu trgovine,
- niske troškove jer nema brokerskih provozija,
- veliku brzinu bez obzira da li je u pitanju jedna akcija ili cela serija,
- širok izbor jer se na njoj trguje sa više od 6000 hartija od vrednosti .



Slika br 1. Trgovački parket Frankfurtske berze²⁸

Ksetra radi od 9:00h – 17:30h i ima dva režima rada, neprestalno trgovanje i aukcije. U slučaju neprestalnog trgovanja sistem automatski povezuje ponudu i tražnju po njihovom pojavljivanju dok u režimu aukcije, koji se odvija po otvaranju, pred zatvaranje i bar jednom u toku dana, omogućava koncentraciju ponuđenog kapitala tako da najbolja ponuda odlučuje ko će sklopiti posao.



Slika 2. Raspored aukcija u toku dana u Ksetra sistemu²⁹

²⁸IPO na Frankfurtskoj berzi, internet stranica, <http://ipofse.com/>, od ponedjeljka 28. maja 2012. god.

Postavlja se pitanje može li trgovina na parketu da opstane pored sistema kao što je Ksetra? Odgovor je da može, jer iako je Ksetra preuzela veći obim poslova koji su ranije obavljani na parketu, nije preuzela sve. Trgovina manje likvidnih hartija od vrednosti, stranim akcijama, investicionim fondovima i skoro svih obveznica se obavlja isključivo na parketu. Drugi razlog za opstanak trgovačkog parketa je takozvana kasna trgovina, odnosno trgovina nakon zatvaranja Ksetra tržišta (sve transakcije koje se obavljaju posle 17:30h moraju biti obavljene na parketu).

Uvođenjem elektronskog sistema Ksontro (Xontro) učesnici više ne moraju da dolaze na parket već mogu da sklapaju poslove iz svojih kancelarija, a brokeri od 2002. god. više ne uzvikuju svoje ponude, da bi ih berzanski zvaničnici uparivali, već sede za svojim stolovima i izračunavaju cene hartija od vrednosti koje su im dodeljene.

3. Organi frankfurtske berze

Generalni direktori predstavljaju izvršni organ frankfurtske berze koji je zadužen za njeno vođenje. Aktivnosti generalnih direktora su određene na osnovu zakona o berzama i podrazumevaju:

- prijem ljudi i organizacija berzanskog trgovanja,
- odluke o isključenju,
- suspenzija zvanične liste hartija od vrednosti,
- odluke o fiksiranju cena hartija od vrednosti,
- definisanje organizacionih i poslovnih procedura frankfurtske berze i
- održavanje reda na trgovačkom parketu.³⁰

Generalni direktori su zaposleni sa punim radnim vremenom i pod kontrolom su saveta za razmenu.

²⁹Frankfurtska berza – trgovina na berzi, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/marketplaces/xetra+auction+plan>, od četvrtka 15. juna 2012. god.

³⁰Frankfurtska berza – organi berze, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/bodies+of+the+frankfurt+stock+exchange/general+managers+exchange+council+and+the+trading+surveillance+office+huest>, od petka 16. juna 2012. god.

Savet za razmenu je forum na kom se razmatraju pitanja vezana za tekuće poslovanje kao i za dalji razvoj. Zadužen je za kontrolu, postavljanje i razrešenje generalnih direktora kao i za postavljanje pravila o trgovini, propisa o ulozima i uslovima za obavljanje transakcija na berzi. Savet se sastoji od 24 člana koji se biraju na svake tri godine, a podrazumeva predstavnike banaka, investicionih kompanija, vodećih brokera i kompanija koje se nalaze na berzi.

Kancelarija za nadgledanje trgovine (HÜSt) služi za uspostavljanje direktnih veza sa tržištem. Predstavlja potpuno nezavistan organ berze koji nadgleda fiksiranje cena i samo trgovanje, kako na trgovačkom parketu tako i preko elektronskih sistema. Zadatak kancelarije je da pronalazi nepravilnosti u procesu trgovine i da o tome izveštava nadzorni organ i generalne direktore.

4. Delovi berze

Investitori zahtevaju transparentnost, likvidnost, zakonsku sigurnost i integritet. Jasno definisana pravila su preduslov za efikasno tržište kapitala t.j. taj preduslov mora da se ispuni da bih investitori ulagali u preduzeća koja se mogu naći na berzi. Ta pravila, koja pružaju investitorima sigurnost i izvesnost, su određena od strane zakonodavca (država) ili od strane same berze. U Evropi se tržištu kapitala može pristupiti na dva načina:

- preko tržišta regulisanih od strane Evropske Unije i
- preko tržišta koja regulišu same berze (regulisana nezvanična tržišta).

Na Frankfurtskoj berzi, preduzeća mogu da biraju da li će se pojaviti na tržištu regulisanom od strane Evropske Unije (zvanično ili regulisano tržište) ili na otvorenom tržištu čija pravila određuje sama berza.

Zvanična i regulisana tržišta su zasnovana na Zakonu, tačnije nemačkom Zakonu o trgovanju hartijama od vrednosti. Uslove za ulazak na ovo tržište i uslove o transparentnosti propisuje Evropska Unija. Kompanije koje se nalaze na ova dva tržišta ispunjavaju najstrože evropske zahteve o transparentnosti i imaju brojne privilegije. Regulisano nezvanično tržište, koje je 2005. god. preimenovano u otvoreno tržište, je regulisano na osnovu organizacionih pravila a ne zakona.

Preduzeća koja ovde posluju se suočavaju sa manje formalnim zahtevima što privlači mala i srednja preduzeća koja traže troškovno efikasne izvore finansiranja.

U zavisnosti od toga na kom se tržištu nalazi, zavisi i nivo transparentnosti koji će akcija imati t.j. da li je to najviši nivo, opšti nivo ili pristupni nivo. Svako preduzeće koje je uspeo da uđe na regulisano tržište, moralo je da ispuní uslove koji su potrebni da bi njegove akcije bile na opštem nivou transparentnosti. Uslovi za opšti nivo su ad hoc obelodanjivanje podataka, upotreba međunarodnih računovodstvenih standarda i objavljivanje izveštaja više puta godišnje. Da bi dostiglo najviši nivo transparentnosti, preduzeće mora da ispuní mnogo strožije uslove od onih koji su potrebni za ulazak na regulisano tržište. To podrazumeva kvartalne izveštaje na nemačkom i engleskom, upotrebu međunarodnih računovodstvenih standarda, objavljivanje korporativnog kalendara u kom je predviđena bar jedna analitičarska konferencija godišnje i ad hoc obelodanjivanje mora da bude na engleskom jeziku. Pristupni nivo je najniži nivo transparentnosti na frankfurtskoj berzi. Zasnovan je na pravilima otvorenog tržišta i još nekim uslovima koji imaju za cilj povećanje informisanosti investitora. Kompanije na ovom nivou moraju da podnesu i revizorske izveštaje uz finansijske, i da sve to objave na svom veb sajtu u roku od 6 meseci od isteka roka za podnošenje izveštaja. Pored toga, one su u obavezi da obelodane sve novosti ili okolnosti koje su značajne za procenjivanje vrednosti akcija ili samog preduzeća.

4.1. Regulisano (zvanično) tržište

Regulisano tržište je organizovano tržište u skladu sa nemačkim Zakonom o trgovini hartijama od vrednosti. To znači da su uslovi za pristup i obaveze učesnika i organizacija koje iz toga slede, regulisane Zakonom. Da bi dobio pristup na tržištu, emitent mora da ispuní sledeće uslove:

- preduzeće mora da postoji najmanje tri godine i da je izdalo bar 10000 akcija,
- 25% akcija mora biti u posedu diversifikovanih holdinga i
- mora da preda prijemnu brošuru u kojoj su navedena bilansna salda, profit i gubitci kao i tok kapitala u poslednje tri godine.

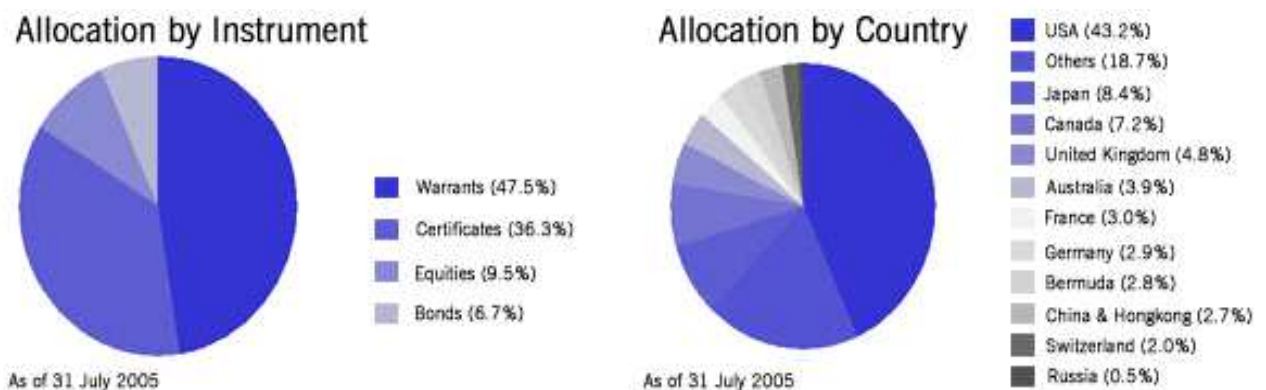
Hartijama od vrednosti koje su zastupljene na ovom tržištu, trguje se i na Ksetri i na klasičnom trgovačkom parketu. Sve do 1. novembra 2007. god. ovaj segment frankfurtske berze se sastojao od dva dela, regulisanog i zvaničnog tržišta.

Nakon toga su tržišta spojena u jedno, regulisano tržište, koje je i danas prisutno. Akcije koje su se nalazile na bilo kom od ova dva tržišta su automatski prebačene na novo.

4.2. Otvoreno tržište

Na ovom tržištu se nalaze one hartije od vrednosti koje nisu uspele da ispune stroge kriterijume neophodne za ulazak na regulisano tržište. U početku se trgovina na ovom tržištu odvijala doslovno na pragu berze, a tek kasnije je i ono smešteno na berzu. Pravila koja se primenjuju na otvorenom tržištu nisu regulisana nemačkim Zakonom o trgovini hartijama od vrednosti, već se izvode iz privatnog prava. Upravo zbog te činjenice, kao i zbog ne primenjivanja sličnih Zakona iz evropske unije, ulazak na tržište je mnogo lakši što posebno odgovara emitentima. Investitori su s druge strane u znatno lošijem položaju nego na regulisanom tržištu jer imaju mnogo manji pristup informacijama o preduzećima u koja treba da ulažu.

Na otvorenom tržištu frankfurtske berze trguje se domaćim (nemačkim) i stranim akcijama kao i domaćim i stranim hartijama od vrednosti sa fiksiranim dohotkom.



Slika 3. Struktura otvorenog tržišta (predmeti trgovanja i zemlje iz kojih potiču)³¹

³¹Frankfurtska berza – tržišta, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/market+segments/open+market>, od subote 17. juna 2012. god.

5. Indeksi

Indeksi se koriste za merenje tržišnih performansi, a sastoje se od izvesnog broja akcija, izabranih po određenom kriterijumu. Njihov sastav se pregleda i po potrebi menja, po pravilnom i već predodređenom rasporedu. Neki indeksi pokrivaju tržište kao celinu, neki prate pojedinačne sektore a drugi pokazuju određene investicione strategije. Analitičari ih koriste kako bi opisali situaciju na berzi, a investitorima, kako pojedincima tako i institucijama, služe kao reperi koji pokazuju kretanje cena. Obično se izračunavaju kao cenovni i indeksi performansi. Razlika između ova dva je u tome što cenovni indeks ne uključuje isplate po osnovu dividendi, promene u strukturi kapitala isplate po osnovu kamata, iz tog razloga se za osnovu indeksnih derivata koriste indeksi performansi. Nemačka berza koristi paletu indeksa koji pokrivaju mnoge oblasti. To su:

- odabrani indeksi,
- sektorni indeksi,
- sveakcioni indeksi,
- indeksi strategije,
- međunarodni indeksi,
- REIT i indeksi nekretnina,
- indeksi obveznica,
- indeks isparljivosti,
- kasni i rani indeksi i
- robni indeksi.³²

Odabrani indeksi – ovi indeksi se odnose na preduzeća koja sačinjavaju krem nemačke berze. Da bi bilo uključeno u odabrane indekse, svako preduzeće mora da ispuni određene uslove, npr. da se nalazi na najvišem nivou frankfurtske berze.

Kasnije se od tih preduzeća pravi selekcija na osnovu stepena tržišne kapitalizacije i prometa akcija. DAX je najvažniji indeks iz ove grupe a ujedno i vodeći indeks nemačke berze. Sastavlja se na osnovu 30 najvećih i najprometnijih akcija, takozvanih plavih čipova, i tim akcijama se trguje isključivo na regulisanom tržištu. Pored DAX indeksa, u ovu grupu se ubrajaju MDAX, TecDAX, SDAX kao i još neki indeksi.

³²Frankfurtska berza – indeksi, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/indices/indices+are+benchmarks>, od subote 17. juna 2012.god.

Sektorni indeksi – raspodeljuju preduzeća po sektorima i prate razvoj svakog sektora ponaosob. Nakon što je raspodeljeno u jedan od 18 sektora, preduzeće se zatim razvrstava u neki od 63 podsektora, a sektori su grupisani u 9 nadsektora. Prednost ovog indeksa leži u tome što olakšava investitorima donošenje odluka, a preduzećima omogućava da prikažu svoje performanse u odnosu na ostale iz grupe. Indeksi koji se ovde koriste su DAX podsektora, DAX sektora i DAX nadsektora. Sveakcioni indeksi – služe kao indeksi poređena za derivate kao što su investicioni i proizvodi levridža. Na primer, prate kretanje cena svih akcija najvišeg ili generalnog nivoa.



Grafikon 1. Kretanje DAX indeksa od 2007. god.³³

Strategijski indeksi – najvažniji indeksi ove grupe su DivDAX i DAXplus. DAXplus indeks omogućava investitorima da prikažu različite investicione strategije na jasan i troškovno efikasan način zasnovan na pravilima, dok se DivDAX sastoji od preduzeća sa najvišim dividendama.

Međunarodni indeksi – do ovih indeksa se dolazi saradnjom sa drugim evropskim berzama i preko usluga koje pruža Dau Džons. Na nemačkoj berzi, najviše korišćeni indeksi iz ove grupe su DJ Stoxx 50 i DJ Euro Stoxx 50.

REIT i indeksi nekretnina – ovi indeksi su nastali iz potrebe za sveopštijim prikazom investicionih fondova koji se bave nekretninama. Ovaj indeks pokriva najlikvidnije kompanije koje se bave nekretninama.

³³Nemački finansijski sajt, internet izvor, <http://www.finanzen.net>, od subote 17. juna 2012. god.

Indeksi obveznica – ovi indeksi prate prosečnu vrednost portfolia obveznica u određenom vremenskom trenutku. Ovo je posebno bitna grupa indeksa u Nemačkoj, jer je posmatrano po nominalnoj vrednosti, nemačko tržište obveznica treće po veličini na svetu.

Indeksi volatilnosti – razvijeni su u saradnji sa Goldman Sašom i predstavljaju očekivani stepen fluktuacija na tržištu finansijskih derivata. Kasni i rani indeksi – koriste se kako bi investitori dobili uvid u kretanje tržišta pre i posle vremena predviđenog za razmenu.

Robni indeksi – predstavljaju sve robne fjučerse koji ispunjavaju predodređeni minimum likvidnosti. SX indeks se bazira isključivo na veličini i likvidnosti robnih ugovora širom sveta i obuhvata oblasti industrijskih metala, dragocenih metala, poljoprivrednih proizvoda, stoke i energije.

6. Beogradska berza

Beogradska berza je institucija tržišta kapitala, osnovana po drugi put 1989. godine, nakon 48 godina pauze i 95 god. od osnivanja prve Berze. Današnja berza je pravi sledbenik nekadašnje Berze sa kraja XIX veka. Članovi Beogradske berze su berzanski posrednici, brokeri i dileri, čija se sedišta nalaze u svim većim gradovima Srbije. Beogradska berza posluje u skladu sa Zakonom, a njena pravila utvrđena su i sa evropskom regulativom.

Beogradska berza obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima na berzanskom i vanberzanskom tržištu, koja obuhvata sledeće poslove:

1. organizovanje javne ponude hartija od vrednosti i povezivanja ponude i tražnje hartija od vrednosti,
2. objavljivanje informacija o ponudi, tražnji i tržišnoj ceni hartija od vrednosti i drugih podataka značajnih za trgovinu hartijama od vrednosti,
3. utvrđivanje i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti,
4. obavljanje drugih poslova u skladu sa Zakonom.

Odredbe o delatnosti Beogradske berze odnose se i na poslovanje finansijskim derivatima.

Berza u skladu sa Zakonom organizuje trgovanje javnom ponudom na berzanskom i vanberzanskom tržištu. Predmet javne ponude mogu biti hartije od vrednosti, standardizovani finansijski derivati i drugi finansijski instrumenti.

Na Beogradskoj berzi za trgovanje akcijama predviđeni su metodi preovlađujuće cene, kontinuiranog trgovanja i metod minimalne cene, rezervisan za akcije iz portfelja Akcionarskog fonda. Trgovanje se obavlja po utvrđenim pravilima, u okviru elektronskog sistema BELEX.

6.1. Kretanje indeksa na Beogradskoj berzi

Brokeri pored samog trgovanja na glavnoj tabli, prate i kretanje indeksa na Beogradskoj berzi. Indeksi Beogradske berze formirani su u cilju unapređenja procesa informisanja investicione javnosti, kao i želje da se poboljša transparentnost i uporedivost podataka na tržištu.

Ciljevi berzanski indeksa su sledeći:

1. oni pokazuju opšte stanje na tržištu kapitala,
2. berzanski indeksi koriste se kao reperi da bi se sagledalo kretanje neke konkretne akcije ili nekog portfolija akcija i
3. berzanski indeksi pomažu proučavanju tržišnih ciklusa, trendova i ponašanja u cilju prognoze budućeg ponašanja tržišta.³⁴

U ovom trenutku Beogradska berza proizvodi dva indeksa:

- BELEX15 - pozicioniran kao vodeći indeks Beogradske berze, opisuje kretanja cena najlikvidnijih srpski akcija i računa se u realnom vremenu,
- BELEXline – opšti osnovni, “benchmark“ indeks Beogradske berze, čija se vrednost računa na kraju trgovačkog dana.³⁵

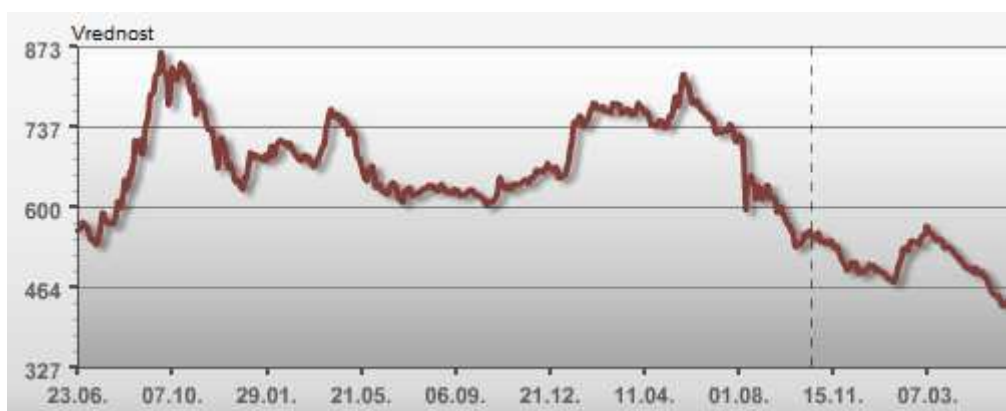
³⁴ Ćirović M. (2007), *Finansijska tržišta*, Naučno društvo Srbije, Beograd, str. 129

³⁵ Beogradska berza – Indeksi, internet stranica, http://www.belex.rs/proizvodi_i_usluge/indeksi_opste, od utorka 19. juna 2012. god.

6.1.1. Indeks BELEX15

Beogradska berza je u septembru 2005. god. prikazala nivi indeks BELEX15. To je indeks čije su komponente sastavljene od najlikvidnijih blue chip kompanija koje trguju u kontinuiranom režimu. BELEX15 je ponderisan isključivo tržišnom kapitalizacijom koja se nalazi u slobodnom prometu (free float). Težina komponenti u indeksu je ograničena na maksimalnih 20% u odnosu na ukupnu tržišnu kapitalizaciju indeksa na datum revizije.

Namena ovog indeksa je da meri promene cena (price index) akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja, a koje su prethodno zadovoljile kriterijum za uključivanje indeksa u korpu. BELEX15 prevashodno opisuje kretanja cena najlikvidnijih srpski akcija, a sa druge strane on je dizajniran na način koji najbliže moguće opisuje tržišna kretanja najlikvidnijih akcija i može služiti kao podloga (underlying) za kreiranje strukturiranih proizvoda i derivata na domaćem i inostranom tržištu.



Grafikon broj 2. Kretanje indeksa BELEX15 u poslednje tri godine³⁶

Kalkulacija i obavljanje indeksa BELEX15 vrši se svakog radnog dana, od trenutka kada je ispunjen uslov za njegovo izračunavanje i publikovnje, pa do formiranja cena na zatvaranju. Cena akcija koristi za izračunavanje indeksa je svaka cena akcija koja je formirana u trgovanju akcijama koje čine indeksnu korpu. Prva vrednost indeksa BELEX15 u danu, utvrđuje se u realnom vremenu u trenutku kada najmanje 30% akcija koje čine indeksnu korpu ostvari prvu transakciju u danu (cena na otvaranju). Ukoliko se do utvrđivanja cena na zatvaranju, više od 70% akcija koje čine indeksu

³⁶ Beogradska berza – Indeks BELEX15, internet stranica, <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belex15/dnevni>, od utorka 19. juna 2012. god.

korpu ne otvori (ne zaključi ni jedna transakcija), indeks BELEX15 se ne izračunava u realnom vremenu, već se utvrđuje vrednost indeksa prema cenama na zatvaranju akcija koje čine indeksnu korpu, bez obzira koliko indeksnih komponenti je ostvarilo transakcije u predmetnom danu.³⁷

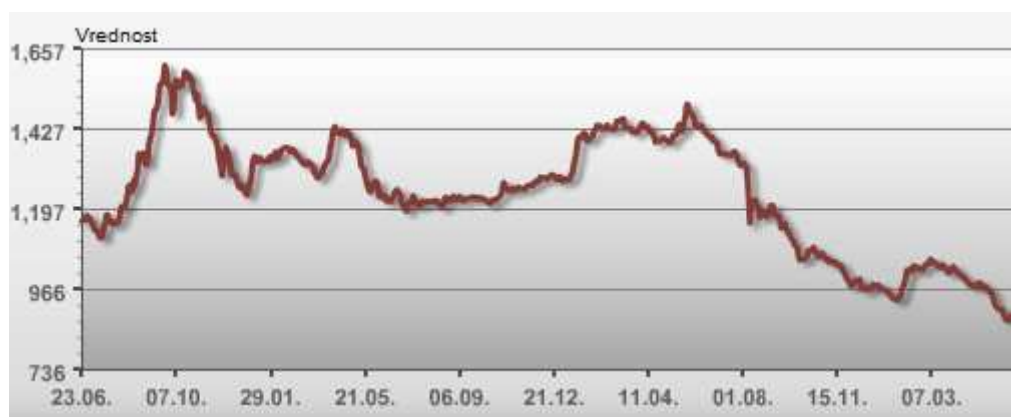
Indeksna korpa se sastoji od običnih akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje su ispunile kriterijum za ulazak u indeksnu korpu. Indeksnu korpu sačinjavaju akcije kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja, a koje su tokom prethodna dva sukcesivna kvartala imale minimum 80% trgovanja tokom svakog pojedinačnog kvartala, na kojima su zaključene transakcije. Akcije koje su ispunile određene uslove formiraju listu, gde se vrši rangiranje prema neponderisanoj free float tržišnoj kapitalizaciji. Prvih 15 akcija na formiranoj rang listi čine indeksnu korpu. Bitna karakteristika BELEX15 indeksa je stabilnost indeksne korpe koja se obezbeđuje kroz redovne kvartalne procedure revizije. Ali isto tako i vanredne, koje mogu biti izazvane promenama u strukturi kapitala izdavaoca, odnosno promenama broja akcija ili statusnim promenama. BELEX15 indeks se objavljuje na internet stranici Beogradske berze, na BELEX. info servisu, Tikeru Beogradske berze, kao i u svim izveštajima koje Berza objavljuje.

6.1.2. Indeks BELEXline

BELEXline pozicioniran je kao osnovni “benchmark” indeks Beogradske berze sa ciljem da u što preciznijoj meri opiše kretanja cena na domaćem tržištu kapitala. On se nalazi u slobodnom prometu (free float) i ne prilagođava se za isplaćenje dividende, i nije zaštićen od dilutacionog efekta koji se javlja usled isplate dividendi. BELEXline se sastoji od akcija kojima se trguje na tržištima Beogradske berze i koje su ispunile kriterijume za ulazak u indeksnu korpu. Težina komponenti u indeksu je ograničena na maksimalnih 10% u odnosu na free – float tržišnu kapitalizaciju indeksa. Namena indeksa je da meri promene cena akcija kojima se trguje na Beogradskoj berzi. BELEXline indeks je dizajniran kao osnovni “benchmark” za praćenje kretanja cena na srpskom tržištu kapitala, dok sa druge strane ovaj indeks opisuje ukupna (broad market) tržišna kretanja i koji može služiti kao podloga (underlying) za kreiranje strukturiranih proizvoda i derivata na domaćem i inostranom

³⁷ Beogradska berza - Metodologija za izračunavanje indeksa BELEX15, internet stranica, http://www.belex.rs/files/trgovanje/BELEX15_metodologija.pdf, od utorka 19. juna 2012.god.

tržištu. Kalkulacija i objavljivanje indeksa BELEXline vrši se svakog radnog dana Berze, po isteku svih zakazanih trgovanja za taj dan. U slučaju da je trgovanje pojedinačnom hartijom uključenom u indeksnu korpu obustavljeno na određeni dan ili u određenom periodu, indeks se izračunava na bazi poslednje cene date hartije sa poslednjeg trgovačkog radnog dana koji je prethodio obustavi njenog trgovanja. Cena akcija koja se koristi za izračunavanje indeksa BELEXline preovladavajuća, odnosno cena zatvaranja koja je formirana u trgovanju akcijama koje čine indeksnu korpu.



Grafikon broj 3. Kretanje indeksa BELEXline u poslednje tri godine³⁸

Indeksan korpa se sastoji od običnih akcija kojima se trguje na Beogradskoj berzi, pri čemu se izbor hartija zasniva na sledećim pokazateljima:

1. frekventnost u otkrivanju cene (cilj indeksa je da predstavi kretanje cena akcija kojima se trguje na najmanje 10% od ukopno zakazanih trgovanja u predhodnom kvartalu) i
2. free float tržišna kapitalizacija hartije (cilj indeksa je da predstavi kretanje što većeg procenta free float tržišne kapitalizacije akcija na Beogradskoj berzi).³⁹

Broj izdavalaca čije akcije učestvuju u konstrukciji indeksa je konstantan u toku perioda između revizije indeksne korpe. Indeksna korpa može imati najmanje 70 komponenti, dok gornji limit za broj komponenti nije ograničen. Broj hartija zavisi od odluke Indeksnog komiteta i tržišnih uslova, ali će težiti formiranju reprezentativnog uzorka sa ne više od 150 indksnih komponenti.

BELEXline indeks se objavljuje na internet stranici Beogradske berze, Tikeru Beogradske berze, kao i u svim izveštajima koje Berza objavljuje.

³⁸ Beogradska berza – indeks BELEXline, internet stranica, <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belexline/dnevni>, od srede 20. juna 2012.god.

³⁹ Beogradska berza - Metodologija za izračunavanje indeksa BELEXline, internet stranica, http://www.belex.rs/files/trgovanje/BELEXline_metodologija.pdf, od srede 20. juna 2012.god.

III Značaj marketinga u berzanskom poslovanju

1. Osnovne definicije marketinga

Teško je reći kada se reč marketing prvi put pojavila u privredi. Draker je jednom izneo da se to dogodilo u godišnjem izveštaju kompanije Dženeral Motors za 1952. godinu.⁴⁰

Marketing se tumači sa više aspekata: kao ekonomski proces, poslovna funkcija, poslovna koncepcija, naučna disciplina. Kasnije nastaje holistički marketing, kao društveno odgovorni marketing u celini, a njegov najznačajniji deo je menadžment bliskih odnosa sa kupcima.⁴¹

Marketing se bavi identifikovanjem i zadovoljavanjem individualnih i društvenih potreba. Jedna od najkraćih definicija marketinga glasi: „Profitabilno zadovoljavanje potreba“.⁴² Dobar marketing je rezultat pažljivog planiranja i realizacije. Primena marketinga stalno se menja i usavršava u cilju povećanja šansi za uspeh na tržištu. Marketing je istovremeno “umetnost” i “nauka”.

Marketing je proces planiranja i realizacije koncepcije, formiranje cena, promocije i distribucije ideja, roba i usluga radi kreiranja razmene i zadovoljenja individualnih i organizacionih ciljeva.

Marketari su vešti u upravljanju tražnjom. Oni se trude da utiču na nivo, tajming i strukturu tražnje. Oni marketiraju različite vrste proizvoda: robu, usluge, događaje, iskustva, ličnosti, mesta, imovinu, organizacije, informacije i ideje. Oni posluju na četiri različita tržišta: potrošačkom, poslovnom, globalnom i neprofitnom tržištu.

Postoji pet konkurentskih koncepata u okviru kojih kompanije mogu da odaberu kako će usmeravati svoje poslovanje: proizvodni koncept, koncept proizvoda, prodajni koncept, marketing koncept i koncept holističkog marketinga.

Koncept holističkog marketinga polazi od razvoja, oblikovanja i sprovođenja marketing programa, procesa i aktivnosti, kojima priznaju širinu i međuzavisnost

⁴⁰ Milisavljević M. (2001), *Marketing, savremena administracija*, Beograd, str. 3

⁴¹ Unković M., Stakić B. (2011), *Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*, Poslovni fakultet, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 83

⁴² Kotler P., Keller K. L. (2006), *Marketing menadžment*, Data Status (12. izdanje), Beograd, str. 5

efekata. U holističkom marketingu priznaje se da je u marketingu sve značajno, a da je često neophodna široka, integrisana perspektiva.

Komponente holističkog marketinga su: marketing odnosa, integrisani marketing, interni marketing i društveno – odgovorni marketing.⁴³

U grupu zadataka neophodnih za uspešan marketing spadaju: razvoj marketing strategija i planova, uspostavljanje veze sa kupcima, stvaranje jakih brendova, oblikovanje tržišnih ponuda, isporuka i komuniciranje vrednosti, sticanje uvida u marketing i njegove rezultate i kreiranje uspešnog dugoročnog rasta.

2. Istraživanje marketinga

Tržište ne postoji bez ponude ali ni bez tražnje. One ne moraju biti identične, a što više odstupaju jedna od druge tržište je nestabilnije, turbulentnije i više izloženo krizi. Tržište i odnos ponude i tražnje za jedne subjekte održava mogućnost plasmana, a za druge mogućnost kupovine. Prostor, vreme i tehnike trgovanja, označavaju anatomiju tržišta, a ponuda i tražnja njegovu filozofiju. Tržište se može podeliti prema vrstama robe kojim se trguje na tržištu, po područjima delovanja i po homogenosti robe.

Karakteristike dobrog marketing istraživanja jesu naučni metod, kreativnost, višestruki medtodi istraživanja, precizna izgradnja modela, cost – benefit analiza, zdravi skepticizam i etički fokus. Proces marketing istraživanja sastoji se u definisanju problema i ciljeva istraživanja, razvoja plana istraživanja, prikupljanja informacija, analize informacija, prezentacija saznanja menadžmentu i donošenje odluka.

Ispitivanjem tržišta tj. istraživanjem marketinga tog tržišta donose se odluke o izboru trgovinskog područja na bazi kupovne moći i kupovnog potencijala, kanalima marketinga i uspostavljanja kontakta sa potrošačima. Istraživanje tržišta se najčešće radi u tri etape:

1. vrši se preliminarni uvid u atraktivnost pojedinih tržišta, u različitim zemljama,
2. vrši se procena tržišnog potencijala sa namerom da se dobije odgovor na pitanje kakva je agregatna tražnja na svakom odabranom tržištu i

⁴³ Kotler P., Keller K. L. (2006), *Marketing menadžment*, Data Status (12. izdanje), Beograd, str. 17

3. vrši se analiza potencijalne prodaje preduzeća, koja vodi odgovoru na pitanje – kakva je atraktivnost potencijalne tražnje za proizvodima preduzeća.⁴⁴

Potencijal tržišta i potencijal prodaje osnova su za donošenje poslovnih odluka o izboru tržišta. Ide se logikom: targetiranja, segmentacije i pozicioniranja u marketingu.

3. Identifikacija tržišnih segmenata i targetiranje

Radi postizanja efikasnog ciljnog marketinga, marketari moraju da:

1. identifikuju i profilisu određene grupe kupaca koji se razlikuju u pogledu svojih potreba i preferencija (segmentacija tržišta),
2. odaberu jedan ili više segmenata tržišta na kojima će poslovati (targetiranje tržišta),
3. utvrde i saopšte kakve posebne pogodnosti postoje u tržišnoj ponudi njihove kompanije za svaki ciljni segment (tržišno pozicioniranje).⁴⁵

Tržišta mogu da se targetiraju na četiri nioa:

- segmente (grupe kupaca sa nizom sličnih potreba i želja, koje je moguće indentifikovati),
- niše (uže definisana grupa kupaca koja zahteva distinktivan miks pogodnosti),
- lokalna područja i
- pojedinci.

Marketari privlače lokalna tržišta putem lokalizovanog marketinga za prodajna područja, susedstvo, pa čak i pojedinačne prodajne objekte.

Segmentiranje tržišta potrošača vrši se na osnovu karakteristike potrošača i reakcije potrošača. Glavne varijable u segmentiranju tržišta potrošača su geografske, demografske, psihografske i bihejviorističke varijable. Marketari sve ove varijable koriste zajedno sa operativnim varijablama, pristupima kupovini i situacionim faktorima. Da bih bili korisni, segmenti tržišta moraju da budu merljivi, dovoljno veliki, dostupni, rasponznatljivi i operativni.

⁴⁴Unković M., Stakić B. (2011), *Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*, Poslovni fakultet, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 88

⁴⁵Kotler P., Keller K. L. (2006), *Marketing menadžment*, Data Status (12. izdanje), Beograd, str. 240

4. Kreiranje vrednosti brenda

Brendovi predstavljaju izuzetno vrednu svojinu kompanija koja može da utiče na ponašanje potrošača, koja se može kupiti i prodati i koja svom vlasniku obezbeđuje sigurne buduće prihode. Na berzi (Wall Street) smatraju da jaki brendovi utiču na bolje zarade i profitne performanse kompanija, što stvara veću vrednost i za akcionare.

Brend je ime, pojam, znak, simbol, dizajn ili neka kombinacija navedenih elemenata koja ima za cilj da indentifikuje proizvode i usluge jednog prodavca ili grupe prodavca i diferencira ih u odnosu na proizvode i usluge konkurenata. Različite komponente brenda (imena, logotipi, simboli, dizajn pakovanja i slično) predstavljaju elemente brenda.

Vrednost brenda treba da se definiše shodno marketing efektima koji se isključivo pripisuju samom brendu. Dakle, vrednost brenda podrazumeva činjenicu da se u marketingu proizvoda ili usluge ostvaruju različiti rezultati na osnovu brenda u odnosu na rezultate koji se ostvaruju kada se isti proizvod ili usluga ne identifikuju na osnovu datog brenda.

Izgradnja vrednosti brenda zavisi od tri osnovna faktora:

1. početnog izbora elemenata brenda ili identiteta koji čine brend,
2. način na koji se brend integriše u prateći marketing program,
3. asocijacija koje se posredno prenose na brend njegovim povezivanjem sa nekim drugim entitetom.

Na osnovu strategije brendiranja, kompanija bira koje će elemente brenda primeniti na različite proizvode koje prodaje. Kada je u pitanju ekstenzija brenda, kompanija koristi poznato ime brenda da bi uvela novi proizvod. Moguće ekstenzije treba da se procene shodno tome koliko efektivno one mogu da prenesu postojeću vrednost brenda na novi proizvod, kako i koliko efektivno sama ekstenzija zauzvrat doprinosi vrednosti postojećeg matičnog brenda.

Tržišna ponuda može da se diferencira na osnovu četiri dimenzije:

1. proizvoda (forma, karakteristike, kvalitet performansi, potvrda kvaliteta, trajnost, pouzdanost, mogućnost popravki, stil i dizajn),
2. usluga (lakoća naručivanja, isporuka, instalacija, obuka kupaca, savetovanje kupaca, održavanje i popravka, raznovrsne usluge),

3. osoblja,

4. kanala ili imidža (simboli, mediji, atmosfera i događaji).

Pošto se ekonomski uslovi menjaju i konkurentske aktivnosti variraju, kompanije uglavnom smatraju da je neophodno da reformulišu svoju marketing strategiju nekoliko puta tokom životnog trajanja proizvoda.

5. Marketing berzi

Dobar marketing je rezultat pažljivog planiranja i realizacije. Primena marketinga stalno se menja i usavršava u cilju povećanja šansi za uspeh na tržištu, posebno sada kada su berze postale predmet marketinga i brendiranja.

Berza predstavlja najefikasniju tržišnu instituciju, koja omogućuje brzu i efikasnu kupoprodaju različitih vrsta aktive u relativno kratkom vremenskom roku. Ona uz pomoć medija igra ključnu ulogu na tržištu hartija od vrednosti i finansiranju projekata i rasta. Da bih berza dobila na kvalitetu, snazi i ostvarila što veći uticaj na okruženje, ona se oslanja na savremeni stil komunikacije i marketinga.

Na berzi posluje veliki broj učesnika, kako firmi tako i institucionalnih investitora. Poslovanje na berzi se odvija preko berzanskih igrača – brokera i dilera. Brokeri izvršavaju tuđe naloge, dok dileri posluju u svoje ime i za svoj račun.

Na berzi se trguje žiranim novcem (slobodna sredstva na žiroračunu koja se koriste za trgovinu na berzi i van berze), menicom, čekom, akcijama i drugim hartijama od vrednosti, devizama, kapitalom (novčana sredstva čija je potrošnja odložena na rok duži od jedne godine i kojim se trguje na berzi i van berze), zlatom i drugim plemenitim metalima, robom i finansijskim derivatima⁴⁶, i FOREX- u (odnosima između vodećih svetskih valuta).

Berza mora prilikom poslovanja da obezbedi:

- zakonito obavljanje trgovine na berzi,
- zaštitu interesa učesnika na berzi,
- poštovanje pravila i standarda berze koji se odnose na ponašanje učesnika na berzi,
- informacije za javnost o svim činjenicama značajnim za rad berze.

⁴⁶ Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima, ("Sl.list SRJ", broj 90/94).

Savremeni berzanski informacijski sistemi omogućavaju jednostavan i brz pristup informacijama koje su relevantne za donošenje odluka. Preko informacijskih sistema je moguće i obaviti trgovinu, što pojednostavljuje, ubrzava i smanjuje troškove trgovine na robnim berzama. Informacije koje pružaju elektronski i informacijski sistemi dostupne su 24 časa bez obzira na trenutnu dislociranost.

Elektronski informacijski sistemi olakšavaju rad učesnicima u trgovini pre svega ovlašćenim brokerima koji u svakom trenutku imaju uvid u tok trgovanja i kotaciju svih roba, i klijentima koji sa svog monitora mogu pratiti celokupnu ponudu i tražnju, a da se ne informišu kod ovlašćenog brokera.

IV Finansijsko izveštavanje pravnih lica koja posluju na berzi

1. Međunarodni računovodstveni standardi

Računovodstveno (finansijski) izveštaj mora biti usklađen sa Međunarodnim računovodstvenim standardima i Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja u svim materijalno značajnim stavkama, da bih bio prihvaćen u poslovnom okruženju (komercijalnom i finansijskom prometu).

Tri osnovne računovodstvene pretpostavke na kojima se zasnivaju finansijski izveštaji su:

1. neodređeno trajanje delatnosti,
2. postojanost računovodstvene politike firme,
3. priznavanje ekonomskih promena nakon nastajanja, odnosno načelo fakturisane realizacije.

Međunarodni računovodstveni standardi predstavljaju računovodstvene standarde uvedene da bi se postigla transparentnost finansijskih izveštaja bilo kog ekonomskog subjekta bez obzira na delatnost kojom se bavi i zemlju u kojoj posluje. Međunarodni računovodstveni standardi imaju svrhu lakšeg i boljeg razumevanja finansijskih izveštaja uz osnovni cilj da obezbede podatke i informacije za uporedne analize za nesmetano poslovno komuniciranje.

Računovodstveni standardi koji se bave finansijskim izveštajima su:

- MRS 1- Prezentacija finansijskih izveštaja,
- MRS 10 – Događaji posle datuma bilansa stanja ,
- MRS 7 – Izveštaji o novčanim tokovima,
- MRS 12 – Porezi na dobitak,
- MRS 14 – Izveštavanje po segmentima,
- MRS 27 – Konsolidovani i pojedinačni finansijski izveštaji,
- MRS 29 – Finansijsko izveštavanje u hiperinflatornim uslovima,
- MRS 30 – Obelodanjivanje u finansijskim izveštajima banaka i sličnim finansijskim institucijama i
- MRS 34 – Periodično finansijsko izveštavanje.

2. Struktura, sadržaj i kvalitet finansijskih izveštaja

Finansijski izveštaji opšte namene predstavljaju skup informacija o finansijskom položaju, uspešnosti, promenama na kapitalu i novčanim tokovima jedne kompanije. Oni predstavljaju funkcionalnu i vremenski zaokruženu celinu poslovnih procesa koji su se dogodili u jednoj kompaniji i kao takvi, čine podlogu svake racionalne analize.

Finansijski izveštaji se sačinjavaju u periodu od jedne godine. Ukoliko se finansijski izveštaj sastavlja za duži ili kraći vremenski period od jedne godine, poslovni subjekt bi trebao da obelodani razlog za drugi izveštajni period.

Prema međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja⁴⁷ kompletan skup finansijskih izveštaja se sastoji od:

- Bilans stanja na dan na koji se završava obračunski period,
- Izveštaj o ostvarenim rezultatima u obračunskom periodu,
- Izveštaj o promenama na kapitalu u obračunskom periodu,
- Izveštaj o tokovima gotovine tokom obračunskog perioda,
- Napomene i
- Izveštaj o finansijskom položaju – bilans stanja – kakav je bio na početku najranijeg uporednog perioda.

Finansijski izveštaji privrednog subjekta treba na korektan (fer) način prikazu njegov finansijski položaj, finansijsku uspešnost i njegove tokove gotovine.

Kvalitet finansijskih izveštaja je veoma bitan za poslovanje jedne kompanije. On predstavlja složenu kategoriju koja je pod uticajem mišljenja korisnika finansijskih izveštaja. Mnogi faktori utiču na rast važnosti finansijskih izveštaja, a među njima se izdvajaju: razdvajanje vlasničke i upravljačke funkcije u korporativnim poslovnim entitetima, razvoj finansijskih tržišta i rast društvene odgovornosti preduzeća. Ovi faktori su uticali do povećanja broja korisnika finansijskih izveštaja, kao i do promene zahteva koje su korisnici postavljali pred finansijsko izveštavanje.

Podizanje kvaliteta finansijskih izveštaja je od veoma velikog značaja, da bih se na finansijskom tržištu uspostavila fer konkurencija i obezbedila sigurnost investitora i poverilaca. Kvalitet finansijskih izveštaja, uslovljen je, pre svega stručnošću i etičnošću ne samo profesionalnih računovođa već i menadžera.

⁴⁷ Petrović Z. (2011), *Finansijsko izveštavanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 15

2.1. Bilans stanja

Bilans stanja predstavlja finansijski položaj, odnosno finansijske efekte poslovnih transakcija i drugih događaja grupisane u elemente finansijskih izveštaja prema njihovim ekonomskim karakteristikama.⁴⁸ To je finansijski izveštaj u kome je iskazana imovina preduzeća po obliku i izvorima, a na određeni dan.⁴⁹

Bilans stanja se sastoji od dva dela. Na levoj strani se nalazi aktiva koja predstavlja imovinu kompanije. To podrazumeva sve što kompanija poseduje – novac, zgrade, oprema itd. Desna strana pokazuje pasivu odnosno izvore, iz kojih je kompanija nabavila svoju imovinu.⁵⁰

Aktiva preduzeća se u bilansu stanja deli na sledeće:

- stalna (fiksna, dugoročna) sredstva i
- obrtna (tekuća, kratkoročna) sredstva.⁵¹

Stalna sredstva čine sredstva koja se pri korišćenju postepeno vrednosno troše ne menjajući svoje konkretne oblike. U stalna poslovna sredstva ubrajaju se osnovna sredstva i dugoročna finansijska ulaganja.

Obrtna sredstva u toku poslovanja menjaju svoje konkretne oblike i u celini prenose svoju vrednost na sledeći oblik sredstava. U obrtna sredstva spadaju zalihe, potraživanja i gotovina.

Izvori sredstava u nekom preduzeću nazivaju se zajedničkim imenom – pasiva. Pasiva predstavlja poreklo odakle potiču sredstva preduzeća. Izvori sredstava se dele na poslovne i neposlovne izvore. Po tome kakvo im je poreklo izvori mogu biti sopstveni i tuđi ili pozajmljeni izvori. Sopstveni izvori se dele na inokosni kapital, akcijski kapital, društveni kapital, državni kapital, udele i uloge i rezerve. Tuđi ili pozajmljeni izvori dele se na kredite i dobavljače. Osnovna karakteristika pozajmljenih (tuđih) izvora je definisan rok povraćaja, zbog čega se za njih kaže da su u odnosu na sopstvene izvore lošijeg kvaliteta. Raspoređivanje pozicija ulaganja, kapitala i obaveza u bilansu stanja treba da obezbedi njegovu preglednost. Postoje tri glavna kriterijuma, odnosno načela razvrstavanja:

⁴⁸ Zakon o računovodstvu i reviziji, internet strana, („Službeni glasnik RS“, broj 46/06 i 111/09)

⁴⁹ Jovanović – Škarić K. (2010), *Finansijsko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 44

⁵⁰ Horngren Charles T., Sundem Gary L., Elliott John A. (2002), „*Introduction to Financial Accounting*“, Prentice Hall, New Jersey, str. 8

⁵¹ Knežević G. (2009), *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 11

1. načelo likvidnosti pozicija,
2. načelo pravnog svojstva pozicija i
3. načelo obrtanja (kružnog toka) pozicija.

Pozicije koje bi prema MRS 1 trebalo da budu prezentovane u bilansu stanja su:

- nekretnine, postrojenja i oprema,
- ulaganje u nekretnine,
- nematerijaln ulaganja,
- stalna imovina namenjena prodaji.
- finansijska imovina,
- učešća u kapitalu drugih lica,
- kupci i druga potraživanja,
- gotovina i gotovinski ekvivalenti,
- zalihe,
- dobavljači i druge obaveze,
- potraživanje i obaveze za poreze u skladu sa MRS 12 – Porezi na dobitak,
- obaveze u vezi sa stalnom imovinom namenjenoj prodaji,
- rezervisanja,
- finansijske obaveze,
- manjinski interes – upisani kapital i
- emitovani kapital i rezerve koje pripadaju vlasnicima.

Prema MRS 1 finansijski izveštaj ne sastoji se samo od propisanih obrazaca, već i iz napomena i dopunskih informacija koji čine njegov sastavni segment.

2.2. Bilans uspeha

Bilans uspeha je računovodstveni izveštaj u kome su prikazani ostvareni prihodi i rashodi preduzeća. Za razliku od bilansa stanja koji pokazuje finansijsku poziciju na tačno određeni dan, bilans uspeha je periodičan izveštaj. Prihodi i rashosi se prikazuju za određeni period, tako da se i njihova razlika (dobitak ili gubitak) odnosi na taj period.

Prihodi su povećanja ekonomskih koristi u toku računovodstvenog perioda u obliku sticanja, odnosno poboljšanja kvaliteta imovine ili smanjenja obaveza, koji imaju za rezultat povećanje vrednosti kapitala, ne računajući povećanje do kojih je došlo uplatama kapitala od strane vlasnika.

Rashodi su smanjenja ekonomskih koristi u toku računovodstvenog perioda putem utroška imovine ili nastanka obaveza, koji imaju za rezultat smanjenje vrednosti kapitala, ne računajući smanjenja nastala zbog raspodele vlasnicima.

Informacije o uspešnosti preduzeća su neophodne da se proceni buduća sposobnost preduzeća, da stvara novčane tokove i odbacuje prinose za različite korisnike (dividende za investitore i kamate za kreditore i sl.). Dobitak se ovde javlja kao osnovno merilo uspešnosti preduzeća kao celine, a dobitak obračunat u bilansu uspeha je često i komponenta nekih bitnih finansijskih pokazatelja (dobitak po akcijama, stope prinosa i sl.).⁵²

Posebne stavke koje bi trebalo da budu prezentovane u bilansu uspeha su:

- prihodi,
- troškovi finansiranja,
- učešće dobitka i gubitka pridruženih poslovnih subjekata, kao i efekti zajedničkih poduhvata,
- troškovi poreza,
- dobitak ili gubitak iz redovnih aktivnosti,
- dobitak ili gubitak koji pripada vlasnicima kapitala matičnog poslovnog subjekta i
- neto gubitak ili gubitak perioda.

Stavke prihoda i rashoda se mogu međusobno prebijati jedino ukoliko je to dozvoljeno ili zahtevano MRS, ako su dobici, gubici i vezani rashodi proizašli iz istih ili sličnih transakcija, ali u slučaju kada su poslovni događaji malog značaja

⁵² Knežević G. (2009), *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 17

2.3. Izveštaj o tokovima gotovine kao predmet analize

Izveštaj o novčanim tokovima je izvedeni finansijski izveštaj, jer nastaje rearanžiranjem pozicija bilansa stanja i bilansa uspeha. Ovaj izveštaj ima veliki značaj, za finansijskog direktora ili kreditora jer im daje uvid u to kako se sredstva koriste i odakle potiču.⁵³

Izveštaj o novčanim tokovima je prikaz novčanih priliva i odliva u obračunskom periodu po osnovu poslovnih, investicionih i finansijskih aktivnosti.

Ciljevi sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima sadržani su u obezbeđivanju informacija koje služe korisnicima da procene:

- sposobnost preduzeća da generiše dovoljno novca kojim će finansirati svakodnevne poslovne aktivnosti,
- sposobnost preduzeća da plaća glavnicu i kamatu po osnovama uzetih kredita i dividende akcionarima i
- sposobnost preduzeća da raste i razvija se kroz dodatna ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu ili da prodaje dugoročna sredstva kako bi generisalo gotovinu.

Značaj izveštaja o novčanim tokovima gotovine je da utvrdi veličinu razlike između neto dobitka u bilansu uspeha i neto novčanih tokova iz poslovne aktivnosti u izveštaju o novčanim tokovima, odnosno da utvrdi da li je osnovna delatnost preduzeća profitabilna (neto dobitak je indikator uspešnosti) i da li ta delatnost može da "proizvodi gotovinu" (neto novčani tok iz poslovne aktivnosti je indikator proizvodnje gotovine).

⁵³ Van Horne James C. (1974), „*Financial management and policy*“, Stanford University, str. 675

2.4. Izveštaj o promenama na kapitalu

Izveštaj o promenama na kapitalu je sastavni deo finansijskih izveštaja. Sastavlja se kao poseban i u njemu se kao minimum pozicija iskazuju:

- neto dobitak ili gubitak obračunskog perioda,
- stavke prihoda i rashoda koje ne ulaze u bilans uspeha već se priznaju u korist ili na teret kapitala i
- zbirni efekat promena u računovodstvenoj politici.

Podaci o promenama sopstvenog kapitala (neto imovine) preduzeća na početku i na kraju obračunskog perioda treba da pokažu da li je došlo do povećanja ili smanjenja neto imovine u posmatranom periodu, što je jedna od značajnih informacija za vlasnike kapitala.

2.5. Napomene kao predmet analize

Napomene su prilozi koji idu uz postojeći set finansijskih izveštaja. Napomene, nisu finansijski izveštaji već njihov neophodan, prateći element. One sadrže detaljnije kvantitativne i kvalitativne informacije vezane za osnove na kojima su finansijski izveštaji sastavljeni, odnosno računovodstvene politike koje su primenjene za evidentiranje značajnih poslovnih događaja.

Napomenama uz finansijske izveštaje, koje sadrže skraćeni opis ili detaljnu analizu iznosa prikazanih u izveštajima, treba da se:

- prikažu informacije o osnovama za sastavljanje finansijskih izveštaja i specifične računovodstvene politike koje su primenjene za procenu svih značajnih stavki,
- obelodane informacija koje nisu prikazane u finansijskim izveštajima, a MRS/MSFI ih zahtevaju i
- pruže dodatne informacije koje doprinose vernom prikazivanju finansijskih izveštaja.⁵⁴

⁵⁴ Knežević G. (2009), *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 25

3. Finansijski izveštaji preduzeća “Soko Štark a.d.”

Današnje preduzeće Štark je osnovano 1922. godine kada se jedan francuski vojnik vraćao putem Srbije u Francusku sa Solunskog fronta, nakon završenog Prvog svetskog rata. Osnovao je manje preduzeće pod imenom Louit, da bi kasnije promenio u La cigogna. Malo preduzeće je preraslo u fabriku i bilo je svedok mnogih uspona i padova domaće političke scene. Preduzeće je počelo kao privatno, da bi nakon Drugog svetskog rata bilo nacionalizovano i spojeno sa drugim manjim preduzećima prehrambene industrije. Godine 1966. novostvorena kompanija je preimenovana u Nada Štark (kasnije „Soko – Nada Štark“, pa „Soko Štark“). Tokom ovog perioda kompanija je bila društvenog statusa i vođena je po principu samoupravljanja, gde su sami zaposleni imali moć u odlučivanju kao i moć da kupe akcije. Ova politika je nastavljena sve do početka devedesetih, kada se SFRJ raspala i mnoga društvena preduzeća, pa samim tim i Soko Štark, ušla u proces tranzicije. Godine 2001. kompanija u Beogradskom Trgovinskom sudu menja svoj status u akcionarsko društvo i ulazi kao takvo na slobodno tržište i menja svoj brend u Štark, a stari brend Soko Štark i dalje stoji u nazivu ove kompanije. Kasnije 30. juna 2005. god. javnim preuzimanjem, „Grand kafa“, vodeći proizvođač i distributer kafe u regionu, postaje većinski vlasnik AD „Štarka“. Iste godine AD Štark postaje članica Grupe Droga Kolinska (objedinjavanjem Grand kafe i Droga Kolinske). Godine 2007. u okviru grupe „Droga Kolinske“, „Soko Štark“ posluje kao Bussines unit slatko i slano. Akvizicijom Droga Kolinske, Soko Štark postaje deo Atlantik grupe, hrvatske multinacionalne kompanije koja u svom poslovanju objedinjuje proizvodnju, razvoj, prodaju i distribuciju robe široke potrošnje.

Soko Štark a.d. posluje na Beogradskoj berzi i shodno tome mora da objavljuje finansijske izveštaje u intervalima i na način definisan od strane berze, kako bi se informisali investitori i potencijalni investitori. Na svojoj internet stranici www.stark.rs, Soko Štark je postavio izveštaje u kojima su sadržani, pored bilansa stanja i uspeha, i izveštaji o novčanom toku i o promenama na sopstvenom kapitalu kao i napomene potrebne za njihovo tumačenje. Na istoj stranici može se videti i mišljenje revizora o validnosti finansijskih izveštaja.

Naziv :SOKO-NADA STARK AD,BEOGRAD

Sedište : Beograd, Kumodraska 249

BILANS STANJA



7005010711550

na dan 31.12.2011. godine

- u hiljadama dinara

Grupa racuna, racun	P O Z I C I J A	AOP	Napomena broj	I z n o s	
				Tekuca godina	Prethodna godina
1	2	3	4	5	6
	AKTIVA				
	A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	001		2867985	2826920
00	I. NEUPLACENI UPISANI KAPITAL	002			
012	II. GOODWILL	003			
01 bez 012	III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	004		2457	4998
	IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOSKA SREDSTVA (006+007+008)	005		2816766	2777382
020, 022, 023, 026, 027(deo), 028 (deo), 029	1. Nekretnine, postrojenja i oprema	006		2816766	2777382
024, 027(deo), 028 (deo)	2. Investicione nekretnine	007			
021, 025, 027(deo), 028(deo)	3. Bioloska sredstva	008			
	V. DUGOROCNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	009		48762	44540
030 do 032, 039 (deo)	1. Ucesca u kapitalu	010		9854	9895
033 do 038, 039 (deo) minus 037	2. Ostali dugorocni finansijski plasmani	011		38908	34645
	B. OBRтна IMOVINA (013+014+015)	012		4123829	3596994
10 do 13, 15	I. ZALIHE	013		536553	469326
14	II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	014		0	68574
	III. KRATKOROCNA POTRAZIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016+017+018+019+020)	015		3587276	3059094
20, 21 i 22, osim 223	1. Potrazivanja	016		3236823	2697356
223	2. Potrazivanja za vise placen porez na dobitak	017		1167	2316
23 minus 237	3. Kratkorocni finansijski plasmani	018		326802	293645
24	4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	019		9794	41130

Grupa racuna, racun	POZICIJA	AOP	Napomena broj	Iznos	
				Tekuca godina	Prethodna godina
1	2	3	4	5	6
27 i 28 osim 288	5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgranicenja	020		12690	24647
288	V. ODLOZENA PORESKA SREDSTVA	021		150774	155482
	G. POSLOVNA IMOVINA (001+012 +021)	022		7142588	6579396
29	D. GUBITAK IZNAD VISINE KAPITALA	023			
	Dj. UKUPNA AKTIVA (022+023)	024		7142588	6579396
88	E. VANBILANSNA AKTIVA	025		370	527491
	PASIVA				
	A.KAPITAL (102+103+104+105+106+107+108+109+110)	101		4674224	4070615
30	I. OSNOVNI KAPITAL	102		1961296	1961296
31	II. NEUPLACENI UPISANI KAPITAL	103			
32	III. REZERVE	104		30217	30217
330 i 331	IV. REVALORIZACIONE REZERVE	105			
332	V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	106			
333	VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	107			
34	VII. NERASPOREDJENI DOBITAK	108		2682711	2079102
35	VIII. GUBITAK	109			
037 i 237	IX. OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	110			
	B. DUGOROCNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111		2409981	2442799
40	I. DUGOROCNA REZERVISANJA	112		400832	436194
41	II. DUGOROCNE OBAVEZE (114+115)	113		612326	739937
414, 415	1. Dugorocni krediti	114		612326	739937
41 bez 414 i 415	2. Ostale dugorocne obaveze	115			
	III. KRATKOROCNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116		1396823	1266668
42, osim 427	1. Kratkorocne finansijske obaveze	117		123301	260208
427	2. Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	118			
43 i 44	3. Obaveze iz poslovanja	119		984832	811800
45 i 46	4. Ostale kratkorocne obaveze	120		75988	80111
47, 48 osim 481 i 49 osim 498	5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgranicenja	121		212702	114549
481	6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122			

Grupa racuna, racun	POZICIJA	AOP	Napomena broj	Iznos	
				Tekuca godina	Prethodna godina
1	2	3	4	5	6
498	V. ODLOZENE PORESKE OBAVEZE	123		58383	65982
	G. UKUPNA PASIVA (101+111 +123)	124		7142588	6579396
89	D. VANBILANSNA PASIVA	125		370	527491

U _____ dana 27.2. 2012. godine

Lice odgovorno za sastavljanje
finansijskog izvestaja

[Signature]



Zakonski zastupnik

[Signature]

Obrazac propisan Pravilnikom o sadrzini i formi obrazaca finansijskih izvestaja za privredna drustva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike ("Sluzbeni glasnik RS", br.114/06 , 5/07, 119/08 i 2/10)

Naziv : SOKO-NADA STARK AD, BEOGRAD

Sedište : Beograd, Kumodraska 249

BILANS USPEHA

7005010711567

u period 01.01.2011 do 31.12.2011

- u hiljadama dinara



Grupa racuna, racun	POZICIJA	AOP	Napomena broj	Iznos	
				Tekuca godina	Prethodna godina
1	2	3	4	5	6
	A. PRIHODI I RASHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA				
	I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	201		6960230	6235339
60 i 61	1. Prihodi od prodaje	202		6915889	6226184
62	2. Prihodi od aktiviranja ucinaka i robe	203		43122	37201
630	3. Povecanje vrednosti zaliha ucinaka	204			
631	4. Smanjenje vrednosti zaliha ucinaka	205		9383	34296
64 i 65	5. Ostali poslovni prihodi	206		10602	6250
	II. POSLOVNI RASHODI (208 DO 212)	207		6517018	5616911
50	1. Nabavna vrednost prodane robe	208		39265	50313
51	2. Troškovi materijala	209		4104215	3517994
52	3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali licni rashodi	210		1048346	1056725
54	4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	211		454454	413866
53 i 55	5. Ostali poslovni rashodi	212		870738	578013
	III. POSLOVNI DOBITAK (201-207)	213		443212	618428
	IV. POSLOVNI GUBITAK (207-201)	214			
66	V. FINANSIJSKI PRIHODI	215		116998	108383
66	VI. FINANSIJSKI RASHODI	216		127881	218230
67 i 68	VII. OSTALI PRIHODI	217		214078	70321
57 i 58	VIII. OSTALI RASHODI	218		11838	83682
	IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213-214+ 215-216+217-218)	219		634569	495220
	X. GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (214-213- 215+216-217+218)	220			
69 - 59	XI. NETO DOBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	221			
59 - 69	XII. NETO GUBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	222			

Grupa racuna, racun	POZICIJA	AOP	Napomena broj	Iznos	
				Tekuca godina	Prethodna godina
1	2	3	4	5	6
	B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219-220+221-222)	223		634569	495220
	V. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (220-219+222-221)	224			
	G. POREZ NA DOBITAK				
721	1. Poreski rashod perioda	225		32826	33993
722	2. Odloženi poreski rashodi perioda	226			
722	3. Odloženi poreski prihodi perioda	227		2892	65469
723	D. Isplacena licna primanja poslodavcu	228			
	Dj. NETO DOBITAK (223- 224- 225- 226+ 227- 228)	229		604635	526696
	E. NETO GUBITAK (224- 223+ 225+ 226- 227 + 228)	230			
	A...A... NETO DOBITAK KOJI PRIPADA MANJINSKIM ULAGACIMA	231			
	Z. NETO DOBITAK KOJI PRIPADA VLASNICIMA MATICNOG PRAVNOG LICA	232			
	I. ZARADA PO AKCIJI				
	1. Osnovna zarada po akciji	233			
	2. Umanjenja (razvodnjena) zarada po akciji	234			

U _____ dana 27.2. 2012. godine

Lice odgovorno za sastavljanje
finansijskog izvestaja



Zakonski zastupnik

V Stanje na primarnom tržištu Frankfurtske berze pre i posle svetske ekonomske krize

1. Analiza poslovanja berze tokom 2007. godine

Stanje na tržištu primarno emitovanih akcija je ostalo gotovo nepromenjeno u odnosu na 2006. godinu. IPO pokazatelj očekivanja se povećao za 0,13 poena, na novi nivo od 37,6 poena. Među bankama očekivanja su se značajno poboljšala, a kod investitora i emitenata neznatno. To je bio najzanimljiviji kvartal u poslednjih šest godina. Svaka tri meseca Frankfurtska berza sprovodi merenje očekivanja na primarnom tržištu da bi kasnije te rezultate ugradila u IPO indikator očekivanja. Ovaj indikator se sastoji od dva dela, od stanja (klime) na primarnom tržištu i opažene podcenjenosti akcija i izražava se u poenima. Godine 2007. ovaj indikator je bio na 37,60 poena što je malo više od njegove vrednosti u jesen 2006.

Kako bi se ocenilo stanje na IPO tržištu za mišljenje se pitaju predstavnici investitora, banaka i kompanija. Ocena banaka je u odnosu na prethodni period znatno je poboljšana, aktivni investitori su sa gardom izražavali svoj optimizam dok je raspoloženje među emitentima blago pogoršano. Zanimljivo je da sve tri grupe očekuju da se IPO aktivnosti povećaju u narednom kvartalu, kao što je očekivano i za ovaj. Grupa koju čine investitori očekuje najveći rast u broju primarnih emisija akcija. Nemačke akcije su porasle oko 7,4% u predhodnom kvartalu, merene sa CDAX indeksom tj. veoma širokim tržišnim indeksom koji uključuje sve nemačke akcije na najvišem i opštem nivou. Kompanije navedene na pristupnom nivou, međutim izgubile su više od 11,5%.

Opažena podcenjenost je pala četvrti put za redom za vrlo uzak raspon od 0,38%. Do podcenjenosti u suštini dolazi onda kada je prva vrednost koju tržište odredi, viša od nominalne vrednosti novoemitovanih akcija, što se u posmatranom periodu dešavalo sa svakom trećom primarnom emisijom. Očekivanje podcenjenosti pokazuje koliko su uspešne prethodne primarne emisije bile u očima tržišnih učesnika. Ove observacije nisu u potpunosti racionalne već na njih utiču brojni faktori kao što je vreme proteklo od prethodne primarne emisije. Kada je očekivana podcenjenost visoka tržište je privlačnije za kompanije i zainteresovanost investitora raste.

Sa ukupno 29 novih emisija ukupne vrednosti od približno 3,4 milijarde evra poslednji kvartal 2006. godine, je bio najači kvartal što se tiče primarne emisije u poslednjih šest godina.

Na kraju prvog kvartala 2007. godine IPO indikator očekivanja je imao vrednost od 37,55 poena što je neznatno više u odnosu na četvrti kvartal prethodne godine. Krajem marta učesnici na tržištu su ponovo pitani za svoje mišljenje i po tom istraživanju očekivanja su donekle pogoršana kod sve tri grupe. Uprkos tome, ocena IPO okruženje je i dalje jako visoka. Ovo opadanje u očekivanjima aktera se može pripisati činjenici da sve tri grupe procenjuju da će doći do pada cena na Nemačkoj berzi, pri čemu je ovo očekivanje najizraženije kod emitenata.

Mereno CDAX indeksom u prvom kvartalu 2007. godine, vrednost nemačkih akcija je porasla za 10%, dok su kompanije na pristupnom nivou porasle svega 3%.

Sudeći po ocenama analitičara, očekuje se da će po prvi put u godini doći do zaustavljanja opadajućeg trenda u opaženoj podcenjenosti akcija. Na kraju prvog kvartala njena vrednost je iznosila 2,17% što je malo više nego u prethodnom kvartalu. U posmatranom kvartalu primećeno je da su podcenjene bile 2 od 13 novoemitovanih akcija.

Sa 13 novih kompanija na listingu i ukupnom vrednosti od 350 miliona evra, ovaj kvartal je slabiji od poslednjeg kvartala 2006. godine.

U drugom kvartalu 2007. očekivanja su bila приметно niža i vrednost IPO indikatora je iznosila 36,12 poena što je za 1,5 poena niže od prethodnog kvartala. Očekivanja kod tržišnih aktera su pogoršana u sva tri slučaja i svi sada pesimističnije posmatraju tržište. Glavni uzrok za pad očekivanja leži u činjenici da banke i investitori smatraju da će doći do pada IPO aktivnosti u trećem kvartalu 2007.

Vrednost CDAX indeksa je porasla za skoro 12% dok je vrednost akcija sa pristupnog nivoa ostala nepromenjena.

Ponovo je došlo do pada opažene podcenjenosti akcija i nakon što je blago porasla na kraju prošlog kvartala, sada iznosi 1,29% što je za skoro 1% niže. U posmatranom kvartalu i dalje su 2 od 13 novoemitovanih akcija bile podcenjene.

Sa 14 novih emisija u drugom kvartalu IPO aktivnost je bila blago veća u odnosu na prethodni ali posmatrano po vrednosti od 3,3 milijarde evra bila je skoro podjednako visoka kao u četvrtom kvartalu 2006. što ovaj kvartal čini drugim najboljim od 2001. godine.

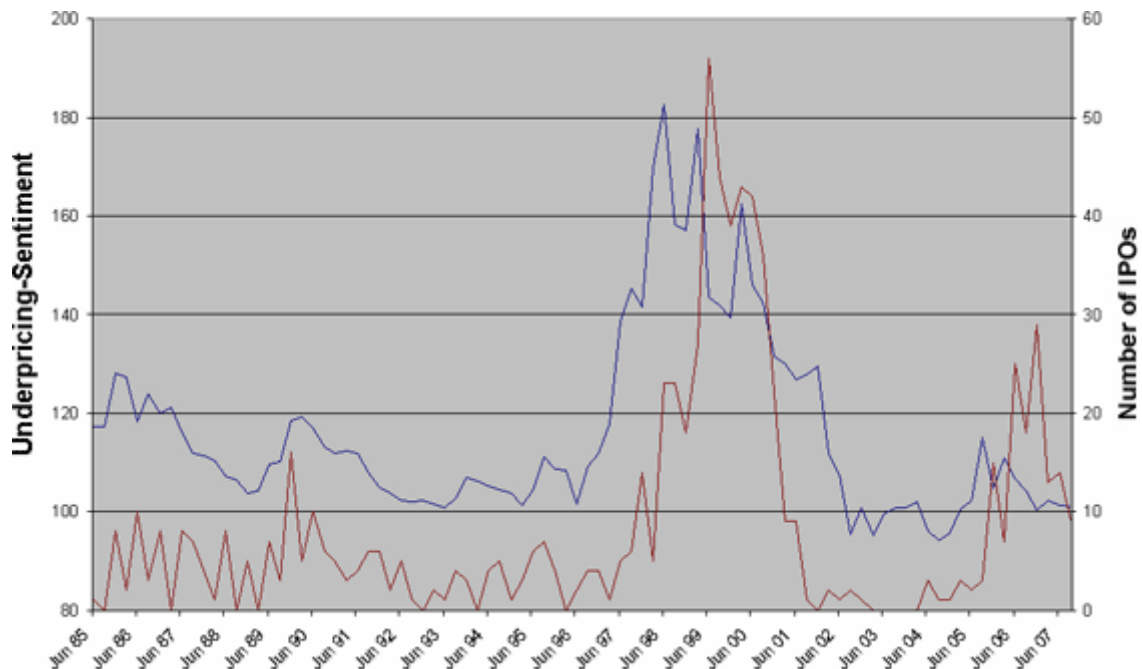
U trećem kvartalu 2007. je došlo do pada vrednosti IPO indikatora na 34,13 poena što je njegova najniža vrednost još od početka 2005. godine. Do pada očekivanja najviše je došlo kod emitenata, zbog pada cena na berzi. Kod banaka je primećen blag pad očekivanja, dok su se kod aktivnih investitora čak i povećala.

Vrednost CDAX je pala za 5%, a vrednost akcija na pristupnom nivou je pala za 9%. Opažena potcenjenost akcija je ponovo opala kao i u prethodnom kvartlu ali samo 1 procenat, što je za trćinu manje u odnosu na prošli kvartal.

Broj od 9 novih emisija i njihova vrednost od 2,8 milijardi evra pokazuje znatan pad aktivnosti na primarnom tržištu u odnosu na prethodni period.

Poslednji kvartal 2007. odlikuje dalji pad očekivanja. Iako se situacija popravila kod emitenata, došlo je do pada vrednosti IPO indikatora na 33,81 poen. Vrednost akcija na pristupnom nivou je opala za 4%. Nakon dva kvartala opadanja, došlo je do rasta opažene potcenjenosti akcija i to za 1,25%.

U ovom kvartalu je bilo 11 novih emisija akcija, što je više u odnosu na prethodni ali njihova vredanost od 1,6 milijarde evra je niža od prethodne. U 2007. godini na berzi se nalazilo 47 kompanija. Taj broj je manji nego u 2006. kada ih je bilo 79, ali je vrednost emisija bila ista u obe godine i iznosila približno 8 milijardi evra.



Grafikon broj 4. Kretanje nivoa aktivnosti i podcenjenosti na primarnom tržištu⁵⁵

⁵⁵Frankfurtska berza – izveštaj od 2007. god, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/turbulence+in+the+ipo+market+6562>, od petka 15. februara 2013. god.

Iz kvartalne analize 2007. godine primećeno je neraspoloženje među berzanskim akterima. To se oslikavalo na berzu smanjenim obimom aktivnosti, što se da videti na priloženom grafikonu koji jasno prikazuje prisustvo opadajućeg trenda od početka godine.

2. Analiza poslovanja berze tokom 2008. godine

Stanje na primarnom tržištu krajem prvog kvartala 2008. godine nije bilo baš ohrabrujuće i nastavljen je dalji pad očekivanja tržišnih aktera. Sa 30,02 poena ocena IPO klime je bila najniža od kada se sprovode ova merenja na berzi.

Istraživanje koje je sprovedeno, pokazuje da je raspoloženje među bankama i emitentima jako pesimistično, dok je kod investitora malo pozitivnije raspoloženje. Glavni razlog ovog pesimizma je to što se ne očekuje brz rast nivoa aktivnosti na IPO tržištu. Došlo je do pada vrednosti CDAX indeksa za 11% i vrednosti akcija sa pristupnog nivoa za 15%.

Opažena podcenjenost akcija je opala za 0,5% i sada iznosi 0,64%. U prvom kvartalu 2008. vrednost IPO indikatora je opala i iznosi 30,21%, što je najniža vrednost od uvođenja. Po prvi put od 2004. godine nema novih emisija akcija.

Drugi kvartal je imao neznatno poboljšanje ocene IPO klime, ali je i dalje bio na jako niskom nivou. Imala je blagi rast sa 30,02 na 30,76 poena. Najznačajni rast očekivanja bio je kod emitenata, dok je kod investitora i banaka praktično ne promenjen. Vrednost CDAX indeksa je i dalje u padu, opala je za 3,4%. Pristupni nivo je takođe opao za 3,8%, kao i opažena podcenjenost na 0,52%.

Rast IPO indikatora sa 30,21 na 30,76 poena, daje za pravo ekonomskim analitičarima da očekuju rast nivoa IPO aktivnosti u sledećem kvartalu. U ovom kvartalu su bile 3 nove emisije akcija, pri čemu je vrednost jedne od njih više od 360 miliona evra.

IPO klima u trećem kvartalu je značajno opala sa 30,76 na 27,36 poena. Krajem oktobra učesnici na tržištu su ponovo pitani da izraze svoje mišljenje. Stanje kod emitenata i banaka je bilo pogoršano, dok je kod investitora nepromenjeno. Glavni razlog za pogoršano očekivanje je prestanak emisionih aktivnosti i dalji pad vrednosti akcija.

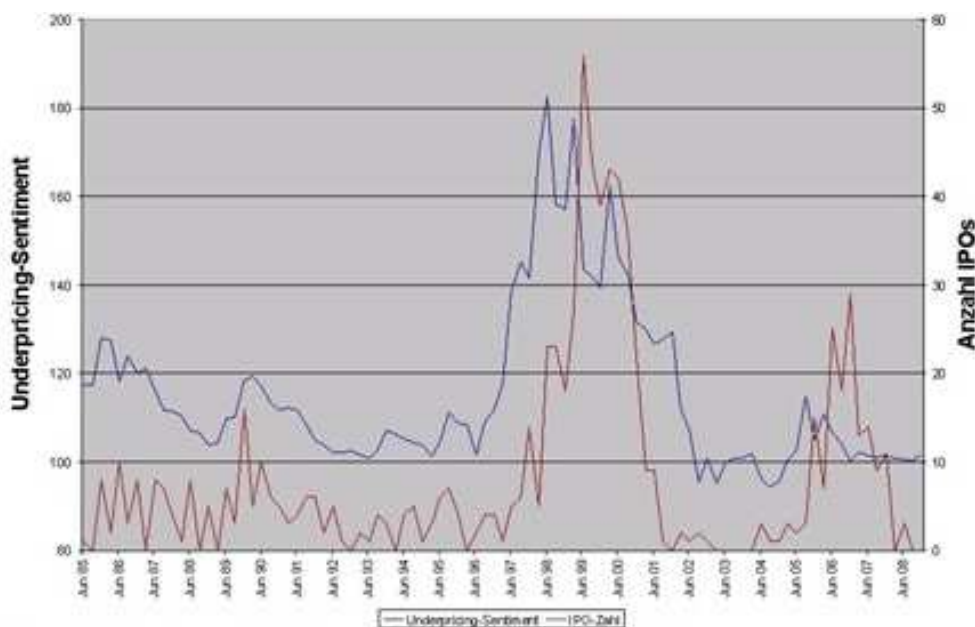
CDAX indeksu je vrednost opala za 22%, a vrednost pristupnog nivoa za 24%. Opažena podcenjenost akcija je pala na 0,32%. Za razliku od prošlog kvartala IPO indikator u ovom kvartalu je opao za oko 3,5% i dostigao istorijsku minimalnu vrednost. U ovom kvartalu nije bilo novih emisija akcija.

U narednom periodu očekuje se prestanak svih aktivnosti na primarnom tržištu. Dok se oporavak očekuje krajem 2008. godine.

Četvrti kvartal donosi nova pogoršanja uslova na IPO tržištu. Ocena IPO klime je opala sa 27,36 na 27,18 poena, što je novi istorijski minimum. Uočeno je iznenađujuće poboljšanje očekivanja među emitentima i bankama. Predviđanja investitora su jako nezadovoljavajuća.

Opadajući trend CDAX indeksa i vrednosti akcija pristupnog nivoa se nastavlja. Opali su po 18%. Kao i u predhodnom kvartalu nije bilo novih emisija akcija kao ni promena vrednosti opažene podcenjenosti.

IPO indikator sada iznosi 27,69%, što je malo iznad istorijskog minimuma.



Grafikon broj 5. Kretanje nivoa aktivnosti i podcenjenosti na primarnom tržištu 2008. godine⁵⁶

Kada je početkom 2007. godine počeo opadajući trend na Frankfurtskoj berzi, niko nije mogao da pretpostavi da će u 2008. doći do intenziviranja daljeg pada. Sve dok se Američka hipotekarna kriza nije prelila na ostatak sveta, smatrano je da je pad

⁵⁶ Frankfurtska berza – izveštaj od 2008.god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse/frankfurt+news/ipo+sentiment+in+the+grip+of+the+financial+crisis+7441>, od subote 16. februara 2013. god.

poslovanja na Frankfurtskoj berzi posledica lokalnih cikličnih kretanja. Kada je 2008. ekonomska kriza postala svetska, došlo je do kumuliranog efekta sa već prisutnim opadajućim trendom na berzi, što je dovelo do njenog zamiranja. Na grafikonu možemo to i jasno videti jer je podcenjenost nastavila da pada u odnosu na 2007. godinu i dostigla vrednost od 100% što praktično znači da nema podcenjenosti pri emisiji novih akcija. Broj novih emisija je takođe drastično opao i nekoliko kvartala 2008. nije zabeležilo ni jednu novu emisiju.



Grafikon broj 6. Kretanje DAX indeksa tokom 2008. godine.⁵⁷

Sa početkom 2008. godine i dolaskom ekonomske krize na svetsku scenu, prekida se dugogodišnji rastući trend vrednosti DAX indeksa i počinje njegov sunovrat. Pad je bio toliko intezivan da je već u prvim mesecima 2008. vrednost DAX vrtoglavo opala i vratila se na nivo sa početka 2007. Kako je godina odmicala, DAX je nastavio da pada i krajem 2008. dostigao je vrednost koju je imao na početku 2005. godine, što se može videti sa grafikona.

Pojava krize pojačava negativne efekte informacione asimetrije koja je uvek prisutna na tržištu. Situacija u kojoj kompanija emituje nove akcije, može da bude protumačena od strane investitora kao pokušaj da se prikupe sredstva kako bi se izbegao bankrot. To će dovesti do smanjenja cena akcija emitenta.⁵⁸

⁵⁷Frankfurtska berza – izveštaj DAX indeksa od 2008. god, internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/equities/indices/dax+DE0008469008>, od ponedeljka 25. februara 2013. god.

⁵⁸Kirchesch K. (2004), „The Influence of Financial Risks on the Investment Decision of Enterprises“, Universitat Hamburg, Hamburg, str. 39

3. Analiza poslovanja berze tokom 2009. godine

Početak prvog kvartala u 2009. godini došlo je do poboljšanja IPO klime na 28,14%. Primarno tržište je i dalje pod uticajem finansijske krize. Ako je verovati emitentima i investitorima, čini se da je najgore prošlo, dok banke ne dele taj optimizam. Međutim, svi učesnici se slažu da oporavak primarnog tržišta još uvek nije na vidiku.

CDAX indeks je nastavio da opada i ovom kvartalu tačnije opao je za 17%. Vrednost akcija pristupnog nivoa je opala za 12%. Zbog veoma teškog stanja na tržištu opažena podcenjenost nema uticaja na IPO indikator. Sa dostignutom vrednosti od 28,37 poena, IPO indikator je malo veći nego u prethodnom kvartalu.

U poređenju sa prethodnim kvartalom u drugom kvartalu 2009. došlo je do poboljšanja IPO klime sa 28,14 na 28,67 poena. Uprkos tome nije došlo do bitnijeg porasta aktivnosti na primarnom tržištu iako su izvršene dve nove emisije akcija.

Do porasta ocene IPO klime je došlo zbog očekivanja emitenata i banaka. Oni očekuju da će u sledećem kvartalu doći do porasta aktivnosti na tržištu. Za razliku od njih, investitori imaju negativna očekivanja zbog lošeg rezultata u prethodnom kvartalu.

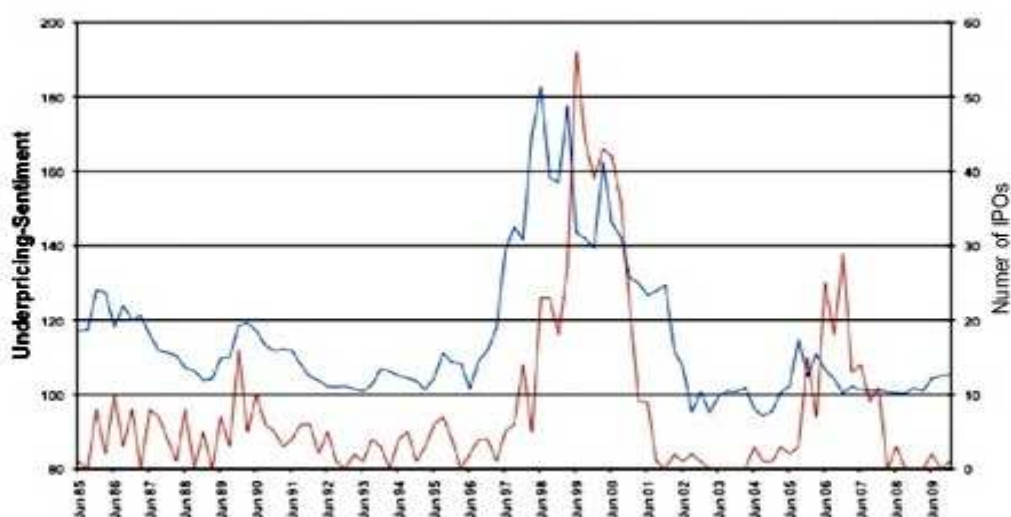
Cene na pristupnom nivou su porasle za 20% i CDAX indeks za 12%. Zbog dve nove uspešne emisije akcija na pristupnom nivou, opažena podcenjenost je porasla za 4 poena tj. sada iznosi 104,36 poena. IPO indikator je značajno porastao sa 28,37 na 29,92 poena.

U trećem kvartalu IPO klima je porasla sa 28,67 na 31,68 poen, što govori da je prisutan jak ulazni trend. Kao i u prethodnom kvartalu najoptimističniji su emitenti i bankari dok je optimizam kod investitora na dosta nižem nivou.

Vrednost indeksa CDAX je porasla za 20%, a cene akcija na pristupnom nivou za 13% dok je opažena podcenjenost je porasla na 105,04 poena.

IPO indikator je porastao na 33,28 poena što ga, po visini, dovodi na treće mesto od uvođenja i predstavlja najveći rast njegove vrednosti. U ovom kvartalu nije bilo novih emisija akacija, ali se očekuje nekoliko novih u sledećem kvartalu.

Poslednjeg kvartala u 2009. godini, vrednost ocene IPO klime se povećala sa 31,68 na 31,79 poen. Opažena podcenjenost je imala samo blagi porast i sada iznosi 105,04 poena. Razlog za ovaj slab rast je to što su dve emisije akcija otkazane. U ovom kvartalu, značajnu ulogu u rastu ocene IPO klime imali su emitenti, dok su očekivanja banaka i investitora malo uzdržanija. Uprkos otkazanim emisijama akcija, jedna uspešna emisija u vrednosti od 55 miliona evra je dovoljna za očekivanje nastavka uzlaznog trenda.



Grafikon broj 7. Kretanje nivoa aktivnosti i podcenjenosti na primarnom tržištu
2009. godine⁵⁹

Nakon katastrofalne 2008. godine za očekivati je nizak nivo emisionih aktivnosti na primarnom tržištu što se da videti sa priloženog grafikona. Iako je broj emisija bio mali, ta činjenica da je većina njih uspešno obavljenja, pozitivno je uticala na kretanje podcenjenosti koja je nakon dužeg perioda mirovanja, sa vrednošću blizu nule, dočekala kraj 2009. sa najvišim nivoom u poslednje četiri godine.

⁵⁹ Frankfurtska berza – izveštaj od 2009. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/ipo+sentiment+ipos+expected+for+the+second+quarter+8100>, od srede 27. februara 2013. god.



Grafikon broj 8. Kretanje DAX indeksa tokom 2009. godine⁶⁰

Uticaj ekonomske krize se na Frankfurtskoj berzi osećao prvenstveno u prvim mesecima 2009. Tokom ovog perioda nastavio se pad DAX indeksa, da bi se pri svojoj najnižoj vrednosti izjednačio sa vrednošću sa kraja 2003. godine. Od proleća 2009. DAX je počeo svoj stabilan oporavak i krajem godine je opet dostigao vrednost koju je imao polovinom 2006. godine što bi iz tadašnje perspektive ukazivalo na prestanak ekonomske krize.

4. Analiza poslovanja berze tokom 2010. godine

Prvi kvartal 2010. ukazuje na to da je izgleda došlo do kraja stagnacije na IPO tržištu. Na to ukazuju mnogi tržišni indikatori među kojima su opadajuća volatilnost na tržištu i rast tržišne vrednosti akcija kao i činjenica da su se u martu desile 4 nove emisije. U ovom kvartalu došlo je i do poboljšanja očekivanja tržišnih učesnika u vezi IPO aktivnosti. Međutim, značajan rast P/E racia, do kog je došlo zbog finansijske krize, je ostavio traga. IPO indikator sa vrednošću od 33,32 poena se nije mnogo promenio u odnosu na prethodnu godinu kad je iznosio 33,49 poena.

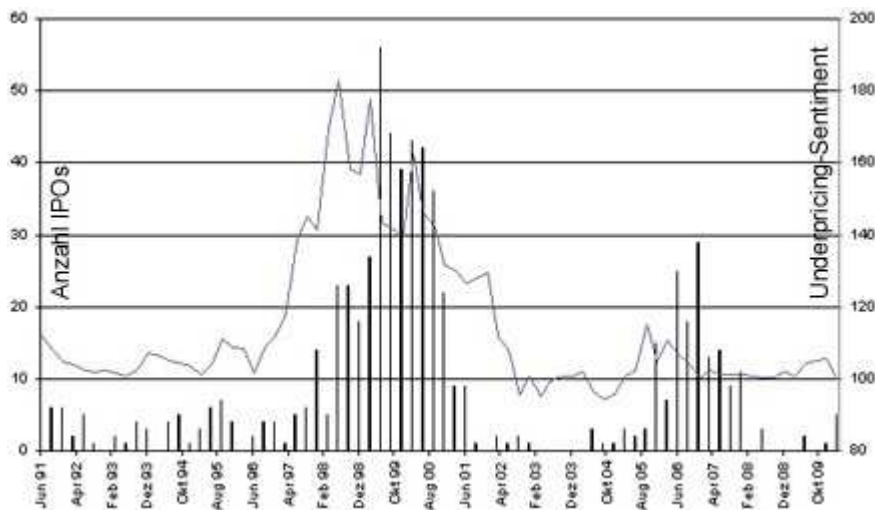
Istorijska iskustva su nam pokazala da se aktivnosti na IPO tržištu kreću ciklično. Nije sa sigurnošću utvrđeno koji faktori utiču na ovakvo kretanje ali postoje određene pravilnosti. Jedna od ovih pravilnosti je da opadanju volatilnosti na tržištu predhodi rast nivoa aktivnosti na primarnom tržištu. Ova pravilnost se uočava na mnogim tržištima pa i na Nemačkom.

⁶⁰ Frankfurtska berza – izveštaj DAX indeksa za 2009. god., internetstranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/equities/indices/dax+DE0008469008>, od srede 27. februara 2013. godine

Merena VDAX-om, prosečna volatilnost u prvom kvartalu 2009. godine je bila 42% da bi na kraju 2009 pala na 28%. Za tekući period, tržišni akteri očekuju da nivo volatilnosti za DAX akcije bude samo 20% što je malo ispod istorijskog proseka od 23%. Posmatrano sa tog aspekta, došlo je do značajnog poboljšanja uslova za oporavak tržišta.

Druga pravilnost je korelacija između kretanja cena i aktivnosti na primarnom tržištu. I ovde su analize pokazale da rastu na primarnom tržištu predhodi uzlazni trend kretanja cena na berzi. Od kad je DAX u martu 2009 dostigao svoju najnižu vrednost, do sad je povratio više od 50% izgubljenog što ukazuje na pozitivne uslove za oporavak tržišta.

Još jedan bitan element za razvoj primarnog tržišta su cenovni signali koji se javljaju pri emisiji akcija. U tom kontekstu je bitna uloga podcenjenosti akcija jer se tumači kao poseban signal koji pokazuje tendenciju investitora za kupovinom.



Grafikon broj 9. Odnos između podcenjenosti i nivoa IPO aktivnosti na tržištu⁶¹

Štaviše, možemo da pokažemo da podcenjenost može da se koristi kao osnova za predviđanje aktivnosti na primarnom tržištu. Grafikon pokazuje prosečnu percepciju podcenjenosti u poslednjih 18 meseci ali zbog malog broja emisija, ovom pokazatelju ne treba davati preveliki značaj. U tekućem kvartalu, percepcija podcenjenosti je iznosila 5% da bi spala na 0% zbog uticaja skorašnjih IPO-a. Iz toga se može zaključiti da cenovni signal ima umrtvujući efekat na tržište.

⁶¹ Frankfurtska berza – izveštaj od 2010. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/prospects+for+the+ipo+market+improving+slowly+but+steadily+8309>, od petka 1. marta 2013. godine

Oporavak tržišta je doveo do malog oporavka IPO aktivnosti. Ocena IPO klime je porasla sa 31,79 na 33,42 poena. Za ovaj rast su najzaslužnija očekivanja banaka i investitora koji očekuju rast aktivnosti na primarnom tržištu.

Kapacitet primarnog tržišta najviše zavisi od procene kompanija. Međutim, istorijski posmatrano, nije moguće utvrditi ni jednu korelaciju koja ovo objašnjava. Razlog za ovo leži u činjenici da spremnost investitora da plati, zavisi od izgleda i mogućnosti za rast koje nisu adekvatno predstavljene P/E raciom. U ostalom, nije sasvim ni sigurno kakav uticaj P/E racio ima na tržište kao celinu zbog toga što emitenti očekuju visoku procenu vrednosti akcije dok bi investitori želeli da budu na što nižem nivou. Zbog toga je jako teško tumačiti ovakve signale. Rast P/E racia, do kog je došlo pod uticajem finansijske krize, bi trebao da dovede do smanjene spremnosti investitora za ulaganje. Prosečni P/E racio za CDAX kompanije iznosi 19 što je iznad dugoročnog proseka od 17. Ovo se na berzu preslikva kroz smanjenu tražnju.

Pošto su se u drugom kvartalu na berzi desilo devet novih emisija, jasno je da je tržište oživelo iako je emisiona aktivnost bila niža od onoga što se očekivalo na osnovu početka godine. Među investitorima je prisutna doza rezervisanosti ali ona se može prispisati nestabilnosti, do koje je dovela Grčka dužnička kriza i pad cena na berzi. Nekoliko nedelja pred kraj kvartala došlo je do opadanja volatilnosti što, ako se nastavi rast DAX indeksa, može da ukaže na rast IPO aktivnosti u sledećem kvartalu. Ovom predviđanju na ruku idu očekivanja emitenata ali ova pozitivna očekivanja tek treba da se preslikaju na rezultate u vidu ocene IPO indikatora koji trenutno iznosi 33,39 što je samo malo iznad vrednosti za prethodni kvartal.

Ne sigurnost zbog evropskih državnih obveznica se odrazila i na volatilnost na Frankfurtskoj berzi. U jednom trenutku, VDAX je u ovom kvartalu iznosio 26% da bi pred kraj juna opet pao na 22% što je malo ispod istorijskog proseka od 23%. Imajući u vidu ove fluktuacije, ne iznenađuje visok oprez u ovom kvartalu.

Vrednost DAX-a je stagnirala što se takođe može dovesti u vezu sa problemima na evropskom tržištu državnih obveznica. Kao što je već rečeno, rast berzanskog indeksa obično prethodi povećanju obima aktivnosti na primarnom tržištu. Zato mali broj emisija u ovom kvartalu i ne iznenađuje ali je njihovo povećanje moguće u narednom periodu zbog očekivanog poboljšanja celokupne ekonomske situacije.

Podcenjenosti u ovom slučaju, zbog malog broja novih emisija ne treba davati prevelik značaj. Nije se promenila u odnosu na prethodni kvartal.

Do promena nije došlo ni po pitanju ocene IPO klime, ostala je na 33,48 poena. Zanimljivo je međutim da kad se malo detaljnije pogleda ocena IPO klime, uviđa se da emitenti imaju mnogo povoljniji pogled od investitora i banaka.

Uprkos visokim očekivanjima sa početka godine, IPO berzanske aktivnosti u trećem kvartalu nisu dostigle predviđani nivo. Do kraja oktobra, berza je imala 11 novih emisija ali primetna je nevoljnost investitora da ulažu u njih. Poslednjih nedelja je jasan uzlazni trend DAX indeksa ali još nije sigurno da li će to dovesti do rasta IPO aktivnosti u narednom kvartalu. Pogotovo ako se uzme u obzir da je IPO indikator ostao ne promenjen i iznosi 33,48 poena.

Pad volatilnosti, do kog je došlo u prvom kvartalu, je i ovaj put je izostao te je ona ostala na istom nivou kao u prethodnom kvartalu. Glavni uzrok za to je nastavak krize u Grčkoj i njeno dalje produbljenje u SAD. Imajući to u vidu, nedostatak entuzijazma kod investitora nije nikakvo iznenađenje.

Vrednost DAX-a se nije menjala. Uglavnom zbog već pomenutih problema u Grčkoj i SAD. To se ponovo odrazilo na smanjen nivo IPO aktivnosti. Analitičari opet predviđaju da će zbog poboljšanja celokupne ekonomske situacije, u sledećem kvartalu doći do poboljšanja. Glavni argumet za to očekivanje su pozitivni signali detektovani poslednjih nedelja ovog kvartala.

Ni u ovom kvartalu 2010. ne treba davati preveliku važnost podcejenosti akcija. Razlog tome je što su od svih emitovanih akcija, samo one koje su emitovali „KINGHERO“ i „Kabel Deutschland“ kupljene po ceni koja bitno prevazilazi njihovu nominalnu vrednosti.

Ocena IPO klime se tek neznatno povećala na 33,81 poena što znači da se očekivanja aktera nisu bitno promenila u odnosu na prethodni kvartal.

Pri malo detaljnijoj analizi se primećuje da emitenti, po prvi put od oktobra 2008, imaju očekivanja koja su niža od ostalih aktera. U ovom period se investitori izdvajaju kao akteri sa najvišim očekivanjima.

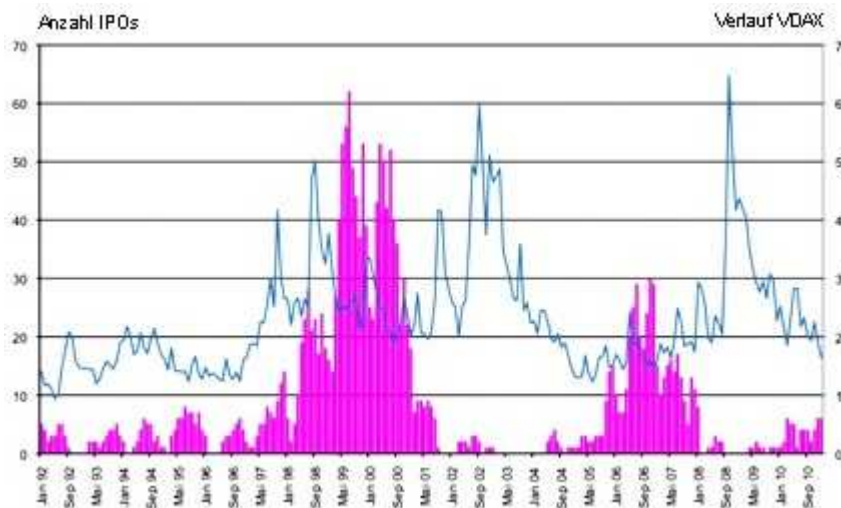
Poslednji kvartal u 2010. godini odlikuje rast IPO indikatora, razlog su pre svega bolja ocena klime zbog dobrih vesti koje su stizale, kako od kompanija tako i od privrede kao celine, i zbog nasatvka uzlaznog kretanja DAX indeksa. Vrednost IPO indikatora na kraju kvartala je iznosila 34,65 poena što je za približno ceo poen iznad prethodnog. Još jedan razlog za bolju percepciju IPO klime je i smanjenje tržišne volatilnosti.

Drastično smanjenje tržišne volatilnosti, koje se desilo početkom godine, je izostalo u prethodna dva kvartala. Tek krajem godine je došlo do smirivanja tržišta a od kraja novembra je očigledan pad volitilnosti. Ako se ovaj trend nastavi, to će imati pozitivan uticaj na IPO aktivnosti u narednom periodu.

DAX je nastavio da raste i u ovom kvartalu, što dovodi do pretpostavke da će doći do povećanog nivoa IPO aktivnosti.

Podcenjenost se tokom godine nije bitnije menjala. Na kraju 2009. je iznosila 5% da bi se veći deo godine zadržavala na 0% i da bi u oktobru dostigla -1%. Krajem godine je ipak blago porasla i vratila se na 0%.

Poslednje istraživanje o IPO klimi ukazuje da je došlo do njegovog poboljšanja. To je posebno primetno kod banaka i emitenata dok je kod investitora primećen pad u očekivanjima zbog, po njima, visokog nivoa cena na berzi, što utiče na njihovu spremnost da ulažu.



Grafikon broj 10. Odnos između prosečne volatilnosti i nivoa IPO aktivnosti⁶²

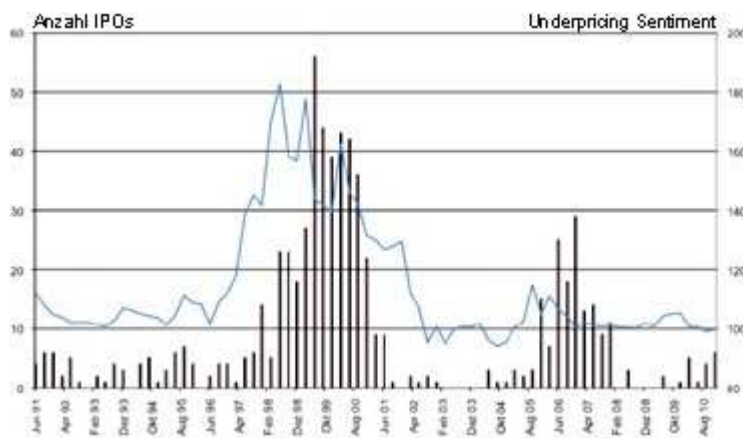
Sa grafikona se vidi da je prosečna volatilnost opadala tokom prvog kvartala i fluktuirala tokom ostatka godine u zavisnosti od dešavanja u evrozoni, prvenstveno Grčkoj i drugim južnoevropskim zemljama. Te fluktuacije međutim nisu imale presudnog uticaja na aktivnosti na primarnom tržištu što se ogleda u njihovoj stabilnoj vrednosti na grafikonu.

⁶² Frankfurtska berza – izveštaj od 2010. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/ipo+indicator+booming+tendency+8861>, od petka 1. marta 2013. godine



Grafikon broj 11. Odnos između vrednosti DAX indeksa i nivoa IPO aktivnosti⁶³

Nastavio se rastući trend vrednosti DAX indeksa iz prethodne godine i sada je dostigao vrednost koju je imao početkom 2007. godine. Iako bi zbog njegove rastuće vrednosti trebalo da dodje do povećanja nivoa IPO aktivnosti, one su ovaj put ostale na istom nivou tokom cele godine a razlog tome može da bude uticaj volatilnosti.



Grafikon broj 12. Odnos podcenjenosti i nivoa IPO aktivnosti⁶⁴

Rast nivoa podcenjenosti sa kraja prethodne godine, ne samo da je izostao u ovoj, već je došlo do njenog pada. Međutim, zbog malog broja emisija u ovoj godini, podcenjenost nije imala prevelikog uticaja na opšti nivo IPO aktivnosti.

⁶³Frankfurtska berza – izveštaj od 2010. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/ipo+indicator+booming+tendency+8861>, od subote 2. marta 2013. god.

⁶⁴Frankfurtska berza – izveštaj od 2010. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/ipo+indicator+booming+tendency+8861>, od subote 2. marta 2013. god.



Grafikon broj 13. Odnos između ocene IPO klime i nivoa IPO aktivnosti⁶⁵

Od kraja 2008. primetan je rast u oceni IPO klime među tržišnim akterima. Ta činjenica bi trebala da ima pozitivan uticaj na aktivnosti na primarnom tržištu ali je taj efekat u ovoj godini izostao jer se nivo aktivnosti nije značajno menjao.

5. Analiza poslovanja berze tokom 2011. godine

Sedam novih emisija akcija u prva četiri meseca 2011. godine, ukazuju da se stvari na berzi dobro odvijaju. Pogotovo ako se uzme u obzir da prvi kvartal obično karakteriše mali broj emisija. Uprkos dobrom početku godine, i dalje nema značajnijih naznaka da će doći do bitnijeg poboljšanja očekivanja na primarnom tržištu. Razlog ovome se može naći u činjenici da je još uvek aktuelna kriza evropskih državnih obveznica i da su zemljotres, i cunami koji mu je sledio, osakatili privredu Japana koji spada u grupu ekonomski najbitnijih zemalja sveta. Kao posledica svega ovoga, IPO indikator je opao sa 34,65 na 32,66 poena.

Zanimljivo je da se uprkos konstantnoj nestabilnosti na tržištu evropskih državnih obveznica, i u ovom kvartalu nastavio trend opadanja volatilnosti cena na berzi. Ova činjenica bi trebala da ima pozitivan efekat na IPO aktivnosti ali moguće je da će biti potrebno par meseci dok akteri ne steknu poverenje u stabilnost tržišne volatilnosti.

⁶⁵ Frankfurtska berza – izveštaj od 2010. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/ipo+indicator+booming+tendency+8861>, od nedelje 3. marta 2013. godine.

Uprkos gore navedenim međunarodnim faktorima koji utiču na nestabilnost, DAX indeks je nastavio da raste što, posmatrano sa smanjenom volatilnošću, treba da ima pozitivne efekte na situaciju na primarnom tržištu.

Iako je broj od sedam emisija značajna vrednost za prvi kvartal, pogotovo u ovako teškim vremenima, to je i dalje premali broj novih emisija da bi se podcenjenost akcija značajnije posmatrala. Ona je sa 5% koliko je iznosila na kraju 2009. krajem 2010. pala na 0% da bi u ovom kvartalu imala ostvarila vrednost od -2%. Moguće objašnjenje je da se promenio način na koji se vrednuju akcije pri njihovoj prvoj emisiji što bi moglo da bude uzrok dugoročnog opadajućeg trenda koji je prisutan. Bez obzira na to kolika joj se važnost pridaje, negativna podcenjenost u kombinaciji sa drugim faktorima poput problema sa Japanom, zasigurno će destimulisati aktivnosti na primarnom tržištu.

Očekivanja tržišnih aktera su u ovom kvartalu su počela da opadaju po prvi put od marta 2009. godine. Razlog je to što se među emitentima i bankama javio skepticizam u pogledu daljeg razvoja tržišnih aktivnosti dok je među investitorima stanje ostalo ne promenjeno.

Posmatrano po broju emisija, drugi kvartal 2011. godine je sa 6 emisija bio u neznatnom zaostatku u odnosu na prvi. Međutim, zbog evropske dužničke krize, IPO indikator je opao sa 32,66 na 29,80 poena i po prvi put od juna 2009 se našao ispod 30 poena.

Nakon što je opadala više kvartala za redom, zbog evropske dužničke krize, volatilnost na Frankfurtskoj berzi je ponovo porasla, štaviše ona se u ovom kvartalu duplirala i sa 18% je skočila na 36%. Na osnovu već pomenute pretpostavke, očekuje se da će zbog ovoga doći do pada IPO aktivnosti.

Dužnička kriza je dovela i do pada DAX indeksa. Niža vrednost DAX-a znači da će emitenti oklevati da emituju nove akcije zbog straha da će ostvariti nisku tržišnu vrednost. To će dovesti do smanjenja nivoa aktivnosti na primarnom tržištu.

Podcenjenost novo emitovanih akcija se neznatno pogoršala i sad iznosi -3%. Međutim, zbog malog broja novih emisija, ovaj pokazatelj se ponovo može zanemariti.

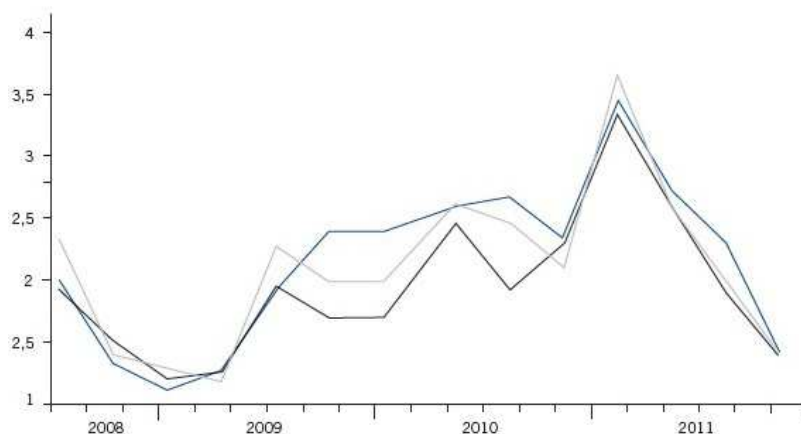
Pad IPO očekivanja iz prethodnog kvartala se nastavlja i u ovom. Izražen u poenima, iznosi 2,76 i po intenzitetu pada zauzima drugo mesto od trenutka uvođenja ovog indikatora. Uzrok tome je težak skepticizam među svim tržišnim učesnicima.

U trećem kvartalu je postalo sasvim očigledno da je evropska dužnička kriza ostavila traga na očekivanja na primarnom emisionom tržištu. Nakon što je već naglo pao u drugom kvartalu, pad IPO indikatora se nastavlja i u ova tri posmatrana meseca tako da sad iznosi 27,97 što je niže u odnosu na 29,80 poena iz prethodnog kvatala i što je ujedno i najniža vrednost ovog indikatora još od prvog kvartala 2009. godine. Pored toga, istraživanje očekivanja tržišnih aktera ukazuje na to da skoro niko ne očekuje oporavak berze u kratkom roku.

I u ovom kvartalu se evropska dužnička kriza može okriviti za visoku volatilnost. Doduše, u odnosu na prethodni kvartal, volatilnost je opala za 2% i sad iznosi 34% ali dugoročno posmatrano to je i dalje jako visoka vrednost imavši na umu da je istorijski gledana prosečna volatilnost iznosila 23%. Zbog pogoršanja evropske dužničke krize, DAX indeks je od kraja juna do kraja oktobra 2011. godine, opao za još 17%.

Podcenjenost se u odnosu na prethodni period nije promenila a ni njen značaj imajući u vidu broj novih emisija.

Opadajući trend vezan za ocenu IPO klime u prethodnim mesecima se, uzrokovan skepticizmom među svim tržišnim akterima, nastavio. Na grafikonu se mogu primetiti dve stvari. S jedne strane to je pad očekivanja koji je podjednako zastupljen među svim tržišnim učesnicima a s druge strane je činjenica da je tržišni oporavak, koji se odvijao od marta 2009. poništen u poslednja dva kvartala.



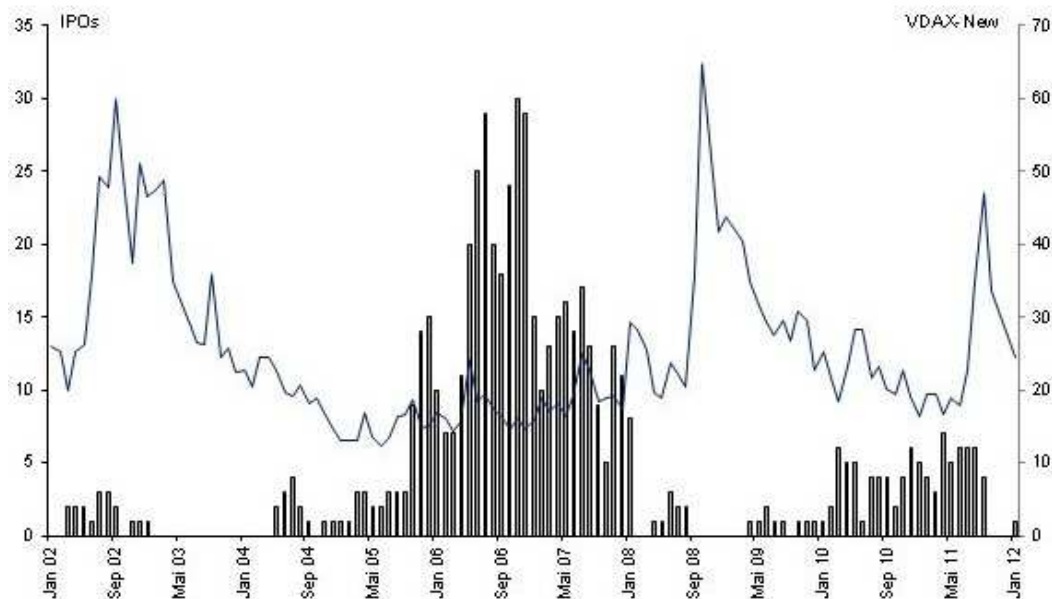
Plava linija: emitenti; Siva linija: banke; Crna linija: investitori

Grafikon broj 14. Procena primarnih aktivnosti od strane berzanskih učesnika ⁶⁶

⁶⁶Frankfurtska berza – izveštaj od 2011. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/+n+e+w+i+p+o+s+s+i+g+n+i+f+i+c+a+n+t+l+y+d+e+c+l+i+n+e+d+c+o+n+f+i+d+e+n+c+e+i+p+o+p+i+p+e+l+i+n+e+o+n+h+o+l+d+9396>, od ponedjeljka 4. marta 2013. godine.

Od avgusta tekuće godine, došlo je do zastoja na primarnom tržištu frankfurtske berze. Dok je ne sigurnost na tržištu kapitala (zbog nastavka evropske dužničke krize, prvenstveno u Grčkoj) i dalje nastavila da utiče na finansijska tržišta, istovremeno je došlo do značajnog smanjenja volatilnosti i povećanja vrednosti DAX indeksa što ukazuje na mogućnost početka oporvka u sledećem kvartalu. Gore pomenuto smirivanje tržišta se oslikalo i na vrednost DAX-a koji je od oktobra 2011. godine do kraja decembra poratao za skoro 20%.

Podcenjenost primarne emisije stagnira i u ovom kvartalu. Jedina primarna emisija četvrtog kvartala, od strane Ultrasonic AG, nije se previše proslavila po postignutom nivou cena. Opadajući trend pri oceni klime na IPO tržištu, koji je bio dominantan tokom tekuće godine, prekinut je u poslednjem kvartalu 2011. U tom kvartalu je došlo do poboljšanja ocene IPO klime sa 29,4 na 30,8 poena, ali nije isključeni da može doći do potpunog preokreta. Ovo poboljšanje ne iznenađuje ako se ima u vidu da su svi tržišni akteri pozitivno ocenili tekući kvartal, pri čemu se, po svom intenzitetu, posebno izdvajaju ocene emitenata i investitora.

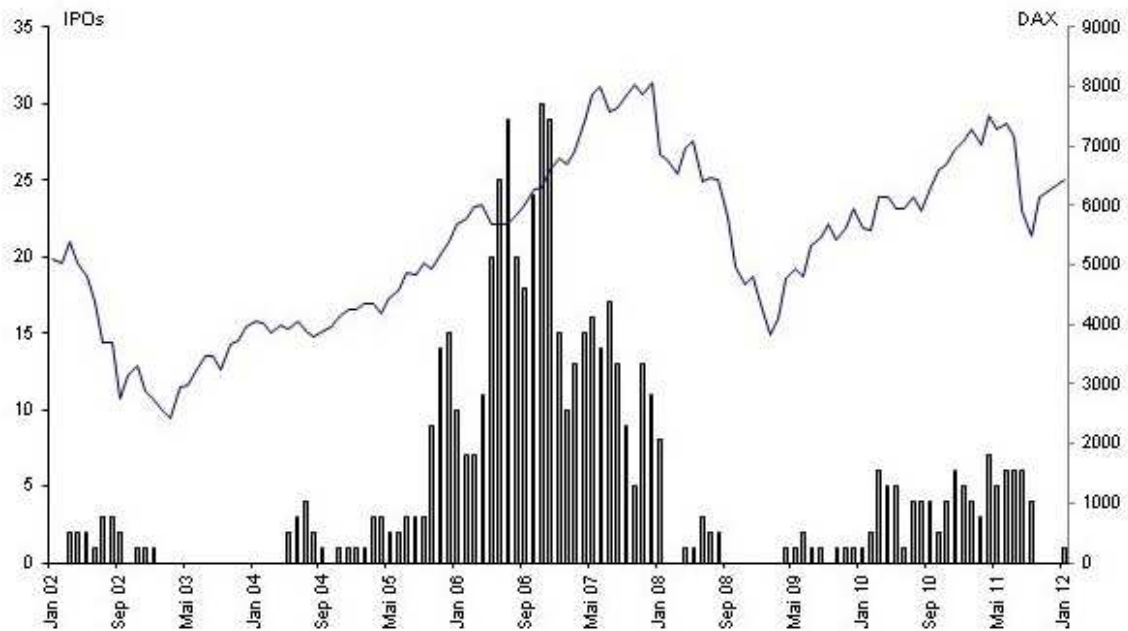


Grafikon broj 15. Odnos između prosečne volatilnosti i nivoa IPO aktivnosti⁶⁷

Relativno stabilan nivo volatilnosti iz prethodne godine je bio prisutan samo u prvim mesecima 2011. Zemljotres u Japanu u kombinaciji sa sve većim razmerama dužničke krize u Evropi za posledicu je imala visoke fluktuacije ovog pokazatelja.

⁶⁷ Frankfurtska berza – izveštaj od 2011. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/new+ipos+turnaround+in+sight+11653>, od ponedeljka 4. marta 2013. godine

Kao što je već rečeno, visoke fluktuacije volatilnosti za posledicu imaju nizak nivo emisionih aktivnosti što je i vidljivo na ovom grafikonu, pogotovo ako se posmatra kraj 2011. godine.



Grafikon broj 16. Odnos između vrednosti DAX indeksa i nivoa IPO aktivnosti⁶⁸

Početkom 2011. godine, prekinut je uzlazni trend DAX indeksa. Razlog ovome je, verovatno kao i u slučaju volatilnosti, posledice zemljotresa u Japanu i dužničke krize zemalja Evropske unije. Opadajuća vrednost ovog indeksa je, u kombinaciji sa izrazito visokom volatilnošću ove godine, imala za posledicu prestanak svih aktivnosti na primarnom tržištu u jednom trenutku.

⁶⁸ Frankfurtska berza – izveštaj od 2011. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/new+ipos+turnaround+in+sight+11653>, od utorka 5. marta 2013. godine

5. Analiza poslovanja berze tokom 2012. godine

Kao što je već rečeno, u avgustu je došlo do prestanka svih aktivnosti na primarnom tržištu a u proteklom kvartalu se desila samo jedna nova emisija. Iako se problemi na tržištu kapitala i dalje osećaju na primarnom tržištu, niska volatilnost i povoljna očekivanja doveli su do rasta vrednosti IPO indikatora na 29,78 poena. Po istraživanju berzanskih analitičara, u narednim mesecima se očekuje značajan porast aktivnosti.

Volatilnost je u ovom kvartalu, zbog uticaja krize evra, imala visoke fluktuacije što je primetno i na grafikonu. Vrednost Nemačkih plavih čipova je u jednom trenutku imala fluktuaciju od 35%. Međutim, stabilizovala se na relativno niskom nivou što bi trebalo da ima pozitivan uticaj na berzanske aktivnosti.

Ni vrednost DAX-a se nije značajnije menjala. Došlo je do neznatnog pada ali to se može pripisati tradicionalno niskom nivou trgovajna na početku godine.

U tekućem kvartalu nije bilo novih emisija tako da nije bilo promena nivoa podcenjenosti te se uzima njena vrednost iz prethodnog kvartala.

Ocena IPO klime je rasla treći kvartal za redom i sad iznosi 31,35 što ukazuje na zaokret u očekivanju berzanskih aktera u odnosu na prethodne periode. Trenutno stanje P/E racia ide na ruku investitorima jer je sa vrednošću od 12,44% znatno ispod istorijskog proseka od 17%.

Kriza vezana za opstanak evra, koja i dalje otežava poslovanje primarnog tržišta berze, nije uspela da anulira efekte rasta cena i stagnacije volatilnosti tako da je ipak došlo do poboljšanja na berzi u drugom kvartalu. Uprkos primećenom poboljšanju, vrednost IPO indikatora se nije promenila u odnosu na prethodni kvartal i još uvek je jako niska. Od početka maja desilo se sedam novih emisija ali su samo dve od njih uspele da ostvare vrednost višu od nominalne. To za posledicu ima jako nisku vrednost pokazatelja podcenjenosti.

U posmatranom periodu, volatilnost se održavala na dosta stabilnom nivou i sa vrednošću VDAX-a malo iznad 20%. Velike fluktuacije iz prethodnog perioda su međutim bitno uticale na ponašanje tržišnih aktera, prvenstveno emitenata. Volatilnost ima snažan uticaj na to da li će biti novih emisija zbog nesigurnosti koju sa sobom nosi. Emitent je suočen sa mogućnošću da ostvari laku zaradu ako emituje akcije u pravom trenutku ali i sa rizikom da mu cela ili deo emisije propadne ako to

učini u pogrešnom trenutku. Ozbiljne kompanije gledaju na dug rok i za njih je potencijalna šteta od neuspešne emisije, mnogo važnija od moguće kratkoročne dobiti. Iz tog razloga, kompanije emitenti preferiraju stabilno tržišno okruženje sa malim ili, u idealnom slučaju, bez oscilacija.

Vrednost DAX indeksa se nije bitnije promenila. Uočen je blag rast što bi trebalo da ima pozitivan uticaj na IPO aktivnosti.

Drugi kvartal 2012. je imao sedam novih emisija. Ovo oživljavanje berze je dobar znak, posebno ako se ima u vidu da je poslednji kvartal 2011 imao samo jednu a prethodni kvartal ni jednu novu emisiju. Ali, zbog toga što većina ovih kompanija spada u „sitnu ribu“ kao i zbog činjenice da su samo dve kompanije uspele da prodaju svoje akcije po većoj ceni od nominalne, ovih sedam emisija nije imalo bitnijeg uticaja na tržišna očekivanja. Uočena podcenjenost je štaviše još više opala i sad iznosi 5,15%.

Ocena IPO klime je i dalje sumorna pri čemu je uoče pad sa 31,35 na 29,94 poena. Iznenaduje činjenica da je očekivanje među emitentima znatno niže nego među ostalim akterima. Oni su stoga glavni razlog za nazadovanje vrednosti ocene IPO klime a uzrok tome je očigledno verovanje da je vrednost akcija, pri trenutnim tržišnim cenama, nedovoljno visoka.

Nakon što je toliko vremena bilo uspavano, čini se da je došlo do značajnog porasta očekivanja na primarnom tržištu. U prilog tome idu niska volatilnost, visoka vrednost DAX-a i blagi porast podcenjenosti. Najznačajniji faktor je ipak poboljšanje očekivanja među tržišnim učesnicima odnosno IPO klima. Ublažavanje krize evra je bitno uticalo na emisije aktivnosti te su se u posmatranom periodu desile tri emisije i to od strane Telenor, Telefónica i Hess pri čemu su sve tri ostvarile uspešne emisije. Sve u svemu, vrednost IPO indikatora je skočila sa 28,40, koliko je iznosila u prethodnom na, 31,18 krajem ovog kvartala.

Pad volatilnosti u posmatranom period je bitno uticao na berzanske aktivnosti. Ona je sa nešto više od 20% spala na 16% dok je u isto vreme prethodne, volatilnost Nemačkih plavih čipova bila čak 40%.

DAX indeks je u trećem kvartalu porastao sa 6.600 na 7.400 poena što izraženo u procentima predstavlja rast od 8,25%. Ovo bi naravno trebalo da deluje stimulatивно na dalje kretanje tržišnih aktivnosti.

U prethodna tri meseca desile su se tri nove emisije. Mada na prvi pogled to izgleda kao pogoršanje u odnosu na prethodni kvartal kad ih je bilo sedam, ako se pogleda vrednost tih emisija, vidi se da su ovih 3, sa vrednošću od 2,3 milijarde evra, mnogo značajnije od onih sedam koje su vredele 50 miliona evra. Pored toga, većina od onih sedam emisija su bile male kompanije, koje su svoje akcije prodale po ceni nižoj od nominalne dok je u ovom kvartalu situacija bila znatno drugačija. Talanx i Telefónica su dve ozbiljne kompanije koje su rešile da se otvore prema javnosti i zbog svoje reputacije su uspele da prodaju svoje akcije po višoj ceni od nominalne. Ovo međutim ne treba da stvori lažnu sliku jer se ocena podcenjenosti samo malo poboljšala i sad iznosi -4,82 što je i dalje jako blizu najniže ikad zabeležene vrednosti.

Najbitniji signal je ocena IPO klime od strane emitenata, investitora i banaka i on je u ovom kvartalu porastao sa 29,9 na 32,8. Došlo je do dramatičnog porasta očekivanog nivoa IPO aktivnosti u sledećem periodu. Ali, iako je DAX indeks porastao za 8%, vrednost P/E racia je i dalje jako niska što daje razloga za oprez.

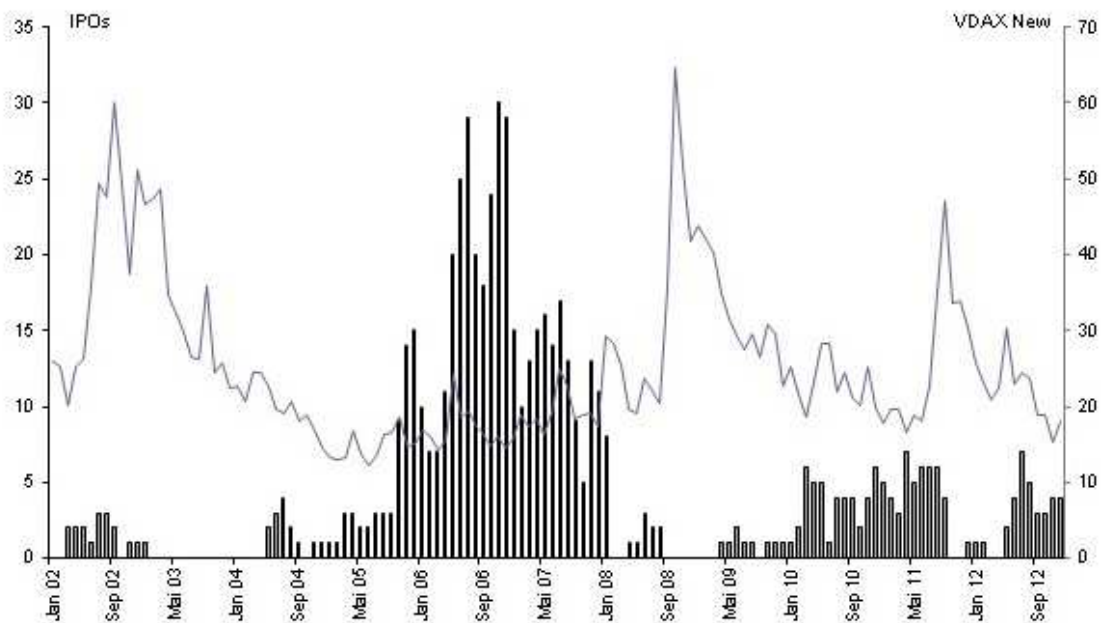
Krajem 2012. očekivanje na IPO tržištu ubrzano raste. I dok se na globalnom planu očekuje pad IPO aktivnosti, berzanski posmatrači i učesnici u Nemačkoj očekuju dobre uslove za plasmane akcija. Isto pokazuje i vrednost IPO indikatora u poslednjem kvartalu. Njegova trenutna vrednost od 30,78 poena je praktično ne promenjena u odnosu na prethodnu koja je iznosila 31,18 poena. Ne treba se međutim zaletati i ovoj činjenici davati preveliku važnost jer je u tekućem kvartalu ostvaren mali broj novih emisija. S druge strane, ocena berzanskog okruženja od strane tržišnih aktera je i dalje pozitivna. Oni su pozitivno reagovali na trenutni nivo volatilnosti kao i na očekivanu tržišnu vrednost akcija u narednim mesecima. U berzanskom žargonu bi se reklo da se prozor za prvu javnu ponudu preduzeća (prozor za IPO) otvorio.

Iz ugla volatilnosti, nastavlja se opadajući trend koji je prisutan još od oktobra 2011. Od onda je vrednost VDAX-a spala sa 16% na 13%, izuzimajući manje fluktuacije s početka tekuće godine. Imajući u vidu trenutno stanje, zanimljivo je napomenuti da je pre godinu dana VDAX iznosio 20%.

DAX je nastavio da raste i sad iznos nešto više od 7.700 poena. To ukazuje na njegov porast što bi trebalo da podpomogne dalji rast emisionih aktivnosti.

Prethodna tri meseca su videla dve nove emisije „Chinese fabric manufacturer Firstextile AG“ i „Telefónica Deutschland Holding AG“ od kojih je jedna ostvarila vrednost od 1,5 milijardi evra. Treba imati na umu da to ne odražava pravo stanje na berzi u ovom trenutku jer je trenutna ocena podcenjenosti -5,18 što je jako blizu istorijskog minimuma.

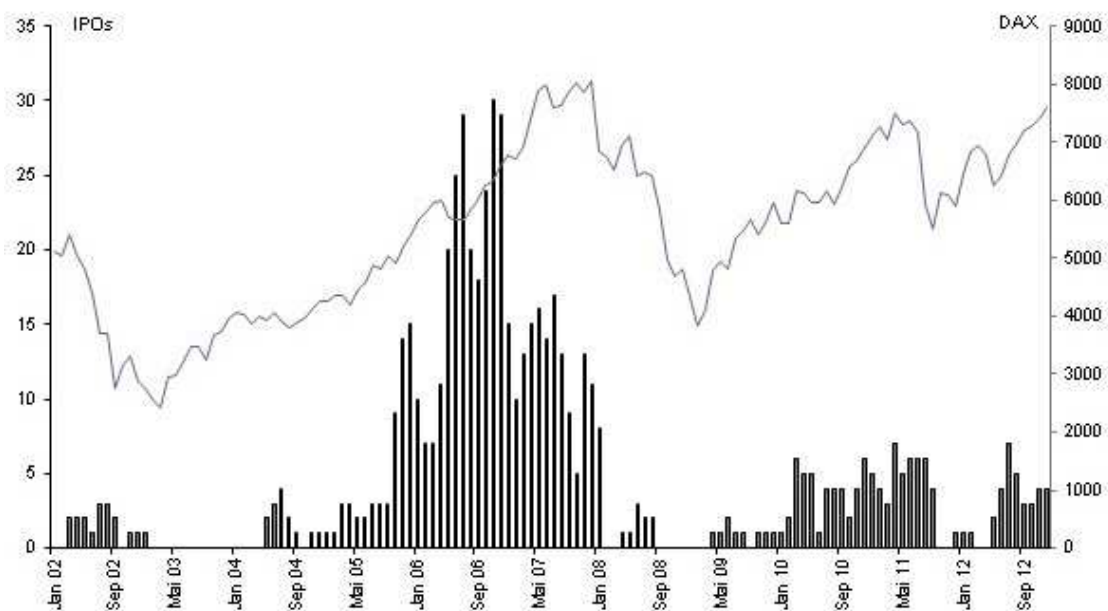
Od svih relevantnih podataka, ovog kvartala treba posebno istaći ocenu IPO klime sa vrednošću od 32,43 poena pri čemu je optimizam prisutan među svim berzanskim akterima. Uprkos tome što se veruje da trenutni nivo cena nije adekvatan, visoka vrednost koju je DAX postigao navodi na optimizam da će doći do rasta aktivnosti na primarnom tržištu. Međutim, P/E ratio je sa svojom vrednošću od 13 još uvek na jako niskom nivou.



Grafikon broj 17. Odnos između prosečne volatilnosti i nivoa IPO aktivnosti⁶⁹

U odnosu na prethodnu godinu primetan je značajan pad volatilnosti. Početkom godine je primećen blagi porast ali nakon toga je usledio period intenzivnog opadanja. Ovaj pad volatilnosti je imao pozitivnog uticaja na opšti nivo IPO aktivnosti što je posebno primetno ako se uporede stanje na početku i na kraju 2012. godine.

⁶⁹ Frankfurtska berza – izveštaj od 2012. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/new+ipos+ipo+window+open+in+q1+45919>, od srede 6. marta 2013. godine



Grafikon broj 18. Odnos između vrednosti DAX indeksa i nivoa IPO aktivnosti⁷⁰

I u ovoj godini nastavio se rast vrednosti DAX-a tako da je na kraju 2012. skoro pa dostigao vrednost koju je imao pre svetske ekonomske krize. Njegovo pozitivno kretanje utiče na povećanje nivoa aktivnosti na primarnom tržištu što je ove godine dovelo do oporavka ovog segmenta Frankfurtske berze.

⁷⁰Frankfurtska berza – izveštaj od 2012. god., internet stranica, <http://www.boerse-frankfurt.de/en/reports/boerse+frankfurt+news/new+ipos+ipo+window+open+in+q1+45919>, od srede 6. marta 2013. godine

Zaključak

Ovaj pristupni rad govori o Frankfurtskoj berzi - organizaciji, poslovanju i osnivanju kako je iz samih ruševina uspela da postane najveća privreda u Evropi i jedna od najačih u svetu.

Frankfurtska berza je u vlasništvu i njom upravlja Nemačka berza (Deutsche Borse) koja takođe drži Evropsku berzu ročnih poslova – Eureks i kliring kompaniju Klirtrim. Frankfurtska berza ima čak 60% ukupnog obrta na Nemačkom marketu i veliki udeo na evropskom. Uz veliki napredak tehnologije ona pruža kompanijama i investitorima potrebene informacije za trgovinu na berzi.

Frankfurtska berza je podeljena na tri odvojena segmenta:

- „Amlichter Handel“ na kome se trguje obveznicama države i velikih korporacija, kao i njihovim akcijama,
- „Geregelter Mark“ za hartije od vrednosti manjih kompanija i
- „Freiverkehr“ sa najblažim zahtevima za promet hartija od vrednosti.

Trgovina se na frankfurtskoj berzi obavlja na dva načina, pomoću elektronskog Ksetra (Xetra) sistema i na trgovačkom parketu. Pristup parketu imaju samo zaposleni na samoj berzi i učesnici u trgovini. Ti učesnici su brokери i dileri.

Savet za razmenu je zadužen za kontrolu, postavljanje i razrešenje generalnih direktora kao i za postavljanje pravila o trgovini, propisa o ulozima i uslovima za obavljanje transakcija na berzi. Savet se sastoji od 24 člana koji se biraju na svake tri godine, a podrazumeva predstavnike banaka, investicionih kompanija, vodećih brokera i kompanija koje se nalaze na berzi.

Na Frankfurtskoj berzi, preduzeća mogu da biraju da li će se pojaviti na tržištu regulisanom od strane Evropske Unije (zvanično ili regulisano tržište) ili na otvorenom tržištu čija pravila određuje sama berza.

Njapoznatiji indeks Frankfurtske berze je DAX. DAX je vodeći indeks nemačke berze. Sastavlja se na osnovu 30 najvećih i najprometnijih akcija, takozvanih plavih čipova, i tim akcijama se trguje isključivo na regulisanom tržištu.

Od velikog značaja za samu berzu je i njen marketing. Frankfurtska berza uz pomoć medija igra ključnu ulogu na tržištu hartija od vrednosti i finansiranju projekata i rasta. Da bih dobila na kvalitetu, snazi i ostvarila što veći uticaj na okruženje, ona se oslanja na savremeni stil komunikacije i marketinga.

Na berzi se trguje žiralnim novcem (slobodna sredstva na žiroračunu koja se koriste za trgovinu na berzi i van berze), menicom, čekom, akcijama i drugim hartijama od vrednosti, devizama, kapitalom (novčana sredstva čija je potrošnja odložena na rok duži od jedne godine i kojim se trguje na berzi i van berze), zlatom i drugim plemenitim metalima, robom i finansijskim derivatima, i FOREX- u (odnosima između vodećih svetskih valuta).

Savremeni berzanski informacioni sistemi omogućavaju jednostavan i brz pristup informacijama koje su relevantne za donošenje odluka. Elektronski informacioni sistemi olakšavaju rad učesnicima u trgovini pre svega ovlašćenim brokerima koji u svakom trenutku imaju uvid u tok trgovanja i kotaciju svih roba, i klijentima koji sa svog monitora mogu pratiti celokupnu ponudu i tražnju, a da se ne informišu kod ovlašćenog brokera.

Iz analize poslovanja Frankfurtske berze u poslednjih šest godina, može se zaključiti da ona s pravom nosi titulu najvažnije finansijske institucije u ekonomski najsnažnijoj zemlji Evrope. Posledice koje je prelivanje američke hipotekarne krize imalo na ostatak sveta nisu zaobišle ni Nemačku. 2008. godine, vrednost DAX-a je vrtoglavo počela da opada ali već polovinom 2009., u vreme kad se još uvek ne nazire kraj krizi, berza se stabilizovala i DAX je ponovo počeo da raste. Taj rast je prekinut polovinom 2011. kad je nastupio drugi talas krize, ovaj put uzrokovan prevelikom zaduženošću u Evropskoj uniji, ali već krajem godine došlo je do stabilizacije i ponovnog rasta indeksa na berzi. O intenzitetu rasta tokom 2012. govori činjenica da je samo jedna godina bila potrebna da bi se vrednost DAX indeksa ponovo vratila na nivo pre nastanka evropske dužničke krize. I u narednom periodu se očekuje nastavak uzlaznog kretanja DAX indeksa. To je dobra vest imajući u vidu značaj koji Nemačka ima u stabilizaciji ne samo Evropske unije već i cele Evrope u uslovima visoke neizvesnosti.

Literatura

1. Bejatović M. (2008), „*Berze i berzansko poslovanje*“, Finex, Beograd.
2. Ćirović M. (2007), „*Finansijska tržišta*“, Naučno društvo Srbije, Beograd.
3. Dugalić V., Štimac M. (2011), „*Osnove berzanskog poslovanja*“, Beograd.
4. Gitman Lawrence J. (1988), „*Principles of Managerial Finance*“, San Diego State University.
5. Horngren Charles T., Sundem Gary L., Elliott John A. (2002), „*Introduction to Financial Accounting*“, Prentice Hall, New Jersey.
6. Ivanović P. (1995), „*Fjučersi*“, Beogradska berza, Beograd.
7. Jakšić M. (2011), „*Finansijsko tržište*“, Ekonomski fakultet, Kragujevac.
8. Jovanović – Škarić K. (2010), „*Finansijsko računovodstvo*“, Ekonomski fakultet, Beograd.
9. Kirchesch K. (2004), „*The Influence of Financial Risks on the Investment Decision of Enterprises*“, Universitat Hamburg, Hamburg.
10. Kotler P., Keller K. L. (2006), „*Marketing menadžment*“, Data Status (12. izdanje), Beograd.
11. Knežević G. (2009), „*Analiza finansijskih izveštaja*“, Univerzitet Singidunum, Beograd.
12. Mićović M. (1997), „*Berzanski poslovi i hartije od vrednosti*“, Pravni fakultet, Kragujevac.
13. Miljević I. M. (2007), „*Metodologija naučnog rada*“, Filozofski fakultet, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale.
14. Milisavljević M. (2001), „*Marketing*“, Savremena administracija, Beograd.
15. Petrović Z. (2011), „*Finansijsko izveštavanje*“, Univerzitet Singidunum, Beograd.
16. Radović R. (1996), „*Berzansko i akcionarsko poslovanje*“, Bijeljina.
17. Ritter Lawrence S., Silber William L., Udell Gregory F. (2009), „*Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*“, Udruženje banaka Srbije, Beograd.
18. Šoškić D. (2009), „*Hartije od vrednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*“, Ekonomski fakultet, Beograd.
19. Unković M., Milosavljević M., Stanišić N. (2010), „*Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*“, Univerzitet Singidunum, Beograd.

20. Unković M., Stakić B. (2011), „*Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*“, Poslovni fakultet, Univerzitet Singidunum, Beograd.
21. Van Horne James C. (1974), „Financial management and policy“, Stanford University.
22. Zebić M. (1990), „*O berzama i posebno o Beogradskoj berzi*“, Beograd.

Zakoni i propisi:

- Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima, („Sl. lista SRJ“, broj 90/94).
- Zakon o računovodstvu i reviziji, („Službeni glasnik RS“, broj 46/ 06 i 111/ 09).

Internet izvori:

- www.boerse-frankfurt.de – Frankfurtska berza,
- www.finanzen.net – Nemački finansijski sajt,
- www.ipofse.com - IPOs na Frankfurtskoj berzi (Frankfurt Stock Exchange IPOs),
- www.belex.rs – Beogradska berza.