

UNIVERZITET SINGIDUNUM
Departman za poslediplomske studije
Master studije
Beograd

Master rad :

**BERZA U FUNKCIJI RAZVOJA FINANSIJSKIH
TOKOVA EKONOMIJA ZEMALJA U TRANZICIJI**

Mentor :
Prof. dr Milorad Unković

Student :
Milan Marković
Broj indeksa : 400179/2009

Beograd, septembar 2011. godine

SADRŽAJ

UVOD.....	1
1. BERZA KAO OBLIK FINANSIJSKOG TRŽIŠTA.....	5
1.1. Pojam, geneza i razvoj berze.....	5
1.2. Značaj berze kao tržišne institucije.....	8
1.2.1. Značaj i koristi od postojanja berzi.....	8
1.2.2. Nadležnosti i organizacija berze.....	10
1.3. Osnivanje berze i principi trgovanja.....	11
1.4. Organi berze.....	12
1.5. Karakteristike i vrste berzi.....	14
1.6. Zakonska regulativa finansijske berze.....	16
2. PREDMET TRGOVANJA NA FINANSIJSKOJ BERZI.....	20
2.1. Osnovna obeležja hartija od vrednosti (oblik i emitent).....	20
2.2. Hartije od vrednosti kao tržišni materijal nafi nansijskoj berzi.....	22
2.2.1. Akcije.....	22
2.2.1.1. Prava akcionara-vlasnika običnih akcija.....	23
2.2.1.2. Osnovni tipovi vrednosti akcija.....	24
2.2.2. Obveznice.....	25
2.3. Finansijski derivati kao predmet trgovanja na finansijskoj berzi.....	27
2.3.1. Varanti.....	27
2.3.2. Opcije.....	28
2.3.3. Fjučersi.....	29
2.3.4. Forvordi.....	30
2.3.5. Svopovi.....	31
3. BROKERSKO-DILERSKA DRUŠTVA NA FINANSIJSKOJ BERZI.....	33
3.1. Modeli organizovanja brokersko-dilerskih društava.....	33
3.2. Karakteristike trgovanja brokersko-dilerskog društva.....	37
3.2. Strategija upravljanja računima clijenata brokersko-dilerskog društva.....	39
3.3. Strategija trgovanja brokersko-dilerskog društva na finansijskoj berzi.....	41
4. BERZANSKI CIKLUS.....	47
4.1. Kotacija i listing.....	47
4.2. Nalozi.....	49
4.3. Obračun berzanskih transakcija.....	52
4.4. Berzanski indeksi.....	53
5. ZAŠTITA INVESTITORA NA FINANSIJSKOJ BERZI.....	55
5.1. Javna dostupnost informacija u funkciji zaštite investitora.....	55
5.2. Privilegovane informacije i zaštita investitora.....	56
5.3. Manipulacije.....	58
5.4. Finansijska etika u funkciji zaštite investitora.....	59

6. BERZE SUSEDNIH ZEMALJA.....	61
6.1. Banjalučka berza (BiH).....	61
6.2. Sarajevska berza (BiH).....	62
6.3. Zagrebačka berza (Hrvatska).....	63
6.4. Skopska berza (Makedonija).....	64
6.5. Montenegro berza (Crna gora).....	65
7. BEOGRADSKA BERZA.....	68
7.1. Istorijat Beogradske berze.....	68
7.2. Vodič kroz poslovanje na Beogradskoj berzi.....	71
7.3. Organizaciona struktura Beogradske berze.....	72
7.4. Akcionari Beogradske berze.....	73
7.5. Predmet poslovanja Beogradske berze.....	73
7.6. Sticanje članstva na Beogradskoj berzi.....	74
7.7. Proizvodi i Indeksi.....	75
7.7.1. BELEXfm – Kompozitni indeks Beogradske berze.....	75
7.7.2. BELEX15.....	76
7.7.3. BELEXsentimental.....	77
7.8. Stanje i perspektiva investicionih posrednika na Beogradskoj berzi.....	80
7.8.1. Analiza stanja investicionih posrednika na finan. tržištu.....	80
7.8.2. Perspektiva i dometi investicionih posrednika.....	85
ZAKLJUČAK.....	93
Literatura.....	95

UVOD

Finansijski sistem je jedan od najvažnijih delova (podсистема) privrednog sistema svake zemlje. On je određen stanjem političkih odnosa, karakterom vlasništva, stepenom privrednog i ukupnog društvenog razvoja i nizom drugih faktora. Finansijski sistem čine veći broj finansijskih institucija i učesnika (centralna banka, poslovne banke, štedionice, štedno-kreditne asocijacije, penzioni fondovi, investicioni fondovi, osiguravajuća društva, posredničke organizacije i sl.) i finansijskih instrumenata (instrumenti duga, vlasnički instrumenti, derivati-izvedeni instrumenti). Putem finansijskog sistema i njegovih elemenata obezbeđuju se slobodna novčana sredstva i njihovo ulaganje u tokove reprodukcije. Najvažniji elementi finansijskog sistema su: (1) finansijska tržišta, (2) finansijske institucije i (3) finansijski instrumenti.

Finansijsko tržište se može sresti u dva osnovna oblika. Prvi je uži oblik i vezan je za određeno mesto, vreme, organizaciju i način funkcionisanja. Ovaj oblik finansijskog tržišta se naziva *berza*, dok se promet koji se na njemu obavlja naziva *berzanskim prometom*. Šire shvatanje finansijskog tržišta je vezano za sva druga mesta van berze i odnosi se na ponudu i tražnju različitih finansijskih instrumenata, obavljanje finansijskih poslova i zaključivanje finansijskih transakcija. Promet na ovakvom tržištu se naziva *vanberzanski promet*.

Berza predstavlja mesto gde se vrši kupovina ili prodaja određenih, tačno definisanih, predmeta trgovine po unapred utvrđenim pravilima. Berza je centralizovano finansijsko tržište, jer se na njoj formiraju cene finansijskih instrumenata koje obuhvataju svu raspoloživu ponudu i tražnju. Berze su sada veoma složene institucije bez kojih se ne može ni zamisliti finansijski sistem u privredi razvijene zemlje, a sve više ni u privredama zemalja u tranziciji. One omogućavaju trgovinu hartijama od vrednosti, novcem i robom u raznim delovima sveta tako da predmet trgovine (standardizovan) nije fizički prisutan za vreme transakcije. Razvoj računarskih mreža omogućuje da se trguje sa drugih kontinenata tako da je lokacija sedišta berze sve manje bitna. Berze kao institucije imaju velik uticaj na razvoj celokupne privrede.

Dinamične promene u finansijskim sistemima širom sveta uticale su na dinamičan razvoj finansijskih tržišta. Razvijenost finansijskog tržišta, njegova stabilnost, dinamika i dubina relevantni su pokazatelji razvijenosti svake nacionalne privrede, kao i spremnosti njenog uključivanja u savremene svetske ekonomske tokove. Dinamičan razvoj finansijskih tržišta je uslovio je razvoj berze, kao oblika finansijskog tržišta, i nametnuo potrebu za razvojem berzanskog poslovanja.

Treba istaći, da su berze u svom razvoju prešle dug put. Evolucija trgovine kroz milenijume ljudske istorije rezultirala je pojavom berze kao institucionalno najsavršenijeg oblika ove delatnosti. Činjenica je da je mnogo vremena moralo da prođe do pojave prvih berzi. To s jedne strane pokazuje, da je u ustrojstvo i organizaciju berze inkorporirano znanje i iskustvo hiljada generacija trgovaca, a sa druge strane da je i sama ljudska svest morala da evoluirala do nivoa prihvatljivosti strogo utvrđenih modela ponašanja koje podrazumeva berzansko poslovanje.

Predmet istraživanja ovog rada jeste berza kao tržišna institucija. U istraživanju će se ukazati na značaj berze, kao izuzetno složene institucije koja čini sastavni deo finansijskog sistema u privredi svake razvijene zemlje. Takođe, kroz istraživanje će se nastojati istražiti razvoj berzi i berzanskog poslovanja u zemljama u tranziciji. Istraživanje će se bazirati na kvalitetnom pristupu svim aktivnostima koje su na berzi značajne, a sve u cilju unapređenja poznavanja rada i funkcionisanja berze, kao preduslova unapređenju ekonomskog prosperiteta svake razvijene privrede. S tim u vezi, posebno će se istražiti finansijski instrumenti koji su predmet trgovanja na finansijskoj berzi. Dok će se posebna pažnja posvetiti brokersko-dilerskim društvima koji, kao investicioni posrednici, predstavljaju sponu između kupca i prodavca hartija od vrednosti. Investicionim posrednicima pripada i posebno mesto u delu definisanja cena hartija od vrednosti, kliringa i saldiranja hartija od vrednosti, kao i njihovog izveštavanja sa finansijskih berzi.

Značaj istraživanja u ovom master radu se ogleda u bližem razumevanju mogućnosti koje berza pruža, kao značajna finansijska institucija, ukoliko se intergiše u privrednu strukturu jedne zemlje.

Aktuelnost rada je posebno bitna za unapređenje berzanskog poslovanja u zemljama koje su u tranziciji, odnosno u zemljama u kojima je berza i berzansko poslovanje u začetku svoga razvoja.

Naučni cilj istraživanja ovog master rada jeste naučna deskripcija elemenata, analiza i razumevanje berzanskog poslovanja. Odnosno, njegov značaj za razvoj i unapređenje privrede razvijenih tržišnih ekonomija, kao i zemalja u tranziciji, i pozitivni efekti koji proističu iz prednosti korišćenja berze.

Ukoliko bi se napravila komparacija tradicionalnog berzanskog poslovanja sa današnjim unapređenjem rada berzi preko računarskih mreža osnovne razlike bi se ispoljile u brzini kojom se korisnici povezuju i vrše trgovinu, veličini tržišta koje je raspoloživo u svakom trenutku, a samim tim i na uštedi koju ovaj vid poslovanja omogućava.

Društveni cilj istraživanja se ogleda u pružanju adekvatnih informacija i znanja pojedincima, grupama i organizacijama koji žele da se bave berzanskim poslovanjem. Cilj istraživanja je da utvrdi da su berze nezaobilazne institucije u kreiranju savremenih ekonomskih i finansijskih tokova razvijenih tržišnih zemalja, kao i zemalja u tranziciji.

Hipotetički okvir istraživanja ovog rada se sastoji od glavne i pomoćnih hipoteza.

Glavna (generalna) hipoteza se zasniva na tvrdnji: **da je berza institucija koja je u funkciji kreiranja i razvoja savremenih ekonomskih i finansijskih tokova u ekonomijama razvijenih tržišnih zemalja i zemalja u tranziciji.**

Glavnu hipotetičku tvrdnju nužno je operacionalizovati preko sledećih pomoćnih hipoteza:

- utvrditi do koje mere berze, kao vrlo složena tržišta, omogućuju razmenu novca, deviza, materijalnih dobara, usluga i raznovrsnih hartija od vrednosti, te kao takve prate izvorne odnose ponude i tražnje i koliko su transparentne za sve učesnike na finansijskom tržištu,

- determinisati nivo rizičnosti i nepredvidljivosti berze kao oblika finansijskog tržišta, s obzirom na varijabilnosti cena tržišnog materijala, a posebno u kratkom vremenskom roku,
- odrediti do koje mere pridržavanje i poštovanje strogo utvrđenih pravila poslovanja na berzi doprinosi povezivanju i uključivanju nacionalne ekonomije u međunarodne privredne i finansijske tokove, stabilizaciji njene privrede i ostvarivanju promena u tranziciji,
- determinisati nivo obima trgovine hartija od vrednosti i drugog tržišnog materijala na berzama razvijenih tržišnih zemalja, kao i zemalja u tranziciji,
- odrediti ulogu i značaj brokersko-dilerskih društava, kao investicionih posrednika, u funkciji posredovanja između kupca i prodavca finansijskih instrumenata,
- utvrditi nivo zaštite investitora na finansijskoj berzi razvijenih zemalja i zemalja u tranziciji,
- determinisati ulogu i značaj Beogradske berze u funkciji razvoja ekonomskih i finansijskih tokova domicilne ekonomije, s posebnim osvrtom na stanje i perspektivu institucionalnih posrednika (brokersko-dilerskih društava i banaka).

Polazeći od cilja istraživanja, koji se odnosi na: istraživanje, analizu i projekciju teorijske i praktične dimenzije berze i berzanskog poslovanja, master rad je koncipiran iz sedam međusobno zavisnih (vezanih) delova. U **prvom delu rada** u kraćim crtama obrađeni pojam, geneza i razvoj berze. Ukazano je na značaj berze kao tržišne institucije, te su u kraćim crtama determinisane karakteristike i vrste berzi. Polazeći od značaja poštovanja zakonskih normi u ovom delu rada je ukazano na osnovne elemente zakonske regulative berzanskog poslovanja.

Polazeći od uloge i značaja finansijskih instrumenata, u **drugom delu rada** su identifikovani i definisani finansijski instrumenti, kao predmeti trgovanja na finansijskoj berzi. Prvenstveno je ukazano na osnovna obeležja hartija od vrednosti, sa stanovišta njihovog oblika i izdavaoca (emitenta). Posebo su definisani uloga i značaj hartija od vrednosti kao tržišni materijal na finansijskoj berzi. S tim u vezi, istraživane su akcije kao korporacijski, odnosno vlasnički finansijski instrumenti. Izvršena je njihova podela i ukazano na osnovne karakteristike ove vrste hartija od vrednosti. Takođe su obrađeni dužnički finansijski instrumenti (obveznice) i istraživani svi njihovi bitni oblici i karakteristike. U ovom delu rada su posebno obrađeni finansijski derivati koju su, takođe, predmet trgovanja na finansijskoj berzi u svojim pojavnim oblicima i sa svojim bitnim karakteristikama.

U **trećem delu rada** istraženi su i obrađeni modeli brokersko-dilerskih društava na finansijskoj berzi, te je se u kratkim crtama ukazano na status klijenata ovih investicionih posrednika. Takođe su determinisane karakteristike trgovanja brokersko-dilerskih društava. S tim u vezi, napravljen je kraći osvrt na strategiju upravljanja računima klijenata brokersko-dilerskih društava, te ukazano na osnovne karakteristike strategije trgovanja ove vrste investicionih posrednika na finansijskoj berzi.

Polazeći od činjenice, da je berza strogo formalizovano tržište koje karakteriše visok stepen regulacije osnovnih procedura trgovanja, u **četvrtom delu rada** težište istraživanja je bilo na osnovnom toku operacija koje se uobičajeno nazivaju berzanski ciklus. Istraživane su tri

osnovne faze koje čine skup operacija na relaciji broker –investitor, operacije na relaciji broker-berza, kao i operacije koje se tiču obračuna i saldiranja berzanskih operacija. U ovom delu rada je ukazano na ulogu i značaj kotacije i listinga finansijskih instrumenata. Posebna pažnja je posvećena bazičnim pokazateljima koji odlikavaju kvalitativnu stranu berzanskog poslovanja, a koji se nazivaju berzanskim indeksima.

Težište **petog dela rada** se odnosi na istraživanja koja se tiču zaštite investitora na finansijskoj berzi. S tim u vezi, istraživano je i ukazano značaj javne dostupnosti informacija u cilju zaštite investitora u toku poslovanja na finansijskoj berzi. Istraženo je do koje mere privilegovane informacije mogu uticati na poslovanje na finansijskoj berzi, te način zaštite privilegovanih informacija i sprečavanje njihove zloupotrebe. Takođe je istraživano kako manipulacije mogu uticati na trgovinu hartijama od vrednosti i koji su osnovni pojavnici oblici manipulacija, kojima se planski utiče na na trgovanje s ciljem ostvarivanja profita koji ne odgovara tržišnim uslovima. Posebna pažnja je posvećena finansijskoj etici u funkciji zaštite investitora na finansijskoj berzi.

U **šestom delu rada** su istraživane finansijske berze susednih zemalja. U kraćim crtama je ukazano na istorijat njihovog nastanka, osnovna obeležja i strategiju poslovanja ovih institucija. Posebna pažnja je posvećena načinu trgovanja u berzama pojedinačnih zemalja, zakonskoj regulativi i pravilima ponašanja berzanskih učesnika.

U **sedmom delu rada** je istraživano trgovanje na domicilnoj Beogradskoj berzi. U kraćim crtama je ukazano na istorijat Beogradske berze, njenu organizacionu strukturu, kao i predmet poslovanja. Posebna pažnja je posvećena indeksima Beogradske berze sa svim njihovim osnovnim obeležjima i karakteristikama. Istraživano je učešće pojedinačnih emitenata u indeksnim korpama i izvršena njihova komparacija. U ovom delu rada, težište je stavljeno na determinisanje stanja (pozicije) investicionih posrednika (brokersko-dilerskih kuća i banaka), kao i njihovoj daljnjoj perspektivi u funkciji razvoja poslovanja Beogradske berze.

U **zaključnom delu** rada istaknute su ključne konstatacije, koje su proistekle iz ukupnog istraživanja u ovom master radu, a iste potvrđuju postavljenu hipotezu i postavljene ciljeve istraživanja.

Interdisciplinarnost predmeta istraživanja, ciljevi istraživanja i hipotetički okvir istraživanja opredelili da se kroz proces istraživanja primenjuju osnovni analitički i sintetički metodi. Njihovom primenom su zadovoljeni osnovni metodološki zahtevi: (1) objektivnost, (2) pouzdanost, (3) opštost i (4) sistematičnost.

Od opštenaučnih metoda korišćene su: hipotetičko-deduktivna i statistička metoda. U prikupljanju podataka korišćena je analiza sadržaja kojom su istraživana naučno-teorijska saznanja i relevantna stručna i naučna literatura.

Primenom napred navedenih metoda, omogućeno je validno ostvarenje naučnog i društvenog cilja istraživanja. Pristup istraživanju je intergrativan, sintetički i u tom smislu što se nijednom metodološkom postupku nije dala isključiva prednost. Svi metodološki pristupi su podjednako zastupljeni, odnosno u onoj meri koliko je neophodno za primenu bilo koje od navedenih metoda.

1. BERZA KAO OBLIK FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

1.1. Pojam, geneza i razvoj berze

Berza predstavlja skup institucija i organizacija koje obezbeđuju uslove za sekundarni promet dugoročnih finansijskih instrumenata. Ona je centralizovano finansijsko tržište, jer se na njoj formiraju cene finansijskih instrumenata koje obuhvataju svu raspoloživu ponudu i tražnju. Uopšte posmatrano, berza predstavlja mesto gde se vrši kupovina ili prodaja određenih, tačno definisanih, predmeta trgovine po unapred utvrđenim pravilima. Berza se razlikuje od ostalih oblika i formi tržišta zahvaljujući definisanosti predmeta kupovine i prodaje, kao i strogoj formi i organizaciji izvršavanja kupoprodajnih transakcija. "Berzu, dakle, možemo definisati kao *regulisano i organizovano tržište sa strogo utvrđenim pravilima trgovanja i definisanim predmetima i učesnicima*. To je neutralno, javno mesto na kome se izvršavaju nalozi za kupovinu i prodaju."¹

Berza je organizovano tržište kapitala. To je mesto na kome se trguje, ali sa standardizovanom robom i po unapred određenim uslovima. Definicija berze sadrži tri osnovna elementa: mesto na kome se trguje, predmet trgovanja i način trgovanja. Mesto trgovanja, razvijalo se od pijace, do globalne elektronske mreže. Na samom početku berza se često poistovećivala sa pijacom, a osnovno pravilo je glasilo: "uvek na istom mestu i u isto vreme". Razvoj kompjuterske tehnologije uslovio je zamenu navedenog pravila novim koje sledi berzansku trgovinu: "stalno i svuda". Berza pruža mogućnost organizovanog trgovanja, obezbeđuje kriterijume ulaska i pravila trgovanja, sistem trgovanja, obavlja kontrolu poštovanja pravila i ispunjavanja propisanih kriterijuma i o rezultatu trgovanja obaveštava javnost. Danas, berza koristi kompjutere i elektronski sistem komunikacije².

Nacionalna berza je najveće nacionalno tržište i organizovana je kao akcionarsko društvo u vlasništvu učesnika u trgovini ili javnom vlasništvu. Berze su uglavnom institucionalno organizovane kao korporacije, mada se njihova organizaciona struktura razlikuje od klasičnog korporativnog oblika. Velika većina berzi je još uvek u statusu neprofitnih (uzajamnih) organizacija. Brokери i dileri su lica koja trguju na berzama i nazivaju se berzanskim posrednicima. Da bi mogli trgovati na berzi, berzanski posrednici moraju zadovoljavati određene uslove koje propisuje: država, berzanska komisija ili sama berza.

Berze imaju značajnu ulogu u povezivanju različitih subjekata koji imaju potrebu za kapitalom, kao što su: vlade i vladine institucije, finansijske institucije, privredni subjekti, institucionalni i individualni investitori s jedne strane, sa subjektima koji taj kapital poseduju, sa druge strane. U manje razvijenim privredama, posebno privredama u tranziciji, finansijska tržišta i berze nisu dovoljno razvijeni i nemaju takvu ulogu. Stoga se čine naponi da se stvore uslovi za njihovo osnovno organizovanje i funkcionisanje.

Berza pokušava da na istom mestu objedini ponudu i potražnju za hartijama od vrednosti i da omogući najrealnije utvrđivanje njihove cene kao i da zaštiti pojedinačne investitore. Na berzi

¹ Radović R., Panić P., Starčević V. (2000), *Berzansko poslovanje*, Srpsko udruženje menadžera Republike Srpske, Bijeljina, str.9.

² Unković M. (2008), *Robne berze u zemlji i svetu*, Univerzitet Singidunum, Beograd

se pažljivo prati trgovanje, poštovanje pravila, uočavaju se eventualni propusti, vrši se nadzor i prate dešavanja. Pod pretpostavkom da je u domenu regulative obezbeđena atraktivnost ulaganja u hartije od vrednosti, za faktičku ekspanziju berze od presudnog značaja su:³ (1) privredna ekspanzija uz snažni ekonomski rast, (2) povećanje stope štednje sektora stanovništva, (3) otklanjanje fundamentalnih uzročnika inflatornih tenzija i stabilizovanje stope inflacije na relativno niskom nivou.

Polazište definicije berze je da je ona mesto trgovanja. Kao institucija nastala je iz potrebe tržišta za efikasnijim trgovanjem, ostala je vezana za njegov razvoj i za razvoj delatnosti trgovaca (posrednika). Danas, i pored mnogostrukog društveno – ekonomskog značaja, berza se ne može se odvojiti od primarnog razloga nastanka i održanja. Naime, ukoliko se odvoji od tržišta, ukoliko izgubi vezu sa posrednicima, gubi *raison d etre* i nestaje⁴.

Aktuelna kretanja na finansijskim tržištima⁵ ukazuje da je danas teško naći tržište, koje nije u fazi zamene klasičnog trgovanja elektronskim trgovanjem ili koje ne planira ovakav poduhvat. Globalizacija berzanskog poslovanja podrazmeva automatizaciju postojećih sistema i povezivanje na berzama. Na ovakav način omogućava se realizacija ponude usluga svim potencijalnim korisnicima, ma gde se nalazili. Značaj ovakvog uticaja povećan je nastankom Evropske monetarne unije (EMU), u kojoj je uvođenje nove valute – evra, ubrzalo promene u pravcu napuštanja klasičnih načina trgovanja akcijama. Elektronski način trgovanja jeftiniji je i fleksibilniji od dosadašnjeg načina trgovanja akcijama i idealna je solucija za rastuće potrebe korisnika za trgovanjem bez vremenskog ograničenja.⁶

U domenu elektronske revolucije u obavljanju poslova hartijama od vrednosti postoje dva tehnološka standarda: (1) otvoreni i (2) zatvoreni. Prelaskom na informacioni sistem otvorenog tipa berze evoluiraju u pravcu povezivanja širokog spektra učesnika na tržištu, koji su istovremeno članovi većeg broja berzi, nezavisnih klirinških organizacija, međuposrednika i različitih sistema plaćanja. Suština primene informacionih tehnologija u obavljanju poslova na finansijskom tržištu odnosi se na obezbeđenje nove logističke ponude koja omogućava direktno povezivanje izdavaoca i primaoca naloga, kao i finansijskih tržišta više zemalja.

Postoje nesuglasice o samom poreklu reči berza. Jedna grupa autora, smatra da reč potiče iz francuskog jezika "bourse" što u prevodu znači mesto gde se sastaju trgovci. Druga grupa autora, ima mišljenje da reč potiče od latinske reči "bursa" koja je označavala kožu ili krzno spremno za razmenu. "U široj literaturi se može naći tumačenje, da se naziv berza vezuje za bankarsku u trgovačku porodicu Van de Burse koja potiče iz Briža u Belgiji. U početku su se u dvorištu, a kasnije u prostorijama porodice Van de Burse održavali sastanci trgovaca. Prema dostupnim informacijama, u prostoriji je bila na stubu okačena kožna torba koja se sastojala iz dva dela. Na jednoj strani su kupci stavljali informacije u vezi tražnje za robom, a na drugoj

³ Dželetović M.(2006), *Finansijska tržišta*, Fabus, Novi Sad, str. 250.

⁴ Komisija za hartije od vrednost (1998) *Finansijska tržišta*, Beograd, str. 63.

⁵ "U literaturi je najčešće prisutna definicija finansijskog tržišta, prema kojoj tržište predstavlja organizovan prostor na kome se nude i traže novčana sredstva(iskazana u novcu, devizama i kapitalu) i formira cena tih sredstava." (Vunjak N., Kovačević Lj. (2009), *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" ad Bečej, Ekonomski fakultete Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, ., str. 1.).

⁶ Živković A., Stankić R. (2007), *Bankarsko poslovanje i platni promet*, Beograd , str. 471.

strani su prodavci stavljali ponude u vezi dotične robe. Prvo su nastale robne (produktne) berze, da bi se nakon nekog vremena sa razvojem hartija od vrednosti pojavile finansijske (efektne) berze.”⁷

Međutim, pojam berze kao načina organizovanja i uvođenja reda u trgovinu je mnogo stariji. Još na glinenim pločicama su zabeležene prve terminske transakcije. Stari feničani su izdavali potvrde o učešću u delu budućeg brodskog tovara. Ipak, berza kao institucija pojavljuje se u drugoj polovini 15-og veka sa razvojem industrijske proizvodnje, razvojem gradova i prekomorskog trgovanja. U tom periodu sajmovi postaju isuviše mali, tako da se trgovanje prenosi na veće lokacije gde su se izlagali samo uzorci određenih roba. Na ovaj način je trgovanje robama bilo jednostavnije i efikasnije. Upravo na ovim činjenicama se može graditi prva pozicija berze. Prve organizovane robne berze se pojavljuju u Parizu 1563. godine (*Bourse de valeurs*) i Londonu 1566. godine (*Royal Exchange*).⁸

Prve berze nastale su zajedno sa delatnošću banaka. Već u XII veku su trgovci u svom mestu predavali novac nekom menjaču, koji im je davao potvrdu za isplatu novca, obično u mestu gde se održavao neki sajam. Kasnije berze počinju dobijati međunarodno značenje. Prva takva berza je berza u Antverpenu, koja je osnovana 1513. godine. Ona se pored novca bavila i trgovinom robe i to uglavnom tzv. ”kolonijalne robe”(npr. bibera). Amsterdamska berza osnovana je 1608. godine. To je bila najznačajnija berza XVII veka. Sa razvitkom industrije, posebno mašinske industrije i brodarstva i to 40-ih godina XVIII veka, berze prihvataju sve više zamenjive robe kao što su razne sirovine. Robna berza u Njujorku je nastala 1796. godine (na otvorenom prostoru), da bi se 1817. godine preselila u zgradu na Wall Street 40.

U drugoj polovini XIX veka berze su bile uglavnom tzv. gotovinska tržišta. Kupci i prodavci su se sastajali na berzi pogađali oko cene i sami uređivali uslove i način isporuke robe. Kako je obim trgovine rastao, direktni gotovinski odnosi koji su proizilazili iz zaključenih transakcija između kupaca i prodavaca postajali su sve nepraktičniji i komplikovaniji, a time i kočnicom daljeg razvoja proizvodnje, razmene, raspodele i potrošnje ekonomskih dobara.

Razvoj i nastanak berze počeo je novčano-deviznim, a nastavio sa efektnim berzama, da bi se najkasnije razvile robne berze. Razvitkom industrije raslo je značenje i uloga robne berze. Razvoj savremene berze uslovljen je procesima inovacije i konkurencijom, koji vode stalnom kreiranju novih berzanskih instrumenata i širenju tržišta.

Prva domicilna berza se pojavila 1894. godine u Beogradu kao mešovita berza. Ona je osnovana saglasno Zakonu o berzama koji je donet 1886. godine. Nešto kasnije osnovane su i berze u Novom Sadu i Somboru, koje su bile robne berze. Posle II svetskog rata, kod nas je 1959. godine osnovana Produktna berza u Novom Sadu. U Beogradu je 1989. godine osnovana mešovita berza, a 1993. godine i finansijska berza u Podgorici.

Najpoznatije svetske berze su: Njujorška berza, Tokijska berza, Pariska berza, Londonska berza, Frankfurtska berza, Madridska berza i dr. ”Američke berze spadaju u najbrža tržišta

⁷ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009), *Finansijska tržišta i berze*, ”Proleter” ad Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, str. 276.

⁸ www.ekonomist.com, novembar 2010. god.

kapitala u svetu, jer investitori za nekoliko minuta mogu da kupe i prodaju hartije od vrednosti. Treba istaći, da je razvitak berzi i trgovanja na berzama posledica dinamičnog razvoja finansijskih tržišta i tržišnih instrumenata. Upravo iz tih razloga svako jačanje tržišta u prošlom vremenu podstaklo je razvoj berzi i njihovo širenje po gradovima razvijenih zemalja u svetu. Tipičan primer ovakvog kretanja, odnosi se na nastanak Njujorške svetske berze hartija od vrednosti (New York Stock Exchange) kao najveće svetske berze, koja je i dalje ostala jednostavna, efikasna i spontana u procesu trgovanja”.⁹

1.2. Značaj berze kao tržišne institucije

Berza je organizovano tržište kapitala. To je mesto na kome se trguje, ali sa standardizovanom robom i po unapred određenim uslovima. Definicija berze sadrži tri osnovna elementa: (1) mesto na kome se trguje, (2) predmet trgovanja i (3) način trgovanja. Mesto trgovanja, razvijalo se od sajma, do globalne elektronske mreže. Na samom početku berza se često poistovećivala sa sajmom, a osnovno pravilo je glasilo “uvek na istom mestu i u isto vreme”. Razvoj kompjuterske tehnologije uslovio je zamenu navedenog pravila novim koje sledi berzansku trgovinu: “stalno i svuda”. Berza pruža mogućnost organizovanog trgovanja, obezbeđuje kriterijume ulaska i pravila trgovanja, sistem trgovanja, obavlja kontrolu poštovanja pravila i ispunjavanja propisanih kriterijuma i o rezultatu trgovanja obaveštava javnost. Ukazujući na značaj i prednosti berzi Edvard Miker je u svojoj knjizi iz 1922. godine naveo: “Organizovane berze su, bez sumnje, najdemokratičnija i najefikasnija poznata vrsta tržišta. One predstavljaju najvišu fazu u razvoju tržišta.”¹⁰

1.2.1. Značaj i koristi od postojanja berzi

Berza pokušava da na istom mestu objedini ponudu i potražnju za hartijama od vrednosti i da omogući najrealnije utvrđivanje njihove cene kao i da zaštiti pojedinačne investitore. Berza, pre svega, obezbeđuje neophodne uslove za organizovano susretanje ponude i tražnje na efikasan i efektivan način. Samim tim, berza omogućava smanjivanje transakcionih troškova. Ona omogućava državi i njenim organima, kao i svim drugim subjektima, da putem emisije finansijskih instrumenata dođu do neophodno potrebnih finansijskih sredstava i kapitala za finansiranje vlastitih potreba. Berza povećava sigurnost poslovanja svih učesnika, koji moraju unapred prihvatiti određena pravila i propise berzanskog poslovanja. Naime, na berzama se mogu pojaviti samo oni učesnici koji imaju visok nivo poslovne svesti, morala i discipline. Za one koji nepoštuju pravila berzanskog poslovanja predviđenu se oštre kazne, pa i udaljavanje sa berze.

Postojanje berze omogućava likvidnost hartija od vrednosti. Preovladava mišljenje da berza poseduje superiorniju likvidnost od drugih oblika tržišta. Pored toga, berza obezbeđuje mehanizam stalnog obavljanja finansijskih transakcija, što vodi ka povećanju njihovog broja i obima. Na ovaj način se stvaraju uslovi da, delovanjem efekata ekonomije obima, dolazi do smanjenja transakcionih troškova. Ovo je posebno bitno za privredne subjekte koji putem

⁹ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, “Proleter” ad Bečej, Ekonomski fakultete Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, str. 278-279.

¹⁰ Meeker J. M. (1922): *The Work of the Stock Exchange*, The Ronald Press Company, New York, str. 36.

berze dolaze do sredstava po nižim troškovima. Berza predstavlja najrealniji mehanizam za određivanje cena. Na berzama se formiraju tržišne cene koje mogu uticati na efikasniju raspodelu ukupnih sredstava u privredi svake zemlje. Pored toga, berza donosi i značajnu korist stanovništvu pošto pruža više mogućnosti za unosno investiranje štednje.

S obzirom da predstavlja svojevrsan barometar privrednih kretanja u jednoj zemlji, berza olakšava donošenje investicionih odluka i ubrzava nove emisije hartija od vrednosti. Na ovaj način se širi krug učesnika berzanskog poslovanja, dok se preko cena hartija od vrednosti prate rezultati poslovanja privrednih subjekata i efikasnost njihovog upravljanja. Naime, ukoliko cene hartija od vrednosti jednog preduzeća imaju tendenciju pada, to su prvi pokazatelji menadžerske neefikasnosti.

Berza predstavlja slobodno i otvoreno tržište. Ovo znači, da na berzi ne može dominirati ni jedan pojedinac ili grupa. Aktivnosti na berzi doprinose većoj javnosti poslovanja. Kotacije i izveštaji sa berze se svakodnevno objavljuju u dnevnoj štampi. Rad mnogih učesnika, takođe, dolazi pod lupu javnosti. Na primer, preduzeća su obavezna da javno objavljuju podatke o svojim poslovnim rezultatima (bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o novčanim tokovima). To za posledicu ima povećanje ukupne odgovornosti i efikasnosti poslovanja. Berza doprinosi povezivanju jedne zemlje sa svetom, uključujući i međunarodne tokove i izjednačavanju cena u zemlji i inostranstvu. Takođe, ona može delovati veoma pozitivno na privlačenje stranog kapitala.¹¹ Tržišni principi *Federacije svetskih berzi (WFE)*¹² predstavljaju najdetaljnija uputstva za minimalni nivo organizacije, regulative i nadgledanja, koje tržište hartija od vrednosti treba da ima da bi se moglo nazvati organizovanim tržištem. Oni takođe služe kao kriterijum za tržišta za hartije od vrednosti koja žele da postanu članovi ove federacije. Članovi moraju da primenjuju principe kontinuelno, kao i da redovno izveštavaju o tome i da dozvole nadgledanje. Ovi principi usklađeni su sa principima Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*)¹³ i predstavljaju njihovu detaljniju razradu.

¹¹ Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, str. 80.

¹² Federacija svetskih berzi (WFE) ima 55 punopravnih članova iz celog sveta, koji čine 97% ukupne svetske tržišne kapitalizacije. Tržišna kapitalizacija berzi koje su u članstvu Federacije iznosi oko 50 milijardi dolara. Osim punopravnih, Federacija ima 21 pridruženog člana i 34 dopisna člana. Beogradska berza je dopisni član Federacije svetskih berzi i dopisni član Federacije evropskih berzi. Izvor: www.danas.rs, www.belex.rs, novembar 2010. god.

¹³ Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) je multilateralna internacionalna organizacija koja je osnovana 1974. godine. Čine je nacionalne komisije za hartije od vrednosti (kao redovni članovi), berze i druge samoregulatorne organizacije i finansijske organizacije na finansijskom tržištu (kao pridruženi i udruženi članovi). IOSCO je osnovan sa ciljem da njeni članovi: (1) zajedno sarađuju u cilju promovisanja visokih standarda regulacije u nameri da održavaju efikasnim i stabilnim tržišta hartija od vrednosti, (2) razmenjuju informacije o iskustvima radi promovisanja razvoja domicilnih tržišta hartija od vrednosti, (3) ujedinjuju napore u cilju uspostavljanja standarda i efikasnog nadzora nad međunarodnim transakcijama hartija od vrednosti, (4) pružaju uzajamnu pomoć radi promovisanja integriteta tržišta hartija od vrednosti rigoroznom primenom standarda i efektivnim akcijama protiv prekršilaca zakona. IOSCO ima Predsednički komitet, koji čine predsednici svih nacionalnih komisija, kao telo koje donosi odluke na godišnjim konferencijama i Izvršni komitet kao izvršno telo koji se sastoji od 19 izabranih članova, a koje je nadležno za sprovođenje odluka Predsedničkog komiteta. U njegovom sastavu su i četiri regionalna komiteta kao dva specijalizovana tela: Tehnički komitet i Komitet za tržišta u razvoju. Poslednji organ je od

1.2.2. Nadležnosti i organizacija berze

Berze u svoje nadležnosti moraju da obezbede usaglašenost učesnika na tržištu sa tržišnim zahtevima, zakonima, pravilima i ostalom regulativom. Berza mora imati status priznatog tržišta hartija od vrednosti u zemlji domicila. Neophodno je postojanje nacionalnog zakona o hartijama od vrednosti koji regulišu prava i obaveze berze.

Berza mora da ima pravilno koncipiran Statut, koji obuhvata njeno upravljanje, sastav upravnih tela, indikacije biračkih tela iz kojih se biraju članovi odbora, ciljeve, kao i pravila i regulativu. Zahtevi koji se odnose na učesnike na tržištu treba da obuhvate: kvalifikacije, iskustvo, strukturu, pravila o adekvatnosti kapitala, disciplinske postupke, prava i obaveze. Inostranim tržišnim učesnicima treba da bude omogućen pristup, uz poštovanje principa uzajamnog priznavanja od strane učesnika na tržištu članova FIBV-a.

Na tekuću aktivnost, berza bi trebalo da ima infrastrukturu za nadgledanje i utvrđen intezitet nadgledanja, širinu i nadležnosti, mera koje se preduzimaju u slučaju odstupanja od pravila, itd. Obaveze o finansijskom i trgovinskom izveštavanju tržišnih učesnika, trebalo bi ovde da imaju svoju formalnu bazu. Berza bi trebalo da utvrđuje i usmerava kapitalnu adekvatnost, limite pozicija, kvalitet i kvalitet kolaterala, interna pravila, tržišno ponašanje i procedure, i td.

Organizaciona struktura berze treba da bude formalizovana i da omogući korektno upravljanje operacijama finansijskog tržišta. Zaposleni na berzi treba da odgovaraju i da budu kvalifikovani za posao. Formalizovana aktivnost ljudskih resursa treba da privuče i zadrži profesionalni kadar. Kao minimum, oficijalna pravila berze treba da uključuju informacije koje obuhvataju transparentnost i izveštavanje, podatke o listingu, učestvovanje na tržištu, poštovanje pravila i sankcijama, kliringu i saldiranju i resursima.

Berza mora da poseduje sistem koji imaju dovoljan kapacitet da obezbede funkcionisanje uređenog tržišta i obavljanje poslovnih aktivnosti. Moraju biti predviđena scenarija za štete i havarije, i napravljeni planovi potrebnih ualaganja za trajno i stabilno funkcionisanje sistema.

Osnovne funkcije koje svaka berza mora da obezbedi na tržištu su :

1. Informisanost svih učesnika na tržištu o hartiji od vrednosti kojom će trgovati na berzi pre početka trgovanja (prospektus) i nakon trgovanja (kursna lista).
2. Listing kojim se obezbeđuje da emitent ispunjava propisane uslove od strane berze.
3. Trgovanje, kao i proces utvrđivanja cene na tržištu putem sučeljavanja ponude i tražnje, po pravilima trgovanja i u sistemu za trgovanje berze.
4. Izveštavanje nakon završetka procesa trgovanja o ceni, obimu trgovanja i drugim elementima iz procesa trgovanja.

naročito značaja s obzirom da je sačinio posebne programe u okviru radnih grupa kao uputstva za razvoj finansijskog tržišta u zemljama u razvoju. Izvor: www.sec.gov.rs, novembar 2010. god.

1.3. Osnivanje berze i principi trgovanja

U uporednom berzanskom pravu postoje tri sistema osnivanja berzi. Prvi, *sistem državne odluke*, koji je zastupljen u zemljama sa nesamostalnim konceptom berzi kao što su Francuska i Italija. Drugi, *normativni sistem*, u kome osnivač može slobodno osnovati berzu ako ispuní uslove koji su propisani u zakonu (slučaj sa anglosaksonskim zemljama). I treći, *sistem dozvole nadležnog državnog organa*, u kome osnivač pored ispunjenja zakonskih uslova mora da dobije dozvolu od nadležnog organa koji procenjuje opravdanost osnivanja berze. Ovaj sistem je karakterističan za Nemačku i našu zemlju.

Kada je u pitanju pravna forma, berze se mogu organizovati u tri organizaciona oblika. Prvo, kao *specijalizovana akcionarska društva neprofitnog tipa* u kojima članovi berze ostvaruju profit, a ne berza. Kod ovakvog načina organizovanja akcije obavezno glase na ime, ne donose dividendu i mogu se prenositi samo među osnivačima berze ili licima koji mogu biti osnivači. Ovakav način organizovanja je zastupljen u Nemačkoj, Austriji a i kod nas. Drugo, kao *dobrovoljno udruženje članova neprofitnog tipa*. U ovom slučaju su članovi berze istovremeno i berzanski posrednici. Ovakav način organizovanja je prisutan u Velikoj Britaniji i SAD. Treće, kao *državna ustanova kojom upravlja država preko svojih organa (komisija za berzanske poslove) i berzanskih posrednika*. Ovakav način organizovanja je prisutan u Italiji i Francuskoj.

Kako bi berza mogla nesmetano funkcionisati, neophodno je da su ispunjeni opšti uslovi za njeno funkcionisanje. Ti uslovi su:

- (1) dovoljan broj hartija od vrednosti kojima se može trgovati,
- (2) stabilni ekonomski i politički uslovi za investiranje,
- (3) obaveza revizije bilansa i dobro organizovan knjigovodstveni sistem,
- (4) adekvatan pravni režim,
- (5) odgovarajući nivo štednje stanovništva,
- (6) aktivna uloga centralne banke,
- (7) stimulatívna poreska politika,
- (8) formiranje institucija neophodnih za emitovanje i promet hartija od vrednosti.

Da bi berza mogla da funkcioniše potrebno je izgraditi i celokupan sistem finansijske infrastrukture koji obuhvata: (1) državu kao osnovnog inicijatora razvoja tržišta kapitala u svim zemljama u tranziciji, (2) emitente hartija od vrednosti (država, grad, opština, centralna banka, banke, kompanije, fondovi), (3) članove berze (banke, brokersko - dilerske kuće).

Trgovanje na berzi započinje od investitora koji želi da kupi akcije kompanije koje se prodaju na berzi. Da bi se akcijama uopšte započelo trgovanje na berzi, preduslov je da menadžment akcionarskog preduzeća, angažuje agenta emitenta, koji obavlja administrativne poslove u vezi sa poslovanjem akcijama (vođenje knjige akcija, saradnju sa Privremenim registrom, Akcijskim fondom, Komisijom za hartije od vrednosti i finansijsko tržište). Berza ne može trgovanje akcijama emitenta zakazati sve dok agent emitenta ili Akcijskog fonda ne dostavi zahtev za zakazivanje trgovanja i svu neophodnu dokumentaciju.

Kada se obavi zakazivanje, provera i kontrola, dolazi se do odeljenja berze. Prvo je odeljenje listinga gde se vrši pribavljanje i provera informacija o emitentima, odnosno o onima koji obezbeđuju predmete trgovanja i o članovima berze. Tu se obavlja i prva kontrola u smislu pronalaženja što kvalitetnijih predmeta trgovanja. Nakon obrade dokumentacije, zakazuje se prva aukcija i u nekom dnevnom listu, objavljuje se javni poziv za aukciju, čime se obaveštavaju zainteresovani kupci, prodavci i berzanski posrednici.

Sledeća funkcija berze, sadržana je u trgovanju, gde se prikupljaju nalozi ponude i tražnje, uparuju se po unapred utvrđenom sistemu i zaključuju se transakcije različitih članova berze. Ulazak na tržište akcija iz privatizacije, odnosno AP tržište, pred emitenta ne postavlja zahteve za ispunjenje kriterijuma kvaliteta, već samo opredeljenje emitenta da svojim akcionarima obezbedi što lakšu komunikaciju sa berzanskim posrednicima i berzom, organizovanije i transparentnije formiranje cene i transfer vlasništva. Nakon trgovanja, utvrđuje se cena i broj akcija, priprema se zaključnica i preko računa svih učesnika u trgovanju, obavlja se kliring i saldiranje transakcija.

1.4. Organi berze

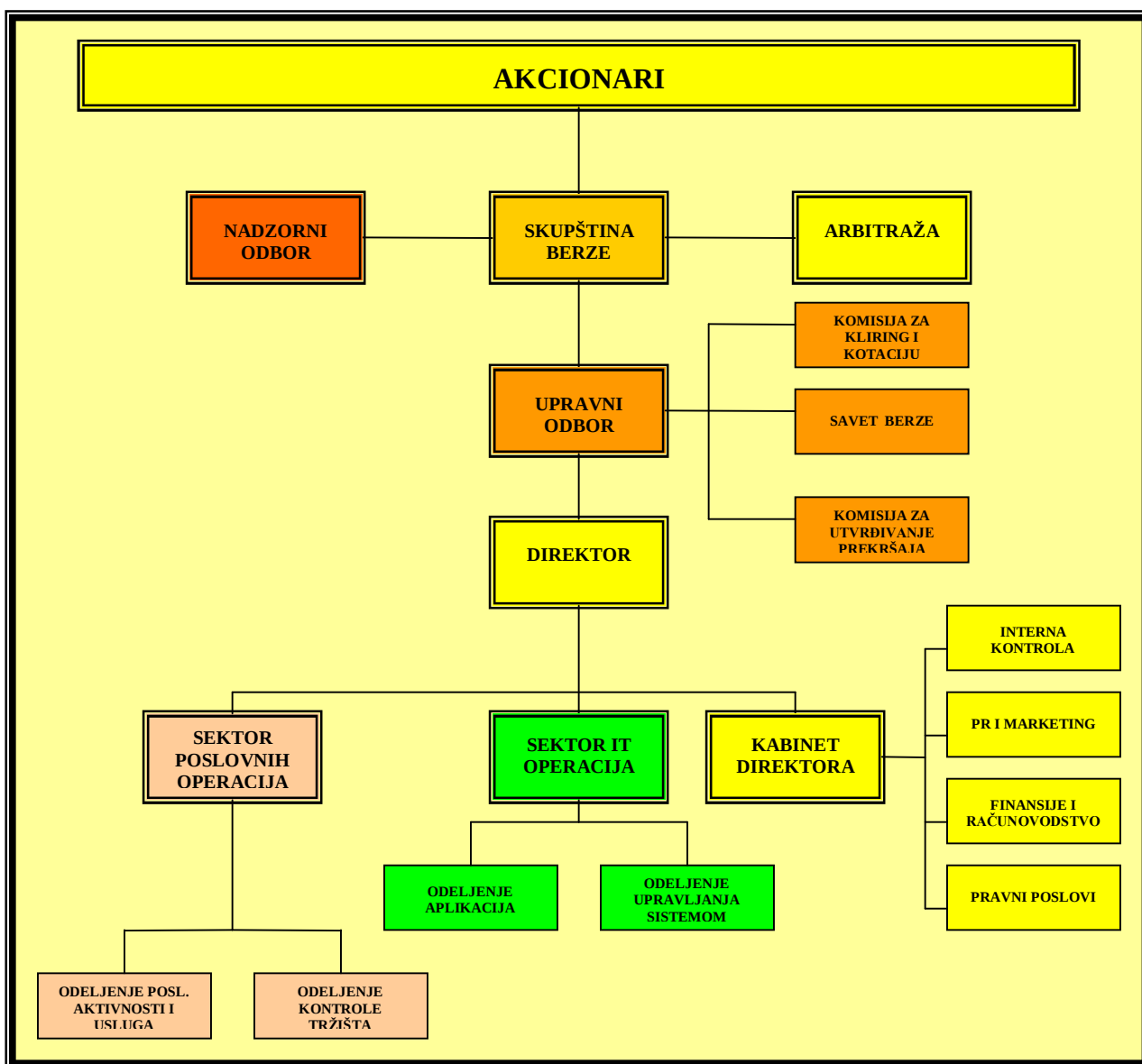
Finansijska berza predstavlja pravno lice koje je organizovano u obliku akcionarskog društva ili društva sa ograničenom odgovornošću radi obavljanja poslova u vezi trgovanja sa hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima. Finansijsku berzu mogu organizovati država i pravna lica koja poseduju dozvolu za obavljanje poslova brokersko-dilerskog društva. Finansijska berza ima svoje organe:

Skupština berze je najviši organ upravljanja berzom koju čine akcionari berze i donosi odluku o osnivanju berze, njen statut i poslovnik, utvrđuje poslovnu politiku i finansijski plan, odlučuje o prestanku rada berze i donosi druge strateške odluke.

Upravni odbor berze čine predstavnici akcionara, članova berze, preduzeća čije se hartije nalaze na listingu berze, investitora i hartije od vrednosti i stručnjaka iz oblasti finansijskog i robnog tržišta. Upravni odbor poseduje sva potrebna ovlašćenja za upravljanje berzom, prijem novih članova i kontrolu članova berze.

Direktor berze je najviši operativni službenik berze, koga imenuje upravni odbor berze. On je odgovoran za: organizaciju poslova na berzi, sprovođenje odluka skupštine i upravnog odbora berze i druge poslove određene zakonom, statutom i poslovníkom berze.

Šema br.1. Organizaciona struktura berze



Nadzorni odbor koji čine predstavnici akcionara, u ime skupštine vrši nadzor nad radom berze i kontrolu finansijskih izveštaja koji se podnose skupštini na usvajanje. Članove nadzornog odbora postavlja skupština berze.

Komisije berze se osnivaju na osnovu odluke skupštine i upravnog odbora berze.

Komisija za kotaciju odlučuje o prijemu hartija od vrednosti na kotaciju na berzi (članovi komisije biraju se iz redova zaposlenih, akcionara, članova berze i drugih kvalifikovanih stručnjaka).

Arbitraža (berzanski sud) osniva se za rešavanje sporova između članova i učesnika na berzi, za rešavanje sporova između članova i učesnika na berzi, kao i radi rešavanja sporova između ovih lica i berze, u vezi sa poslovima koji se obavljaju na berzi. Nadležnost berzanskog suda uspostavlja se na osnovu arbitražnog sporazuma zainteresovanih strana. Berzanski sud ima predsednika, deset članova i isti broj zamenika koje imenuje skupština berze.

1.5. Karakteristike i vrste berzi

Berza se može definisati kao mesto na kome se vrši kupovina i prodaja robe i ovlašćenih vrsta hartija od vrednosti. Počeci institucionalno organizovane berze ukazuju, da su berze predstavljale: (1) organizovano (koncentrisano) tržište, (2) prostor na kome se trgovalo sa zamenjivom robom, (3) prostor na kome su učesnici kupovali i prodavali berzansku robu i berzanske efekte, (4) prostor na kome su se obavljale berzanske transakcije u određeno vreme, (5) oblik trgovanja uz striktno pridržavanje pravila berzanskog poslovanja, (6) oblik promptnog i terminskog trgovanja.¹⁴

Predmeti berzanskog poslovanja su bili podložni tipizaciji, odnosno njima se moglo trgovati bez prisustva uzorka robe ili hartije od vrednosti. Samim tim se postupak berzanskog trgovanja pojednostavio i ubrzao, što je doprinelo bržem obrtu kapitala. Na početku berzanskog trgovanja je bio prisutan mali broj učesnika među kojima je stvoreno poverenje, koje se vremenom institucionalizovalo preko pravila trgovanja. Uvođenjem berzanskih efekata u proces berzanskog trgovanja na značaju dobijaju gotovina i hartije od vrednosti. Treba istaći, da su berzanski efekti, kao instrumenti trgovanja na berzi, mogli održati u odnosima sa robom, jer su imali realnu podlogu u konkretnim robama.

Danas u svetu postoje tri osnovna tipa finansijskih (efektnih) berzi: **(1) anglosaksonski, (2) francuski, (3) mešoviti tip berze.**

Anglosaksonski tip berze je institucija na akcionarskoj osnovi, sa unapred strogo utvrđenim brojem članova (banke i druge finansijske organizacije ne mogu biti članovi). Berze ovog tipa su veoma konzervativne sa aspekta berzanske regulative i načina poslovanja, proširivanja članstva, upravljanja i kontrole. Uticaj države i njenih organa je beznačajan. Novi članovi biraju se kooptiranjem, ukoliko neko od postojećih mesta ostane upražnjeno. Među najpoznatije berze ovog tipa ubrajaju se: Londonska berza sa 1.250 članova i Njujorška berza¹⁵ koja ima 1.366 članova, na kojoj se mesta članova kupuju.

Francuski (kontinentalni) tip berze je institucija koja se osniva se posebnim zakonom i ima javno - pravni karakter. Država bira i postavlja njene članove, određuje njihov broj (koji nije unapred utvrđen) i dobrim delom učestvuje u poslovima rukovođenja i upravljanja. Ove berze

¹⁴ Vunjak N., Kovačević Lj.(2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" ad Bečej, Ekonomski fakultete Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, str. 294-295.

¹⁵ Broj mesta Njujorške berze je limitiran na 1.366, i kao i u slučaju akcija, obveznica ili drugih hartija od vrednosti, njegova cena zavisi od ponude i potražnje. Cena mesta je pala na oko 35.000 dolara tokom recesije 1977. godine, da bi danas mesto koštalo preko milion dolara. Svaki potencijalni član mora proći kroz rigorozno testiranje ispunjavanja pravila i regulative Njujorške berze. Izvor: www.forum.ftn.uns.ac.rs, septembar 2010. god.

se osnivaju zakonom i zato imaju javno-pravni karakter. Najpoznatija berza ovog tipa je Pariska berza, a takav tip imaju Belgija, Italija, Španija, Portugal i dr.

Mešoviti tip berze je kombinacija prethodna dva tipa berzi. Postoji u Švajcarskoj i Nemačkoj. Ove berze osniva država, rukovodi njima i vrši nadzor nad njihovim radom. Broj članova nije ograničen, a članovi mogu biti samo banke i druge finansijske organizacije. Berze same snose troškove rada. Poslovnu politiku, način i uslove poslovanja utvrđuju članovi berze. Najznačajnije berze ovog tipa su u Frankfurtu, Cirihu i Beču.

Najčešći kriterijum na bazi koga se berze dele je ipak sa aspekta predmeta berzanske trgovine. U tom smislu se pravi podela na:¹⁶

- (1) robne ili produktne berze,
- (2) finansijske berze,
- (3) mešovite berze.

Robne ili produktne berze pomažu promet velikih količina robe bez njihovog prisustva. Zbog toga one imaju vidnu ulogu u svetskoj trgovini. Kupljena roba se isporučuje kupcu prema ugovoru, i isto se tako isplaćuje kupovna cena posle berzanskog sastanka. Inače, cene formirane na berzi pri trgovanju robom u velikoj meri odražavaju se i na nivo cena, odnosno robe u prometu uopšte. Treba istaći, da robna berza poznaje terminske operacije koje su usmerene na garantovanje minimalnih ili maksimalnih budućih cena pojedinih vrsta robe. Na robnim berzama se najčešće trguje žitaricama (pšenica, kukuruz, soja), metalima (zlato, srebro, aluminijum, bakar, cink, olovo, paladijum i dr.), ostalim poljoprivrednim proizvodima (meso, mleko, južno voće), naftom, zemnim gasom, električnom energijom i dr.

Finansijske berze su berze na kojima se trguje različitim oblicima finansijskih instrumenata (hartija od vrednosti). Postoje različite vrste ovih berzi, u zavisnosti od toga koji finansijski instrumenti na njima dominiraju. Mogu biti tržišta novca ili tržišta kapitala, u zavisnosti da li se na njima trguje kratkoročnim ili dugoročnim hartijama od vrednosti. Takođe, postoje devizne (valutne) berze, kao i berze finansijskih derivata. Devizne berze su po organizaciji, a pogotovu po spoljašnjim osobinama slične efektnim berzama, s tim što, ponuda i tražnja deviza u najvećem broju slučajeva nisu prostorno koncentrisane na jednom mestu. Glavni prodavci deviza su velike svetske banke koje su spojene telefonskim linijama sa bankama velikih finansijskih centara u svetu. Često se pominju i berze efekata na kojima se trguje dugoročnim hartijama od vrednosti, kao što su akcije i obveznice. Na specijalizovanim berzama postoji veoma visok stepen specijalizacije trgovanja hartijama od vrednosti.

Berze mešovitog karaktera su institucije na kojima se trguje sa više različitih ili finansijskih instrumenata ili berzanskih roba. Ona je berza opšteg tipa na kojoj se trguje svim oblicima tržišnog materijala, odnosno robama, hartijama od vrednosti i novcem. Na mešovitoj berzi trgovanje se obavlja u posebno organizovanim delovima berze, koji se organizuju prema vrsti tržišnog materijala.

Aktivni učesnici berze su samo članovi berze koji imaju pravo da zaključuju berzanske transakcije. Aktivni učesnici na berzi trebaju da imaju minimum kapitala, znanja i

¹⁶ Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, str. 79.

sposobnosti. Na ovaj način se obezbeđuje odvijanje berzanskih transakcija u skladu sa pravilima berzanskog poslovanja. Berza mora zaštititi finansijski integritet svih svojih članova. Iz tih razloga se na berzi formira zaštitini fond iz kojeg se nadoknađuje šteta učesnicima berze nastala zbog njihovog bankrotstva, ili zbog nepoštenog poslovanja drugih učesnika.

Na berzi se pojavljuju sledeći subjekti:¹⁷

- (1) kupci (investitori) robe i berzanskih efekata,
- (2) prodavci robe i berzanskih efekata (njihove berzanske vrednosti se pojavljuju na listingu),
- (3) posrednici (brokeri i dileri) u berzanskom trgovanju.

Kupci se pojavljuju na berzi u ulozi investitora. Njihova namera je da kupe robu ili berzanske efekte (gotovinu ili hartije od vrednosti) s ciljem ostvarivanja što većeg profita. Profit mogu ostvariti kupovinom berzanskih efekata pod najpovoljnijim uslovima. Nasuprot njima, *prodavci* se na berzi pojavljuju kao ponuđači berzanskih vrednosti. Njihovom prodajom obezbeđuju nedostajuće izvore finansiranja, odnosno potrebna finansijska sredstva. Cilj prodavaca je da prodaju berzanske vrednosti po što većoj ceni i na taj način ostvare što veći profit.

Brokeri predstavljaju berzanske posrednike u trgovanju sa hartijama od vrednosti. Berzanski brokeri moraju ispunjavati utvrđene uslove koje prpisuje regulatorno telo ili sama berza. Ti uslovi nisu standardizovani i zavise od regulacije članstva na berzi. Brokeri mogu nastupati: (1) u svoje ime i za račun svojih klijenata i (2) u ime i za račun svojih klijenata. Za usluge posredovanja u poslovanju na berzi oni naplaćuju proviziju. Brokeri proviziju naplaćuju po okončanju berzanske transakcije, a njena visina zavisi od broja i vrednosti hartija od vrednosti.

Dileri su berzanski posrednici koji su u isto vreme i vlasnici finansijskih instrumenata koji su predmet trgovine. U većini slučajeva obavljaju, istovremeno, brokersku i dilersku delatnost. Njihov osnovni prinos je formiran iz poslova sa sopstvenim hartijama od vrednosti. To je pretežno kapitalni dobitak, odnosno razlika u ceni po kojoj kupuju ili prodaju finansijske instrumente. U ovom slučaju dileri nastupaju u svoje ime i za svoj račun. Ukoliko nastupaju na ovaj način, dileri snose potencijalni rizik i potencijalni gubitak u slučaju da prodaju hartije od vrednosti po nižoj ceni od cene po kojoj su iste kupili.

1.6. Zakonska regulativa finansijske berze

Sastanci trgovaca koji su predstavljali preteču berze, i koji su se održavali uvek na istom mestu i u isto vreme, podrazumevali su određena pravila koja su regulisala trgovinu. Ta pravila su predstavljala principe kojima su regulisani osnovni odnosi između trgovaca. Pristup trgovini je od samog početka bio ograničen na određen broj trgovaca koji su ispunjavali zajednički donete uslove. Tako je ostalo i do danas na modernim berzama. Jedino ovlašćeni berzanski posrednici koji su ispunili određene uslove i prihvatili berzanska pravila, imaju pravo pristupa tzv. berzanskom parketu na kome se obavlja trgovina.

¹⁷ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" ad Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, ., str. 295.

Predmet trgovine na berzi mora biti podložan standardizaciji te se osim novcem i hartijama od vrednosti na berzama može trgovati sirovinama i samo onim proizvodima koji su prvog stepena obrade. Berzanska pravila do najmanjih pojedinosti opisuju kakve osobine mora da ima predmet trgovanja.

Ova standardizacija trgovanja koja je jedno od osnovnih berzanskih pravila omogućuje veću efikasnost i sigurnost svim učesnicima berzanskog poslovanja. Osim toga, da bi se nekim berzanskim instrumentom trgovalo na berzi on se mora nalaziti na njenom listingu, što znači da mora zadovoljiti izvesne uslove. Kada su u pitanju akcije odnosna kompanija koja ih emituje mora imati određeni nivo profita, kapitala i prometa, a takode akcije moraju biti široko rasprostranjene u rukama investitora. Takođe, kompanija mora zadovoljiti striktno standarde kojima se štite investitori, održavati sastanke akcionara i davati javnosti na uvid finansijske informacije. Za uzvrat kompanija postaje poznatija, a njene hartije od vrednosti primamljivije za investitore.

Berzanska pravila su se razvijala uporedo sa razvojem trgovine i postepeno su unela dva principa koja su postala sastavni elementi berzanskog poslovanja: *(1) poverenje i (2) sigurnost*. Poverenje je stvar same berze i njenih članova, te oni ograničavanjem pristupa berzanskom parketu nastoje da povećaju sigurnost poslovanja. To čine usvajanjem niza pravila kojima se na striktan način regulišu mnoge pojedinosti, od toga koje se hartije od vrednosti mogu kotirati na berzi do etičkog kodeksa samih berzanskih posrednika. Poštovanje ovih pravila nadgleda berzanski sud ili arbitraž, kao interno regulatorno telo berze. Berzanski sud omogućava da spor koji se pokrene bude rešen brzo i pošteno od strane nepristrasnih osoba, koje mogu učesniku u berzanskoj trgovini usled kršenja pravila i zabraniti dalje učešće u njoj.

I dok je poverenje ostalo stvar same berze i njenih članova, razvijanje i obezbeđivanje sigurnosti je postepeno prelazilo sa berze na državu i njene organe. Pojava velikih berzanskih manipulacija, zloupotreba i pronevera 20-ih godina prošlog veka doprineli su da se država umeša u ovu, do tada u velikoj meri, autonomnu instituciju finansijskog tržišta. Fiktivne prodaje, manipulacije cenama, stvaranje kornera i pulova i slične obmane stvorili su berzu mestom na kome se teško moglo govoriti o nekoj većoj sigurnosti. Krah Njujorške berze i duboka recesija doveli su do velikih promena i u sferi finansijskog tržišta. Donet je niz zakona kojima se reguliše berzanska trgovina. Zakon o berzanskom poslovanju je uveo obavezu da se emisija hartija od vrednosti pre javne ponude mora registrovati a takode da se moraju otkrivati informacije o kompaniji koja je tu emisiju izvršila. Formirano je i centralno regulatorno telo Komisija za hartije od vrednosti (*Securities and Exchange Commission*) koje nadgleda poštovanje donetih zakona. Tako se pored berzanskog suda postepeno počelo razvijati berzansko pravo koje je u nadležnosti države koja je svoj uticaj ograničila na stvaranje regulatornog okvira vodeći računa da ne ugrozi sofisticiranost berzanskog mehanizma. Tako je na modernim berzama postalo sve predvidivo, osim cene onoga čime se trguje.

Finansijska berza predstavlja pravno lice koje je organizovano u obliku akcionarskog društva ili društva sa ograničenom odgovornošću radi obavljanja poslova u vezi trgovine sa hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima. Finansijsku berzu mogu organizovati država i pravna lica koja poseduju dozvolu za obavljanje poslova brokersko-dilerskog društva. Dozvolu za

rad finansijske berze odobrava Komisija za hartije od vrednosti. Trgovina sa hartijama od vrednosti podrazumeva:¹⁸

- (1) javnu ponudu hartija od vrednosti i povezivanje ponude i tražnje dotičnih hartija od vrednosti,
- (2) javno objavljivanje informacija o ponudi, tražnji i tržišnoj ceni hartija od vrednosti,
- (3) utvrđivanje i javno objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti,
- (4) objavljivanje ostalih poslova saglasno Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (trgovanje sa finansijskim derivatima).

Poslove trgovanja na bezi obavljaju isključivo članovi berze. To znači, da berza ne može trgovati sa hartijama od vrednosti, ne može davati savete u vezi kupovine i prodaje hartija od vrednosti, te ne može pružati savete u vezi izbora brokersko-dilerskog društva ili ovlašćene banke kao posrednika na berzi.

Berza mora imati organizovane dve komisije i to: (1) komisiju za listing hartija od vrednosti i (2) komisiju za kotaciju hartija od vrednosti. Ove dve komisije imenuju upravni odbor berze. Komisija za hartije od vrednosti daje dozvolu za rad berze. "Da bi berza dobila dozvolu za rad, dužna je podneti zahtev komisiji za hartije od vrednosti i priložiti sledeću dokumentaciju."¹⁹

- (1) ugovor o osnivanju berze,
- (2) statut berze,
- (3) pravila poslovanja berze,
- (4) podatke o akcionarima berze (učešće akcionara u osnovnom kapitalu berze),
- (5) dokaz o kadrovskoj, organizacionoj osposobljenosti i tehničkoj opremljenosti,
- (6) tarifnik berze,
- (7) izvod iz sudskog registra akcionara berze,
- (8) podatke o članovima upravnog i nadzornog odbora berze,
- (9) dokaz da će berza ispuniti uslove u vezi kadrova zaposlenih na neodređeno vreme."

Opštim aktima berze se odnose na: (1) statut berze, (2) pravila poslovanja berze, (3) tarifnik berze, (4) pravilnik o listingu i kotaciji hartija od vrednosti. *Pravilima poslovanja berze* se definišu: vrste poslova na berzi, uslovi i način obavljanja poslova članova berze, trgovanje sa hartijama od vrednosti, uslovi i način prijema i povlačenja hartija od vrednosti na listingu berze, način javnog objavljivanja kamatnih stopa i obračunskih transakcija na berzi, međusobna prava i obaveze berze i njenih članova i sl. *Pravilnikom o listingu hartija od vrednosti* bliže se definiše postupak prijema hartija od vrednosti na listingu, odnosno brisanje hartija od vrednosti sa listinga berze. *Pravilnikom o kotaciji hartija od vrednosti* bliže se definiše postupak kotacije i skidanja hartija od vrednosti sa kotacije.

Članovi berze mogu biti: (1) *brokersko-dilerska društva* i (2) *ovlašćene banke*. Članovi berze, kao i sama berza, su dužni pridržavati se principa ravnopravnosti. Ovaj princip podrazumeva poštovanje akata berze, savesno obavljanje poslova, uredno zaprimanje i izvršavanje naloga

¹⁸ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009), *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" ad Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, str. 303-304.

¹⁹ Vunjak N., Kovačević Lj., isto, str.304.

klijenata, kao i uredno izmirenje članarine i provizije po zaključenim poslovima na berzi. Berza je obavezna da vrši nadzor nad poslovima zaključenim na berzi i da o istom obaveštava Komisiju za hartije od vrednosti. Trgovanje sa hartijama od vrednosti na berzi je dozvoljeno pod uslovom da su iste primljene na listing berze. Berza ima za obavezu da javno objavi listu emitenata hartija od vrednosti i vrste hartija od vrednosti koje su primljene na listing berze.

Postupak trgovine sa hartijama od vrednosti počinje nakon utvrđivanja kursne liste onih hartija od vrednosti koje su predmet trgovanja na berzi. Treba istaći, da berza može privremeno obustaviti postupak trgovanja sa hartijama od vrednosti ako isto izazove poremećaj na finansijskom tržištu i ako je isto protiv interesa investitora na berzi. Berza može isključiti hartije od vrednosti sa listinga, a iste i sam emitent može povući sa listinga berze. Na berzi nije dozvoljeno širiti neistine o hartijama od vrednosti. Takođe je zabranjeno stvarati prividno "dobru sliku" o dotičnim hartijama od vrednosti.

2. PREDMET TRGOVANJA NA FINANSIJSKOJ BERZI

Hartije od vrednosti su, bez ikakve sumnje, najveća i najznačajnija grupa finansijskih instrumenata kojima se trguje na finansijskim tržištima. Prilikom definisanja hartija od vrednosti mogu se pojaviti određene teškoće. Naime, ne postoji jedinstvena i univerzalna definicija. Najprostije, hartije od vrednosti možemo objasniti kao *''pisani dokument, ispravu ili u novije vreme elektronski zapis koji svojim vlasnicima daje određena prava''*. Preciznija definicija bi mogla da glasi: *''Hartije od vrednosti su pisani dokument ili isprava koja svom držaocu (imaocu) daje određena prava koja može da iskoristi samo pod uslovima zakonitog vlasništva nad tom hartijom od vrednosti''*.²⁰

Razvojem robno-novčane privrede i hartije od vrednosti postaju predmet trgovanja na posebnom tržištu, odnosno na berzi. Hartije od vrednosti možemo klasifikovati prema različitim kriterijumima. Tako se prema ročnosti hartije od vrednosti mogu podeliti na: (a) kratkoročne i (b) dugoročne. Dok se prema pravu koje nose, hartije od vrednosti dele na: (a) dužničke i (b) vlasničke. Dugoročne hartije od vrednosti su akcije i dugoročne obveznice, dok su kratkoročne hartije od vrednosti uglavnom instrumenti duga (kratkoročne državne obveznice), depozitni certifikati, komercijalni zapisi, bankarski akcepti i dr.

Polazeći od kriterijuma aspekta prirode odnosa koje odražavaju, sve hartije od vrednosti se mogu podeliti u dve velike grupe:²¹ **(1) osnovne i (2) derivatne (izvedene) hartije od vrednosti**. Osnovne hartije od vrednosti odražavaju osnovne odnose koji postoje između emitenta i investitora. One se dele u dve grupe: (a) obveznice (koje odražavaju kreditnu poziciju) i (b) akcije (koje odražavaju partnersku ili vlasničku poziciju). Finansijski derivati ili izvedene hartije od vrednosti odražavaju izvedene odnose. One grade svoju vrednost iz finansijskih instrumenata na osnovu kojih su izvedene. Stoga, njihova vrednost nije nezavisna, kao što je to slučaj kod osnovnih hartija od vrednosti. Najpoznatije hartije od vrednosti iz ove grupe su: (a) fjučersi, (b) opcije i (c) varanti.

2.1. Osnovna obeležja hartija od vrednosti (oblik i emitent)

Vrlo često u mnogim knjigama autori posebnu pažnju pridaju analizi osnovnih elemenata hartija od vrednosti (HOV). Razlog ovome je u činjenici, da su hartije od vrednosti dokumenti sa izraženom formom, koja je regulisana određenim zakonskim propisima. Najvažniji elementi hartija od vrednosti su:²²

- (1) oznaka vrste, tj. naziv hartije od vrednosti,
- (2) naziv, ime, sedište i adresa emitenta,
- (3) oznaka da li glasi na ime ili donosioca (što kasnije uzrokuje specifičan način prenosa vlasništva),
- (4) precizno definisana obaveza emitenta, odnosno prava vlasnika,
- (5) oznaka serije i serijski broj emisije,

²⁰ Pitić G., Petković G., Erić G., Šoškić D., Štimac M. (1996): *Berzanski pojmovnik*, II izmenjeno i dopunjeno izdanje, Beogradska berza, 1996., str. 81.

²¹ Erić D. (2003): *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, str. 261.

²² Erić D., isto, str. 260.

- (6) mesto i datum emitovanja,
- (7) potpis ovlašćenog lica emitenta, i drugi relevantni podaci (npr. JIB hartije od vrednosti),
- (8) nominalnu vrednost celokupne emisije hartija od vrednosti,
- (9) datum izdavanja, odnosno upisa hartije od vrednosti u Centralni registar.

Izdavaoci hartija od vrednosti mogu da budu domaća pravna lica, Republika Srbija, Narodna banka Srbije, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja, kao i strana pravna lica sa sedištem na teritoriji država članica OECD i Evropske unije i na teritoriji susednih država sa čijim regulatornim institucijama Komisija za hartije od vrednosti ima zaključen ugovor o saradnji.

Osnovni način izdavanja hartija od vrednosti je metoda javne ponude (public offering). Da bi se dobilo odobrenje za izdavanje hartija od vrednosti putem javne ponude, potrebna je dozvola Komisije za hartije od vrednosti. Javna ponuda hartija od vrednosti može se vršiti samo po predhodno pribavljenom rešenju o odobrenju prospekta od strane Komisije. Za pripremu prospekta je odgovoran pokrovitelj misije, ukoliko postoji takav aranžman.

Prospekt je pisani javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru omogućavaju jasan i celovit uvid u objektivni pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrednosti. Prospekt sadrži podatke o nameravanoj emisiji hartija od vrednosti i o pravcima plasmana dobijenih novčanih sredstava. U prospektu su sadržani i podaci o ceni akcija koje se nameravaju plasirati na tržištu odnosno o kamatnoj stopi kod emisije obveznica. Komisija donosi rešenje o odobrenju prospekta, ali može da odbije zahtev za odobrenje prospekta. Komisija ne odgovara za istinitost i potpunost podataka navedenih u prospektu. Za istinitost i potpunost podataka u prospektu odgovora izdavalac.

Akcionarsko društvo koje želi da emituje hartije od vrednosti mora da raspolaže odobrenim prospektom i tada upućuje poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti. U fazi pripreme prospekta, emitent može da Komisiji podnese preliminarne prospekt, koji sadrži sve podatke o emitentu kao i prospekt, sem cene akcija odnosno visine kamatne stope kod obveznica.

Ako izdavac hartije od vrednosti želi da uz odlaganje otpočne i upis i uplatu hartija od vrednosti, dužaj je da predhodno dobije odobrenje odložnog prospekta za izdavanje hartija od vrednosti (tzv. odložni prospekt). Odložni prospekt mora da sadrži sve podatke koje sadrži prospekt za izdavanje hartija od vrednosti, izuzev podataka o ceni hartije od vrednosti odnosno visini kamatne stope. Izdavac hartija od vrednosti može sukcesivno izdavati hartije od vrednosti u različitim vremenskim intervalima, ali na osnovu podnošenja više zahteva.

Za izdavanje kratkoročnih hartija od vrednosti izrađuje se skraćeni prospekt koji mora da dobije odobrenje od strane Komisije za hartije od vrednosti. Odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti nije obavezno kada se vrši izdavanje i ponuda kratkoročnih hartija od vrednosti fizičkim i pravnim licima čiji broj nije veći od 100.

2.2. Hartije od vrednosti kao tržišni materijal na finansijskoj berzi

Predmet javne ponude na organizovanom finansijskom tržištu mogu biti sledeće hartije od vrednosti:²³

- (1) akcije (HOV koje glase na deo osnovnog kapitala akcionarskog društva),
- (2) obveznice (dužničke HOV),
- (3) varanti,
- (4) depozitne potvrde,
- (5) standardizovani finansijski derivati:
 - fjučers ugovori (sa isporukom predmeta ugovora i bez isporuke predmeta ugovora) i
 - opcijski ugovori.

2.2.1. Akcije

Akcije predstavljaju vlasničke hartije od vrednosti čijom se kupovinom (posedovanjem) stiče vlasništvo nad delom kapitala akcionarskog društva. Akcije se emituju s ciljem formiranja i povećanja kapitala kompanije. One poseduju nominalnu vrednost koja se slobodno utvrđuje prilikom osnivanja kompanije i upisana je na akciji. Za razliku od obveznice, koja je izraz kreditnog odnosa, akcija je hartija od vrednosti koja simbolizuje vlasništvo. Prodajom akcija akcionarsko društvo stiče sopstveni kapital koji je trajni izvor finansiranja.

Akcije, za razliku od dužničkih hartija od vrednosti (obveznica), svojim vlasnicima ne donose unapred poznat prihod, obzirom da visina prihoda zavisi od uspešnosti poslovanja emitenta. Kao emitenti ovih hartija se javljaju akcionarska društva. Akcije kompanije omogućavaju njihovim imalcima da postanu suvlasnici u kompaniji. Investitori kupuju ove akcije kako bi ostvarili kapitalnu dobit na osnovu prodaje akcija u budućnosti, po ceni koja je viša od cene po kojoj je ista kupljena. Cena akcije se utvrđuje na osnovu ponude i potražnje.

Akcija u principu traje neograničeno i vezana je za sudbinu emitenta kao poslovno aktivnog subjekta. Ona pruža mogućnost investitoru da učestvuje u raspodeli profita firme, ali i da snosi rizik iz poslovanja kompanije. Prodajom akcija akcionarsko društvo stiče sopstveni kapital koji je trajni izvor finansiranja. Akcije pružaju mogućnost ostvarivanja dobiti na uložena sredstva po dva osnova: (1) po osnovu porasta cene akcija i (2) po osnovu dividende koja se distribuira akcionarima ukoliko preduzeće ostvari pozitivan finansijski rezultat.

Kada se govori o raspolaganju akcijama određenog preduzeća, vlasnik akcija ima nekoliko mogućnosti. Može da čuva svoje akcije i da svake godine podiže dividendu i tako upotpunjuje svoje prihode. Visina dividende može da varira i zavisi od kvaliteta preduzeća i uspešnosti njegovog poslovanja. Ukoliko postigne visok profit i dividende će biti visoke, i obratno. Takođe, vlasnik akcija može i da ih proda na berzi i ostvari odgovarajuću dobit kroz razliku u ceni.

²³ Erić D. (2005), *Menadžment hartija od vrednosti*, Izdavački centar Beograd, str. 146.

Postoji raznovrsnost tipova akcija, a najvažnije su sledeće podele: (1) prema redosledu izdavanja (osnivačka akcija prve emisije ili akcija sledećih emisija), (2) prema sadržini prava učešća u dobiti (obična redovna akcija i prioritetna povlašćena akcija) (3) prema pravu glasa (akcije bez prava glasa i akcija sa pravom glasa).²⁴ *Obične akcije* predstavljaju učešće u vlasništvu preduzeća. One vlasnicima obezbeđuju glasčka prava na skupštini akcionara i učešće u likvidacionoj masi posle namirenja obaveza preduzeća prema poveriocima. Po osnovu običnih akcija investitori, kroz dividende, učestvuju u profitu preduzeća. Dividende se akcionarima mogu isplatiti tek po namirenju ostalih obaveza iz tekućih prihoda preduzeća. Imaoci običnih akcija, po pravilu, imaju pravo preče kupovine dodatnih emisija. *Preferencijalne (povlašćene) akcije* po pravilu ne daju pravo glasa, ali obezbeđuju fiksnu dividendu i prioritet isplate u odnosu na obične akcije.²⁵

2.2.1.1. Prava akcionara-vlasnika običnih akcija

Korporacije mogu emitovati dve osnovne vrste akcija: (1) obične i (2) prioritetne ili privilegovane. Obične akcije su osnovna vrsta akcija. One su prve nastale i iz njih su se razvile sve ostale forme akcija. Korporacije egzistiraju emitujući ovu vrsta akcija, pa se one s pravom nazivaju osnivačkim. Obična akcija njihovim imaocima obezbeđuje tri skupa (osnovna) prava: (1) *pravao na dividendu (prinos)*, (2) *pravo na upravljanje*, (3) *pravo slobodnog raspolaganja*.²⁶

Pravo na dividendu. Dividenda (*eng. dividend*) je udeo u dobiti koji se ostvaruje i naplaćuje iz ostvarenih rezultata poslovanja akcionarskog društva. Dividende se isplaćuju iz profita koje ostvari preduzeće posle plaćanja kamata i poreza. Ona nije fiksna i lako predvidiva, pa se njena varijabilnost veže za: (a) veličinu neto profita i (b) podelu neto profita. Praksa domaćih preduzeća je da dividendu isplaćuju jednom godišnje i to nakon usvajanja završnog računa, a na osnovu odluke Skupštine akcionara. Ukoliko je profit zanemarljiv ili ukoliko je preduzeće loše poslovalo isplata dividende nije moguća.

Pravo upravljanja preduzećem je drugo bitno pravo sadržano u običnoj akciji. Svaka pojedinačna akcija predstavlja vlasnički udio u korporaciji. Treba istaći, da upravljačko pravo pojedinačnog akcionara ne zavisi samo od broja akcija koje on poseduje, nego i od ukupnog broja akcija koje je emitovala korporacija. Primera radi, ako je korporacija emitovala 10 hiljada akcija, a vlasnik raspolaže sa 100 akcija, on tada raspolaže sa 1% upravljačkog prava. Vlasnici običnih akcija imaju pravo da odlučuju o svim bitnim pitanjima vezanim za poslovanje preduzeća. Pravo upravljanja se ostvaruje glasanjem na skupštinama akcionara. Osnovni princip odlučivanja jeste: "jedna akcija –jedan glas". Iz proizilazi logičan zaključak, da onaj ko ima više akcija ima i veći uticaj prilikom donošenja odluka.

Pravo slobodnog raspolaganja (prometa) je treće od osnovnih prava vlasnika akcija. Treba istaći, da je u poslednje vreme došlo do modifikacije ovog prava. Naime, akcije otvorenih akcionarskih društava su, po pravilu, prenosive bez ograničenja ili uslovljavanja trećeg lica.

²⁴ Ivanović P. (2008), *Teorija novca i bankarstvo*, Sremska Kamenica, str. 385.

²⁵ Šoškić D., Živković B. (2006): *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 39.

²⁶ Izvor: Šoškić D., Živković B., isto., str 336.

Akcije zatvorenih akcionarskih društava nisu slobodno prenosive, jer se prilikom prenosa zahteva saglasnost emitenta (korporacije).

2.2.1.2. Osnovni tipovi vrednosti akcija

Analiza vrednosti predstavlja jedno od najosetljivijih aspekata za proučavanje akcija. Ona je od izuzetno velikog značaja, kako za vlasnika, odnosno investitore, tako i za preduzeća i sve druge učesnike privrednog i društvenog života. Postoji zajednički interes vlasnika, menadžera i zaposlenih da se cene akcija održavaju što je moguće duže na visokom nivou, pošto je to pouzdan signal uspešnosti poslovanja i maksimiranja blagostanja vlasnika. Treba istaći da, za razliku od obveznica gde postoje dve, kod običnih akcija razlikujemo tri osnovna tipa vrednosti. To su:²⁷

- (1) nominalna,
- (2) knjigovodstvena i
- (3) tržišna.

Nominalna vrednost akcije predstavlja novčani iznos po kojoj se emituju akcije i po kojoj se registruju u knjigovodstvu preduzeća emitenta. Ovu vrednost, po pravilu, određuje skupština akcionarskog društva. Treba istaći, da se u slučaju emitovanja akcija bez nominalne vrednosti za njihovu nominalnu vrednost, po kojoj se evidentiraju u knjigovodstvu preduzeća, uzima postignuta prodajna cena.

Knjigovodstvena vrednost predstavlja drugu vrednost akcije. Kod običnih akcija knjigovodstvena i nominalna vrednost se izjednačavaju samo u momentu emisije akcija. Kasnije, knjigovodstvena vrednost običnih akcija, koja predstavlja računovodstvenu kategoriju, dobija se kao količnik ukupne knjigovodstvene vrednosti akcionarskog kapitala (koji predstavlja zbir nominalne vrednosti emitovanih akcija, emisione premije-ažia i zadržane dobiti) i ukupnog broja emitovanih akcija. S obzirom da se osnovni elementi akcijskog kapitala mogu menjati, tokom vremena, to se menja i njihova knjigovodstvena vrednost.

Tržišna vrednost jeste i najvažnija vrednost akcije. Tržišna vrednost se utvrđuje na sekundarnom tržištu kapitala (na kome se obavlja kupovina i prodaja već emitovanih akcija) na bazi odnosa ponude i tražnje za istom. Ova vrednost može biti jednaka, manja ili veća od nominalne vrednosti akcije. Ukoliko se emisija akcija vrši po tržišnoj vrednosti koja je viša od njene nominalne vrednosti kaže se da je izvršena prodaja sa ažiom (emisionom premijom). U obrnutom slučaju, kaže se da je izvršena prodaja uz tzv. diskont. Tržišna vrednost akcija se svakodnevno menja pod uticajem brojnih faktora: (1) informacija o ostvarenim i očekivanim poslovnim rezultatima akcionarskog društva, (2) najave i realizacije merdžera i akvizicija, (3) promene kamatnih stopa, (4) stope inflacije, (5) poreske stope, (6) političkih događaja i sl.

Realna vrednost akcija je još jedna od vrednosti akcija. Ona se još naziva i unutrašnjom vrednošću akcija i od izuzetnog je značaja za investitore prilikom donošenja odluka o tome da li i u koje akcije da investiraju. Naime, ukoliko je tržišna vrednost akcije niža od njene prave (realne) vrednosti on će se odlučiti da kupi te akcije. Važi i obrnuto, ukoliko je tekuća tržišna

²⁷ Erić D.(2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, str. 357.

vrednost akcija viša od njihove realne vrednosti, on će se odlučiti da ih proda. Realna vrednost običnih akcija, koja nije ništa drugo do teorijski utvrđena tržišna vrednost, se može izračunati na više načina. Jedan od najčešćih načina svakako je metoda diskontovanja dividende prema kojoj se realna vrednost akcija utvrđuje kao sadašnja vrednost svih budućih dividendi koje će vlasnik istih moći da ostvaruje po osnovu vlasništva nad njima.

2.2.2. Obveznice

Najšire je rasprostranjena definicija, po kojoj je obveznica hartija od vrednosti koja stvara mogućnost emitentima da prikupe novčana sredstva, a svojim vlasnicima omogući isplatu kamate i glavnice po unapred utvrđenom redosledu i u određenom vremenskom periodu. Neki autori ističu, da je obveznica hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom (jer je kamatna stopa unapred poznata ili fiksna), što ne mora biti tačno s obzirom da su u praksi prisutne obveznice sa promenjivim kamatnim stopama. Prema našim pozitivnim zakonskim propisima, obveznica predstavlja hartiju od vrednosti sa kojom se emitent obavezuje da će njenom vlasniku, u roku njenog dospeća, ispuniti nominalnu vrednost iznosa i ugovorenu kamatu.²⁸

Prema tome, obveznice su dužnički finansijski instrumenti kojima se emitent (zajmoprimac) obavezuje da će kupcu (zajmodavcu) o roku dospeća platiti pozajmljeni iznos sa ugovorenom kamatom. Na taj način, investitori kupovinom obveznica mogu kreditirati organe javne uprave, korporacije i druge emitente. Investitori, pri tome dobijaju fiksnu kamatnu stopu na tu pozajmicu, koja se isplaćuje u tačno određenim intervalima do dospeća (godišnje ili polugodišnje). Kada obveznica dospe za naplatu investitor prima celokupni investirani novčani iznos (nominalnu vrednost obveznice).

Obveznice, kao dužničke hartije od vrednosti, predstavljaju najstarije finansijske instrumente. Stoga se i osnivanje najveće efektne berze na svetu (Njujorške berze) vezuje za pojavu "Revolucionarnih obveznica američke borbe za nezavisnost" i potrebu da se obezbedi jedinstveno tržište koje bi omogućilo likvidnu trgovinu.²⁹ S obzirom na dug istorijat i bogatu praksu, na finansijskim tržištima se pojavljuje veliki broj dužničkih hartija od vrednosti (obveznica). U zavisnosti od emitenta obveznice se mogu podeliti na: **(1)** obveznice državnog trezora, **(2)** obveznice organa uprave, **(3)** korporativne obveznice.

Obveznice državnog trezora (eng. treasuries) su najstariji tipovi obveznica. Tržište državnih hartija od vrednosti predstavlja jedan od najstarijih segmenata finansijskog tržišta. Državne obveznice su se prvi put pojavile i Holandiji 1542. godine, a zatim u Velikoj Britaniji 1693. godine. Ova vrsta obveznica se može pojaviti u više oblika: (1) kuponske obveznice, (2) perpetualne obveznice, (3) amortizacione obveznice, (4) osigurane obveznice, (5) indeksirane obveznice, (6) odrezane obveznice. Državne obveznice su najsigurnije hartije od vrednosti. Njihova emisija je uslovljena iznalaženjem finansijskih sredstava za pokriće visokih iznosa državnih troškova (budžetskog deficita). Vlada svake države garantuje da će investitorima obaveze biti blagovremeno izmirene. Stoga, ove hartije od vrednosti nose mali prinos s

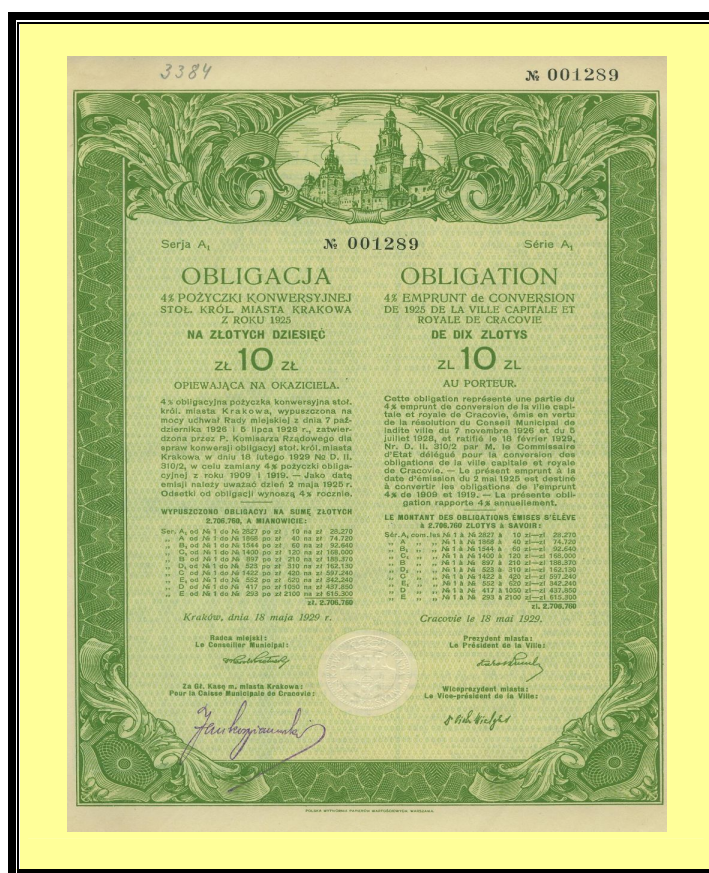
²⁸ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009), *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.164.

²⁹ www.forum.ftn.uns.ac.rs, septembar 2011. god.

obzirom na veoma nisku stopu rizika ulaganja. Obveznice državnog trezora su naročito zastupljene na finansijskom tržištu SAD, zbog izraženog dugogodišnjeg visokog nivoa državnog deficita.

Na sledećoj slici (slika br. 1.) prezentirana je *municipalna obveznica* emitovana od strane grada Krakova 18.05.1929. godine. Ova obveznica pripada grupi *obveznica organa uprave* (eng. *municipal bonds*), koje emituju: državni, regionalni i lokalni organi vlasti. Pomenuti organi emituju obveznice radi prikupljanja sredstava za finansiranje raznovrsnih projekata od javnog interesa. Ovaj tip obveznica je obično izuzet od poreza kako bi bio što privlačniji investitorima. Ukoliko deo prihoda koji se dobije stavljanjem realizovanih projekata u funkciju služi za isplatu duga, ove obveznice se nazivaju prihodovnim. Upravni organi, koji imaju ovlašćenja za naplatu poreza, emituju tzv. obveznice sa generalnom obavezom. Na taj način njihovi emitenti generišu prihod za naplatu duga.

Slika br.1. Municipalna obveznica³⁰



Korporativne obveznice (eng. *corporations bonds*) su hartije od vrednosti koje emituju korporativna preduzeća. U zavisnosti od emitenta, ove obveznice se mogu podeliti na: (1) obveznice javnih preduzeća, (2) obveznice transportnih preduzeća, (3) obveznice industrijskih preduzeća, (4) obveznice poslovnih banaka i drugih finansijskih organizacija. Korporativne

³⁰ www.poduzetnik.info/index.php/hr/, januar 2011. god.

obveznice obično plaćaju veće kamate od državnih i municipalnih obveznica, ali i nose veći rizik. S druge strane, korporativne obveznice su manje rizične od akcija. Naime, ukoliko korporacija bankrotira poverioci (vlasnici obveznica) se isplaćuju iz likvidacione mase pre isplate vlasnika (akcionara). Korporativne obveznice mogu biti osigurane imovinom (oprema, nekretnine) ili finansijskom aktivom emitenta. To znači, da će korporacija isplatiti poverioca iz ovih sredstava ukoliko ne bude u mogućnosti izmiriti ugovorene obaveze. Neosigurane obveznice su garantovane rejtingom (ugledom) emitenta, te iako izgledaju rizičnije, ponekad mogu imati i bolji rejting od osiguranih obveznica.

2.3. Finansijski derivati kao predmet trgovanja na finansijskoj berzi

2.3.1. Varanti

Varanti (*eng.warrants*) predstavljaju dugoročne opcije na kupovinu akcija. Varanti predstavljaju poseban oblik dugoročnih hartija od vrednosti koje nisu ni vlasničke ni kreditne. Oni se obično izdaju kada korporacija želi povećati akcijski kapital emisijom novih akcija. Varant je opcija kupovine utvrđenog broja običnih akcija po unapred određenoj ceni³¹ i u određenom vremenskom periodu. Broj običnih akcija koji se može kupiti varantom je jedna akcija ili više njih. Po ovome su varanti slični kol opcijama. Prvo, sa varantom se određuje koji broj akcija njegov imalac može kupiti po svakom primerku varanta. Drugo, bitna odredba je određivanje cene po kojoj se varant može realizovati. I treće, neophodno je utvrditi rok dospelosti varanta.

Međutim, varanti su različiti od kol opcija u određenom pogledu. Varante emituju korporacije za svoje sopstvene akcije, a ne nezavisni emitent opcija. Varanti se obično dodaju emitovanim hartijama kako bi se stimulisala njihova prodaja. U ovom slučaju emisija hartija za kupce je atraktivnija, jer realizacijom varanta mogu računati na ostvarivanje kapitalnog dobitka ukoliko tržišna cena običnih akcija bude veća od cene opcije. Emitovane hartije sa varantima takođe svojim kupcima daju mogućnost da postanu obični akcionari u preduzeću sa statusom koji im nudi mnogo veća prava kod ostvarivanja prinosa i odlučivanja.

Varanti su najčešće dodatak emisiji obveznica ili preferencijalnih akcija radi poboljšanja njihove atraktivnosti. Varanti su pogodnosti koje se nude prilikom emisije hartija od vrednosti koje korporacija nudi kako bi se povećali prihodi od emisije i smanjili troškovi prikupljanja kapitala. Ovakve opcije mogu isteći određenog datuma ili mogu biti bez fiksiranog roka isteka. Oni su obično odvojeni od hartija od vrednosti sa kojima se emituju i njima se trguje kao sa nezavisnim hartijama od vrednosti.

Emitovanje varanta u praksi bitno je iz dva razloga. *Prvo*, njihov smisao je u tome što povećavaju rejting hartija od vrednosti. *Drugo*, varanti se koriste za ostvarivanje dodatnog novčanog priliva sredstava. Primera radi, obveznice sa varantima omogućavaju korporaciji da putem njihovih potencijalnih kupaca proširi strukturu izvora finansiranja. Na taj način dolazi do bitnije promene u finansijskoj strukturi u korist sopstvenog kapitala.

³¹ Određena cena (utvrđena cena ili cena izvršenja) je cena po kojoj se obična akcija, koja je povezana s varantom ili opcijom opoziva, može kupiti tokom određenog vremena.

Investiranje u varante može biti u cilju smanjivanja rizika ili ostvarivanja većih prinosa sa većim rizikom. Ukoliko je cena varanata ispod cene akcija kompanije, za datu sumu novca se može nabaviti više varanata nego akcija. Ako cena i akcija i varanata poraste, investitorov dobitak će biti veći ukoliko je investirao u varante. I obrnuto, ukoliko cena padne, tada će investitorovi gubici biti veći.

Strategija smanjivanja rizika podrazumeva, da investitori kupuju isti broj varanata kao i broj akcija koji bi inače nabavili. Uštedena sredstva se ulažu u investicije sa niskim prinosima ali i sa malim rizikom. Ako cena akcija padne, neće doći do velikog gubitka jer ostatak sredstava zarađuje sigurnu kamatu. Ukoliko cena akcija poraste, vrednost varanta raste još brže omogućujući tako investitoru da ostvari veći dobitak.

2.3.2. Opcije

Opcije (eng. *options*), kao segment terminskog tržišta, predstavljaju veliku grupu finansijskih derivata. One imaju pravnu moć da se izvrše berzanske transakcije, ali bez obaveze njihovog izvršenja. Stoga se može reći, da opcije predstavljaju standardizovane finansijske ugovore koji daju njihovim kupcima pravo, ali ne i obavezu, da kupuju ili prodaju hartije od vrednosti (ili robu) po unapred utvrđenoj ceni u određenom vremenskom periodu. Opcije, kao derivativni instrumenti, u svojoj osnovi mogu imati robu (zlato, naftu) ili finansijske instrumente (kratkoročne i dugoročne državne obveznice, berzanske indekse, akcije), na koje daju pravo prodaje ili kupovine. Ipak su, opcije na akcije najzastupljeniji vid investiranja na ovom segmentu tržišta derivata.

Pojam opcija u ekonomskoj istoriji je star koliko i ona sama. Još su feničanski trgovci, da bi iskoristili mogućnost kupovine tereta prvih brodova koji stižu u luku, kupovali opcije kako bi dobili robu koju je brod prevezio. Na taj način su sticali pravo da budu prvi u redu za kupovinu tereta. Ukoliko bi sadržaj tereta bio nezadovoljavajući ili male vrednosti, trgovci ne bi iskoristili opciju. Opcije i danas imaju slično značenje, nude iskorišćenje nekog prava, ali i mogućnost odustajanja od njega.

Opcije se sa stanovišta značenja za partnere i smera trgovanja mogu podeliti na dve osnovne grupe:

- (1) kupovne (call) opcije,
- (2) prodajne (put) opcije.

Kupovna opcija daje kupcu pravo da kupi hartiju od vrednosti po unapred utvrđenoj ceni (strajk cena) u određenom vremenskom periodu. Motivi kupca za ovakvu transakciju se vezuju za njegovo očekivanje da će u ugovorenom roku doći do rasta cena navedene aktive. Ukoliko cena zaista poraste, kupac će opciju podneti na realizaciju, a prodavac je dužan isporučiti hartiju od vrednosti po unapred utvrđenoj ceni.

Prodajna opcija daje kupcu pravo da proda određeni broj akcija (obično u lotovima od po 100) po unapred određenoj ceni (strajk cena) do nekog utvrđenog vremenskog roka. Motiv prodavca da zaključuje ovakav ugovor jeste u njegovom očekivanju da će cena hartija od

vrednosti pasti, što bi dovelo do odustajanja kupca od realizacije opcionog ugovora. Obe opcije podrazumevaju da je obaveza na strani prodavca (emitenta). Stoga, kupac opcije mora platiti premiju koja, u slučaju neiskorišćenja opcije, predstavlja dobitak emitenta. Visina premije se određuje pod uticajem dva faktora: (1) osnovne cene same hartije od vrednosti, (2) očekivanja u kom će se smeru kretati tržište.

Drugim rečima, investitor koji misli da je verovatno da će se cena akcije kretati naviše, kupiće kupovnu opciju. Ukoliko se to ne desi, i cena akcije padne, samo je izgubljena premija (koja je obično do 15% vrednosti hartije od vrednosti). Međutim, ukoliko cena akcije poraste, kupac kupovne opcije može (uzimajući u obzir plaćenu premiju, proviziju i sl.) odlučiti da li će iskoristiti opciju. Na taj način bi kupac izvukao kapitalnu dobit od povećanja cene, umanjenu za transakcione troškove. Opcijama se trguje na berzanskom tržištu po sistemu "market mejkera". Brokeri na podijumu berze dobijaju nalog za kupovinu ili prodaju opcija od lokalnih brokera. Lokalni brokeri su prethodno dobili nalog od svojih investitora. Može se desiti da brokerska kuća nema svog brokera na podijumu. U tom slučaju ona koristi usluge nekog nezavisnog brokera.

2.3.3. Fjučersi

Fjučersi (eng. *futures*) su derivativni ili izvedeni finansijski instrumenti, jer su "izvedeni" iz hartije od vrednosti ili robe koji se nalaze u njihovoj osnovi. Fjučersi su u suštini finansijski proizvodi bez obzira da li se u njihovoj osnovi nalazi hartija od vrednosti, roba (kafa, žitarice, sirova nafta), kamatne stope, devize ili berzanski indeksi. Fjučers ugovor je sporazum između dva učesnika u trgovini koji obavezuje jednog da, po unapred utvrđenoj ceni, proda predmet ugovora drugome na dan dospeća. To su terminski ugovori o kupovini ili prodaji određene aktive čija realizacija u vezi isporuke aktive i njenog plaćanja sledi u narednom ili precizno definisanom vremenu.

Fjučers ugovorima se trguje na fjučers berzama koje garantuju i utvrđuju mehanizme za njihovo izvršenje. S obzirom da fjučers ugovori glase na vreme od nekoliko meseci, berza ima pravo da odredi isporuke po jednom ugovoru. Fjučers berza ima i pravo da ograniči iznos do koga se može kretati fjučers cena u toku jednog dana. "Berza određuje: (a) donji limit fjučers cena, (b) gornji limit fjučers cena, (c) limit fjučers cena u granicama. Na ovaj način fjučers berza sprečava veliku dnevnu oscilaciju fjučers cena koje bi se mogle iskoristiti u špekulativne svrhe. Fjučers cene se redovno objavljuju putem berzanskih izveštaja u finansijskim publikacijama i štampi."³²

U trenutku zaključenja fjučers ugovora nema prenosa aktive od prodavca prema kupcu, kao ni plaćanja te aktive. Za fjučers ugovore je karakteristično postojanje dve pozicije: (1) kratke pozicije i (2) duge pozicije. *Kratka pozicija* je pozicija prodavca fjučers ugovora, koja ga obavezuje da izvrši isporuku (predaju) dokumenta o njegovom dospeću. *Duga pozicija* predstavlja poziciju kupca fjučers ugovora i ona obavezuje kupca da preuzme berzanski efekat o roku njegovog dospeća. Kada investitor poseduje berzanske efekte, tada ima dugu (kupovnu) poziciju. Kako bi izbegao mogući rizik izazvan padom cena fjučers ugovora, investitor se

³² Vunjak N., Kovačević Lj.(2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str. 227.

opredeljuje za kratku (prodajnu) poziciju. Ukoliko investitor ne poseduje berzanske efekte, tada on ima kratku poziciju i nastoji da zauzme kupovnu (dugu). Ovakva strategija fjučers ugovorima se naziva *hedžing strategijom*. Suština ove strategije se sastoji u smanjenju rizika i poništavanju gubitka u trgovanju, na jednoj strani, sa ostvarenim dobitkom u trgovanju, na drugoj strani. Prema tome, hedžing strategijom se postiže da svaki fjučers ugovor za kupovinu ima i fjučers ugovor za prodaju i obrnuto.

Ono što na tržištu fjučersa omogućava velike dobitke ali i velike gubitke jeste dejstvo finansijskog leveridža. Investitor ne plaća punu cenu ugovora već samo deo vrednosti. Deo cene koju plaća investitor naziva se inicijalna margina i obično se kreće do 10% vrednosti ugovora. Ovaj depozit investitori uplaćuju kako bi se osiguralo ispunjenje obaveze iz ugovora. Ukoliko kretanja na fjučers tržištu idu u smeru suprotnom od onoga koji je investitor predvideo, on mora doplatiti na račun kako bi iznos depozita stalno bio isti. U slučaju da kretanje cena na fjučers tržištu opravda investitorova očekivanja, on se može povući sa tržišta kupovinom ugovora po kojem se preuzimaju obaveze suprotne od onih iz prethodno kupljenog ugovora. U tom slučaju je investitor ostvario dobitak (depozit umanjen za proviziju i ostale troškove) koje povlači sa računa i izlazi sa tržišta kao dobitnik.

Fjučers ugovori se, sa aspekta rokova dospeća efekata koji su predmet trgovine, mogu podeliti na: (1) kratkoročne fjučers ugovore i (2) dugoročne fjučers ugovore. Predmet kratkoročnih fjučers ugovora je kupovina i prodaja na termin svih vrsta kratkoročnih efekata (kratkoročne obveznice, depoziti i sl.). Dugoročni fjučers ugovori su takvi ugovori na termin kod kojih su predmet kupovine i prodaje svi oni efekti sa fiksnim prihodom. Odnosno, efekti sa prihodom koji imaju dugoročni karakter.

Sa stanovišta predmeta kupovine i prodaje, fjučers ugovori se mogu podeliti na: (1) finansijske fjučerse, (2) robne fjučerse. Predmet kupovine i prodaje finansijskih fjučersa su: hartije od vrednosti, devize, valute, kamatne stope i sl. Predmet kupovine i prodaje robnih fjučersa su različite vrste roba.

2.3.4. Forvordi

Forvordi su ugovori koji se sklapaju između dve zainteresovane strane u vezi dve finansijske transakcije koji će se realizovati u budućem vremenskom periodu. Forvord ugovori su najviše prisutni pri isporuci obveznica i stranih valuta. Između forvord i fjučers ugovora postoje sličnosti, s tim da su forvordi stariji od fjučersa.³³ Sličnost ove dve vrste ugovora je i u tome da predstavljaju ugovore o budućoj isporuci određenih hartija od vrednosti, po unapred utvrđenim cenama i vremenskim rokovima. Forvordi su terminski, nestandardizovani ugovori koji su prilagodljivi potrebama ugovornih strana.

Forvordski ugovori se realizuju na vanberzanskom tržištu bez posredovanja klirinške institucije. Stoga su ovi ugovori nesigurniji i izazivaju podozrenje, u odnosu na fjučers ugovore. Iz tih razloga se kod forvorda traži veće učešće angažovanih sredstava, a što nije slučaj kod fjučersa. Posebno su specifični forvord ugovori na kamatne stope. Kod ove vrste

³³ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009), *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str. 246.

ugovora, u cilju izbegavanja potencijalnih nejasnoća i nedoumica, potrebno je definisati dugoročne hartije od vrednosti koje su predmet ugovora, kao i kamatne stope na te hartije od vrednosti u trenutku njihove isporuke. Kod forvord ugovora, učesnik koji ima obavezu da kupi hartiju od vrednosti zauzima "dugu" poziciju, dok prodavac hartije od vrednosti zauzima "kratku" poziciju. Prilikom realizacije forvord ugovora (u trenutku dospeća) prodavac nastoji minimizirati svoj rizik.

2.3.5. Svopovi

Svop (swap) poslovi na berzi su poslovi putem kojih se, preko berze, vrši zamena jedne imovine za drugu, radi zaštite interesa učesnika u poslu, a najčešće se radi o hedžing poslu. Zamenjuju se razne robe, na primer:

- lošija vrsta kredita za povoljniji,
- lošija kamata za povoljniji,
- lošije potraživanje za povoljnije,
- lošiji devizni kurs za povoljniji i slično.

U praksi se ređe radi o zameni aktive, a češće o zameni određenih potraživanja ili dugovanja, kamata i deviznih kurseva (credit default, swap, CDS), jednih za druge. Sama reč svop znači razmena (trampa) jedne vrste potraživanja (dugovanja) za drugu. Sve se ovo radi na berzi i najčešće uz pomoć klirinške kuće. Objašnjavamo svopove potraživanja, valutnog kursa i kamate, a to su i najčešći svopovi na berzi.

Kod svopa potraživanja radi se najčešće o sledećoj praksi. Prodavac potraživanja (neka poznata banka ili druga finansijska kuća u svetu) prenosi na kupca određeno potraživanje uz obećanje da će isto otkupiti, po istim uslovima, ako glavni dužnik postane nesolventan. Kupac potraživanja na prodavca prenosi neko svoje potraživanje iste vrednosti, pa se obavlja razmena – trampa potraživanja. Trampa znači svop, a cela operacija zamene (trampe) potraživanja naziva se svopovanje.

Kod kamatnog svopa radi se o manje rizičnim i poželjnijim svopovima. Najčešće se radi o zameni promenljivih kamata za fiksne. Ako se, na primer, ranije ugovorena kamatna stopa na određeni kredit LIBOR + 3 kroz svop posao zamenjuje za fiksnu kamatu od, na primer 6% godišnje. Ili se kamata u klauzuli EURIBOR + 2 zamenjuje za fiksnu kamatu od 5%.

Valutni svopovi (zamene) se obično ugovoraju preko posrednika, komercijalnih banaka. Mogući su različiti aranžmani : zamena koja uključuje dve ili više valuta, zamena sa opcijskim svojstvima, te valutna zamena koja je povezana s kamatnom zamenom. Ono što treba zapamtiti jeste činjenica da je upotreba valutnih zamena vrlo raširena i služi, kao sredstvo, za dugoročnije otklanjanje rizika. Ako, na primer, imate neto rizik (razlika između procenjenih priliva i odliva određene valutne strane tokom određenog perioda) tada se postavlja pitanje želite li hedž zaštitu i kako. Kako ćete se zaštititi od neto rizika zavisi od pogodnosti hedž operacija i njenog troška. Ona zavisi i od kamatnog pariteta. Naime, ako su kamate veće u jednoj nego u drugoj zemlji, tada će se valuta u prvoj zemlji prodavati uz diskont na terminskom tržištu. Drugim rečima, razlika u kamatama i razlike između trenutnog i

terminskog kursa deluju u suprotnim pravcima. Kako deluju ? Početna veza je veza između nominalne kamate i inflacije (tzv. Međunarodni Fišerov efekat). Ako je, na primer saglasno razlici u stopi inflacije, u Austriji kamatna stopa najmanje 12 %, u SAD najmanje 7%, razlika je 5%. Na ovaj iznos dodaje se margina za uslugu i troškove banke, pa su kamatne stope nešto veće, ali je njihova razlika uvek ista uz uslov da su bankarske usluge i bankarski troškovi isti u obe zemlje³⁴.

³⁴ Unković M., *Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008. str. 192-193

3. BROKERSKO-DILERSKA DRUŠTVA NA FINANSIJSKOJ BERZI

U razvijenim tržišnim ekonomijama predmeti ponude i potražnje na finansijskim tržištima se stalno inoviraju i dobijaju nove oblike. Na strani ponude i tražnje za finansijskim instrumentima nalazi se veliki broj potencijalnih učesnika čiji su motivi različiti. Međutim, svi oni se ne mogu pojaviti na finansijskom tržištu zbog činjenice, da nisu organizaciono i kadrovski opremljeni, da nemaju savremenu tehničku podršku, te da njihovo pojedinačno učešće u ukupnoj ponudi i potražnji ne bi bilo značajno. Zbog toga sve veću ulogu na finansijskom tržištu ima posebna kategorija učesnika koja se naziva finansijskim posrednicima. Razvijeno finansijsko tržište karakteriše postojanje velikog broja učesnika koji su specijalizovani za obavljanje poslova posredovanja između učesnika na finansijskim tržištima. Ove kategorije posrednika se javljaju u obliku specijalizovanih brokersko-dilerskih kuća. Ovi posrednici se pored brokerskih i dilerskih poslova bave i poslovima: investiranja, portfolio menadžmenta, finansijskog konsaltinga, čuvanjem hartija od vrednosti i sl. Berzanski posrednici su veoma značajna i heterogena kategorija učesnika na finansijskim tržištima i mogu se svrstati u dve osnovne grupe: (1) *brokeri* i (2) *dileri*.

3.1. Modeli organizovanja brokersko-dilerskih društava

Pojam *broker* vodi poreklo od francuske reči "*broacier*" (eng. *broacher*) što se može prevesti kao: "neko ko iznosi nešto na videlo" ili "neko ko stavlja pečat na vinsku burad". Danas se ovaj pojam može pojaviti u tri značenja: (1) kao berzanski posrednik u poslovima na berzi (najčešće i najšire značenje pojma), (2) osoba koja u trgovini nekretninama predstavlja kupca, (3) osoba u poslovima osiguranja koja pronalazi najbolji aranžman osiguranja za svog klijenta.³⁵

Pojam *diler*, takođe ima nekoliko značenja, od kojih su najpoznatija: (1) kao berzanski posrednik, (zajedno sa brokerima spadaju u najznačajniju kategoriju berzanskih posrednika), (2) osoba koja kupuje robu i usluge, radi prodaje krajnjim potrošačima, (3) ulični prodavac deviza.³⁶

Brokeri su tipičan primer finansijskih posrednika. Oni ne posluju u svoje ime i za svoj račun, te se stoga njihova uloga na finansijskom tržištu svodi na posredovanje između potencijalnih kupaca i potencijalnih prodavaca. Ukoliko se radi o poslovima čistog posredovanja, u kojima broker radi u ime i za račun drugih, tada se on pojavljuje u ulozi komisionara. Ako broker posluje u svoje ime i za račun nalogodavca, tada se broker pojavljuje u ulozi zastupnika. Broker savršeno poznaje oblast u okviru koje posluje, kao i tržište na kome deluje. Na raspolaganju su mu sve relevantne informacije za donošenje brzih i kvalitetnih odluka, a za svoje usluge on naplaćuje proviziju. Provizija koju naplaćuju brokeri naziva se "brokeraža", a obično se određuje kao procenat obavljenog prometa koji opada sa porastom vrednosti obavljene transakcije.

³⁵ Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, 2003., str.235.

³⁶ Erić D., isto, str.237.

Dileri, za razliku od brokera, nisu čisti posrednici na finansijskom tržištu. Oni se po pravilu javljaju kao preprodavci hartija od vrednosti. To znači da, u poslovima posredovanja na finansijskom tržištu, dileri posluju u svoje ime i za svoj račun. Učesnici u poslovnim transakcijama zaključuju poslove sa dilerima, koji se u jednom momentu pojavljuju kao kupci finansijskih instrumenata, da bi se u drugom momentu pojavili kao prodavci tih istih efekata. Suština njegovog poslovanja je u razlici u ceni tržišnih efekata. Diler sam snosi rizike svoga poslovanja po pitanju ostvarivanja povoljnije cene ili mogućnosti plasmana. Karakteristično je, da diler može poslovati kao broker (komisionar ili zastupnik), dok broker u principu ne posluje kao diler.

Veliki broj berzanskih posrednika istovremeno obavlja i brokerske i dilerske poslove za svoje klijente, pa im otuda zajednički naziv **brokersko-dilerske kuće**. U domicilnom zakonu se koristi pojam brokersko-dilerska društva.³⁷ Ove finansijske institucije nude široki spektar usluga velikom broju učesnika na finansijskim tržištima.

Brokersko dilerska društva predstavljaju pravna lica koja su organizovana kao akcionarska društva ili kao društva sa ograničenom odgovornošću. Ona svoju delatnost obavljaju na organizovanom tržištu hartija od vrednosti i to u skladu sa Zakonom o tržištima hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Prema pozitivnim zakonskim propisima brokersko-dilerska društva mogu obavljati svoju delatnost na organizovanom tržištu hartija od vrednosti samo uz dozvolu odobrenu od strane Komisije za hartije od vrednosti. Da bi Komisija za hartije od vrednosti razmotrila i odobrila dozvolu za rad, neophodno je od strane brokersko-dilerskog društva podneti:³⁸

- (1) zahtev za izdavanje dozvole,
- (2) statut brokersko-dilerskog društva,
- (3) pravila poslovanja brokersko-dilerskog društva,
- (4) podatke o članovima brokersko-dilerskog društva,
- (5) dokaz o kadrovskoj, organizacionoj osposobljenosti i tehničkoj opremljenosti brokersko-dilerskog društva,
- (6) iznos tarife za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva.

Ukoliko brokersko-dilersko društvo posreduje u kupovini i prodaji hartija od vrednosti u svoje ime i za račun klijenta (nalogodavca), ili u ime i za račun klijenta, tada su u pitanju *brokerski poslovi*. Ako brokersko-dilersko društvo vrši kupovinu i prodaju hartija od vrednosti u svoje ime i za svoj račun, pri čemu ostvaruje razliku u ceni između kupovne i prodajne cene, tada se radi o tipičnim *dilerskim poslovima*. Ukoliko brokersko-dilersko društvo obavlja kupovinu i prodaju hartija od vrednosti u svoje ime i za svoj račun, po unapred utvrđenoj ceni (koja je objavljena od strane brokersko-dilerskog društva), tada se ti poslovi nazivaju poslovima *market mejkera*.

Organizaciona struktura brokersko-dilerskih društava razlikuje se u zavisnosti od usluga koje ove kuće nude svojim klijentima. Ukoliko brokersko-dilersko društvo nudi svojim klijentima kompletan set usluga, tada ona u svom sastavu imaju i veći broj odeljenja. Ova društva, pored

³⁷ Brokersko-dilerska društva se u praksi često nazivaju brokerskom kućom.

³⁸ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.383.

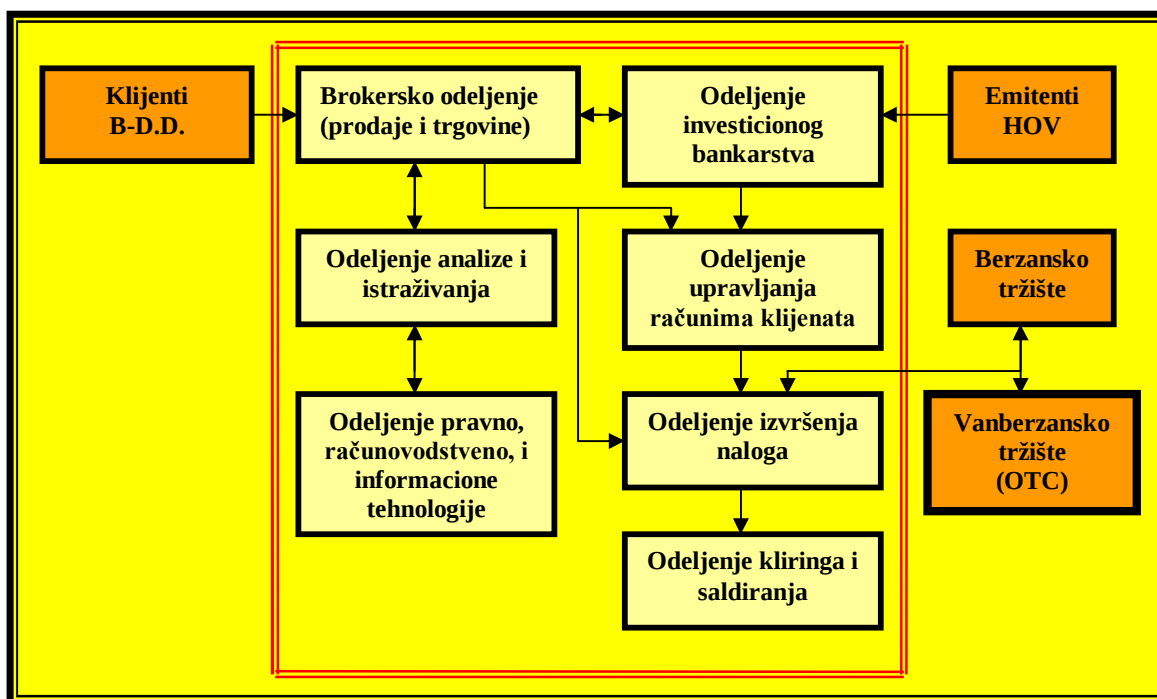
kupovine i prodaje finansijskih instrumenata, svojim klijentima aktivno pružaju i druge dodatne usluge, kao što su: davanje investicionih saveta, konsalting, sprovođenje finansijskih analiza, kreditiranje klijenata i sl. Ako brokersko-dilerska društva u svojoj ponudi imaju manji broj usluga, tada u organizacionoj strukturi imaju manji broj odeljenja i nazivaju se diskontnim (ili on-line) brokersko-dilerskim kućama. Ova društva za svoje klijente obavljaju samo poslove primanja naloga, izvršavanja naloga i poslove kliringa, dok im ne pružaju bilo kakve preporuke, niti štampaju publikacije.

Organizaciona struktura brokersko-dilerskog društva, koje nudi kompletan servis usluga svojim klijentima, može da ima u svom sastavu sledeća odeljenja:³⁹

- (1) brokersko-dilersko odeljenje (sastavljeno od odeljenja prodaje i odeljenja trgovine),
- (2) odeljenje analize i istraživanja,
- (3) odeljenje izvršenja naloga,
- (4) odeljenje kliringa i saldiranja,
- (5) odeljenje investicionog bankarstva,
- (6) odeljenje upravljanja sa računima klijenata,
- (7) odeljenje pravnih poslova, distribucije dividende, marketinga, računovodstva, administracije i informacione tehnologije.

Prikaz modela organizacione strukture brokersko-dilerskog društva sa svim odeljenjima je dat na sledećoj šemi:

Šema br.2. Model organizacione strukture brokersko-dilerskog društva⁴⁰



³⁹ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.394.

⁴⁰ Vunjak N., Kovačević Lj., isto, str.394.

Brokersko-dilersko odeljenje je jedno od najvažnijih odeljenja u brokersko-dilerskom društvu. Unutar ovog odeljenja se vrši prodaja i kupovina hartija od vrednosti. Ovo odeljenje je direktno povezano sa klijentima i njihovim tržišnim zahtevima. Preko odeljenja investicionog bankarstva, brokersko-dilersko odeljenje je povezano i sa emitentima hartija od vrednosti.

U odeljenju prodaje klijenti daju svoje naloge radi trgovine i upućuju ih ovlašćenom brokeru (referentu). Osim što prima nalog klijenta, ovlašćeni broker ima obavezu da odgovori klijentu na sva pitanja koja se odnose na donošenje odluke o investiranju. On svoju uslugu naplaćuje u vidu provizije, po svakoj kupo-prodajnoj transakciji, bez obzira na činjenicu, da li je klijent ostvario zaradu ili ne. Međutim, ukoliko ovlašćeni broker nije pružio informacije odgovarajućeg kvaliteta, te klijent zbog tih razloga nije ostvario zaradu, klijent će napustiti brokersko-dilersko društvo i potražiti drugog kvalitetnijeg berzanskog posrednika. Iz tih razloga je i prisutan interes brokersko-dilerskog društva da pruži što kvalitetnije informacije svom klijentu, da poveća broj klijenata i samim tim poveća svoju ukupnu zaradu.

U odeljenju trgovine, za razliku od odeljenja prodaje, se direktno zarađuje novac za brokersko-dilersko društvo. U ovom odeljenju se istovremeno kupuju i prodaju hartije od vrednosti u ime i za račun brokersko-dilerskog društva, dok se zarada ostvaruje na razlici kupovne i prodajne cene svake (pojedinačne) hartije od vrednosti. U velikim brokersko-dilerskim kućama u ovim odeljenjima se uglavnom lociraju trgovci koji zahvaljujući svojoj intuiciji i korišćenju izveštaja iz odeljenja analize nastoje ostvariti što veću maržu između kupovne i prodajne cene hartije od vrednosti.

Odeljenje analize i istraživanja vrši analizu tržišnih trendova i na osnovu nje procenjuje buduće investicione mogućnosti. Dobijene informacije prosleđuje: svojim klijentima, članovima zaposlenim u brokersko-dilerskom društvu i široj javnosti putem sredstava javnog informisanja (mas medija). Odeljenje analizira informacije koje se odnose na poslovanje lokalnih kompanija, privrednih grana i delatnosti. Na ovaj način se dobijaju veoma kvalitetne informacije o rejtingu hartija od vrednosti, njihovoj daljoj kupovini i prodaji. Rezultati analiza se objavljuju u mesečnim i godišnjim izveštajima, na domaćem i engleskom jeziku, a njihova prezentacija se vrši putem štampe i elektronskih medija.

Odeljenje izvršavanja naloga nakon prijema naloga od brokerskog odeljenja pristupa daljem izvršenju naloga svojih klijenata. Zahvaljujući savremenom elektronskom načinu trgovanja, nalozi klijenata izvršavaju se veoma brzo, za svega nekoliko sekundi, dok klijent odmah ima potpunu informaciju o izvršenoj transakciji. Rad ovog odeljenja se temelji na principima tačnosti i ažurnosti, jer samo tako mogu ispuniti želje i zahteve klijenata.

Odeljenje kliringa i saldiranja je u direktnoj vezi sa odeljenjem za izvršavanje naloga. Ovo odeljenje započinje svoj rad nakon realizacije klijentovog naloga, po završetku radnog dana, kada finansijska berza dostavlja klirinškoj kući i brokersko-dilerskom društvu spisak izvršenih transakcija za taj dan. Odeljenje kliringa i saldiranja preuzima spisak izvršenih transakcija i vrši njihovo upoređivanje sa brojem izvršenih naloga svojih klijenata. Nakon odobrenja ili zaduženja računa klijenta, odeljenje na kraju radnog dana šalje klijentu izveštaj i spisak svih njegovih transakcija sa stanjem na njegovom novčanom računu i računu hartija od vrednosti.

Odeljenje za upravljanje računima vodi račune onih klijenata koji su povereni brokersko-dilerskom društvu na upravljanje. Ukoliko brokersko-dilersko društvo ima veliki broj poverenih računa klijenata, to znači da ono uživa visok nivo poverenja i reputacije. Ovo

odeljenje može samostalno donositi investicione odluke ili može biti delom samostalno, ukoliko prilikom donošenja investicionih odluka ima obavezu konsultovanja svoga klijenta. Odeljenje za upravljanje računima ne daje garancije na visinu očekivanog prihoda, niti snosi rizik u slučaju nastalog gubitka. U cilju bolje motivacije, ovo odeljenje ne naplaćuje proviziju za izvršene usluge klijentima, već svoju zaradu ostvaruje u procentualnom iznosu u odnosu na ostvarenu dobit nastalu po osnovu upravljanja računima klijenata. Prema nekim dosadašnjim iskustvima provizija dogovorena između brokersko-dilerskog društva i klijenta dostiže nivo i do 50% ukupne ostvarene dobiti.

Odeljenje investicionog bankarstva, uglavnom obavlja poslove koje obavljaju investicione banke. Pri tome se posebno misli na poslove spajanja i preuzimanja kompanija i poslovnih banaka. Ovo odeljenje klijentima nudi različite poslove iz oblasti: (1) investicionog, finansijskog i pravnog konsaltinga, (2) kvalitativne analize i ocene investicija, (3) pronalaženja strateških investitora, (4) pripreme javnih ponuda kod prve emisije hartija od vrednosti, (5) savetodavnih usluga u delu privatizacije i sl. Pored toga što pronalazi zainteresovane kupce i prodavce za investiciona ulaganja, odeljenje investicionog bankarstva pomaže svojim klijentima u primeni pravnih procedura i u vođenju pregovora kako bi ostvarili što bolju cenu.

Prateće odeljenje se bavi pravnom problematikom i problematikom distribucije dividendi. Pored ovih aktivnosti, odeljenje se bavi marketinškim aktivnostima (istraživanje tržišta, promovisanje društva javnosti s ciljem sticanja njegove pouzdanosti, sigurnosti i kvalitetnog obavljanja transakcija). Takođe se bavi poslovima unutrašnje kontrole i poslovima primene informacionih tehnologija. Ovo odeljenje u brokersko-dilerskom društvu predstavlja funkciju podrške odlučivanja i bez njegovog postojanja se ne bi moglo ni približno udovoljiti kvalitetu zahteva koje pred društvo stavljaju njihovi klijenti.

3.2. Karakteristike trgovanja brokersko-dilerskog društva

Brokersko-dilerska društva su pravna lica koja su organizovana kao društva kapitala, odnosno kao akcionarska društva ili kao društva sa ograničenom odgovornošću. Ona svoje delatnosti obavljaju na organizovanom tržištu hartija od vrednosti i u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Brokersko-dilersko društvo dozvolu za rad dobija od Komisije za hartije od vrednosti, a ne može početi obavljati svoju delatnost pre nego što tu delatnost upiše u sudski registar.

Prema važećim zakonskim propisima, na domicilnom tržištu, brokersko-dilersko društvo je u obavezi da njegova izloženost potencijalnom riziku prema jednom licu ne prelazi iznos od 25% njegovog kapitala. S obzirom da visinu kapitala za obavljanje delatnosti društva određuje Komisija za hartije od vrednosti, to je njegova obaveza da u slučaju veće izloženosti potencijalnom riziku obavesti Komisiju za hartije od vrednosti. Treba istaći, da je velika izloženost potencijalnom riziku brokersko-dilerskog društva prema jednom licu (ili više povezanih lica) prisutna ukoliko rizik prelazi 10% kapitala društva. Pri tome, ukupan iznos velike izloženosti potencijalnom riziku ne sme preći iznos od 80% kapitala društva. Brokersko-dilersko društvo je obavezno izdvojiti rezerve za pokriće mogućeg gubitka izazvanog opštim rizikom u toku njegovog poslovanja. Pored opštih, obaveza društva je da

izdvoji i posebne rezerve koje su u funkciji pokrića posebnih rizika, kao što je naplata potraživanja po osnovu garancija (za potraživanje clijenata u slučajevima nekog drugog društva).

Brokersko-dilersko društvo je obavezno da vodi računa o svojoj likvidnosti. To znači, da je njegova obaveza da dnevno planira i prati prilive i odlive novčanih sredstava, te da preduzima odgovarajuće mere radi sprečavanja i otklanjanja uzroka nelikvidnosti. Komisija za hartije od vrednosti propisuje najmanji obim likvidnih sredstava i koeficijent dnevne likvidnosti brokersko-dilerskog društva. Brokersko-dilersko društvo je, pored dnevnog praćenja vlastite likvidnosti, u obavezi dostaviti Komisiji za hartije od vrednosti mesečni izveštaj o: (1) visini kapitala društva, (2) adekvatnosti kapitala društva i (3) izloženosti društva potencijalnim rizicima. Ukoliko se desi da je kapital društva manji od propisanog minimalnog kapitala, tada društvo ne može donositi odluku o isplati dobiti u vidu dividende, isplate po osnovu učešća u dobiti članova upravnog i nadzornog odbora, te isplate po osnovu dobiti zaposlenih članova društva.

Osnivanje brokersko-dilerskog društva podrazumeva ispunjavanje opštih zakonskih uslova i propisa definisanih od strane Komisije za hartije od vrednosti. Bez obzira o kojoj se nacionalnoj ekonomiji radi, zakonska regulativa definiše: visinu kapitala (neophodnog za osnivanje), stručnu osposobljenost kadrova, tehničko-tehnološku osposobljenost i etički kodeks društva. Putem regulative se precizno reguliše odnos između brokersko-dilerskih društava (na relaciji dva ili više društava), kao i odnos između brokersko-dilerskog društva i njegovih clijenata. Delatnost društva je usmerena na rad sekundarnog finansijskog tržišta, a sve u cilju uspostavljanja odnosa između potencijalnih kupaca i prodavaca berzanskih efekata.⁴¹

Kada brokersko-dilersko društvo obavlja poslove trgovanja sa hartijama od vrednosti, ono tada posreduje u kupovini i prodaji hartija od vrednosti: u svoje ime a za račun clijenta, odnosno u ime i za račun clijenta. Ovi poslovi se tada nazivaju **brokerskim poslovima**. Ukoliko društvo kupuje i prodaje hartije od vrednosti: u svoje ime i za svoj račun, pri čemu ostvaruje razliku u ceni, tada se ovi poslovi nazivaju **dilerskim poslovima**. U slučajevima kada brokersko-dilersko društvo obavlja kupovinu hartija od vrednosti: u svoje ime i za svoj račun, po ceni koja je unapred utvrđena, tada se ti poslovi nazivaju **poslovima market mejkera**.

Brokersko-dilersko društvo može obavljati poslove koji se odnose na upravljanje sa hartijama od vrednosti i to u ime i za račun clijenta. Takvi poslovi se nazivaju *poslovima portfolio menadžera*. Poslovi društva oko organizovanja distribucije hartija od vrednosti nazivaju se *poslovima agenta emisije*. Ukoliko se poslovi brokersko-dilerskog društva odnose na organizovanje distribucije hartija od vrednosti uz obavezu njihovog otkupa od emitenta, a radi dalje prodaje, takvi poslovi se nazivaju *poslovima pokrovitelja emisije hartija od vrednosti*. Poslovi brokersko-dilerskog društva u vezi pružanje savetodavnih usluga nazivaju se *poslovima investicionog savetnika*.

⁴¹ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.385.

3.3. Strategija upravljanja računima klijenata brokersko-dilerskog društva

Brokersko-dilerska društva obavljaju različite aktivnosti na finansijskim tržištima, koje se mogu klasifikovati kao poslovi: (1) poslovi trgovanja ili izvršavanja naloga, (2) marginskog računa i trgovanja putem kreditiranja, (3) čuvanja hartija od vrednosti i upravljanja računima klijenata, (4) investicionog konsaltinga i edukacije, (5) finansijskog konsaltinga i trgovanja sa nekretninama.

Jedna od pretpostavki za funkcionisanje brokersko-dilerskih društava jeste postojanje računa koje klijenti otvaraju kod njih. Procedura za otvaranje računa je dosta jednostavna, a računi se otvaraju na osnovu pismenog zahteva klijenata. Klijent u zahtevu navodi one podatke koji su bitni za otvaranje računa, počev od naziva i sedišta klijenta, pa do vrste i namene računa. Zahtevi za otvaranje računa mogu biti univerzalni (unificirani) i mogu istovremeno predstavljati određenu vrstu upitnika, na osnovu koga klijent daje znatne informacije o sebi.

Može se govoriti o postojanju više vrsta računa koje klijenti mogu otvarati kod brokersko-dilerskih društava, ali je njihov značaj kod pojedinih transakcija različit. Najčešće korišćeni računi su: (1) gotovinski račun, (2) kreditni ili marginski račun, (3) zajednički račun.

Gotovinski računi su najčešće korišćeni računi preko kojih klijenti plaćaju kupljene hartije od vrednosti u gotovom, ili nekim od instrumenata gotovinskog plaćanja. Plaćanje se vrši promptno, odnosno na dan saldiranja.⁴² Vreme od dana trgovanja⁴³ do dana saldiranja je različito u pojedinim zemljama, ali je uobičajeno da to bude vremenski period od pet do sedam dana.

Klijent koristi kreditni ili marginski račun kada nije u mogućnosti da kupljenu hartiju od vrednosti isplati gotovinom ili uručjenjem nekih od gotovinskih instrumenata, a postoji spremnost brokersko-dilerske kuće da kreditira svoga klijenta. Odnos gotovinskog plaćanja i kreditiranja klijenta različito se uređuje i isključivo zavisi od vrste i obima poslovnog odnosa klijenta sa brokersko-dilerskom kućom, njegove kreditne sposobnosti (kreditnog rejtinga) i sl. Pravilo je, da kod ove vrste računa postoji poseban ugovor, kojim klijent zalaže kupljene hartije od vrednosti kao garanciju otplate kredita. Brokersko-dilersko društvo insistira da hartije od vrednosti, koje se kupuju preko marginskog računa, budu registrovane na njeno ime. To znači da se klijentovo ime ne pojavljuje na hartijama od vrednosti, niti u evidenciji kod njenog izdavaoca.

Zajednički račun se otvara kada dva ili više pojedinaca žele da otvore ovu vrstu računa. U praksi se susreću dve vrste ovih računa. Prva, koju obično koriste bračni parovi. U slučaju smrti jednog bračnog para (ili partnera), račun ostaje na korišćenje drugom bračnom paru (ili partneru). Druga vrsta računa se koristi kod raznih vrsta poslovnih udruženja. U slučaju smrti jednog poslovnog partnera njegova sredstva sa računa pripisuju se ostaloj imovini i ona dele sudbinu te imovine.

⁴² Dan saldiranja je onaj dan koji je određen kao dan kada će prodavac da isporuči hartije od vrednosti, a kupac da izvrši njihovo plaćanje.

⁴³ Dan kada je zaključena kupoprodajna transakcija.

Jedna od važnijih aktivnosti brokersko-dilerskih društava jeste čuvanje hartija od vrednosti i upravljanje računima klijenata. Nakon obavljene kupoprodajne transakcije, hartije od vrednosti se ne prenose fizički na klijenta, već se čuvaju kod brokersko-dilerskog društva u elektronskoj formi (putem elektronskog zapisa). Brokersko-dilersko društvo vodi registar vlasnika hartija od vrednosti i po potrebi klijentima izdaje potvrdu o vlasništvu dotične hartije od vrednosti. Samim tim, klijent preko brokersko-dilerskog društva prima i dividende po osnovu vlasništva na hartijama od vrednosti koje se čuvaju kod društva.

Brokersko-dilersko društvo se obavezuje da će, prilikom sklapanja ugovora sa klijentom, kod centralnog registra za hartije od vrednosti otvoriti račun za potrebe svakog svog klijenta. Ovaj račun se naziva "vlasnički račun" i društvo preko njega u ime i za račun klijenta vodi stanje hartija od vrednosti, kao i izvršavanje naloga prenosa prava po osnovu hartija od vrednosti. Brokersko-dilersko društvo može koristiti "vlasnički račun" samo pod uslovom da ima odobrenje, odnosno nalog od klijenta koji je vlasnik računa. U cilju izbegavanja eventualnih grešaka i nesuglasica, obaveza brokersko-dilerskog društva je da svoj "vlasnički račun" vodi odvojeno od "vlasničkih računa" svojih klijenata.

Klijent može, putem ugovora, ovlastiti (preneti pravo) brokersko-dilersko društvo da upravlja njegovim hartijama od vrednosti. U tom slučaju, brokersko-dilersko društvo je obavezno da kod centralnog registra hartija od vrednosti otvori poseban račun za klijenta, a koji se naziva "računom upravljanja". Iznos sredstava za kupovinu ili prodaju hartija od vrednosti, koje klijent stavlja na raspolaganje društvu, reguliše se ugovorom o upravljanju hartijama od vrednosti. Istim ugovorom se definišu i politika ulaganja u hartije od vrednosti, uslovi pod kojima klijent poverava upravljanje hartijama od vrednosti, visina provizije i druga prava i obaveze. Bitno je istaći, da brokersko-dilersko društvo može izvršiti pozajmljivanje hartija od vrednosti, uz klijentovu saglasnost, drugom brokersko-dilerskom društvu.

Klijent može otvoriti kod brokersko-dilerskog društva i "vrap račun" (*wrap account*), preko koga su obuhvaćeni svi troškovi sa jednom vrstom provizije. Dakle, troškovi koje ima klijent u odnosu na brokerskog posrednika, a koji se odnose na: brokerske usluge, usluge vođenja računa, usluge čuvanja hartija od vrednosti, i ostale transakcione troškove, obuhvaćeni su preko jedinstvene provizije. Ovakva provizija iznosi najviše do 30%.⁴⁴

Marginska trgovina uključuje i marginsku kupovinu i marginsku kratku prodaju. Kratka ili prazna prodaja (*short sale*) je prodaja hartija od vrednosti koje prodavac ne poseduje (kaže se da prodavac zauzima kratku poziciju). On očekuje da će cena padati omogućujući mu da nabavi hartije od vrednosti po novoj, nižoj ceni i onda proda po višoj ceni koju je prethodno ugovorio. Tako prodavci koji prodaju na prazno profitiraju od pada cena hartija od vrednosti. Međutim, samo mali deo ukupne trgovine na margini predstavlja prodaja na prazno.

Marginska kupovina ili kupovina na kredit (*buying on margin*) je takva vrsta kupovine hartija od vrednosti gde investitor kupuje deo hartija od vrednosti u gotovini, a istovremeno uzima zajam od brokersko-dilerskog društva za ostale hartije od vrednosti, koristeći plaćene akcije kao kolateral. Brokersko-dilersko društvo za ove svrhe pozajmljuje novac od banke koja mu

⁴⁴ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.403.

zaračunava kamatu po stopi za brokerske kredite, a brokersko-dilersko društvo klijentu, koji koristi pozajmicu, zaračunava marginsku kamatnu stopu, koja je veća od kamatne stope za brokerske kredite za brokerske troškove servisiranja.

Marginski račun omogućava klijentu da pozajmi sredstva od brokersko-dilerske kuće kako bi izvršio kupovinu hartije od vrednosti. S obzirom da na ovaj način brokersko-dilerska kuća kreditira klijenta, ovu vrstu računa mogu da otvore investitori koji prođu određenu proceduru i zadovolje uslove za dobijanje kredita. Otvaranje marginskog računa podrazumeva da je gotovinski račun već otvoren kod iste brokersko-dilerske kuće.⁴⁵

Investitor koji želi da kupuje na margini treba da otvori marginski račun kod svog brokersko-dilerskog društva i položi određena sredstva u gotovini ili njihov ekvivalent u hartijama od vrednosti.⁴⁶ Međutim, investitor ne može uzeti kredit za kupovinu hartija od vrednosti u neograničenom iznosu. Svako brokersko-dilersko društvo određuje inicijalnu marginu (*initial margin*) koja predstavlja deo novčanih sredstava od ukupne vrednosti transakcije koju klijent mora platiti da bi mogao da trguje, dok ostatak pozajmljuje od društva. Ovaj iznos propisuje nadležni organ u svakoj zemlji, a u SAD se kretao od 25% dvadesetih godina prošloga veka, do 100% četrdesetih godina prošlog veka. Od 1974. godine ta granica maksimalno iznosi 50%, što znači da klijent od brokersko-dilerskog društva može najviše pozajmiti polovinu sredstava prilikom ulaganja u hartije od vrednosti.

Investitor koji kupuje na margini može nabaviti više hartija od vrednosti, nego što bi to mogao klasičnom kupovinom kada plaća ceo iznos transakcije. U slučaju, da se njegova očekivanja u pogledu rasta cena hartija od vrednosti i obistine, investitor će ostvariti veću dobit nego da nije koristio marginu. U suprotnom, kada dođe do pada cena hartija od vrednosti, investitor će primiti zahtev svog brokersko-dilerskog društva da je neophodno uložiti dodatnu gotovinu. Naime, sva brokersko-dilerska društva zahtevaju "marginu čuvanja" (*maintance margin*), koja predstavlja nivo ispod koje aktuelna margina ne može ići. Primera radi, Njujorška berza⁴⁷ propisuje da je to 25%, mada brokerske kuće često zahtevaju 30%. Drugim rečima, kredit koji klijent dobija ne može biti veći od 75% vrednosti transakcije. Kada se margina spusti ispod propisanog nivoa investitor mora ispuniti dodatne zahteve za gotovinom. Ako klijent ne ispuni propisani zahtev za održavanjem margine, brokersko-dilersko društvo će prodati deo portfolija investitora po depresiranoj ceni kako bi marginu doveo do zahtevanog nivoa.

Može se zaključiti, da investitor koristeći mogućnost kupovine hartije od vrednosti na kredit, u nedostatku sopstvenih sredstava, može ostvariti mnogo veću dobit ali i pretrpeti znatno veći gubitak, ukoliko se situacija na tržištu ne bude odvijala kako je očekivao.

3.4. Strategija trgovanja brokersko-dilerskog društva na finansijskoj berzi

Sekundarno tržište hartija od vrednosti predstavlja nastavak primarnog tržišta hartija od vrednosti. Ovo tržište podrazumeva i predstavlja svaku dalju prodaju hartija od vrednosti. Takav vid kupovine se često naziva "kupovinom iz druge ruke" ili "preprodajom" hartija od

⁴⁵ Slović S., *Teorija investiranja*, str.139., www.scribd.com

⁴⁶ Minimalni depozit koji propisuje Njujorška berza iznosi 2.000 dolara. (www.forum.ftn.uns.ac.rs)

⁴⁷ www.forum.ftn.uns.ac.rs, septembar 2011. god.

vrednosti. Sekundarno tržište hartija od vrednosti stvara mogućnosti da se svaka emitovana hartija od vrednosti može konvertovati (pretvoriti) u gotov novac i pre roka njenog dospeća. Postoje dva osnovna organizaciona oblika sekundarnog tržišta: (1) berze, (2) mrežna ili OTC tržišta.

Berza predstavlja skup institucija i organizacija koje obezbeđuju uslove za sekundarni promet dugoročnih finansijskih instrumenata. Ona je centralizovano finansijsko tržište, jer se na njoj formiraju cene finansijskih instrumenata koje obuhvataju svu raspoloživu ponudu i tražnju. Uopšte posmatrano, berza predstavlja mesto gde se vrši kupovina ili prodaja određenih, tačno definisanih, predmeta trgovine po unapred utvrđenim pravilima. Berza se razlikuje od ostalih oblika i formi tržišta zahvaljujući definisanosti predmeta kupovine i prodaje, kao i strogoj formi i organizaciji izvršavanja kupoprodajnih transakcija. "Berzu, dakle, možemo definisati kao *regulisano i organizovano tržište sa strogo utvrđenim pravilima trgovanja i definisanim predmetima i učesnicima*. To je neutralno, javno mesto na kome se izvršavaju nalozi za kupovinu i prodaju."⁴⁸

Nacionalna berza je najveće nacionalno tržište i organizovana je kao akcionarsko društvo u vlasništvu učesnika u trgovini ili javnom vlasništvu. Berze su uglavnom institucionalno organizovane kao korporacije, mada se njihova organizaciona struktura razlikuje od klasičnog korporativnog oblika. Velika većina berzi je još uvek u statusu neprofitnih (uzajamnih) organizacija. Brokери i dileri su lica koja trguju na berzama i nazivaju se berzanskim posrednicima. Da bi mogli trgovati na berzi, berzanski posrednici moraju zadovoljavati određene uslove koje propisuje: država, berzanska komisija ili sama berza.

Berze imaju značajnu ulogu u povezivanju različitih subjekata koji imaju potrebu za kapitalom, kao što su: vlade i vladine institucije, finansijske institucije, privredni subjekti, institucionalni i individualni investitori s jedne strane, sa subjektima koji taj kapital poseduju, sa druge strane. U manje razvijenim privredama, posebno privredama u tranziciji, finansijska tržišta i berze nisu dovoljno razvijeni i nemaju takvu ulogu. Stoga se čine naponi da se stvore uslovi za njihovo osnovno organizovanje i funkcionisanje.

Da bi određena hartija od vrednosti bila predmet trgovine na berzi, neophodno je da prođe određenu proceduru prijema na berzi koja se naziva listing. Listingom kompanija konkuriše i kvalifikuje svoje akcije za trgovanje na berzi. Sve kompanije čijim akcijama se trguje na berzi moraju prethodno ispuniti zahteve za listing. Ove zahteve propisuje svaka berza ponaosob, a prevashodno se tiču: neto profita koji firma ostvaruje, broja akcija koje su emitovane, rasprostranjenosti akcija u rukama investitora itd. Međutim, dva osnovna uslova koji moraju biti ispunjeni da bi kompanija mogla trgovati na najvećoj na svetu, Njujorškoj berzi su: (1) kompanija treba da ima značajan nacionalni interes, (2) kompanija treba imati značajnu poziciju i stabilnost unutar date privredne grane koja je u ekspanziji.

Kompanija mora pristati i na periodično objavljivanje finansijskih izveštaja kako bi investitori imali na raspolaganju potrebne informacije za donošenje odluke o investiranju. Dakle, berza ima i funkciju informatora javnosti. Ona se, preko striktnе primene svojih pravila, stara da sve

⁴⁸ Radović R., Panić P., Starčević V. (2000): *Berzansko poslovanje*, Srpsko udruženje menadžera Republike Srpske, Bijeljina, str.9.

potrebne informacije budu na raspolaganju investitorima. Svaka zloupotreba i skrivanje informacija dovode do velikih poremećaja u mehanizmu otkrivanja cene i potpadaju pod nadležnost berzanskog suda. Takođe, berza svakodnevno izveštava javnost putem berzanskih izveštaja o trenutnim kretanjima na tržištu, omogućavajući na taj način investitorima dobru i realnu osnovu za racionalno donošenje odluka.

Osim trgovine, listinga i informisanja, berza obavlja i funkciju kliringa i saldiranja. To je završna faza berzanskih transakcija i većini investitora je malo poznata, jer se obavlja van trgovačkog prostora u specijalizovanim klirinškim kućama. Sam proces kliringa i saldiranja podrazumeva prenos novčanih sredstava sa računa kupca na račun prodavca i transfer finansijskih instrumenata u suprotnom smeru. U ovom poslu klirinška kuća se pojavljuje kao suprotna strana svakom pojedinačnom učesniku u trgovanju, oslobađajući kupce i prodavce od daljih direktnih obaveza jednih prema drugima. Na ovaj način, klirinška kuća služi kao garant u svakoj transakciji, ona postaje konačni kupac svakom prodavcu i konačan prodavac svakom kupcu. Stoga, učesnici u trgovanju ne moraju voditi računa o poslovnom bonitetu druge strane. Prve berze su veoma rano uspostavile instituciju klirinške kuće, a transakcije su saldirane obično jednom nedeljno. Razvojem berzanskog poslovanja saldiranje transakcija se obavlja barem jednom dnevno i to na kraju radnog dana.

Strategija trgovanja brokersko-dilerskog društva na sekundarnom finansijskom tržištu započinje sklapanjem ugovora sa klijentom i otvaranjem računa klijenta kod brokersko-dilerskog društva. Kupovina i prodaja hartija od vrednosti na berzi vrši se ispostavljanjem naloga od strane klijenta, kao učesnika u berzanskim transakcijama. Sam čin plasiranja naloga predstavlja zaključen ugovor između klijenta i brokersko-dilerskog društva. Ove aktivnosti nisu pitanje forme, budući da u postupku ispostavljanja naloga moraju biti poznati mnogi elementi berzanskog poslovanja, a među njima i procedure plasiranja naloga i njihovog sadržaja.

Savremena berzanska trgovina pretpostavlja da investitor (klijent) koristi račun hartija od vrednosti kod berzanskih posrednika. Investitor zatim daje instrukcije berzanskom posredniku da kupi ili proda određeni finansijski instrument. Kakav će nalog investitor dati zavisi od njegove investicione strategije. Nalog predstavlja безусловnu instrukciju, datu od strane klijenta berzanskom posredniku, da kupi ili proda određenu hartiju od vrednosti. Forma naloga je standardizovana i definisana od strane svake berze. Nalozi se mogu klasifikovati po osnovu više kriterijuma: (1) po količini (standardni i nestandardni), (2) po vrsti (tržišni, stop i stop limit nalozi), (3) prema vremenskom periodu (dnevni, do opoziva ili na početku ili na kraju trgovine, kada se nalog izvršava u određenom delu radnog dana berze).

Tržišni nalog (*eng. market order*) je najopštiji i najčešće korišćen nalog. Kada specificira tržišni nalog, klijent jednostavno zahteva da se hartijama od vrednosti trguje po najpovoljnijoj ceni čim nalog stigne na berzanski parket. Tržišnim nalogima se trguje veoma brzo, ponekad po isteku nekoliko minuta, pošto je nalog predat u brokersku kuću, jer u ovom slučaju cena hartijama od vrednosti nije određena.

Stop nalozi (*eng. stop orders*) se ponekad nazivaju i nalozi za zaštitu od gubitaka. Oni su napravljeni kako bi investitori zaštitili trenutni profit ili se spasili od mogućih gubitaka. Na

primer, ukoliko neki investitor kupi akciju za 50 dolara i njena tržišna cena poraste na 75 dolara, on ima profit na papiru od 25 dolara po akciji. Ako investitor oseti opasnost od pada cene, on može zahtevati stop nalog od recimo 70 dolara. Ovakav nalog bi postao tržišni nalog samo onda kada bi tržišna cena akcije pala na 70 dolara, i bio bi izvršen što je pre moguće kada cena akcije dostigne 70 dolara. Ova cena akcije nije garantovana i ista može pasti na 69 ili 68 dolara, dok transakcija ne bude realizovana. Međutim, pozicija investitora je zaštićena u velikoj meri. U ovom slučaju postoji opasnost za investitora da proda akcije usled kratkotrajnog pada cena na tržištu zanemarujući njihov potencijalni budući rast.

Limitirani stop nalozi (eng. *stop limit orders*) određuju i stop cenu i limitiranu cenu po kojoj je klijent spreman na prodaju ili kupovinu hartija od vrednosti. Klijent se suočava sa rizikom da cena nikada ne padne na limitiranu cenu i time se nalog nikada i ne realizuje. Ako se trgovina ne realizuje od strane brokera, kada dospe na berzanski parket, broker će dati nalog specijalisti koji će ga realizovati ako je ostvarena limitirana cena ili cena bolja od limitirane.

Otvoreni nalog ili nalog do opoziva (eng. *open order or good-till-canceled order*) se odnosi na vreme tokom kojeg je nalog na snazi. Otvoreni nalog traje beskonačno dugo, dok dnevni nalog ostaje na snazi jedino onoga dana kada je iznet na berzu. Veliki broj naloga su dnevni nalozi, pošto investitori osećaju da su pravi uslovi za trgovanje samo tog dana i da se mogu promeniti već narednog dana. Međutim, klijenti mogu preferirati nalog do opoziva, posebno za limit naloge kada su spremni da čekaju sve dok cena ne dostigne željeni nivo. Ovi nalozi bi, od strane klijenata, trebali biti potvrđivani s vremena na vreme kako bi ostali na snazi.

Klijent može brokerskoj kući ispostavljati svoje naloge u različitim oblicima: u pisanoj formi, putem telefona, ili elektronskom poštom. Od načina dostavljanja naloga zavisi i rok njihovog važenja. Pravilo je, da pismeni nalozi važe do isteka tekućeg meseca, dok telefonski nalozi važe samo za taj dan, odnosno naredni dan. Pretpostavka za izvršenje berzanskog naloga jeste da klijent ima na svom računu sredstva u visini protivvrednosti tražene hartije od vrednosti, ili da mu je brokersko-dilersko društvo odobrilo kredit za kupovinu dotične hartije od vrednosti.

Osnov za realizaciju klijentovog naloga na finansijskoj berzi, a koji se odnosi na kupovinu ili prodaju neke hartije od vrednosti, je Ugovor o posredovanju u trgovini. Njime se uređuju međusobna prava i obaveze brokera kao posrednika na finansijskoj berzi i njihovih klijenata. Ugovor o posredovanju u trgovini hartijama od vrednosti broker zaključuje sa klijentom neposredno pre samog prijema i izvršenja naloga. Broker je obavezan da svog klijenta pre zaključenja ugovora upozna: (1) sa okolnostima koje su bitne za donošenje odluke o kupovini ili prodaji hartije od vrednosti, (2) potencijalnim rizicima sa izvršenjem pojedinih berzanskih usluga i (3) pravilima poslovanja i Pravilnikom o berzanskim tarifama.

Nalog za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti mora sadržavati osnovne elemente, a prema brokeru ga mogu ispostaviti domaća i strana pravna lica. Nalozi se mogu ispostaviti neposredno ili preko lica koje je klijent pismeno ovlastio za ispostavljanje berzanskih naloga. Ovlašćenja treba da su potpisana od strane klijenta i overena od strane službenika brokersko-dilerskog društva. Ono može biti izdato kao: (1) generalno ovlašćenje (za sve vrste poslova koje klijent obavlja kod brokersko-dilerskog društva), (2) specijalno ovlašćenje (za određene vrste poslova), (3) ovlašćenje na određeno vreme (prestaje da važi istekom vremena ili

opozivom od strane klijenta), (4) ovlašćenje na neodređeno vreme (prestaje da važi opozivom od strane klijenta).

Klijent je dužan dostaviti brokeru uz nalog i potrebne dokaze, a broker je u obavezi da klijentu u toku istog dana, ili najkasnije narednog dana, dostavi potvrdu o prijemu naloga. Ako se izmena ili opoziv naloga vrše putem telefona, ili računara (elektronskom poštom), broker je obavezan obavestiti klijenta o prijemu izmene ili opoziva naloga, istog dana ili narednog dana. Klijent može posebnim nalogom izvršiti izmenu ili opoziv postojećeg naloga u vezi: ličnih podataka, količine hartija od vrednosti, podataka o računima, zastupnika klijenta i sl. Svaka druga izmena ispostavljenog naloga bi značila da je klijent izdao novi nalog.

Izmenu ili opoziv naloga klijent može da izvrši svakodnevno, osim u sledećim slučajevima:⁴⁹

- (1) kod kontinuiranog trgovanja (broker je već izneo nalog za izvršenje na organizovano tržište hartija od vrednosti),
- (2) kod aukcijskog trgovanja (broker je zaključio prijem naloga za sve klijente koji učestvuju na aukciji u skladu sa pravilima i metodama aukcijskog trgovanja).

Važno je istaći, da nalozi klijenata imaju prvenstvo ispred naloga brokera, ukoliko brokeri prodaju ili kupuju hartije od vrednosti u svoje ime i za svoj račun. Nalozi klijenata imaju prvenstvo realizacije i u slučaju kada se radi o naložima koji pripadaju: (a) upravi brokera, (b) nadzornom odboru i zaposlenim u brokersko-dilerskom društvu, (c) članovima njihove uže porodice i (d) drugim brokersko-dilerskim društvima. Broker je u obavezi da računarskim sistemom vodi jedinstvenu evidenciju: o broju primljenih naloga, o ceni hartija od vrednosti, o zaključenim poslovima, o vrsti hartija od vrednosti, o klijentima i sl.

Hartijama od vrednosti se ne trguje samo preko organizovanih berzi već i preko **vanberzanskog ili šalterskog tržišta** (OTC - *Over the Counter Market*). Strategija direktnog trgovanja sa hartijama od vrednosti brokersko-dilerskih društava obavlja se na vanberzanskom tržištu preko dilera hartija od vrednosti. "Naime, kod dilera se nalazi portfelj hartija od vrednosti, te oni vrše kotiranje cena, tako da određuju najvišu cenu po kojoj su spremni da je kupe i najnižu cenu po kojoj su spremni da je prodaju. Razlika između prodajne i kupovne cene predstavlja dilerovu zaradu."⁵⁰ Nekada su se hartije od vrednosti prodavale preko bankarskih šaltera, te otuda i sam naziv za ovu trgovinu. Danas je OTC tržište više način da se trguje hartijama od vrednosti, nego što određuje mesto trgovine. Ono predstavlja način da se trguje hartijama od vrednosti drugačije nego na organizovanim tržištima tj. berzama.

Mrežno ili šaltersko tržište je decentralizovana, ali hijerarhijski uređena elektronska mreža. Ovo tržište je specijalizovano za dugoročne hartije od vrednosti emitenata koji ne ispunjavaju kriterijume berze i zbog toga nisu primljene u listing na berzama. Cena na ovom tržištu nije jedinstvena i formira se na više punktova mreže. Pristup trgovini na mreži ima veliki broj posrednika, koji su međusobno povezani komunikacionim linijama. Jedini uslov ulaska dilera

⁴⁹ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.405.

⁵⁰ Vunjak N., Kovačević Lj., isto. Str. 400.

na ovo tržište je da im cene budu konkurentne. Svaki diler koji trguje mora biti spreman da po svojoj ponuđenoj ceni izvrši kupovinu ili prodaju datog finansijskog instrumenta.⁵¹

Brokersko-dilerske kuće koje su angažovane u trgovini hartijama od vrednosti na OTC tržištima su povezane mrežom telefonskih, telegrafskih i kompjuterskih sistema putem kojih komuniciraju direktno jedne sa drugima i sa investitorima. Na taj način, cene se određuju putem komunikacionih linija koje omogućuju investitorima da biraju među konkurentnim market mejkerima⁵² (umesto jednog market mejkera koji ima monopolistički položaj za svaku hartiju od vrednosti kao što je slučaj sa specijalistima na berzama). Hartije od vrednosti kojima se trguje na OTC tržištu su raznovrsne: od nerizičnih (npr. vladine dužničke hartije), do visoko rizičnih kao što su najšpekulativnije obične akcije. Istorijski gledano, OTC tržišta su bila više važna kao tržišta obveznica nego kao tržišta akcija.

U većini država na OTC tržištu se trguje svim vladinim hartijama od vrednosti, papirima države i lokalnih organa vlasti, mada se veoma često vladinim finansijskim instrumentima trguje i preko berzi. U SAD se sa više od 90% korporativnih obveznica trguje preko OTC tržišta, mada su neke od njih listirane na Njujorškoj berzi. OTC tržište nije tako veliko kao vanberzansko tržište obveznica. Oko trećine trgovine akcijama u SAD se obavlja vanberzanski (sa preko 30 hiljada ovakvih akcija se trguje na OTC). Ali mnoge od ovih emisija generišu slabu trgovinsku aktivnost, jer su to uglavnom akcije malih lokalnih korporacija koje su u vlasništvu insajdera, veoma često članova porodica osnivača firmi.

⁵¹ Šoškić D., Živković B. (2006): *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačke delatnosti Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str.532.

⁵² Market mejkери su berzanski posrednici koji preuzimaju obavezu da kupuju hartije od vrednosti po višim cenama, odnosno da ih prodaju po nižim cenama u odnosu na tekuće berzanske cene. Njihov zadatak je da uspostave trgovinu hartijama od vrednosti u uslovima postojanja nesrazmerno visokih prodajnih i nesrazmerno niskih kupovnih cena hartija od vrednosti. Kupovina hartija od vrednosti po višim cenama i njihova prodaja po nižim cenama je definisana do određenog iznosa dogovorenog sa finansijskom berzom. (Vunjak N., Kovačević Lj. (2009), *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.138).

4. BERZANSKI CIKLUS

Berza je strogo formalizovano tržište koje karakteriše visok stepen regulacije osnovnih procedura trgovanja. Zbog toga je potrebno detaljnije opisati tok osnovnih operacija koje se uobičajeno nazivaju **berzanski proces ili ciklus**. Reč je zapravo o redosledu operacija jedne standardne berzanske transakcije. Berzanski ciklus obuhvata tri osnovne faze koje čine: (1) skup operacija na relaciji broker-investitor, (2) skup operacija na relaciji broker-berza, (3) skup operacije koje slede trenutak prodaje, tiču se obračuna i saldiranja berzanskih operacija.⁵³

Prva faza realizuje se van berze, u odnosima investitora i berzanskog posrednika - člana berze. Ovaj odnos uspostavlja se otvaranjem računa novčanih sredstava budućeg investitora hartija od vrednosti i računa novčanih sredstava budućeg investitora kod berzanskog posrednika, kao i davanjem *naloga* za kupovinu ili prodaju određenog finansijskog instrumenta. *Druga faza* predstavlja realizaciju naloga, odnosno kupovinu ili prodaju finansijskog instrumenta na berzi. *Treća faza* ponovo prenosi ciklus van berze u obračunsku (klirinšku) instituciju, gde se obavlja obračun - saldiranje i plaćanje izvršene kupovine ili prodaje, kao i prenos hartija od vrednosti i novčanih sredstava na odgovarajuće račune kod berzanskih posrednika.

4.1. Kotacija i listing

Formiranje cene po kojoj se finansijski instrument prodaje ili kupuje na berzi, polazeći od naloga klijenata, zove se kotacija. Ovaj proces izražava upoređivanje naloga za prodaju ili kupovinu, odnosno utvrđivanje ravnotežnog nivoa ponude i tražnje za određenim finansijskim instrumentom. Emisijom akcija preduzeće obezbeđuje potrebna finansijska sredstva. Ovakav način finansiranja je posebno važan za preduzeća u osnivanju. Prisustvo javnog listinga na berzi je od velikog značaja, jer time korporacija poboljšava sopstveni imidž, privlači pažnju javnosti i akcionarskih investitora. Nakon završetka tehničkog dela posla (štampanja) i pribavljanja potrebnih saglasnosti, emitovane hartije od vrednosti je potrebno uvesti u registar hartija od vrednosti. Da bi se izvršilo registrovanje emisije potrebno je izvršiti kotaciju na berzi. Zahtev za kotaciju hartija od vrednosti se podnosi u pismenoj formi i po metodologiji koja se primenjuje kod zahteva za odobrenje emisije.

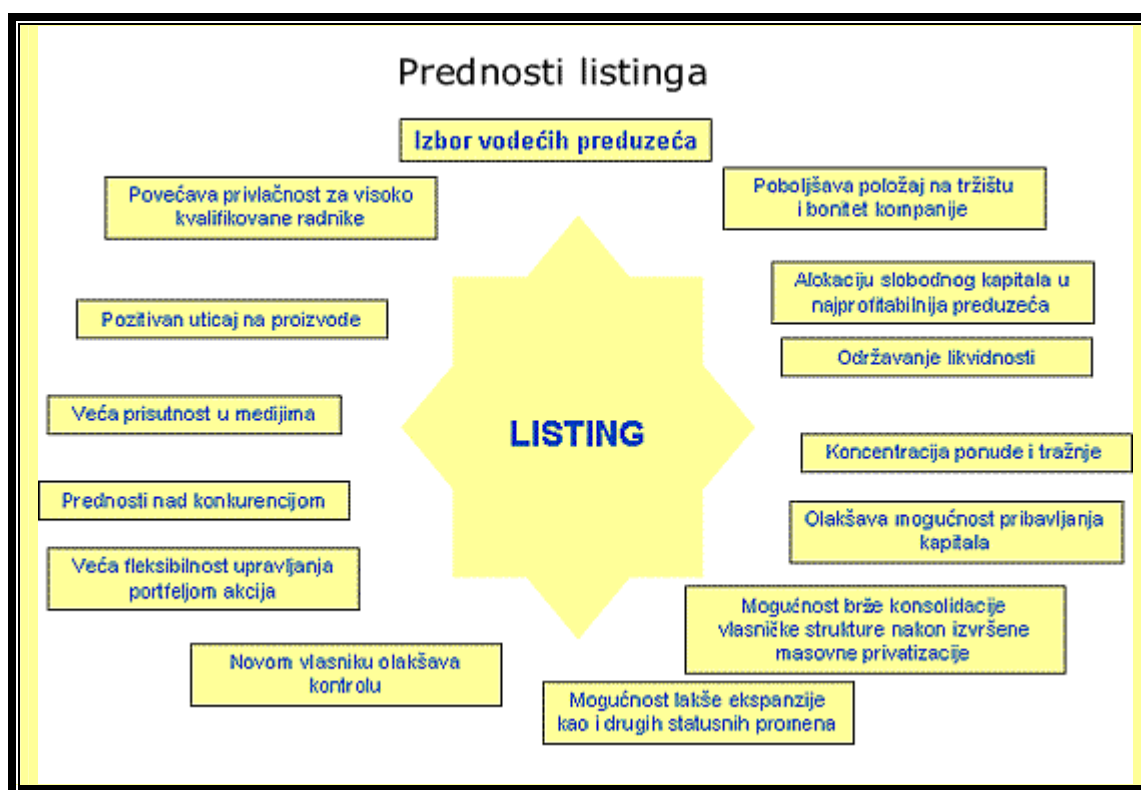
Važno je da preduzeće kontinuirano usmerava proces pripremanja za listing, koji je inače dugotrajan, a po okončanju istog, obezbedi adekvatnu kadrovsku strukturu zaduženu za trajnu komunikaciju sa: potencijalnim investitorima, brokersko-dilerskim društvima, analitičarima i ostalim relevantnim učesnicima na tržištu kapitala. ''Praktična iskustva ukazuju, da u slučajevima kada su pripreme temeljno urađene, tada se odluke berze o uključivanju preduzeća na listing donose između sedam i petnaest dana. U pripremnom periodu preduzeća se opredeljuje za berzanskog zastupnika koji je član berze (broker ili banka) i ovlašćen da

⁵³ Šoškić D., Živković B. (2006): *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, str. 336.

prihvati dotičnu aplikaciju listinga. Berzanski zastupnik (često je to banka dotičnog preduzeća) u ime i za račun preduzeća kao akcionarskog društva direktno kotira sa berzom.”⁵⁴

Finansijski instrumenti trebaju ispunjavati stroge uslove da bi bili stavljeni na listing berze i kotirani na berzi. Kotacija je proces određivanja cene, odnosno kursa finansijskih instrumenata. Odnosno, formiranje cene po kojoj se prodaju ili kupuju finansijski instrumenti na berzi.⁵⁵ Pravilnom kotacijom akcija njihova vrednost se zaokružuje u lotovima i izražava u osminama od jednog celog. Kotacija akcija na berzi se vrši putem finansijskog berzanskog instrumenta (papira). Banke ili druge finansijske organizacije su ovlašćene da izdaju potvrdu (certifikat) kojim garantuju da emitovane akcije preduzeća ne prelaze iznos odobren od strane uprave berze.

Slika br.2. Prednosti listinga⁵⁶



Slika broj 2. pokazuje, da postoje mnogobrojne prednosti kako za kompanije koje imaju hartije od vrednosti listirane na berzi, tako i za investitore koji ulažu u hartije od vrednosti dotične kompanije. Listing poboljšava položaj na tržištu i bonitet kompanije. Kompanije koje imaju listirane akcije: lakše pribavljaju kapital, brže konsoliduju vlasničku strukturu i imaju mogućnost lakše ekspanzije. Pored toga, kompanije imaju veće prisustvo u medijima, prednost

⁵⁴ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str.379.

⁵⁵ Mrdaković C. R., Mihajlović D., *Povlačenje stranih investitora sa finansijskih tržišta Srbije*, članak, www.nspm.rs, januar 2011. god.

⁵⁶ www.jedinstveni-sindikat.org.rs., jun 2010. god.

nad konkurencijom i privlačnije su za visokokvalifikovane kadrove. S druge strane, investitorima je omogućeno da izaberu akcije vodećih kompanija, te da ulažu "slobodna" sredstva u najprofitabilnije kompanije.

Osnovni zadatak listinga je da se na berzi nađu što kvalitetnije hartije od vrednosti kao predmet trgovanja. Kriterijumi koje propisuje listing odnose se na emitente hartija od vrednosti, kao i na likvidnost same hartije. Listing može biti uspostavljen na više nivoa, a u skladu sa propisanim kriterijumima. U tom slučaju se prvi listing odnosi na najkvalitetnije predmete trgovanja. Prednosti listiranja hartija od vrednosti su sledeće:⁵⁷ (1) povećanje likvidnosti akcija preduzeća, (2) povećanje poslovne vrednosti (goodwil-a) i lakše prepoznavanje emitenta, (3) lakši i brži pristup do svežeg kapitala, (4) efikasan sistem obaveštavanja investitora i besplatna reklama, (5) mesečno (dnevno) vrednovanje emitenta, (6) zaštita investitora i emitenta, (7) motivacija zaposlenih.

Listiranje akcija određene kompanije istovremeno znači i stalnu komunikaciju sa investitorima putem berze i prikupljanje svih relevantnih informacija koje mogu uticati na donošenje investicione odluke. Listirana preduzeća imaju takođe, mnogo povoljniji koeficijent akcijskog kapitala i zaduženosti. To im omogućava povoljniji tretman kada je u pitanju kreditno zaduživanje. Listirane kompanije nalaze se u povoljnijem položaju i sa aspekta troškova, s obzirom da je vrednost preduzeća moguće izračunati u svakom momentu korišćenjem podataka o tržišnoj kapitalizaciji preduzeća. Na ovaj način su stvoreni uslovi za izbegavanje dodatnih troškova i eventualnih problema u poslovima procene vrednosti kapitala.

4.2. Nalozi

Pre zaključenja berzanskog posla neophodno je da se između subjekta koji je zainteresovan da kupi ili proda određeni tržišni materijal i brokera člana berze, zaključi ugovor o nalogu ili ugovor o komisionu. Na osnovu ovog ugovora zaključuje se berzanski posao između brokera člana berze i brokera drugog člana berze, uz posredovanje brokera berze.

Trgovina na berzi započinje od investitora koji želi da kupi akcije koje se kotiraju na berzi. On poziva svog lokalnog brokera i traži informacije o ponudi i ceni akcija na berzi. Lokalni broker proverava cenu akcije (kupovni i prodajni kurs) o tome obaveštava investitora uz saopštavanje po kojoj ceni je izvršena poslednja transakcija sa akcijama dotične firme. Kupovna cena je najviša cena koju je kupac spreman platiti za te akcije, a prodajna cena je najniža cena po kojoj je prodavac spreman prodati te akcije. Kada dobije informacije o kupovnom i prodajnom kursu, investitor donosi odluku i šalje nalog svom brokeru da kupi određeni broj akcija.

U nalogu moraju biti sadržani podaci (obligatorni uslovi) o članu berze, vrsti posla (kupovina ili prodaja), vrsti tržišnog materijala koji je predmet posla, količini tržišnog materijala. Pored toga u nalogu mogu biti sadržani podaci (fakultativni uslovi) o ceni (koja može biti određena ili određiva), roku (koji može biti određen ili određiv), obimu posla i slično. Pošto berze u svom poslovanju koriste automatski sistem poslovanja, u berzanskoj praksi nalog za

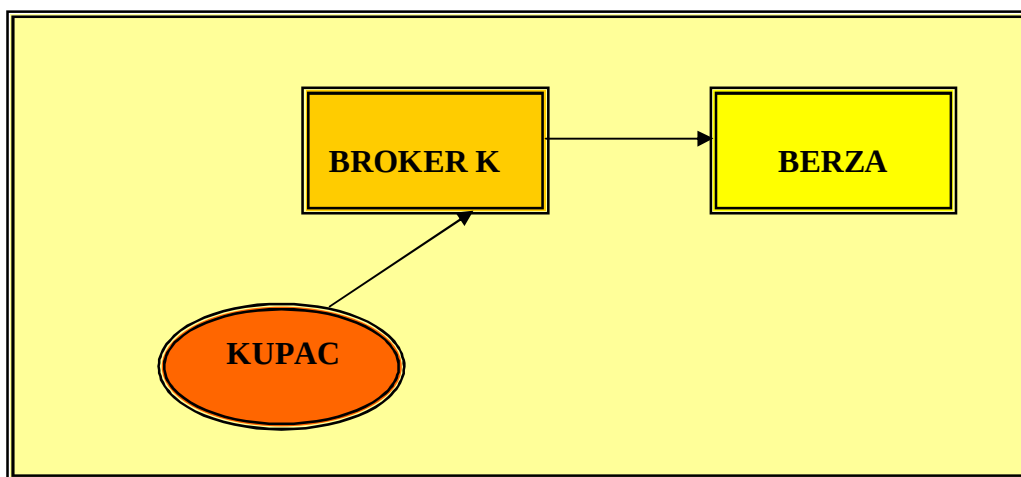
⁵⁷ www.jedinstveni-sindikat.org.rs, jun 2010. god.

zaključenje berzanskog posla preko ASP sadrži druge podatke. To su, pre svega, oznaka pod kojom se predmet tržišnog materijala vodi u evidenciji berze, naziv tržišnog materijala, kod člana berze, identifikacioni broj klijenta, vrsta posla, količina tržišnog materijala, minimalni limit količine tržišnog materijala, cenu jednog komada. Nalog brokera člana berze, nezavisnog brokera i države, Narodne banke Srbije ili od njih ovlašćene institucije preko ovlašćenog lica upućen berzi sadrži sledeće obligatorne elemente: datum i vreme predaje naloga, da li član berze nalog izvršava kao broker ili kao diler, vreme izvršenja naloga ili njegovog poništavanja, cenu po kojoj je nalog izvršen, količinu, sa kim je transakcija zaključena, potpis brokera.

Nalog za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti mora sadržavati osnovne elemente, a prema brokeru ga mogu ispostaviti domaća i strana pravna lica. Nalozi se mogu ispostaviti neposredno ili preko lica koje je klijent pismeno ovlastio za ispostavljanje berzanskih naloga. Ovlašćenja treba da su potpisana od strane klijenta i overena od strane službenika brokersko-dilerskog društva. Ono može biti izdato kao: (1) generalno ovlašćenje (za sve vrste poslova koje klijent obavlja kod brokersko-dilerskog društva), (2) specijalno ovlašćenje (za određene vrste poslova), (3) ovlašćenje na određeno vreme (prestaje da važi istekom vremena ili opozivom od strane klijenta), (4) ovlašćenje na neodređeno vreme (prestaje da važi opozivom od strane klijenta).

Procedura izdavanja kupovnog i prodajnog naloga je prezentirana na sledećim šemama:

Šema br. 2. Izdavanje kupovnog naloga⁵⁸

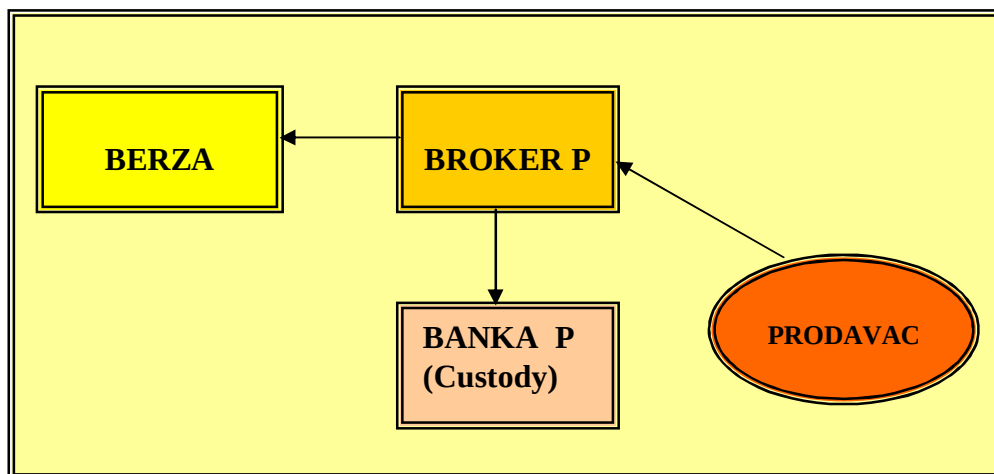


U relaciji klijenta i brokera, a kako pokazuje šema br. 2., uključen je proces izdavanja kupovnih naloga od strane klijenata. Samo izdavanje naloga pripada ovoj fazi, dok je dalja procedura deo relacije koja se tiče brokera i berze. Izdavanje kupovnog naloga ima sledeće karakteristike: (1) kupac izdaje kupovni nalog saglasno ugovoru sa brokerom, (2) broker unosi kupovni nalog u računarski sistem berze, a zatim berza potvrđuje brokeru prijem naloga.

⁵⁸ Šoškić D., Živković B. (2006): *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačke delatnosti Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str.337.

Šema br. 3. pokazuje faze izdavanja prodajnog naloga, koje se sastoje iz sledećih koraka: (3) prodavac izdaje prodajni nalog, saglasno ugovoru sa brokerom, (4) broker prodavca šalje upit custody banci koja potvrđuje da će izvršiti saldiranje, (5) broker unosi u računarski sistem berze elektronski zapis prodajnog naloga, a berza potvrđuje brokeru prijem naloga.

Šema br. 3. Izdavanje prodajnog naloga⁵⁹



Nalog predstavlja безусловnu instrukciju, datu od strane klijenta berzanskom posredniku, da kupi ili proda određenu hartiju od vrednosti. Forma naloga je standardizovana i definisana od strane svake berze. Nalozi se mogu klasifikovati po osnovu više kriterijuma: (1) po količini (standardni i nestandardni), (2) po vrsti (tržišni, stop i stop limit nalozi), (3) prema vremenskom periodu (dnevni, do opoziva ili na početku ili na kraju trgovine, kada se nalog izvršava u određenom delu radnog dana berze). Na većini berza se trguje sa nalogima po vrsti, pa ih je stoga neophodno detaljnije opisati:

Tržišni nalogi su nalozi da se kupi ili proda po najboljoj ceni i što je moguće brže. To su prvi nalozi koji će se realizovati po bilo kojoj ceni, a koriste se za brz ulazak ili izlazak na tržište, bez obzira na tržišnu cenu. Ovaj nalog se koristi na likvidnom tržištu kada je važno da se izvrši kupovina i kad se nema vremena.

Limitiran nalog znači prodati po specifičnoj ceni ili bolje. Ovaj nalog nikad ne postaje tržišan, jer se može prodati samo po naznačenoj ceni ili bolje. Za prodajni nalog, bolje znači veće, dok je za kupovni bolje isto što i manje. Prodajni nalog je iznad tekuće tržišne cene i izvršava se samo pri limitiranoj ili višoj ceni. Kupovni nalog je ispod tekuće tržišne cene i izvršava se samo pri limitiranoj ili nižoj ceni.

Stop nalog se aktivira kada tržišna cena dostigne određeni nivo. Ovaj nalog se koristi i za zatvaranje postojeće pozicije, da ograniči gubitak ili sačuva profit. Nalog se aktivira kada se promeni pravac kretanja cena. Broker berzanskog posrednika, koji zastupa investitora na berzi,

⁵⁹ Šoškić D., Živković B. (2006): *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačke delatnosti Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str.337.

dužan je da obavesti klijenta o tome koje hartije se toga dana prodaju na berzi i pod kojim uslovima.

4.3. Obračun berzanskih transakcija

Po zaključenju berzanskog posla sledi obračun. Prodavac treba da preda hartiju od vrednosti kupcu i da na njega prenese pravo svojine nad njom, a kupac treba da plati prodavcu njenu cenu i da je preuzme.

Kliring i saldiranje su radnje koje se, u Centralnom registru hartija od vrednosti, obavljaju nakon realizacije naloga kupovine i prodaje. Ove radnje odnose se na međusobno poravnavanje obaveza i potraživanja, kao i prenos prodatih hartija, sa starog na novog vlasnika kao i prenos sredstava sa računa kupca na račun prodavca.

Obračun berzanskog posla se sastoji iz dve faze. Prva je pripremna, verifikaciona i naziva se **kliring** (*engl. clearing*). Pod kliringom se podrazumeva: verifikovanje broja vrsta hartija od vrednosti u konkretnom poslu, cene, vremena zaključenja posla, utvrđivanje identiteta kupca i prodavca hartije.

Druga faza je likvidnog karaktera i naziva se **izvršenje** (*engl. settlement*). Ona se sastoji iz dve podfaze: (1) prenosa hartije od vrednosti sa prodavca na kupca (predajom, indosamentom, cesijom) i (2) prenosa novca sa kupca na prodavca na gotovinski ili bezgotovinski način. Ako se ove dve radnje odvijaju istovremeno u pitanju je isporuka uz plaćanje, s tim da mogu biti i vremenski razdvojene. Najčešće se ovo pravilo (isporuka uz plaćanje) vezuje za određeni dan nakon isteka berzanskog dana u kome je posao zaključen.

Transakcija zaključena u trgovinskim prostorijama berze je obavezujuća za učesnike u svim aspektima i bez ograničenja. Posle zaključene transakcije brokeri kupca i prodavca dostavljaju svoje liste trgovine na obradu pomoćnim službama koje formalizuju zaključenu transakciju. Podaci o svim međusobnim transakcijama šalju se drugom učesniku u trgovini na potvrdu i izvršenje. Istovremeno se obaveštava i davalac naloga da je njegov nalog izvršen.

Poslove kliringa, saldiranja i depozicija vrši finansijska institucija koja se naziva **klirinška kuća**. Klirinška kuća je nerazdvojni sastavni deo sistema trgovine na berzi. Uopšte, klirinška kuća je nerazdvojni sastavni deo infrastrukture finansijskog tržišta jedne zemlje. Glavna uloga klirinške kuće u procesu trgovine hartijama od vrednosti sastoji se u obezbeđenju garancije učesnicima u toj trgovini, da će se izvršiti obaveze koje proizlaze iz zaključenih transakcija. Obezbeđivanjem tih garancija, klirinška kuća istovremeno obezbeđuje i finansijski integritet celokupnog berzanskog tržišta. Klirinške institucije mogu biti sastavni delovi berzi ili mogu biti samostalne institucije. Njihova delatnost je da obavljaju obračunske transakcije u vezi sa izvršenjem berzanskih poslova. Ovo pravno lice onda vrši funkciju klirinškog centra i vrši kliring i saldiranje poslova na osnovu zaključnica, koji obuhvataju prijem, isporuku hartija od vrednosti kupcu. Odnosno, prenos novčanih sredstava na račun prodavca, kao i vođenje evidencije hartija od vrednosti na depo-računima komitenata, upravljanje hartijama od vrednosti na depo-računima komitenata, zbirni depozit hartija od vrednosti na depo-računima komitenata itd.

4.4. Berzanski indeksi

U savremenim uslovima poslovanja berzi, postoje veliki broj pokazatelja koji odslikavaju kvalitativnu stranu. Međutim kao bazični pokazatelj razvijenosti i stanja neke berze koriste se **berzanski indeksi**. Indeksi (*Indexes or Indices*) su indikatori tržišta koji se računaju kao ponderisani prosek cena i obima trgovine akcijama (obveznicama).⁶⁰ Ovaj ponderisani prosek, koji predstavlja tržišnu kapitalizaciju u određenom vremenskom periodu (najčešće dnevnu) deli se sa odgovarajućim iznosom kapitalizacije na dan kada je indeks konstruisan i dobijeni iznos množi se arbitrarno utvrđenom početnom vrednošću indeksa (obično-100).

S obzirom da svi berzanski učesnici imaju isti cilj, međusobna konkurencija i nedostatak pravih informacija onemogućavaju ih u maksimiranju zarade koju očekuju u trgovanju akcijama. Zato koriste različite metode za merenje opšteg nivoa cena akcija i njihovih promena u određenim vremenskim intervalima. Na osnovu kretanja opšteg nivoa cena izvodi se zaključak o očekivanim granskim i pojedinačnim promenama cena akcija u budućnosti. Pokazatelji akcijskih promena ne pokazuju kako će se cene menjati u budućnosti, već pokazuju kako su se cene akcija menjale u prošlosti.

Berzanski indeksi se prema vremenu nastanka mogu podeliti na: (a) indekse specijalizovanih institucija koje subjektivno biraju hartije od vrednosti (koje se nalaze u strukturi indeksa), (b) indekse specijalizovanih institucija koje objektivno biraju hartije od vrednosti (koje se nalaze u strukturi indeksa), (c) indekse koji obuhvataju sve hartije od vrednosti sa kojima se trguje i koje izračunavaju sama tržišta. Za berzanske indekse je karakteristično, da polaze od baznog vremena i bazne vrednosti koja je indeksirana sa brojevima 1, 10, 100, 1000. Ponder za izračunavanje berzanskih indeksa jeste cena izabranih hartija od vrednosti.⁶¹

Berzanski indeksi se koriste za praćenje fluktuacija na tržištu akcija i obveznica i predstavljaju oblik tržišnih indikatora. Berzanski indeksi treba da daju odgovor o tome šta se događa na finansijskom tržištu. Oni mogu da predstavljaju promene na finansijskom tržištu ili njegovom delu, određenim granama industrije i hartijama od vrednosti. Indeks se izračunava kroz poene i predstavlja ukupnu promenu vrednosti posmatranih akcija. Izračunava se "bukvalno" svake sekunde.

Pod berzanskim indeksima se podrazumevaju i proseci i indeksi. *Proseci* su ponderisani ili neponderisani proseci cena hartija od vrednosti, dok se *indeksi* računaju kao odnos posmatranih prema baznim ponderisanim prosecima cena izabranih hartija od vrednosti. Tržišni indeksi, za razliku od proseka koji su određeni isključivo cenom akcija, uzimaju u obzir i broj prodatih akcija čime je izbegnuto dobijanje pojednostavljene predstave o smeru kretanja tržišta.

Danas u svetu postoji veoma velik broj indeksa od kojih je dosta njih formirano tokom 80-ih godina prošlog veka u zemljama u kojima su se finansijska tržišta velikom brzinom razvijala. Svaki indeks polazi od svoje bazne vrednosti i baznog vremena posmatranja koja se po pravilu indeksira sa 1, 10, 100 ili 1000 čime se obezbeđuje njihova visoka primenljivost. Kao ponderi

⁶⁰ Mishkin S. F. (2006): *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*.

⁶¹ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str. 344.

u izračunavanju berzanskih indeksa koriste se cene izabranih akcija ili još češće tržišna kapitalizacija (proizvod cene i broja hartija od vrednosti).

U SAD postoji veliki broj berzanskih vrednosti indeksa najpoznatiji je *Dow Jones*, ali postoje i *Standard & Poor* koji objavljuju veći broj indeksa među kojima se ističe *Standard i Pur 500* kompozitni prosek akcija (*Standard and Poor Composite 500 Stocks Average*) iz čijeg sastava se sačinjavaju pod indeksi koji su u vezi sa industrijom, transportom, uslugama i finansijama. U ove indekse uključene su akcije sa NYSE, AMEX i OTC (vanberzansko tržište). U SAD i mnoge konsultantske kuće izdaju sopstvene indekse.⁶²

⁶² www.economist.com., novembar 2010. god.

5. ZAŠTITA INVESTITORA NA FINANSIJSKOJ BERZI

Jedno od klasičnih shvatanja po kojem se smatralo da je regulisanje finansijskih tržišta neophodno od strane državnih organa baziralo se na uverenju da tržišni mehanizam po nekim svojim osnovnim karakteristikama sam po sebi nije savršen. Samim tim, ni tržište nije dovoljno efikasno, kako u pogledu funkcionisanja, tako i u obavljanju usluga i visine troškova. U savremenim uslovima poslovanja, u kojima postoji izuzetno visok nivo konkurencije, velika tehničko-tehnološka i informaciona povezanost, ovakva objašnjenja se ne mogu uzeti suviše ozbiljno. Umesto njih, možemo prihvatiti kao razumnija ona po kojima se zakonsko regulisanje finansijskih tržišta objašnjava njihovom velikom kompleksnošću i ogromnim značajem za nacionalnu privredu i ukupne privredne tokove. Sem toga, potreba za regulisanje ove oblasti je proizilazila iz prakse u kojoj je bilo puno pokušaja prevara, mahinacija i manipulacija.⁶³ Stoga je na berzi je zabranjeno vršiti radnje kojima se vrši zloupotreba na finansijskom tržištu. Nedoizvoljenim radnjama smatraju se radnje koje se odnose na: (1) *korišćenje privilegovanih informacija* i (2) *manipulaciju na tržištu*. Na domicilnom finansijskom tržištu ovo je regulisano "Zakonom o poslovanju Beogradske berze" od člana 163. do člana 172. ovog Zakona.⁶⁴

5.1. Javna dostupnost informacija u funkciji zaštite investitora

Javna dostupnost informacija je prvi preduslov zaštite investitora od mogućih nepravilnosti u obavljanju brokersko-dilerskih poslova. Na javnu dostupnost informacija imaju uticaja: (1) zakonski propisi, (2) finansijsko tržište i (3) specijalizovane institucije. *Zakonskim propisima* se bliže uređuju prava i obaveze investitora na finansijskom tržištu. Nacionalna zakonska regulativa ima za cilj da obezbedi veću prohodnost finansijskog tržišta, svođenje sistematskih (tržišnih) rizika na minimum i zaštitu potencijalnih investitora od mogućih prevara i malverzacija. *Na finansijskom tržištu* se definišu cene hartija od vrednosti i izvršavaju finansijske transakcije. Stoga se na dobro organizovanom finansijskom tržištu može steći poverenje investitora u odnosu na finansijske posrednike. *Specijalizovane institucije* su u funkciji pružanja kvalitetnih informacija, vezanih za analizu finansijskih transakcija na finansijskom tržištu i projekciju kretanja hartija od vrednosti.

Dosadašnja praktična iskustva razvijenih finansijskih tržišta ukazuju, da je prisutna asimetrija informacija, jer emitent hartija od vrednosti poseduje više informacija u odnosu na kupca dotičnih hartija od vrednosti. Uzročnici asimetrije informacija su: a) nedovoljna razvijenost finansijskog tržišta, b) nepoverenje transaktora prema mehanizmima finansijskog tržišta. Asimetriju informacija je moguće eliminisati (ili svesti na minimum) donošenjem i primenom jasnih procedura na finansijskom tržištu, kao i javnim trgovanjem sa hartijama od vrednosti. Investitori na finansijskoj berzi mogu biti zaštićeni od asimetrije informacija putem:⁶⁵

- (1) efikasnog i celovitog izveštavanja svih učesnika o transakcijama na finansijskoj berzi,

⁶³ Erić D. (2003): *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd, str. 113.

⁶⁴ Registar propisa, dodatak privrednom savetniku, Beograd, 2006.

⁶⁵ Vunjak N., Kovačević Lj. (2009): *Finansijska tržišta i berze*, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, Subotica, str. 420.

- (2) zaštite prava na informisanje manjih investitora na finansijskoj berzi,
- (3) zaštite investitora od korišćenja povlašćenih (insajder) informacija na finansijskoj berzi,
- (4) zabrane manipulacije sa informacijama na finansijskoj berzi.

Na finansijskim berzama je uvedeno pravilo obaveznog informisanja investitora o obavljenim finansijskim transakcijama. Informacije sa finansijske berze su dostupne javnosti putem prospekta (javne ponude) i izvoda iz prospekta. Prospekt se definiše od strane emitenta hartija od vrednosti, njegove investicione banke i njegovih specijalnih savetnika. Javno objavljivanje prospekta je prisutno u slučajevima primarne emisije hartija od vrednosti, kao i njihove javne trgovine. Izvod iz prospekta predstavlja pisani dokument putem koga se izvodi rezime najvažnijih podataka iz sadržine prospekta. Bliža sadržina izvoda iz prospekta je definisana aktima Komisije hartija od vrednosti. Emitent hartija od vrednosti je obavezan objavljivati izvod iz prospekta po procedurama koje su propisle nacionalne Komisije hartija od vrednosti.

Emitent hartija od vrednosti je obavezan iznositi istinite informacije, u vezi dotičnih hartija od vrednosti, koje su objavljene u prospektu. Ukoliko navede neistinite informacije i nepotpune podatke o emisiji hartija od vrednosti, emitent je u obavezi da nadoknadi štetu koja je nastala, ili koja je mogla nastati, zbog neistinitih i nepotpunih informacija. Prospekt hartija od vrednosti može biti preliminaran i konačan. Preliminarni prospekt može da sadrži podatke o emitentu, ali to ne znači i njegovu formalnu ponudu za kupovinom hartija od vrednosti. S obzirom da sadrži predloženu maksimalnu cenu, preliminaran prospekt je više u funkciji uvida u vrednost emisije hartija od vrednosti i ocene interesa potencijalnih kupaca hartija od vrednosti.

5.2. Privilegovane informacije i zaštita investitora

Za efikasnije berzansko poslovanje, veoma je važan protok informacija između investitora i emitenata, odnosno između onih koji imaju višak slobodnog kapitala i na osnovu dostupnih informacija donose odluke u koje finansijske instrumente da investiraju i onih kojima je taj višak kapitala potreban. Naravno, ulogu posrednika u protoku informacija ima berza, kao što je to slučaj sa kapitalom koji preko uređenog tržišta, kakvo je berza, prelazi iz aktive investitora u pasivu emitenata i sve to uz daleko jeftinije troškove u odnosu na bankarski sektor, koji ima istu funkciju ali daleko veće troškove. Upravo ovde i leži značaj informacija, jer što su informacije dostupnije i tržište efikasnije, to je i rizik manji.

Treba istaći, da se pod investitorima podrazumevaju sva fizička i pravna lica koja su spremna da svoja "slobodna" finansijska sredstva ulože u hartije od vrednosti. Međutim, u razvijenim zemljama glavni investitori su tzv. institucionalni investitori (investicioni fondovi, dilerske kuće, osiguravajuća društva, penzioni fondovi, banke itd.), koji kod nas još uvek nisu, u većoj meri, prisutni na finansijskom tržištu.

Rezultat dostupnosti informacija iz preduzeća čijim se akcijama i/ili dužničkim hartijama od vrednosti trguje na berzi je to što investitori, na osnovu tih informacija, mogu da procene u koja preduzeća da ulažu, odnosno čije hartije od vrednosti da kupuju. Sigurno je da preduzeća sa dostupnijim informacijama imaju više šanse da emitovanjem hartija od vrednosti privuku

investitore, jer investitori na osnovu informacija kontrolišu stepen rizičnosti ulaganja. Iza eventualnog otpora objavljivanju informacija, u privredama kakva je naša (gde vlasnički odnosi još uvek nisu do kraja definisani), mogu da stoje direktori preduzeća, jer objavljivanjem informacija na videlo izlaze i svi poslovi koji su štetni za preduzeće, a od kojih je eventualno neko imao lične koristi. Kretanje cena hartija od vrednosti, u skladu sa informacijama koje su dostupne o njihovim emitentima, podrazumeva da se radi o efikasnom finansijskom tržištu. Odnosno, finansijskom tržištu kod koga cene finansijskih instrumenata odražavaju minimum svih informacija koje su javno dostupne. Poznato je da su sva preduzeća čije se akcije kotiraju na berzi, (to pravilo važi za sva razvijena finansijska tržišta na svetu) obavezna javno publikovati sve informacije koje se tiču poslovanja preduzeća.

Informacije o preduzećima, čijim se hartijama od vrednosti trguje na berzi, se kod nas, uglavnom, objavljuju u dnevnim novinama. Da bi berza dobila ulogu posrednika u protoku informacija, potrebno je razumevanje institucije koje ima regulatornu funkciju, odnosno Komisije za hartije od vrednosti.

Sistem objavljivanja informacija funkcioniše na sledeći način: čim informacija stigne iz preduzeća na berzu, ovlašćeni radnik berze je dužan da proveri verodostojnost te informacije i postavi je na sajt berze u roku od 30 minuta. Ukoliko informacija stigne posle radnog vremena, berza je dužna da je objavi sledećeg radnog dana. Unapred se potpisuje ugovor kojim se reguliše način slanja informacija, određuju se osobe koje su odgovorne za slanje i prijem istih, kao i postupci za slučaj da informacije nisu do kraja jasne .

Svi zainteresovani mogu informacije sa sajta berze primati i na e-mail (za preduzeće koje ih interesuje), tako da svi vlasnici akcija ili potencijalni investitori mogu, neposredno posle nekog događaja u preduzeću, saznati sve o tome i pravovremeno reagovati, kupovinom ili prodajom akcija. Korak dalje je to što se, u saradnji sa mobilnim operaterima, omogućuje da se informacije o preduzeću, pretplatom na ovu uslugu, mogu dobijati putem SMS poruka na mobilni telefon. Sve one informacije koje sadrže veliki broj podataka (finansijski izveštaji itd.) objavljuju se samo na sajtu, ali se putem SMS-a dobija informacija da je to objavljeno na sajtu.⁶⁶

Na hipotetičkom primeru iz e-magazina može se videti značaj informacije na efikasnost tržišta. Hipoteza o efikasnosti tržišta, u čijoj osnovi leže informacije, u praksi može izgledati ovako: Zamislimo situaciju da naučno-istraživački tim farmaceutske kompanije obelodani da se neki lek, koji leči do sada teško izlečivu bolest, uspešno pokazao na svim testovima i da se očekuje da će se lek naći u prodaji za mesec dana. Naravno da ovo spada u cenovno osetljivu informaciju, koju je preduzeće koje je listirano dužno objaviti. Recimo, da je ova informacija objavljena na početku radnog dana, oko 8 časova. Berza to objavljuje na svom veb sajtu već oko 8.30, a istovremeno tu informaciju investitori dobijaju na e-mail ili na SMS. Ukoliko investitori procene da će pronalazak ovog leka značajno doprineti povećanju prihoda kompanije, a samim tim i povećanju profita, može se očekivati da će oni veoma brzo (oko 9 časova) kontaktirati svoju brokersku kuću i dati nalog za kupovinu akcija ove kompanije. Njihov interes je naravno zarada, jer će rast profita sigurno dovesti do isplate dividende ili rasta cene akcija. U berzanskom sistemu trgovanja se već oko 9.30 časova može očekivati

⁶⁶ www.ilirika.co.yu., septembar 2011. god.

veliki broj kupovnih naloga, što će dovesti do toga da se kupi sva ponuđena količina tih akcija, a da eventualno novi nalozi za prodaju nose veću cenu. Dakle, upravo u ovom trenutku dolazi do povećanja cena akcija farmaceutske kompanije (pretpostavka je da se trguje po sistemu kontinuiranog trgovanja, kod kojeg se u toku dana sa jednom hartijom od vrednosti može trgovati po različitoj ceni, a u zoni dozvoljene fluktuacije), pa će se na kraju dana cena akcija ove kompanije naći na znatno većem nivou od cene trgovanja dan pre.⁶⁷

Navedeni hipotetički primer navodi na zaključak, da uspešan naučno-istraživački tim farmaceutske kompanije može pozitivno da utiče na finansijski položaj akcionara te kompanije, ali i da informacije mogu uticati na finansijski položaj učesnika u berzanskom trgovanju. I sve to mesec dana pre nego što se lek uopšte i pojavi u apotekama. Drugim rečima, dolazi do izražaja vrednost istinite i pravovremene informacije.

Međutim, ne treba zaboraviti ni one koji su gubitnici u ovom slučaju. To su akcionari koji su prodali svoje akcije (oko 9.30), po ceni nižoj od one na završetku dana. Naravno, njihova "greška" je u tome što nisu imali informaciju, jer bi u suprotnom opozvali prodajni nalog i sačekali povećanje cene, pa tek onda razmišljali o prodaji akcija. Ovaj primer objavljivanja informacija o emitentima koji su na listingu berze uglavnom je zasnovan na Sistemu elektronskog obaveštavanja Ljubljanske Berze, na kome se u proseku dnevno objavi od 10 pa i do 30 objava (period februar-mart) o listiranim preduzećima (*SEO-net - Sistem elektronskega obvešćanja Ljubljanske Borze*). Međutim, ovakav ili sličan vid objavljivanja informacija postoji i na drugim berzama. Primera radi, na veb sajtu Atinske berze postoje objave listiranih preduzeća (*Listed Companies' Press Releases*), a na veb sajtu Bugarske berze se, u proseku, dnevno objavljuje oko desetak novosti o listiranim preduzećima.

Prema tome, niko ne može da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaže HOV korišćenjem privilegovanih informacija. Zaposleni i članovi upravnog odbora berze dužni su da čuvaju kao poslovnu tajnu podatke o prometu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata koji nisu javno objavljeni i ne smeju ih saopštavati trećim licima ili trećim licima omogućavati da ih koriste. Treba istaći, da se u našem zakonodavstvu koristi "Pravilnik o postupku sprečavanja razmene poverljivih, privilegovanih i javno dostupnih informacija".

5.3. Manipulacije

Istorija berzi poznaje niz oblika manipulacija kojima se planski utiče na trgovinu, radi realizacije profita koji ne odgovara tržišnim uslovima. Savremene berze zabranjuju transakcije investitora ili berzanskih posrednika koje imaju za cilj neposredan uticaj na ponudu i tražnju ili cenu finansijskih instrumenata.

Zabranjeno je stvarati neistinitu sliku o organizovanom tržištu, a naročito: (1) uticati na visinu tržišne vrednosti hartije od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, (2) uticati na povećanje cene hartije od vrednosti, (3) uticati na smanjenje cena hartija od vrednosti, (4) uticati na stvaranje privida u pogledu obima prometa hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

⁶⁷ www.emagazin.co.yu, septembar 2010. god.

Oblici manipulacije kojima se planski utiče na trgovinu, radi realizacije profita koji ne odgovara tržišnim uslovima mogu biti: (1) *fiktivna prodaja*, (2) *suprotni nalozi*, (3) *glasine i* (4) *korner*.

Fiktivna prodaja koja predstavlja transakciju u kojoj nema promene vlasništva nad instrumentima koja se prodaju i gde se vlasnik sporazumeva sa kupcem da izvrši simuliranu kupoprodaju po ceni koja je iznad preovlađujuće na tržištu. Ovakva vrsta manipulacije ima za posledicu veštačku iluziju o porastu cene akcija i investitor kupuje akciju po višoj ceni od stvarne.

Suprotni nalozi su oblik uticaja na cene koji vrši investitor istovremenim davanjem naloga za kupovinu i prodaju iste akcije. Nalozi se daju većem broju brokera gde jedni prodaju, a drugi kupuju i time se stvara veštački privid trgovine tim akcijama.

Glasine koje mogu izazvati (ako su namerno lansirane) rast ili pad cena. Obično su usmerene na "dobro obaveštene izvore" kada treba prodati ili kupiti određeni finansijski instrument.

Korner predstavlja kreiranje monopolske situacije u raspolaganju određenim finansijskim instrumentom tako da ga investitori moraju kupovati isključivo od monopolskog vlasnika i po višoj ceni. Korner predstavlja špekulativnu situaciju u kojoj vlasništvo nad emitovanim akcijama toliko koncentrisano i centralizovano u rukama jednog lica ili grupe da investitori nemaju mogućnosti nigde na tržištu da kupe te akcije, osim od njih. U takvoj situaciji dolazi do veštačkog i nerealnog povećanja cena akcija.

U današnje vreme, poseban kanal za manipulacije na berzi predstavlja Internet, jer je nemoguće proveriti informacije o firmama koje nude svoje finansijske instrumente. Takođe se ne zna njihova tačna adresa, a i moguće je poslati beskonačan broj, uglavnom, "lažnih" poruka.

5.4. Finansijska etika u funkciji zaštite investitora

Finansijska etika se odnosi na primenu etičkih principa koji zahtevaju ostvarenje finansijskog morala, poslovnih interesa, kao i korektnosti u poslovnim odnosima. Prisustvo finansijske etike na finansijskom tržištu rezultira manjim nivoom poslovnog nemorala, manjim prisustvom poslovnih prevara i manjim obimom poslovne korupcije. Finansijska etika zahteva poštovanje više etičkih principa prilikom finansijske trgovine, kao što su: (1) princip međusobnog poverenja, (2) princip obostrane koristi i interesa, (3) princip dobrih namera, (4) princip poslovnog kompromisa i poslovne tolerancije, (5) princip etičke sanacije poslovnog promašaja, (6) princip demonopolizacije položaja, (7) princip konfliktности sopstvenih izvora. Primena etičkih principa od strane učesnika na finansijskom tržištu predstavlja njihovu *standardizaciju i kodifikaciju* u postupku trgovanja sa hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima.

Standardizacija etičkih principa ima za cilj da destimuliše nemoralno poslovno ponašanje i sprečavanje "improvizacije trgovanja" učesnika na finansijskom tržištu. Ona, takođe,

identifikuje nosioce i uzročnike nemoralnog poslovnog ponašanja, efikasno primenjuje sankcije protiv istih i daje prioritet javnim nad tajnim finansijskim transakcijama.

Kodifikacija etičkih principa pretpostavlja: (1) donošenje i primenu etičkog kodeksa u poslovanju na finansijskom tržištu, (2) donošenje i primenu "insajder pravila", (3) donošenje i primenu regulative u oblasti berzanskog i vanberzanskog poslovanja, (4) donošenje i primenu regulative u oblasti sukoba interesa učesnika, posrednika i institucija na finansijskom tržištu.

Finansijska etika ima za cilj zaštitu investitora u odnosu na sve druge učesnike na finansijskom tržištu, čiji su interesi u suprotnosti sa njegovim interesima. Interese investitora na finansijskom tržištu neophodno je zaštititi od potencijalnih rizika koji dolaze od strane emitenata hartija od vrednosti, brokersko-dilerskih društava i institucija koje su organizatori na finansijskom tržištu.

Odgovornost učesnika na finansijskoj berzi regulisana je opštim i posebnim pravilima ponašanja. Opštim pravilima je regulisana odgovornost svih učesnika na finansijskoj berzi, dok je posebnim pravilima regulisana odgovornost profesionalnih učesnika (brokera, dilera, investicionih savetnika, poslovnih banaka, emitenata hartija od vrednosti).

6. BERZE SUSEDNIH ZEMALJA

6.1. Banjalučka berza (BiH)

Banjalučka berza (BLSE) osnovana je 9. maja 2001. godine Ugovorom o osnivanju Banjalučke berze, koji su potpisali osam banaka i jedno preduzeće iz Republike Srpske. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srpske izdala je dozvolu za rad banjalučkoj berzi 9. avgusta 2001. godine. Prva trgovina na Banjalučkoj berzi je održana 14. marta 2002. godine u kojoj je učestvovalo 6 brokerskih kuća koje su trgovale sa 20 uvrštenih hartija od vrednosti.

Osnovna misija Banjalučke berze je usmerena na pronalaženje načina za otklanjanje prepreka radi većeg korišćenja tržišta kapitala kao izvora finansiranja privrednih subjekata. U proteklih nekoliko godina ova berza je postigla značajne rezultate u stvaranju infrastrukture tržišta kapitala i međunarodnoj promociji ino ulaganja u Republici Srpskoj. U periodu od 2002. godine do danas Banjalučka berza je, pored značajnog povećanja vrednosti prometa i broja berzanskih transakcija, promenila i strukturu prometa. Na ovoj berzi se danas trguje akcijama i obveznicama, a prisutna je kotacija PIF-a, paket državnih akcija, paket prioritetnih akcija i sl. Strategija banjalučke berze je i dalje usmerena ka unapređenju kvaliteta trgovanja, kreiranju jeftinog servisa za svoje članove, obezbeđenju transparentnog okruženja, kako za domaće tako i za strane investitore.

Hartije od vrednosti na Banjalučkoj berzi su uvrštene na službeno berzansko tržište (berzanske kotacije) i na slobodno berzansko tržište. Na službenom berzanskom tržištu nalaze se: (1) akcije (liste AiB), (2) zatvoreni i otvoreni investicioni fondovi i PIF-ovi (privatni investicioni fondovi), (3) obveznice, (4) kratkoročne hartije od vrednosti i sl. Na Banjalučkoj berzi se trguje akcijama 14 investicionih fondova. Informacije o emitentu hartija od vrednosti treba da su objavljene i na engleskom jeziku. Trgovanje na Banjalučkoj berzi se obavlja uz učešće berzanskih posrednika i članova berze. Članovi berze ne moraju biti akcionari berze, ali moraju biti preduzeća za poslovanje sa hartijama od vrednosti, sedištem u Republici Srpskoj. Na Banjalučkoj berzi se koristi elektronski sistem trgovanja. Trguje se kontinuiranim metodom i metodom periodičnih aukcija sa preovlađujućom cenom. Trgovanje se odvija pet puta nedeljno, od ponedeljka do petka. Na banjalučkoj berzi se ne trguje subotom i nedeljom, državnim praznicima i u neradne dane u godini.

Na Banjalučkoj berzi se pojavljuju specijalne institucije i agencije (rejting agencije, medijske agencije, istraživačke agencije) koje učestvuju u obezbeđenju javne dostupnosti informacijama. Njihov zadatak je da utvrde rizik finansijskih instrumenata.

Pored toga, što Banjalučka berza spada u red "mladih" finansijskih berzi, na njenom "parketu" se trguje sa hartijama od vrednosti, pri čemu se pojavljuje šest indeksa. Indeksi Banjalučke berze su: (1) BIRS (berzanski indeks Republike Srpske), (2) FIRS (indeks investicionih fondova Republike Srpske), (3) ERS 10 (indeks preduzeća elektroprivrede Republike Srpske), (4) RSFIN (indeks finansijskog sektora republike Srpske), (5) MIRS (indeks metalskog sektora Republike Srpske), (6) GIRS (indeks građevinskog sektora Republike Srpske).

6.2. Sarajevska berza (BiH)

Sarajevsku berzu (SASE) osnovalo je 13. septembra 2001. godine osam brokerskih kuća. Prva aukcija na ovoj berzi je održana 12. aprila 2002. godine, kada je berza počela zvanično sa radom. Strategija Sarajevske berze je u kontinuiranom razvoju efikasnog tržišta kapitala, koje bi investitorima nudilo veće mogućnosti sigurnog investiranja. Ovu strategiju Sarajevska berza ne može sama realizovati i sprovesti u delo. Stoga su reforme koje sprovode savet ministara BiH, rekonstrukcija poslovnog okruženja pod inicijativom Ureda Visokog predstavnika, rad Veća tržišta kapitala pod pokroviteljstvom Centralne banke BiH, te kontinuiranbja saradnja sa ostalim učesnicima na tržištu kapitala su od krucijalnog značaja za razvoj tržišta kapitala u BiH.

Tržište Sarajevske berze je organizovano na tri segmenta i na istom se trguje po posebnim pravilima: (1) zvanična kotacija, (2) kotacija fondova, (3) slobodno tržište. *Zvanična kotacija* je segment tržišta na kome se trguje najkvalitetnijim domaćim preduzećima (sa prostora Federacije BiH). Da bi jedno preduzeće bilo primljeno u kotaciju, pored opštih, mora ispunjavati i posebne uslove. Posebni uslovi se odnose na visinu kapitala, veličinu klase akcija, broj vlasnika akcija i sl. Zvanično kotiranje na berzi nije samo prestiž za emitenta, nego mu omogućava da kroz emisiju novih akcija finansira svoje investicione projekte. *Kotacija fondova* je segment zvanične kotacije koji je rezervisan za investicione fondove. Uvrštavanje akcija IF-ova i PIF-ova se vrši na sličan način kao i kod redovnih emitenata, samo što je njihovo uvrštavanje propisano zakonom i propisima Komisije za hartije od vrednosti. Ostale odredbe, kao što su obaveza javnog objavljivanja informacija, ograničenje kurseva i sl. važe analogno i za investicione fondove. *Slobodno tržište* je segment tržišta Sarajevske berze na kojem su uslovi prijema najblaži. Za trgovanje na ovom tržištu dovoljno je da brokerska kuća ili emitent sam postavi zahtev za uvrštenje.

Sarajevska berza spada u red modernih tržišta u regionu. Trgovina se obavlja na elektronski način, odnosno bez prisustva brokera na samoj berzi. Elektronski način trgovanja podrazumeva da su brokeri u svojim kancelarijama i odatle unose naloge svojih klijenata u centralni sistem za trgovanje na berzi. Glavni učesnici na tržištu kapitala su: (1) Sarajevska berza hartija od vrednosti, (2) Komisija za hartije od vrednosti Federacije BiH, (3) Registar hartija od vrednosti Federacije BiH, (4) brokerske kuće i (5) banke depozitari.

Na Sarajevskoj berzi se koristi aukcijski način trgovanja. To znači, da se svi nalozi skupljaju u sistem do određenog trenutka (*fixing-a*). *Fixing*⁶⁸ je momenat kada sistem pokušava da poveže naloge za kupovinu ni naloge za prodaju. Aukcijska cena je ona cena po kojoj će najviše akcija promeniti svog vlasnika, odnosno cena po kojoj će promet akcija kod tog simbola biti maksimalan. Na Sarajevskoj berzi, kao i na Banjalučkoj berzi, se koristi aukcijski način

⁶⁸ Tačno vreme *fixing-a* na Sarajevskoj berzi nije nikome poznato. Ono je podešeno između 11,30 i 11,35 časova, s tim da BTS na osnovu *random-procedures* odredi vrijeme *fixing-a*. Ova praksa je uvedena da bi se izbeglo manipulisanje tržišta kroz "navlačenje" cena i "iskakanje" u zadnjem momentu. Nakon što se desi *fixing* i provedu transakcije, nastupa period tzv. "čišćenja knjige naloga" (*order book cleaning*). U periodu od 11,35 do 12,00 časova moguće je samo prihvatanje naloga koji su ostali otvoreni nakon aukcije, i to samo po aukcijskoj ceni. Tržište se zatvara u 12,00 časova. Od 12,00 časova više nije moguće editiranje, unošenje ili povlačenje naloga. Brokeri imaju samo uvid u tržište. Izvor: www.sase.ba, septembar 2011. god.

trgovanja, jer je ova berza prilično "mlada" dok je tržište kapitala u Federaciji BiH prilično nerazvijeno.

Bosnian Investment Fund Index - BIFX (bifeks) je indeks koji prati kretanje kurseva privatnih investicionih fondova listiranih na Sarajevskoj berzi. Radi se o ponderisanom (*weighted*) indeksu, pri čemu se kao ponder koristi tržišna kapitalizacija hartije od vrednosti, u ovom slučaju to su akcije fondova. Kao početne vrednosti (*base value*) korišćeni su kursevi akcija dana 28.05.2002. godine, odnosno prvog dana kada su postojali utvrđeni kursevi za sve PIF-ove. Struktura BIFX-a je prikazana na sledećoj tabeli:

Tabela br.1. Struktura Bosnian Investment Fund Index-a⁶⁹

Naziv emitenta	Učešće u BIFX-u
BIG D.D. SARAJEVO	25,6301%
MI-GROUP D.D. SARAJEVO	11,5584%
PROF-PLUS D.D. SARAJEVO	10,3986%
NAPRIJED DD SARAJEVO	10,2338%
EUROFOND-1 D.D. TUZLA	7,7521%
BOSFIN D.D. SARAJEVO	7,7386%
CROBIH FOND D.D. MOSTAR	6,4143%
BONUS D.D. SARAJEVO	6,1500%
HERBOS FOND D.D. MOSTAR	5,8676%
FORTUNA FOND D.D. BIHAĆ	4,7043%
PREVENT- INVEST D.D.	3,5522%

6.3. Zagrebačka berza (Hrvatska)

Zagrebačka berza je osnovana 1991. godine i ona je centralno mesto trgovine hartijama od vrednosti. Ona nastavlja tradiciju "Zagrebačke berze za robu i vrednosti" koja je poslovala između 1918. do 1946. godine. Na Zagrebačkoj berzi trguju brokerske kuće (brokersko-dilerska društva), članovi berze, u svoje ime i za svoj račun ili po nalogu clijenata koji su vlasnici hartija od vrednosti. Članovi berze su rasprostranjeni po teritoriji cele Hrvatske.

Trgovina hartijama od vrednosti (akcijama i obveznicama) na Zagrebačkoj berzi se odvija putem elektronskog trgovinskog sistema "MOST". Brokerske kuće, članice berze povezane su posebnim telekomunikacionim vezama sa sedištem berze na Ksaveru i unose naloge za kupovinu ili prodaju direktno iz svojih kancelarija, te obavljaju transakcije sa ostalim brokerima. Prema tome, ne postoji jedno fizičko mesto gde se odvija trgovina hartijama od vrednosti, već ona teče putem elektronski povezanih trgovaca. Svi članovi Zagrebačke berze imaju pristup trgovinskom sistemu u realnom vremenu kako bi bili u istom položaju po pitanju primanja informacija o trenutnoj ponudi hartija od vrednosti.

Trgovanje na Zagrebačkoj berzi se odvija svakog radnog dana u vremenskom periodu od 10,00 do 16,00 časova, a rezultati trgovine i dnevne cene akcija dostupni su svim zainteresovanim putem dnevne štampe, specijalizovanih kuća za distribuciju finansijskih

⁶⁹ www.sase.ba, septembar 2011. god.

informacija, kao i na berzinim Internet stranicama: "Dnevno izvješće". Pored toga, svi zainteresovani mogu putem posebnog informacionog kanala "MOSTich", a posredstvom *Interneta on-line* pratiti cene pojedinih akcija za vreme trgovanja na ovoj berzi. Na Zagrebačkoj berzi trguje se samo onim hartijama od vrednosti koje su uvrštene u jednu od kotacija berze.

Službeni indeks Zagrebačke berze je *CROBEX*®. Berza ga je počela objavljivati 1. juna 1997. godine. Bazni datum je 1. juli 1997. godine, a bazna vrednost 1.000. *CROBEX*® je utvrđen (meren) tržišnom kapitalizacijom, pri čemu je vrednost pojedine akcije ograničena na 35%. Ukoliko se nekom od akcija koje sačinjavaju ovaj indeks nije trgovalo predmetnog dana, tada se uzima prethodna zadnja cena.

CROBIS® je službeni obveznički indeks Zagrebačke berze koji se počeo objavljivati 1. oktobra 2002. godine. Kao bazni datum utvrđen je 30. juni 2002. godine, a bazna vrednost postavljena je na 100 bodova. *CROBIS*® je cenovni indeks utvrđen na osnovu tržišne kapitalizacije, pri čemu vrednost pojedine obveznice u indeksu ne može preći 35%. Indeks se računa na kraju svakog dana trgovanja, na način da se koristi prosečna dnevna cena ponderisana količinom za sve obveznice koje se nalaze u indeksu, bilo da je trgovanje izvršeno putem trgovinskog sistema MOST ili se radi o prijavljenim transakcijama berzi. U slučaju da s nekom obveznicom koja je uključena u indeks nije bilo transakcija, za izračunavanje indeksa se uzima prosečna dnevna cena od prethodnog dana, odnosno od zadnjeg dana kada je obveznicom trgovano.

Revizija indeksa obavlja se svaka 3 meseca i to zadnji petak u mesecu februaru, maju, oktobru i decembru. Prilikom revizije u indeks se uključuju nove obveznice koje zadovoljavaju uslove za uključivanje i izbacuju one obveznice kojima će dospeće u sledećem tromesečju biti manje od godinu dana. U iznimnim slučajevima, Komisija za indeks može doneti odluku o vanrednoj reviziji.

6.4. Skopska berza (Makedonija)

Makedonska berza, (Macedonian Stock Exchange) je glavna berza u bivšoj Jugoslovenskoj Republici Makedoniji. Nalazi se u glavnom gradu Skoplju. Skraćeni naziv za Makednosku berzu je MSE. Osnovana je 1995. godine, a prvi se put na toj berzi trgovalo 1996. godine. To je zvanično stvaranje prve organizovane berze hartija od vrednosti u istoriji Republike Makedonije. Razmena je osnovana kao akcionarsko društvo koje posluje na neprofitnoj osnovi, sa kapitalom od 1 milion nemačkih maraka. U istoriji će ostati upisano MSE osnovano od strane 19 lica od kojih su 13 banke, 3 osiguravajuća društva i 3 šeme. Ovih 19 osnivača berze postaju prvi članovi sa pravom da trguju na berzi. Organizovanje Makednosne berze je izvršeno pod pokriviteljstvom i uz tehničku podršku britanskog Knov-Hov Gonda. Ovaj projekat je iznedrio i prvu generaciju brokera. Godinu dana nakon osnivanja je zvanično zazvonilo prvo zvono berzanskog poslovanja u Makedoniji. To jeste i znavična najava trgovanja na berzi. U samom početku je skroman obim transakcija bio pokretač stvaranja jedne, danas, relativno imozantne berze u regionu i pokretača ekonomskog prosperiteta Makedonije. Trgovanje u samom povelju bilo organizovano dva puta nedeljno, utorkom i četvrtkom. Primenjivan je metod nadmetanja u parket sali a takođe i kontinuirani dosledni

obrazac da tržište pokreće naredba. Godinu dana nakon osnivanja Makedonska berza je primljena kao punopravni član u Federaciju evro-azijskih berzi (FEAS). Dve godine kasnije je otkriven ograničavajući faktor za razvoj sekundarnog tržišta hartija od vrednosti. Trgovanje se održava na zvaničnom i nezvaničnom tržištu. Nezvanično tržište je podeljeno na tržište javno posedovanih društava i slobodno tržište. Zvanično vreme trgovanja : 09:00 – 12:00. Glavni indeksi : MBI – 10 (makedonski berzanski indeks), MBID (indeks javno posedovanih društava) i OMB (indeks obveznica). Instrumenti sa kojima se trguje : Obične akcije, Prioritetne akcije, obveznice i ostali finansijski instrumenti. Prateći trend savremenih tržišta u svetu, Makedonska berza je tokom godina sprovodila opsežne informativno i edukativne kampanje da se poveća nivo znanja o funkcionisanju hartija od vrednosti u zemlji. Pokrenut je i Veb sajt berze, preko kojeg svi zainteresovani mogu da vide osnovne podatke o berzi, kao i dnevne liste trgovanja. Takođe je izvršena konsolidacija akcija vlasništva u kompanijama koje obezbeđuju javno i transparentno trgovanje kroz blok transakcije. Međunarodna saradnja je intenzivirana na berzi, interesovanje stranih eksperata i potencijalnih investitora je u porastu berzi koji su nastavili da učestvuju na događajima koji doprinose unapređenju rada na berzi.

6.4. Montenegro berza (Crna gora)

Montenegroberza je osnovana u junu 1993. godine, na osnovu Zakona o Tržištu novca i Tržištu kapitala. Prvi akcionarij bili su četiri banke iz Crne Gore:

- Montenegrobanka AD Podgorica;
- Pljevaljska banka AD Pljevlja;
- Beranska banka AD Berane;
- Hipotekarna banka AD Podgorica i
- Republika Crna Gora odnosno Agencija Crne Gore za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja.

Osnivačkom skupštinom 7. jula 1995 godine Montenegroberza je izvršila usklađivanje svog poslovanja sa odredbama Zakona o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima.

Potrebnu dozvolu za osnivanje Montenegroberza je dobila od strane Saveznog ministarstva finansija, dozvole za rad za trgovanje žirnim novcem i kratkoročnim hartijama od strane Narodne banke Jugoslavije i za trgovanje akcijama i drugim dugoročnim hartijama od Savezne komisije za hartije od vrijednosti i finansijska tržišta.

Osnivači Montenegroberze su, pored ranije pomenutih, a u skladu sa zakonom još tri banke i dva osiguravajuća društva i to:

- Podgorička banka AD Podgorica;
- Jugobanka AD Podgorica;
- Nikšićka banka AD Nikšić;
- Lovćen osiguranje AD Podgorica i
- Agroosiguranje AD Podgorica.

U cilju povećanja akcionarskog kapitala Montenegroberza je, po odobrenju Savezne Komisije za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, emitovala drugu emisiju akcija. Upis i uplatu akcija obavilo je više banaka sa teritorije Jugoslavije: Vojvođanska banka, Continental banka, Trgovačka banka, Beogradska banka, Panonska banka, Prva tekstilna banka, Karić banka, Novosadska banka, Atlas banka i JUBMES, kao i Savezna vlada.

Učešćem u trećoj emisiji akcija, akcionari Montenegroberze su postali :

- Inex petrol DOO Podgorica
- World Trade Centar AD Podgorica
- Čelebić DOO Podgorica
- Tilmont DOO Podgorica
- Finadria DOO Podgorica
- Vektra DOO Podgorica
- Inpek DOO Podgorica
- Komercijalna banka AD Budva
- Montenegroosiguranje AD Podgorica
- Ekos banka AD Podgorica

Osnivanjem crnogorske Komisije za HOV, koja je preuzela nadležnosti od Savezne Komisije, Montenegroberza je dobila dozvolu o poslovanju 14.12.2000. godine od Komisije za HOV Crne Gore, kao i Rešenje o davanju saglasnosti Montenegroberzi o usaglašenosti sa Zakonom o hartijama od vrednosti Crne Gore.

Lista 10 najvećih akcionara na dan 31.12.2010⁷⁰.

CG broker diler AD podgorica	18,6883%
FZU Atlas Mont	14,9634 %
IK-Zbirni Kastodi račun 1	14,8042%
Monte Adria broker-diler AD Podgorica	13,6262%
Invest banka Montenegro AD Podgorica	6,6858%
Atlas banjka AD Podgorica	5,7625%
DZU Atlas Mont AD	5,2849%
DZU KD Mont	5,2849%
Crnogorska Komercijalna Banka AD podgorica	5,2849%
Prva banka Crne Gore AD Podgorica	3,7249%

Od septembra 2006. godine, Montenegroberza je u potpunosti u privatnom vlasništvu, što znači da je Vlada Crne Gore, aukcijskom prodajom na berzi, prodala svoj udio od 5 % u Montenegroberzi. Za ovaj paket, postignuta je cijena od 1.100,00€ po akciji, ili pet puta više od nominalne vrednosti, što predstavlja tržišnu kapitalizaciju Berze od 1,4 miliona eura.

⁷⁰ www.montenegroberza.com. septembar 2011. god.

Na dan 31.12.2010. godine došlo je do spajanja dvije crnogorske berze pripajanjem. Na taj način NEX Montenegro je pripojena Montenegroberzi.

Montenegroberza je organizovana po principu firmi članica, koje trguju u svoje ime i za svoj račun (dileri) i u ime i za račun svojih klijenata (brokeri). Član Montenegroberze može biti svako pravno lice koje je registrovano kao berzanski posrednik po Zakonu o hartijama od vrednosti i koje ispunjava uslove propisane Statutom Berze. Pored toga, članovi Berze mogu biti banke i osiguravajuća društva kada dobiju saglasnost Komisije za HOV za obavljanje berzanske trgovine.

7. BEOGRADSKA BERZA

7.1. Istorijat Beogradske berze

Prve ideje o osnivanju ustanove koja bi kontrolisala kretanje vrednosti novca pojavile su se u Srbiji tridesetih godina devetnaestog veka. Srpsko trgovačko udruženje, koje je bilo značajno za razvitak celokupne srpske trgovine, dalo je inicijativu za donošenje Zakona o javnim berzama. Narodna skupština je 3. novembra 1886. godine usvojila Zakon, koji je proglasio i objavio tadašnji kralj Srbije Milan Obrenović. Nekoliko godina kasnije, 21. novembra 1894. godine, u Građanskoj kasini održana je Osnivačka skupština Beogradske berze, izabrana je stalna uprava i berzanski posrednici. Cilj osnivanja Berze bilo je unapređenje, olakšanje i regulisanje trgovinskog prometa: "svakovrsne robe (naročito zemaljskih proizvoda), svih hartija od vrednosti čije je kotiranje dopušteno, čekova i bonova, kovanog i papirnog novca".

Prvi berzanski sastanci održani su u hotelu "Bosna" na obali Save, gde su se sastajali izvoznici i pripremali zaključke na hranu i suve šljive. Tada se održavao samo jedan berzanski sastanak i u jednom odeljenju sklapani su svi berzanski poslovi (valute, efekti i roba). Razvojem trgovanja, formiraju se dva odeljenja: (a) odeljenje za robu (koje ostaje na obali Save kao Produktna berza) i (b) odeljenje za valute i efekte (Valutna berza, koja počinje da radi u prostorijama hotela "Srpska Kruna"). U tom periodu, Beogradska berza je važila za najbolje organizovanu privrednu ustanovu. Bila je jedna od najstarijih berzi u Evropi, a cene koje su utvrđivane bile su reperne cene proizvoda na drugim evropskim berzama.

Početkom XX veka, na Berzi su se kotirale različite hartije od vrednosti. Najtraženije i najstabilnije bile su državne hartije, jer je poverenje u državu bilo je veće nego u akcionarska društva. Tada je važno sledeće pravilo: "ako hoćeš da dobro jedeš, tada ulaži u akcije". Drugo pravilo je bilo: "ako hoćeš mirno da spavaš, treba ulagati u državne papire". Na Berzi su se kotirale akcije preko 140 novčanih zavoda. U periodu između dva svetska rata, posle pauze od četiri godine i u izuzetno teškoj privrednoj situaciji, Berza ponovo pokreće aktivnosti - priprema pravne regulative, nove uzanse i, shodno tome, postižu se i novi rezultati.

Razvojem Berze, stekli su se uslovi i za izgradnju doma Berze, a u želji da se obezbede neophodni i savremeni uslovi za rad, adekvatan prostor, nove tehničke mogućnosti, upotreba savremenih sredstava komunikacije, laboratorije, funkcionisanje berzanskog suda i sl. Već 1934. godine Berza se useljava u novu zgradu na Kraljevom trgu br. 13. Promet Berze se povećavao, berzansko poslovanje beležilo je uspon, a svakoga dana Berzu je posećivalo od 100 do 150 lica. Berza je kursni list štampala u hiljadu primeraka i na tri jezika.

Ovaj period je po razvojnim karakteristikama bio najobimniji i najintenzivniji, sve do velike svetske krize, koja se odrazila i na poslovanje naše privrede. U poslednjim godinama postojanja, za predsednika Berze izabran je predsednik Vlade Kraljevine Jugoslavije, univerzitetski profesor dr Milan Stojadinović. Jedan od poslednjih sastanaka Uprave Berze održan je 28. marta 1941. godine. Kao institucija, Berza je postojala sve do 1953. godine, kada je formalno ukinuta Odlukom Prezidijuma Vlade Srbije. Mnogi poznati trgovci, bankari, časnici i članovi Berze nestali su tokom rata, ili su nakon rata osuđeni kao neprijatelji režima ili, jednostavno, kao nepoželjna lica. Na taj način, sa Berzom su otišli i ljudi koji su osnovali

Berzu, odnosno omogućavali njen rad. Mnogima je oduzeta imovina, a uništen je i veliki deo dokumentacije i materijala iz zgrade stare Beogradske berze.

S promenom opšte klime u društvu i početkom privrednih reformi i nakon usvajanja Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala, 1989. godine održana je Osnivačka skupština Jugoslovenskog tržišta kapitala, osnovanog od strane 32 najveće banke sa teritorije nekadašnje Jugoslavije. Tokom 1992. godine Jugoslovensko tržište kapitala menja ime u Beogradsku berzu. Na Beogradskoj berzi se tokom 90-ih godina prošlog veka, uglavnom, trgovalo kratkoročnim dužničkim hartijama od vrednosti preduzeća, državnim obveznicama i sl. Iako je 1991. godine obavljeno prvo trgovanje akcijama (preduzeća Sintelon i Auto kuće Kikinda), značajniji pomak u trgovanju na Berzi ostvaren je tek 2000. godine, kada su u sekundarno trgovanje uključene akcije iz prethodnih postupaka privatizacije, a trgovanje se još intenzivnije nastavlja od 2001. godine. U toku 1996. godine na Beogradskoj berzi trgovano je i robno-komercijalnim zapisima Direkcije za robne rezerve sa podlogom u pšenici, kukuruzu, šećeru i ulju, a prve opštinske obveznice trgovane su na Berzi tokom 2000. godine, kada su u promet uključeni i blagajnički zapisi NB Jugoslavije. Uvođenje obveznica Republike Srbije 2001. godine, za pokriće duga države po osnovu stare devizne štednje, dalo je još veći zamah razvoju domaćeg tržišta kapitala. Od reosnivanja, poslovanje Beogradske berze nije prekidano, čak ni u vreme NATO agresije 1999. godine.⁷¹

Tokom 2003. i 2004. godine urađena su značajna unapređenja na polju razvoja BELEX sistema za trgovanje, uvedeno je kontinuirano i daljinsko trgovanje i intenzivirana je međunarodna saradnja sa drugim razvijenim berzama i berzama u okruženju. Prvi indeks Beogradske berze BELEXfm objavljen je krajem 2004. godine, a do danas se nastavlja sa razvojem drugih berzanskih pokazatelja. U toku 2005. godine akcenat je stavljen na unapređenje procesa informisanja i izveštavanja sa Berze, a u rad su pušteni i prvi informacioni servisi za distribuciju podataka iz trgovanja u realnom vremenu. U toku 2006. godine otpočeo je i proces edukacije najšire javnosti, kao i unapređenje saradnje sa izdavaocima hartija od vrednosti, što je u aprilu 2007. godine dovelo i do prvog listiranja akcija.

Beogradska berza je prvobitno osnovana 21. novembra 1894. godine, dok su prve transakcije obavljene u januaru 1895. Poslednje transakcije zaključene su u aprilu 1941. godine. Formalno, Berza prestaje sa radom 1953. godine, kao nepotrebna institucija.⁷²

Beogradska berza je ponovo osnovana 1989. godine, prvobitno kao Jugoslovensko tržište kapitala, u skladu sa Zakonom o tržištu novca i tržištu kapitala, da bi 1992. godine promenila ime u Beogradsku berzu nastavljajući tradiciju nekadašnje, jedne od najvećih evropskih berzi.

Najznačajniji događaji u novijoj istoriji Beogradske berze su:⁷³

- Septembar 2002 – otpočelo trgovanje obveznicama RS,
- Decembar 2002 – održana je Prva međunarodna konferencija Beogradske berze,
- Mart 2003 – uveden metod kontinuiranog trgovanja za obveznice RS,

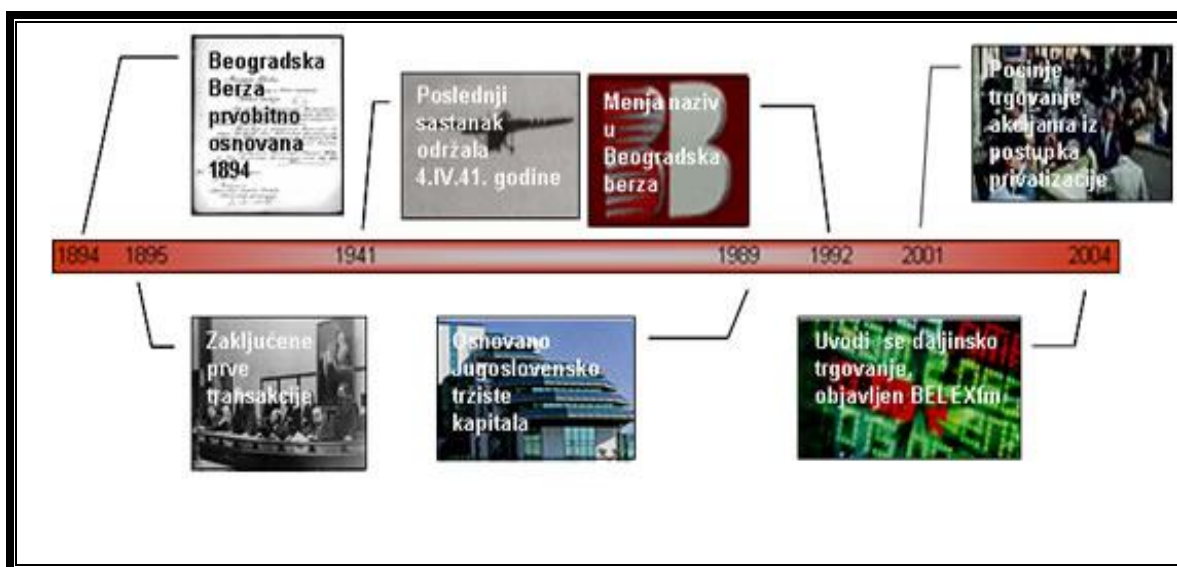
⁷¹ www.belex.rs, novembar 2010. god.

⁷² www.emagazin.co.yu, novembar 2010. god.

⁷³ www.belex.co.yu, novembar 2010. god.

- Septembar 2003 – obeležavanje 110 godina od osnivanja Beogradske berze otpočelo je otvaranjem Izložbe starih hartija od vrednosti u Nišu,
- Septembar 2003 - održana Druga međunarodna konferencija Beogradske berze i održano prvo javno predstavljanje Projekta informacionog povezivanja berzi jugoistočne Evrope,
- Oktobar 2003 – otpočela testiranja sistema daljinskog trgovanja,
- Mart 2004 – sistem za daljinsko trgovanje pušten u rad,
- Septembar 2004 – Beogradska berza primljena je u punopravno članstvo Federacije evro-azijskih berzi – FEAS,
- Oktobar 2004 – prva trgovanja akcijama po metodu kontinuiranog trgovanja,
- Novembar 2004 – održana Treća međunarodna konferencija Beogradske berze (obeležena je 110. godišnjica Berze, svečanom Akademijom i Izložbom),
- Decembar 2004 – prvi put je objavljen *BELEXfm*, indeks na akcije kojima se trguje na slobodnom berzanskom tržištu,
- Februar 2005 – Beogradska berza postala je pridruženi član Federacije evropskih berzi – FESE,
- Mart 2005 – pušten je u rad servis za on-line praćenje trgovanja na Berzi – BELEX.info, kao i dobijanje podataka o trgovanju putem mobilne telefonije – SMS i WAP servisi;
- Maj 2005 – otpočela distribucija podataka putem data feed-a,
- Oktobar 2005 – objavljen je indeks BELEX15 – za akcije preduzeća koje se nalaze na metodu kontinuiranog trgovanja,
- Novembar 2005 – održana je Četvrta međunarodna konferencija Beogradske berze “Očuvanje integriteta i efikasnosti tržišta kapitala”.

Slika 3. Linija događaja u istoriji Beogradske berze⁷⁴



⁷⁴ www.belex.rs, novembar 2010. god.

Na slici br. 3. prikazana je linija najvažnijih događaja Beogradske berze u periodu od 1894. godine kada je Beogradska berza prvobitno osnovana, pa do 2004. godine kada je uvedeno daljinsko trgovanje. Prva transakcija na Beogradskoj berzi je zaključena 1895. godine, a poslednji sasatnak je održala 04. aprila 1941. godine. Jugoslovensko tržište kapitala je osnovano 1989. godine, koje je promenilo naziv u Beogradska berza 1992. godine.

7.2. Vodič kroz poslovanje na Beogradskoj berzi

Na tržištu kapitala susreću se ponuda i tražnja za kapitalom. Kroz prodaju, odnosno kupovinu akcija, obveznica ili drugih hartija od vrednosti možete uposliti svoja slobodna sredstva mnogo profitabilnije nego skupljanjem u slamarici. Oni kojima je kapital potreban uposlite ga i ostvariti dobiti i za sebe i za investitore. Razvoj tehnologije omogućio je da se nekadašnje pravilo trgovanja "uvek na istom mestu i u isto vreme" danas zameni novim pravilom: "stalno i svuda", ali berza i dalje ostaje mesto susreta kupaca i prodavaca hartija od vrednosti. Berza ne kupuje, niti prodaje, samo obezbeđuje uslove za ravnopravnost učesnika trgovanja.

Beogradska berza je institucija tržišta kapitala, osnovana po drugi put 1989. godine, nakon 48 godina pauze i 95 godina od osnivanja prve Berze. Današnja Berza je pravni sledbenik nekadašnje Berze sa kraja XIX veka.⁷⁵ 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 usklađena su i sa evropskom regulativom.

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

Beogradska berza ne može zakazati trgovanje akcijama sve dok ne dobije svu potrebnu dokumentaciju. Preduslov za prijem na slobodno berzansko tržište predstavljaju prospekt, kao i zahtev za uključivanje na tržište i drugi potrebni dokumenti. Prospekt sadrži osnovne podatke o poslovanju preduzeća i mora biti overen od strane uprave, jer odgovornost za istinitost podataka snosi upravo samo preduzeće. Ukoliko minimum 10% akcionara preduzeća dostavi zahtev za uključivanje akcija na slobodno berzansko tržište bez prospekta, trgovanje se može zakazati uz obaveznu napomenu da je u pitanju trgovanje bez prospekta.

Za uključivanje na listing Berze, potrebno je da preduzeće ispuni i dodatne uslove predviđene regulativom Berze, kao što su veličina preduzeća, likvidnost akcija, broj akcionara, itd. Celokupan put od početka do kraja trgovanja akcijama prolazi kroz Beogradsku berzu. Ona je tu, pre svega, da prikupi i obradi dokumentaciju koju preduzeća dostavljaju da bi se zakazalo trgovanje njihovim akcijama.

Nakon prijema na tržište Berze, u elektronskom sistemu za trgovanje BELEX uparuju se nalozi ponude i tražnje, i određuje tržišna cena hartija. Izveštaji o svim ostvarenim

⁷⁵ www.danas.co.yu., septembar 2010. god.

trgovanjima objavljuju se u medijima i na web-prezentaciji, a po potrebi, neke transakcije se i dodatno proveravaju kako bi bile sprečene eventualne zloupotrebe tržišta.

7.3. Organizaciona struktura Beogradske berze

Statutom Berze koji je na snazi od 9. februara 2004. godine, utvrđeni su organi Beogradske berze:⁷⁶

1. Skupština,
2. Upravni odbor,
3. Direktor i
4. Nadzorni odbor.

Skupština

Skupštinu čine predstavnici akcionara Berze. Beogradska berza ima 48 akcionara i to:

1. Trideset banaka,
2. Sedam brokersko-dilerskih društava,
3. Sedam preduzeća,
4. Dva osiguravajuća društva,
5. Država Republika Srbija.

Upravni odbor

Skupština Berze bira Upravni odbor Berze, koji ima 15 članova, od kojih je 9 članova iz reda akcionara, pet članova iz reda članova Berze, organa, organizacija i institucija od značaja za razvoj berzanskog poslovanja, kao i zaposlenih Berze, a petnaesti član Upravnog odbora je Direktor Berze u svojstvu člana po funkciji. Za člana Upravnog odbora može biti imenovano lice ako ispunjava uslove utvrđene zakonima koji regulišu tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao i zakonom kojim se uređuju preduzeća i podzakonskim aktima Komisije za hartije od vrednosti. Komisija za hartije od vrednosti daje i oduzima saglasnost na odluku o izboru, odnosno imenovanju članova Upravnog odbora u skladu s Zakonom i podzakonskim aktom Komisije za hartije od vrednosti.

Nadzorni odbor

Skupština Berze bira predsednika i četiri člana Nadzornog odbora Berze iz reda akcionara Berze.

Arbitraža

Zakonom i Statutom Beogradske berze, utvrđeno je da se radi rešavanja sporova između učesnika na Berzi po poslovima zaključenim na Berzi obrazuje Arbitraža koja ima listu arbitara propisanu od strane skupštine Berze. Članovi upravnog i nadzornog odbora Berze i Direktor Berze ne mogu biti njeni članovi. Odluke Arbitraže su konačne. Arbitraža Berze ima

⁷⁶ Privredni savetnik, Beograd, 2006 god.

listu arbitara koji se imenuju iz reda pravnih stručnjaka i drugih lica kvalifikovanih za oblast berzanskog poslovanja i hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao i iz reda članova Berze i zaposlenih na Berzi. Sedište Arbitraže je u Beogradu u Beogradskoj berzi. Skupština Beogradske berze, Odlukom od 30.6.2004. godine, izabrala je članove Arbitraže i time utvrdila listu arbitara.

7.4. Akcionari Beogradske berze

Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata od ...godine???, utvrđen je krug lica koja mogu biti vlasnici akcija berze. U tom smislu akcionari berze mogu biti državna zajednica SCG, republika članica i pravna lica koja imaju dozvolu za obavljanje poslova brokersko dilerskog društva.

Sadašnju akcionarsku strukturu Beogradske berze čine, pored Republike Srbije i brokersko dilerskih društava i ovlašćene banke, osiguravajuća društva, banke i pravna lica za proizvodnju i promet roba. Odstupanje od zakonskih ograničenja posledica je stečenih prava akcionara Berze koji su taj status stekli prema uslovima i ograničenjima utvrđenim Zakonom o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima (koji je prestao da važi sa stupanjem na snagu Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata), pri čemu isti zadržavaju prava stečena kupovinom akcija Berze, bez mogućnosti daljeg sticanja akcija Berze ukoliko ne ispunjavaju uslove utvrđene važećim zakonskim propisima. Akcijski kapital Berze čini 416 običnih akcija sa pravom glasa.

Od maja 2005. godine, organizovano je sekundarno trgovanje akcijama Berze, uz poštovanje pomenutog zakonskog ograničenja kruga lica koja u skladu sa Zakonom mogu biti akcionari Berze, a što će u narednom periodu usloviti i redefinisane akcionarske strukture Berze, prvenstveno u smislu učešća brokersko dilerskih društava i ovlašćenih banaka u akcijskom kapitalu Berze.

Sekundarni promet akcijama Berze organizovan je u skladu sa posebnom Procedurom organizacije sekundarnog trgovanja akcijama Beogradske berze na Beogradskoj berzi, utvrđenom od strane Upravnog odbora Beogradske berze a.d. Beograd, uz prethodno pribavljeno mišljenje Komisije za hartije od vrednosti.

7.5. Predmet poslovanja Beogradske berze

Beogradska berza obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima. Organizovanje trgovine hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima obuhvata sledeće poslove:⁷⁷

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.

⁷⁷ Privredni savetnik, Beograd, 2006. god.

Berza može, bez upisa u sudski registar, da obavlja i druge delatnosti koje služe delatnosti upisanoj u registar, koje se uobičajeno obavljaju uz osnovnu delatnost Berze (edukacija, izdavanje publikacija, časopisa i knjiga), kao i da vrši plasman informacija i publikacija u zemlji i inostranstvu.

Berza ne može trgovati hartijama od vrednosti, niti davati savete koji se odnose na kupovinu i prodaju hartija od vrednosti kao ni savete o izboru brokersko-dilerskog društva ili ovlašćene banke, ne može obavljati poslove koji su određeni kao delatnosti brokersko- dilerskog društva, niti druge poslove, osim gore navedenih poslova.

Zanimljivo je napomenuti i da je po najnovijoj odluci Komisije za hartije od vrednosti Beogradska berza a.d. Beograd dobila dozvolu za rad organizatora vanberzanskog tržišta (Službeni glasnik RS broj 113/06, od 19.12.2006. godine).

Na Berzi se organizuje trgovina, odnosno, predmet javne ponude mogu biti sledeće hartije od vrednosti:

1. Akcije,
2. Obveznice,
3. Varanti za kupovinu akcija ili obveznica,
4. Depozitne potvrde,
5. Finansijski derivati, ako su utvrđeni odlukom Berze na koju je saglasnost dala Komisija za hartije od vrednosti (fjučers i opcijski ugovori), kao i ostali finansijski instrumenti kojima se u skladu sa Zakonom može trgovati na organizovanom finansijskom tržištu.

7.6. Sticanje članstva na Beogradskoj berzi

Na Beogradskoj berzi mogu trgovati brokersko-dilerska društva članovi Berze. Članstvo na Berzi regulisano je Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Statutom Beogradske berze, Pravilima poslovanja kao i drugim aktima Berze.⁷⁸

Član Berze može biti pravno lice registrovano za obavljanje delatnosti brokersko -dilerskog društva, koje ispunjava uslove utvrđene članom 87. i 88. Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i Statutom Berze.

Neophodna dokumentacija za sticanje statusa člana Berze:

1. Karton deponovanog potpisa ovlašćenog brokera brokersko-dilerskog društva člana Berze i
2. Forma zahteva za prijem u članstvo Berze.

Treba istaći, da broj članova Berze nije ograničen. Član Berze može preko svog brokera obavljati samo poslove kupoprodaje tržišnog materijala za koje je dobio dozvolu za rad, odnosno saglasnost nadležnog organa i rešenje Upravnog odbora Berze.

⁷⁸ Privredni savetnik, Beograd, 2006. god.

7.7. Proizvodi i Indeksi

Od početka trgovanja Obveznicama stare devizne štednje, krajem 2001. godine, pa do danas, Beogradska berza je brokerima, članovima berze predstavila nekoliko proizvoda koji su im omogućili efikasnije trgovanje, unos naloga i pregled tržišta. Najvažniji proizvod je svakako aplikacija za trgovanje BELEX, pomoću koje brokeri trguju sa svojih radnih stanica, sa udaljene lokacije, odnosno iz svojih matičnih kancelarija. Ova aplikacija omogućava trgovanje skoro svim tržišnim materijalima i metodama koji su definisani u pravilnicima berze. Praćenje trgovanja olakšano je novom glavnom tablom koja omogućava brokerima da prate hartije koje žele, ali i da podese izgled table i kolone kako to njima odgovara.

Pored samog trgovanja, na glavnoj tabli, brokeri mogu da prate i kretanje indexa Berze, a kroz knjigu naloga mogu da prate svoje naloge tokom samog trgovanja. Nakon završetka trgovanja, brokeri dobijaju exporte podataka o nalogima i sklopljenim transakcijama, koji im koriste kako bi u svojim *Back Office* aplikacijama obradili svoj trgovački dan. Na osnovu zahteva i potreba samog trgovanja, ali na osnovu komentara brokera, glavnih korisnika, ova aplikacija se redovno usavršava i dodaju joj se nove funkcionalnosti.

7.7.1. BELEXfm - Kompozitni indeks slobodnog berzanskog tržišta Beogradske berze

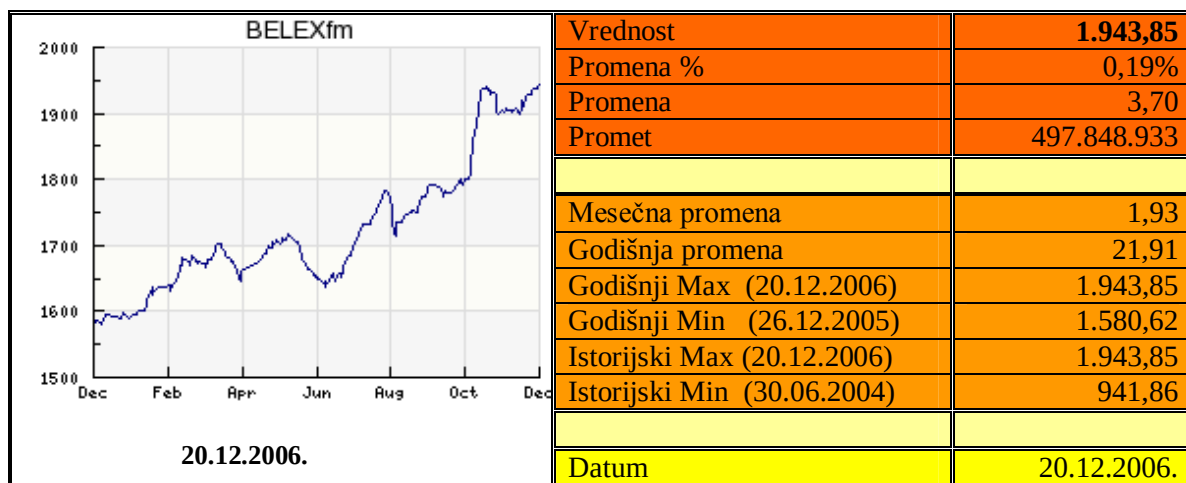
Beogradska berza počela je da testira vrednost BELEXfm indeksa od 1. maja 2004. godine. To je prvi indeks konstruisan od strane Beogradske berze. Njegova osnovna namena je da meri promene cena akcija na slobodnom berzanskom tržištu svih izdavaoca koji su uključeni na to tržište, a sa čijim akcijama je realizovana najmanje jedna transakcija. Takva struktura indeksa BELEXfm omogućava mu da bude osnovna referentna tačka (benchmark) prilikom praćenja nacionalnog finansijskog tržišta.

Kalkulacija i objavljivanje indeksa BELEXfm vrši se svakog radnog dana Berze, po završetku berzanskog sastanka. U slučaju da zakazana trgovanja po metodi minimalne cene nisu završena u toku određenog radnog dana, indeks za određeni dan se izračunava na bazi poslednje cene predmetne akcije sa poslednjeg trgovačkog dana koji je prethodio danu početka trgovanja, metodom minimalne cene. Cena akcija koja se koristi za izračunavanje indeksa BELEXfm je cena akcija na zatvaranju ostvarena u trgovačkom danu za koji se vrši kalkulacija indeksa. Cene ostvarene u blok transakcijama ne utiču na vrednost indeksa. Radi sprečavanja da neke od akcija izdavalaca imaju dominantno učešće tj. težinu u indeksnoj korpi, ograničava se broj akcija s kojima određeni izdavalac može da učestvuje u indeksnoj korpi. Težina pojedinačnih komponenti u indeksu je ograničena na maksimalno 10%. Indeksna korpa u stvari predstavlja zamišljeni portfolio - skup akcija koje reprezentuju određeno tržište i pokazuje kako bi se kretali prinosi investitora koji je uložio baš u te HoV.

Matematička formula BELEXfm indeksa podrazumeva prilagođavanje svaki put kada se pojave nove HOV kojima je obavljena barem jedna transakcija na Beogradskoj berzi, kao i svaki put kada se kod izdavalaca, čije su akcije uključene u izračunavanje indeksa promeni broj akcija, pod uslovom da je promena broja akcija veća od 5% ukupno emitovanih akcija. Ukoliko je promena broja akcija izdavalaca manja od 5%, prilagođavanje indeksnog delioca

obavlja se na datume revizije indeksne korpe, jedanput kvartalno. Na kraju treba napomenuti, da BELEXfm indeks prvenstveno služi kao statistički pokazatelj, a manje kao analitička alatka.

Slika 4. Istorijski prikaz kretanja BELEXfm-a⁷⁹



7.7.2. BELEX15

U oktobru 2005. godine, Beogradska berza je prikazala novi indeks BELEX15. U cilju unapređanja procesa informisanja investicione javnosti, kao i želje da poboljša transparentnost i uporedivost podataka Beogradska berza je pristupila izradi nove kategorije indeksa, koji bi svojim kvalitetom trebali nastaviti pozitivne trendove uspostavljene prilikom formiranja indeksa BELEXfm. Stav Beogradske berze je da će se na ovaj način i uz nove serije podataka koji će biti publikovani uz indeks bitno unaprediti interesovanje stručne javnosti, kao i da će, po prvi put u istoriji finansijskog tržišta, doći do razvoja naprednijih alata za analiziranje i upoređivanje dobijenih podataka sa tržišta. Beogradska berza očekuje da ovakva metodologija bitno unapredi prisustvo kako institucionalnih investitora, tako i pojedinačnih investitora kroz lakše mogućnosti praćenja performansi kretanja tržišta.

Namena indeksa je da meri promene cena akcija na berzanskom i slobodnom berzanskom tržištu kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja, a koje su prethodno zadovoljile kriterijum za uključivanje u indeksnu korpu. Indeks BELEX15 je prevashodno namenjen unapređenju investicionog procesa, kroz merenje performansi najlikvidnijeg segmenta srpskog tržišta kapitala, kao i kroz mogućnost upoređivanja potencijalnih investicionih strategija prema indeksu. Od njega se očekuje da bude analitička alatka kako za portfolio menadžere, profesionalne analitičare, stručnu javnost, investitore, tako i sve druge koji proučavaju dinamiku kretanja cena na ovom tržištu.

⁷⁹ www.belex.co.yu., novembar 2010. god.

Kalkulacija i objavljivanje indeksa BELEX15 vrši se svakog radnog dana Berze, u realnom vremenu, od trenutka kada je ispunjen uslov za njegovo izračunavanje i publikovanje, pa do formiranja cena na zatvaranju. Cena akcija koja se koristi za izračunavanje indeksa BELEX15 je svaka cena akcija koja je formirana u trgovanju akcijama koje čine indeksnu korpu, izuzev cena koje su ostvarene u blok transakcijama. Prva vrednost indeksa BELEX15 u danu, utvrđuje se u realnom vremenu u trenutka kada na najmanje 60% akcija koje čine indeksnu korpu ostvari prvu transakciju u danu (cena na otvaranju). Ukoliko se do utvrđivanja cena na zatvaranju više od 40% akcija koje čine indeksnu korpu ne otvori (ne zaključi nijednu transakciju), 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.

Indeksna korpa BELEX15 se sastoji od običnih akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje su ispunile kriterijume za ulazak u indeksnu korpu. Indeksnu korpu mogu sačinjavati isključivo predmetne akcije koje su ispunile *pravilo 80*.⁸⁰ Drugi kriterijum je uvođenje broja akcija u slobodnom prometu, odnosno njihovo rangiranje prema neponderisanom slobodnom prometu tržišne kapitalizacije. Ovaj kriterijum je uveden, jer akcije koje se nalaze u posedu strateških vlasnika, odnosno vlasnika koji imaju značajno učešće u ukupnom kapitalu emitenta (više od 10 % od ukupnog broja akcija) u veoma retkim slučajevima izlaze na tržište, tako da se one ne uzimaju u obzir prilikom kalkulacije tržišne kapitalizacije izdavaoca. Prvih petnaest akcija

na tako formiranoj rang listi čini indeksnu korpu, koja u zavisnosti od broja akcija koje su ispunile *pravilo 80*, može imati najmanje sedam, a najviše 15 komponenti. Ukoliko se akcija koja je ispunila *pravilo 80* ne nalazi u indeksnoj korpi, a broj komponenti u indeksnoj korpi je manji od 15, akcija se prilikom revizije indeksne korpe automatski uključuje u indeksnu korpu.

Bitna karakteristika BELEX15 indeksa je i 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. Indeks se objavljuje na glavnoj tabli sistema za trgovanje BELEX, na internet prezentaciji Beogradske berze, na Belex info-u, u tickeru, kao i u svim izveštajima koje Berza objavljuje (dnevni, nedeljni i mesečni).

⁸⁰ *Pravilo 80* - obuhvata 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.

7.7.3. BELEXsentiment

U nameri da identifikuje i javnosti prezentuje tržišna očekivanja investitora i analitičara finansijskog tržišta u Srbiji, Beogradska berza je kreirala novi indikator koji predstavlja komplement nedavno uvedenim indikatorima učešća stranih investitora, kao i novom obuhvatnijem načinu izveštavanja sa Beogradske berze.

Ovaj novi indikator, nazvan BELEXsentiment, predstavlja pokazatelj koji je prevashodno usmeren na identifikaciju očekivanja relevantnih tržišnih učesnika u pogledu razvoja trenda tržišnih kretanja na Beogradskoj berzi u narednom mesecu. Tradicionalno, ova vrsta pokazatelja tržišnih očekivanja ima za cilj da na bazi svojevrsne ankete značajnih i velikih tržišnih učesnika, da izvesne smernice ostatku investicione javnosti u pogledu njihovih očekivanja o budućim kretanjima na tržištu.

S obzirom na karakter ovog indikatora, Beogradska berza je prilikom njegove konstrukcije nastojala da vodi računa i o njegovom širem kontekstu. Naime, osim članova Berze, a za potrebe što obuhvatnijeg ugla posmatranja našeg finansijskog tržišta, Berza je u proces kalkulacije BELEXsentimenta uključila i naše najmerodavnije institute i fakultete, kao i njihove istaknute pojedince u cilju prikupljanja što reprezentativnijih stavova. Njihovi stavovi bi, prema utvrđenim pravilima njihove kvantifikacije, činili komplement stavovima direktnih učesnika u trgovanju hartijama od vrednosti, i na taj način kreirali sveobuhvatni pogled ka bliskoj budućnosti.

BELEXsentiment se dobija kao ponderisana vrednost glasova od strane dve grupe glasača, gde *prvu grupu predstavljaju najaktivniji članovi Berze* prema niže navedenim kriterijumima, a *drugu grupu pomenute naučne institucije*. Takođe, sastavni deo glasačke populacije u narednoj, skoroj fazi, predstavlja i uključivanje *treće grupe koji će predstavljati šira javnost*, odnosno korisnici Belex.info portala. Svaki od članova Berze koji se kvalifikuje za glasanje, stiče istovremeno pravo na dva glasa. Pravilo koje je uspostavljeno upućuje kvalifikovanog člana na dostavljanje jednog glasa direktora člana, kao i jedan glas glavnog brokera člana Berze. Ovi glasovi nisu unisoni, s obzirom da se krenulo od pretpostavke da se očekivanja menadžera člana Berze i njegovog brokera, kao direktnih učesnika u trgovanju, često mogu razlikovati upravo zbog različitih posmatračkih pozicija.

Predstavnici druge grupe (instituti i fakulteti) uključeni su u kalkulaciju BELEXsentiment-a sa pravom na po jedan glas. U glasanju ne učestvuju svi članovi Berze, već samo dvadeset onih koji su u prethodnom periodu imali kako značajno učešće u prometu, tako i redovnost (frekventnost) u trgovanju tokom perioda koji prethodi glasanju. Proces kvalifikacije članova za glasanje se vrši na osnovu podataka iz četiri nedelje koje prethode nedelji glasanja.

Nakon prikupljanja glasačkih listića svih učesnika, vrši se izračunavanje BELEXsentiment-a i njegovo objavljivanje na web-stranicama Beogradske berze, sa spiskom svih članova i institucija koje su učestvovala u njegovoj izradi za taj mesec.

U cilju obezbeđenja konzistentnosti podataka Beogradska berza je utvrdila uslove koji se moraju ispuniti da bi došlo do publikovanja ovog indikatora. Osnovni uslov se odnosi na

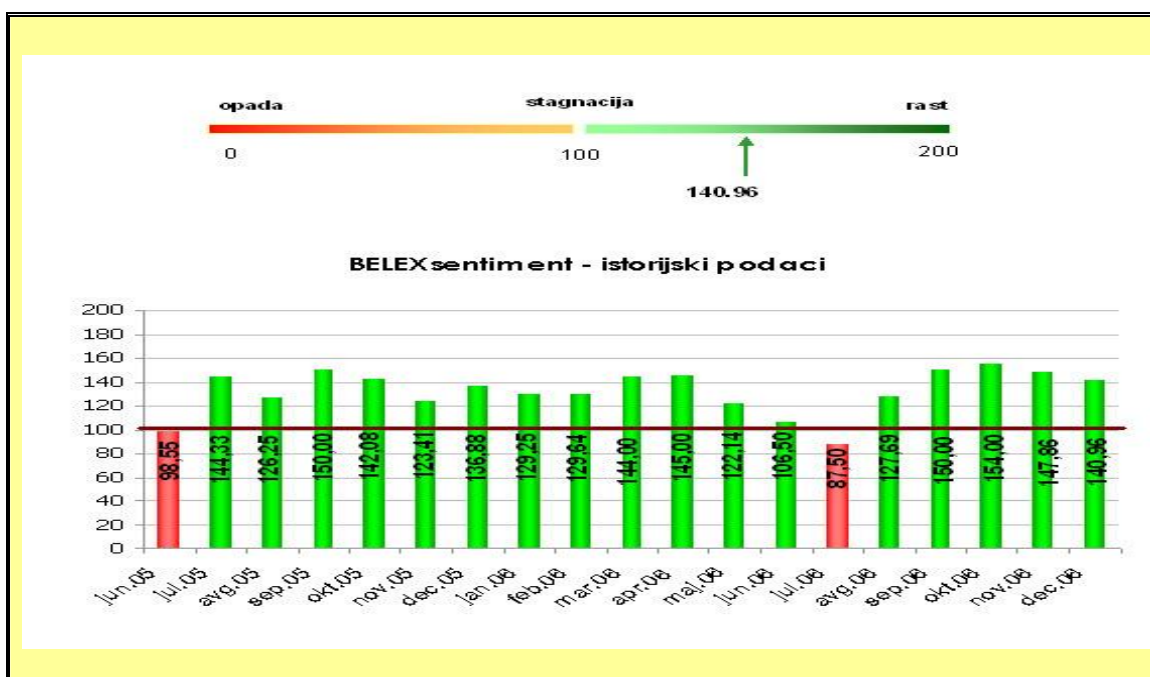
dovoljan broj glasova od strane kako članova Berze, tako i naučnih institucija. Do početka naredne faze u kojoj bi bila uključna i treća grupa – javnost, uslov za publikovanje BELEXsentiment-a je dobijanje najmanje sedam glasova od strane članova Berze, kao i najmanje tri glasa od strane naučnih institucija.

BELEXsentiment ima baznu vrednost 100, a može uzeti vrednost u intervalu od 0 do 200, pri čemu vrednosti BELEXsentimenta manja od 100 ukazuje na negativna očekivanja tržišnih učesnika (sentiment) tržišta, dok ona iznad 100 ukazuje na njihova pozitivna očekivanja. Ovakva potencijalna skala vrednosti BELEXsentimenta istovremeno ukazuje i na intezitet identifikovanog tržišnog očekivanja, te interpretacija njegove vrednosti pre svega polazi od potrebe utvrđivanja odstupanja od bazne vrednosti (100).

Zanimljivo je napomenuti da se kao jedan od učesnika u glasanju za BELEXsentiment nalazio i Fakultet za menadžment Univerziteta BK, Beograd (i to na samom početku BELEXsentimenta u junu 2005. godine).

BELEXsentiment i peti mesec za redom pokazuje da tržišni učesnici očekuju nastavak pozitivnih kretanja na domaćem tržištu. Decembarska vrednost od 140,96 poena ipak pokazuje da se intezitet pozitivnih očekivanja postepeno smanjuje u poslednja tri meseca i rekordne oktobarske vrednosti od 154,00 poena.

Slika 8. Prikaz vrednosti BELEXsentimenta za mesec decembar 2006. godine (gore) i istorijskipodaci (dole)⁸¹



⁸¹ www.belex.co.yu., novembar 2010. god.

Novembarski promet je iznosio 6,8 milijardi dinara u trgovanju akcijama i bio je očekivano niži nego u rekordnom prethodnom mesecu, ali je vrednost prometa niža i u poređenju sa prometima ostvarenim u avgustu i septembru što inače predstavlja neuobičajenu performansu u poslednjem godišnjem kvartalu. Pozitivna očekivanja za mesec novembar su ispratila kretanja cena najlikvidnijih akcija na tržištu, što pokazuje kretanje indeksa BELEX15, koji je mesec završio na vrednosti od 1522,24 indeksnih poena, što je za 4,24% više u odnosu na kraj prošlog meseca. Ovaj pokazatelj je tokom novembra meseca čak 10 puta beležio svoje istorijske maksimume podstaknut intenzivnim trgovanjem akcijama bankarskog sektora. Istovremeno, kompozitni index BELEXfm je početkom meseca zabeležio značajan rast, uz postizanje najviše istorijske vrednosti 7. novembra od 1.938,99 poena, nakon čega sledi period stagnacije i korekcija sredinom meseca nazad na vrednosti sa početka novembra. Do kraja meseca se zadržala stabilna vrednost indeksa bez većih promena, uprkos nastavku relativno visokih vrednosti prometa u trgovanju u tom periodu. Poslednja vrednost indeksa za novembar je iznosila 1907,01 poena, što je odstupanje od samo 0,1% u odnosu na prošlomesečnu vrednost.⁸²

Na osnovu mišljenja koja su kroz BELEXsentiment izrazili anketirani investitori, analitičari i predstavnici javnosti, i u decembru treba očekivati pozitivan trend kretanja cena ali slabijeg intenziteta u odnosu na protekli mesec.

7.8. Stanje i perspektiva investicionih posrednika na Beogradskoj berzi

Investicioni posrednici predstavljaju izuzetno značajnu i heterogenu grupu učesnika na finansijskim tržištima razvijenih tržišnih ekonomija. U Srbiji se ove finansijske institucije mogu podeliti u dve osnovne kategorije, pri čemu se kao kriterijum za podelu uzima oblik organizovanja pravnog lica. Tako se razlikuju: (1) brokersko dilerska-društva i (2) ovlašćene banke. Dok su brokersko dilerska društva organizovana kao posebno pravno lice, ovlašćene banke dobijaju status berzanskog posrednika formiranjem posebnog organizacionog dela u svojoj organizacionoj strukturi (u sklopu banke). Organizacioni deo banke treba biti zasebno evidentiran u poslovnim knjigama, kao i tehnički i kadrovski opremljena za obavljanje osnovne delatnosti.

7.8.1. Analiza stanja investicionih posrednika na domicilnom finansijskom tržištu

Domicilna brokersko-dilerska društva, članovi su Beogradske berze, a svoja sedišta imaju u svim većim gradovima Republike Srbije. Članovi Beogradske berze ispunjavaju sve preuslove za trgovanje hartijama od vrednosti na finansijskom tržištu. Njihovi brokeri poseduju brokersku licencu i ovlašćeni su za rad u *BELEKSFIKS* sistemu za trgovanje. Obaveze, dužnosti i prava brokera su precizirane Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, regulativom Beogradske berze i drugim pravnim aktima.

⁸² www.economist.com., novembar 2010. god.

Brokersko-dilerska društva mogu obavljati različite vrste poslova zavisno od kategorije po kojoj su registrovani. Tako je, prema Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata⁸³, moguće osnivanje brokersko-dilerskog društva koje će obavljati poslove: brokera, dilera, market mejkera, portfolio menadžera, agenta emisije, pokrovitelja emisije i investicionog savetnika. Prema pomenutom zakonu, propisan je minimalni osnovni kapital brokersko-dilerskog društva. Da bi brokersko-dilersko društvo obavljalo *brokerske poslove i poslove investicionog savetnika*, treba imati minimum 50 hiljada evra osnovnog kapitala. Za obavljanje *dilerskih poslova i poslova agenta emisije* propisani zakonski minimum je duplo veći i iznosi 100 hiljada evra. Ukoliko, brokersko-dilersko društvo želi obavljati posao *market mejkera ili portfolio savetnika*, zakonom propisani minimalni kapital iznosi 200 hiljada evra. Najveći iznos, od 300 hiljada evra, potreban je onom brokersko-dilerskom društvu koje želi da se bavi i poslovima *pokrovitelja emisije hartija od vrednosti*. Da bi neko pravno lice dobilo dozvolu, da obavlja poslove brokersko-dilerskog društva, potrebno je da ispuni stroge uslove propisane Zakonom o tržištu hartijama od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao i uslove propisane brojnim drugim aktima. Licencu za rad brokersko-dilerskog društva izdaje Komisija za hartije od vrednosti.⁸⁴ Komisija takođe, izdaje i diplome fizičkim licima koja su stekla zvanje brokera. Komisija za hartije od vrednosti izdaje diplomu fizičkom licu, nakon što lice odsluša brokerski kurs i položi odgovarajući ispit za brokera. Bez brokerske diplome pojedinac ne može obavljati proces trgovanja na berzi. S druge strane, brokersko-dilersko društvo se ne može ni registrovati ukoliko u svom kolektivu nema zaposlenog brokera na neodređeno vreme.

U Srbiji je kod Komisije za hartije od vrednosti trenutno registrovano 75 brokersko- dilerskih društava. Takođe je još registrovano 20 ovlašćenih banaka, koje obavljaju brokersko-dilerske poslove na Beogradskoj berzi. Od ukupnog broja registrovanih brokersko-dilerskih društava, njih 94,88 % ima status člana Beogradske berze i kao takvi mogu obavljati proces trgovanja hartijama od vrednosti.⁸⁵ Od marta 2004. godine počeo je sa radom sistem za daljinsko trgovanje, tako da brokeri ne moraju dolaziti u samu zgradu Beogradske berze, već proces trgovanja mogu obavljati iz svojih kancelarija, putem računara. U Beogradu je 1996. godine osnovano Poslovno udruženje berzi i berzanskih posrednika koje za sada broji 50 članova. Ovo Udruženje je donelo (usvojilo) svoj Etički kodeks. Jedan od zacrtanih ciljeva Poslovnog udruženja je i rad na usavršavanju pravila ponašanja, utvrđenih Etičkim kodeksom, s ciljem unapređenja profesionalizma i poslovnog ponašanja. Na taj način, dolazi do jačanja principa sigurnosti, odgovornosti i konkurencije zasnovane na ekonomskim i tržišnim principima.⁸⁶

Na tabeli br. 9. je prezentiran spisak svih brokersko-dilerskih društava članova Beogradske berze.

⁸³ Službeni glasnik Republike Srbije broj 47/06.

⁸⁴ Komisija za hartije od vrednosti vrši nadzor nad primenom ovog zakona i obavlja druge poslove u skladu s tim zakonom, zakonom kojim se uređuju investicioni fondovi, zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava i drugim zakonom kojim se uređuje poslovanje sa hartijama od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu. (Član 3. Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Službeni glasnik Republike Srbije broj 47/06).

⁸⁵ www.telekomakcije.rs., septembar 2011. god.

⁸⁶ www.telekomakcije.rs., isto.

Tabela br. 3. Spisak brokersko-dilerskih društava Beogradske berze⁸⁷

	Naziv člana	Delatnost	Market-mejker
1.	AB Invest a.d. , Beograd	Broker-Diler	
2.	ABC broker a.d., Beograd	Broker-Diler	
3.	Ac - broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
4.	Agrobanka a.d. , Beograd	Broker-Diler	
5.	Alco broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
6.	Alpha bank Srbija a.d. , Beograd	Broker-Diler	
7.	AS financial center a.d. , Beograd	Broker-Diler	
8.	Athena Capital a.d. , Beograd	Broker-Diler	
9.	Banca Intesa a.d. , Beograd	Broker-Diler	
10.	Banka Poštanska štedionica a.d. , Beograd	Broker-Diler	
11.	Belgrade Independent broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
12.	Beo monet a.d. , Beograd	Broker-Diler	
13.	Bonitet grupa a.d. , Beograd	Broker	
14.	Broker Niš a.d. , Niš	Broker-Diler	
15.	Broker Point a.d. , Beograd	Broker-Diler	
16.	Capital broker a.d., Niš	Broker	
17.	Citadel securities a.d. , Beograd	Broker-Diler	
18.	Convest a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
19.	Credy banka a.d. , Kragujevac	Broker-Diler	
20.	Čačanska banka a.d. , Čačak	Broker-Diler	
21.	Delta broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
22.	Dil broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
23.	Dunav Stockbroker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
24.	East west invest a.d. , Beograd	Broker	
25.	EFG Securities a.d., Beograd	Broker-Diler	
26.	Emissio broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
27.	Energo broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
28.	Euro fineks broker a.d. , Beograd	Broker	
29.	Eurobank EFG a.d., Beograd	Broker-Diler	
30.	Fidelity broker a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
31.	Fima International a.d. , Beograd	Broker-Diler	
32.	Fimaks broker a.d. , Beograd	Broker	
33.	First Global Brokers a.d. , Beograd	Broker-Diler	
34.	Galenika broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
35.	Hypo Alpe-Adria-Securities a.d. , Beograd	Broker-Diler	
36.	I2R broker a.d. , Novi Sad	Broker	
37.	Ilirika investments a.d. , Beograd	Broker-Diler	
38.	Imtel trade a.d. , Beograd	Broker-Diler	

⁸⁷ www:belex.rs., novembar 2010. god.

39.	InterCapital Securities a.d. , Beograd	Broker-Diler	TIGR
40.	Intercity broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
41.	Invest broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
42.	Jorgić broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
43.	Jubmes banka a.d., Beograd	Broker-Diler	
44.	KBC Securities a.d. , Beograd	Broker-Diler	
45.	Kbk broker a.d., Beograd	Broker-Diler	
46.	Komercijalna banka a.d. , Beograd	Broker-Diler	
47.	M&V Investments a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	MTLC
48.	Makler invest a.d. , Beograd	Broker-Diler	
49.	Marfin bank a.d., Beograd	Broker-Diler	
50.	Max-Dill a.d. , Beograd	Broker-Diler	
51.	Mediolanum invest a.d. , Beograd	Broker-Diler	
52.	Meridian Invest a.d. , Beograd	Broker-Diler	
53.	Metals banka a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
54.	Momentum Securities a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
55.	Olimpia Invest a.d. , Beograd	Broker-Diler	
56.	Privredna banka a.d. , Beograd	Broker-Diler	
57.	Privredna banka Pančevo a.d. , Pančevo	Broker-Diler	
58.	Probroker a.d., Beograd	Broker-Diler	
59.	Raiffeisenbank a.d. , Beograd	Broker-Diler	
60.	Sab Monet a.d. , Beograd	Broker-Diler	
61.	Sbd broker a.d. , Subotica	Broker	
62.	Sinteza Invest Group a.d., Beograd	Broker-Diler	SJPT, VZAS
63.	Societe Generale Banka Srbija a.d., Beograd	Broker-Diler	
64.	Synergy Capital a.d. , Beograd	Broker-Diler	ENHL
65.	Šumadija broker a.d. , Kragujevac	Broker-Diler	
66.	Tandem financial a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
67.	TDK broker a.d. , Čačak	Broker-Diler	
68.	Tema broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
69.	Tezoro broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
70.	Tradeville a.d., Beograd	Broker	
71.	Tržište novca a.d. , Beograd	Broker-Diler	
72.	UniCredit Bank Srbija a.d. , Beograd	Broker-Diler	
73.	Vojvođanska banka a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
74.	Volksbank a.d., Beograd	Broker-Diler	
75.	Western Balkan broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	

Komisija za hartije od vrednosti je osnovana 16. februara 1990. godine. Ona je odgovorna za zakonito funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti Republike Srbije. S tim u vezi, Komisija vrši nadzor nad primenom Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Zakona o preuzimanju akcionarskih društava i Zakona o investicionim fondovima. Komisija ima pet članova, uključujući i predsednika Komisije. Članove Komisije, na predlog nadležnog radnog tela za poslove finansija Narodne Skupštine Republike Srbije,

bira i razrešava Narodna Skupština Republike Srbije. Komisija za hartije od vrednosti je od maja 2002. godine redovni član *Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti (IOSCO)*.⁸⁸ Ovu organizaciju čine nacionalne komisije za hartije od vrednosti brojnih zemalja, berze i druge samoregulatorne i finansijske organizacije na finansijskom tržištu.

Osim Komisije za hartije od vrednosti u Srbiji, od novembra 2001. godine, posluje i *Centralni registar hartija od vrednosti (CRHoV)*. Centralni registar predstavlja instituciju koja vodi jedinstvenu evidenciju zakonitih imalaca hartija od vrednosti i evidenciju o pravima iz tih hartija. CRHoV obavlja i poslove kliringa i saldiranja transakcija zaključenih sa hartijama od vrednosti, odnosno vrši prenos vlasništva i istovremeno plaćanje. Stoga se ne može dogoditi da neko lice (pravno ili fizičko) proda hartije od vrednosti, a da za iste ne dobije novčanu protivvrednost. Kliring predstavlja utvrđivanje obaveza i potraživanja po osnovu hartija od vrednosti i novčanih sredstava između učesnika na finansijskom tržištu. Saldiranje predstavlja konkretno izvršenje obaveza nastalih tokom trgovanja, odnosno sam prenos hartija od vrednosti i novčanih sredstava. U skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti, prava vlasnika iz hartija od vrednosti nastaju u trenutku upisa tih hartija na njihov račun koji se vodi u CRHoV. Stoga je CRHoV veoma bitan za funkcionisanje finansijskog tržišta Republike Srbije. Zahtev za upis hartija od vrednosti u CRHoV⁸⁹ može podneti svako zainteresovano lice, s tim što pre toga treba imati zaključen ugovor sa nekim od 100 članova Centralnog registra hartija od vrednosti, koji će za njega obaviti potrebnu proceduru. Trenutno u Centralnom registru hartija od vrednosti ima članstvo 18 banaka sa ovlašćenjem brokera i 59 brokersko-dilerskih društava.

Treba istaći, da je višegodišnji pozitivan trend poslovanja brokersko-dilerskih društava u Srbiji zaustavljen u 2008. godini, u kojoj su iskazala gubitak u iznosu od 89 miliona dinara. Naime, Narodna banka Srbije je objavila da su brokersko-dilerska društva iskazivanjem negativnog neto finansijskog rezultata i naglim smanjenjem bilansne aktive, prvi put od 2004. godine, iskazali i gubitak iznad visine kapitala. Brokersko-dilerska društva su u 2008. godini iskazala neto gubitak od 89 miliona dinara, dok su u prethodnoj (2007.) godini ostvarila neto dobitak od 2,3 milijarde dinara. Karakteristično je, da je više od dve trećine brokersko-dilerskih društava iskazalo neto gubitak. Ukupni prihodi brokersko-dilerskih društava u 2008. godini iznosili su 4,1 milijardu dinara, što je manje za 30,5 % nego prethodne godine. Ukupni rashodi u istoj godini iznosili su 4,020 milijardi dinara, i veći su za 24,1% nego u prethodnoj 2007. godini. U 2008. godini tržišta kapitala u regionu doživela su snažan pad aktivnosti kao

⁸⁸ Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (*IOSCO*) je osnovana sa ciljem, da njeni članovi sarađuju kako bi promovisali visoke standarde regulacije u nameri da održavaju efikasna i stabilna tržišta hartija od vrednosti. Članovi ove organizacije razmenjuju informacije o iskustvima i ujedanju napore u cilju uspostavljanja standarda i pružaju uzajamnu pomoć radi promovisanja integriteta tržišta hartija od vrednosti, rigoroznom primenom standarda i efektivnim akcijama protiv prekršilaca zakona. Izvor: www.telekomakcije.rs, septembar 2011. god.

⁸⁹ Trenutno je u CRHoV upisano preko 696,976 miliona različitih hartija od vrednosti izdatih na teritoriji Republike Srbije. Najveći deo upisanih akcija ili 49% predstavljaju akcije preduzeća. Fizička lica raspolažu sa 20% akcija. Vrednost akcija društvenog kapitala iznosi svega 2%. Pri tome, ukupna vrednost upisanih hartija od vrednosti iznosi 506,423 milijarde dinara, dok je broj upisanih akcionara 900,391 hiljada. Najveći broj akcionara predstavljaju mali akcionari kojih ima 895,756 hiljada ili 99,5% i isti raspolažu sa manje od 5% vlasništva u preduzeću. Izvor: www.crhov.rs, septembar 2010. god.

neposrednu posledicu svetske finansijske krize, a čiji su se negativni efekti reflektovali na finansijsko tržište Srbije i berzansko poslovanje.⁹⁰

U Srbiji je u 2008. godini poslovalo 71 brokersko-dilersko društvo, što je za dva brokersko-dilerska društva manje nego prethodne 2007. godine. Brokersko-dilerska društva su u 2008. godini zapošljavala ukupno 695 radnika. Ukupna aktiva svih brokersko-dilerskih društava u Srbiji, na kraju 2008. godine, iznosila je 6,9 milijardi dinara, što je manja za 43,1 % nego u prethodnoj 2007. godini. Karakteristično je, da je pet brokersko-dilerskih društava iskazalo polovinu ukupnog neto gubitka u 2008. godini. Ona su učestvovala u bilansnoj aktivni svih društava sa 20,2 %, sopstvenim izvorima finansiranja sa 23,1 %, i u ukupnom broju zaposlenih sa 17,4 %. S druge strane, pet brokersko-dilerskih društava ostvarilo je 98,5 % ukupnog neto dobitka. Ova društva su u bilansnoj aktivni učestvovala sa 36 %, u sopstvenim izvorima finansiranja sa 33,5 %, i u ukupnom broju zaposlenih sa 6,9 %.)⁹¹

7.8.2. Perspektive i dometi investicionih posrednika na domicilnom finansijskom tržištu

Brokersko-dilerska društva na Beogradskoj berzi obavljaju veći broj različitih usluga. Prema vrsti poslova koje obavljaju, u okviru domicilnih brokersko-dilerskih društava se formiraju odeljenja. Organizacija brokersko-dilerskih društava i struktura odeljenja razlikuje se u zavisnosti od vrste usluga koju brokersko-dilersko društvo pruža. Unutar domicilnih brokersko-dilerskih društava formiraju se sledeća odeljenja: (1) brokersko odeljenje, (2) odeljenje istraživanja, (3) korporativno odeljenje, (4) odeljenje opštih poslova.

Domicilna brokersko-dilerska društva obavljaju za svoje klijente rutinske brokersko-dilerske poslove koji se sastoje od: (a) otvaranja i vođenja vlasničkih računa hartija od vrednosti kod Centralnog registra, (b) otvaranja i vođenja trgovačkog, založnog, repo računa hartija od vrednosti, (c) prijema i iznošenja na Beogradsku berzu naloga za prodaju (ili kupovinu) hartija od vrednosti, (d) otvaranja računa za deponovanje hartija od vrednosti, (e) pružanja potpune pomoći brokerskog tima u izboru strategije investiranja. Pomoć se ogleda u izboru trenutka kupovine i prodaje akcija uz kompletnu analizu finansijskih pokazatelja kompanije u čije akcije klijent investira.

Unutar odeljenja analize odvijaju se procesi praćenja i analiziranja tržišnih kretanja cena hartija od vrednosti. Na bazi prikupljenih informacija donose se odluke o investiranju u određene hartije od vrednosti. Unutar ovog odeljenja su zaposleni servis-brokersi koji klijentima pružaju kompletan servis usluga. Servis-brokersi imaju brojne istraživačke timove koji omogućuju da se klijentima, koji to žele dobro da plate, obezbede najkvalitetnije informacije. Od kvaliteta informacija koje dolaze iz ovog odeljenja u najvećoj meri zavisi poslovanje brokersko-dilerskog društva. Pri donošenju odluka o rejtingu pojedinih hartija od vrednosti, kao i preporuke o daljem zadržavanju dotičnih hartija, njihovoj kupovini ili prodaji, odeljenje analize koristi više ili manje dostupne izvore informacija.

⁹⁰ www.capital.ba, septembar 2011. god.

⁹¹ www.capital.ba, septembar 2011. god.

Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti vodi jedinstvenu evidenciju o zakonitim imaojcima hartija od vrednosti. S tim u vezi, svako akcionarsko društvo ima obavezu uknjižavanja hartija od vrednosti u Centralni registar hartija od vrednosti. Kontakt između akcionarskog društva i Centralnog registra ostvaruje se preko člana Centralnog registra sa kojim emitent potpisuje Ugovor o korporativnoj agenturi. Ugovorom o pružanju usluga u procesu vršenja korporativnih radnji brokersko-dilerska društva, kao korporativni agenti, obavljaju za klijenta čitav niz administrativnih i savetodavnih poslova. Primera radi, brokersko-dilerska društva, kao korporativni agenti, vrše usaglašavanje knjige akcionara sa bazom podataka Centralnog registra, zatim poslove vezane za listing i trgovanje na Beogradskoj berzi. Brokersko-dilerska društva vrše i javno oglašavanje prospekta i svih bitnijih pokazatelja poslovanja i drugih dešavanja koja mogu bitnije uticati na cenu akcija na Beogradskoj berzi. Korporativni agent vrši i isplate dividende preko Centralnog registra, u hartijama od vrednosti ili novcu, kao i konsalting usluge u vezi sa dokapitalizacijom preduzeća ili promena pravne forme.

U odeljenju opštih poslova vrše se poslovi koje obavlja i niz drugih preduzeća, različitih sektora i aktivnosti. U ovo odeljenje spadaju: pravni poslovi, računovodstvo, administracija, IT i marketing aktivnosti. Treba istaći, da svako od pratećih odeljenja koja može imati domicilno brokersko-dilersko društvo ima svoju značajnu ulogu u ukupnom poslovanju.

Trgovanje na Beogradskoj berzi, klijent može da obavi preko brokersko-dilerskog društva koje je njen član i član Centralnog registra hartija od vrednosti. Klijent, pri prvom dolasku u brokersku kuću, potpisuje sa brokerom Ugovor o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti. Na osnovu ovoga broker otvara vlasnički račun kod Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti. Zatim je potrebno, da klijent otvori namenski dinarski ili devizni račun za prodaju i kupovinu hartija od vrednosti u banci, koja je član Centralnog registra, i potpisuje Ugovor o posredovanju u kupoprodaji hartija od vrednosti.

Treba istaći, da pre samog procesa trgovanja i izdavanja naloga, neophodno je da prodavci imaju pokrivenost naloga do trenutka ispostavljanja naloga u sistem trgovanja Beogradske berze. To znači, da prodavci trebaju imati raspoložive hartije od vrednosti na svom vlasničkom računu. Sa druge strane, kupci su dužni obezbediti pokrivenost naloga kupovine u celosti do trenutka ispostave naloga kupovine u sistem. Odnosno, da na svom namenskom računu poseduju novčana sredstva dovoljna za pokriće celokupne tržišne vrednosti uvećane za predviđene troškove (provizije brokera, Berze, Centralnog registra i banke).

Ukoliko dođe do realizacije klijentovog naloga, brokeri isti dan (ili sledeći dan) šalju obaveštenje o realizaciji naloga na kućnu adresu klijenta. Nakon tri radna dana od trenutka realizacije naloga vrši se saldiranje transakcija. To u praksi znači, da prodavac dobija novac na svoj namenski novčani račun, a kupac dobija hartije od vrednosti na svoj vlasnički račun za hartije od vrednosti.

Beogradska berza sada je veoma siromašna u pogledu finansijskih instrumenata kojima se na njoj trguje. Predmet trgovanja na Beogradskoj berzi su uglavnom akcije preduzeća i državne obveznice. Na Beogradskoj berzi se ne trguje obveznicama preduzeća. Berzansko poslovanje je posle drugog svetskog rata u SFRJ odbačeno kao nešto svojstveno kapitalizmu. Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima donet je 1994. godine. Na osnovu zakona o tržištu novca i tržištu hartija od vrednosti iz 1989. godine berza je obnovila

rad, ali kao tržište kapitala. Tek 1992. godine, berza je dobila naziv Beogradska berza, a posle 2000. godine dolazi do blagog zaokreta od bankarski orijentisanog ka tržišno orijentisanom finansijskom sistemu. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata donet je 2002. godine, dok je 2006. godine usvojen novi zakon.

Tokom 90-ih godina prošlog veka na Beogradskoj berzi trgovalo se uglavnom komercijalnim zapisima. Radi se o kratkoročnim hartijama od vrednosti, koje pripadaju grupi dužničkih instrumenata i koje emituju preduzeća. Ovakav vid trgovanja je bio svojstven jednom nerazvijenom i netržišnom finansijskom sistemu. To ukazuje na činjenicu, da je finansijski sistem u Srbiji u tom vremenskom periodu bio bankarski orijentisan.

U ukupnom prometu na Beogradskoj berzi u periodu od 2000. godine dominira trgovanje akcijama. Kretanje prometa akcija čita se iz berzanskog izveštaja BELEX fm, a od 1. oktobra 2005. kreiran je indeks BELEX 15, koji se sastoji od korpe u kojoj se nalaze akcije 15 velikih srpskih preduzeća. Akcijama ovih preduzeća se kontinuelno trguje na slobodnom berzanskom tržištu. Proteklih godina je na Beogradskoj berzi zabeleženo značajno učešće stranih investitora. Učešće stranih investitora na Beogradskoj berzi doprinelo je: (a) povećanju stepena likvidnosti mnogih finansijskih instrumenata, (b) razvoju domicilnog finansijskog tržišta i (c) povećanju konkurentnosti na finansijskom tržištu Srbije. Učešće stranih investitora u ukupnom prometu (izveštaj FIT) u 2005. godini se kretao od 39% do 56%. U 2009. godini je došlo do naglog pada ovog učešća tokom januara i februara (15%), ali se u martu povećava na 42% i u aprilu na 67%. U trgovini obveznicama Republike Srbije udeo stranih investitora u februaru 2009. godine iznosi svega 5%. Godinu dana ranije (u martu 2008. godine) njihovo učešće na ovom segmentu berzanskog tržišta bilo je oko 26%.)⁹²

Učešće stranih investitora u ukupnom prometu akcija na Beogradskoj berzi (izveštaj FIS) bilo je tokom 2005. godine od 43% do 67%. U 2007. i 2008. godini raste interes stranih investitora za kupovinu akcija na Beogradskoj berzi. Međutim, u 2009. godini je učešće inostranih investitora u ukupnom prometu akcijama variralo od 18% u februaru, do 54% u martu i 79% u mesecu aprilu. Ovi podaci na prvi pogled ukazuju na oporavak tržišta akcija. Ukoliko se uzme u obzir činjenica, da je prodaja akcija u 2009. godini veća nego njihova kupovina, može se izvesti zaključak da su strani investitori akcije međusobno prodavali. Posmatrano u celini, investitori su akcije više prodavali nego što su ih kupovali. Strani investitori su početkom 2009. godine u prometu akcija učestvovali tako, što su akcije više prodavali (izveštaj FIS – Učešće stranih investitora u ukupnom prometu akcijama prodajna strana februar oko 21%, mart oko 70%), nego što su vršili njihovu kupovinu (izveštaj FISb – Učešće stranih investitora u ukupnom prometu akcijama kupovna strana februar samo oko 14%, mart oko 39%). Ovo je jasan pokazatelj, da se strani investitori povlače sa Beogradske berze. To ukazuje na zaključak, da su efekti svetske ekonomske krize negativno uticali na poslovanje Beogradske berze. Treba istaći, da u strukturi stranih investitora na Beogradskoj berzi uglavnom dominiraju investitori iz regiona.⁹³

Kada je u pitanju poslovanje domicilnih brokersko-dilerskih društava, najveće učešće u trgovanju na Beogradskoj berzi u toku 2008. godine imalo je novosadsko brokersko-dilersko

⁹² Mrdaković C. R., Mihajlović D., „Povlačenje stranih investitora sa finansijskih tržišta Srbije“, članak, www.nspm.rs, januar 2011. god.

⁹³ Mrdaković C. R., Mihajlović D., isto

društvo M&V Investments u procentualnom iznosu od 8,57%, ili 14,1 milijardu dinara. Iza njega se nalaze Sinteza Invest Group iz Beograda sa učešćem od 7,27%, ili 12 milijardi dinara, te Hypo Alpe-Adria-Securities, sa udelom u prometu od 6,90%, što iznosi 11,4 milijardi dinara. S obzirom da svi investitori svoja sredstva plasiraju preko brokersko-dilerskih društava, te posredstvom njih realizuju svoje investicije, više je nego očigledno koliki ja značaj brokersko-dilerskih društava u berzanskom trgovanju.

Poslovanja brokersko-dilerskog društva na Beogradskoj berzi, prezentiran je na primeru brokersko-dilerskog društva Senzal a.d. Beograd.

Brokersko-dilersko društvo Senzal a.d. Beograd, počeo je sa radom 31. jula 2000. godine i posluje u skladu sa rešenjem Savezne komisije za hartije od vrednosti. Senzal a.d. Beograd je postao član Beogradske berze krajem 2000. godine i ubrzo zatim član klirinške kuće Centralni registar depo i kliring hartija od vrednosti. Od početka novembra postaje član *KBC securities grupe*.⁹⁴

Pružanje usluga

Senzal a.d. Beograd pruža: usluge posredovanja u trgovini hartijama od vrednosti na primarnom i sekundarnom finansijskom tržištu (akcija, obveznica, kratkoročnih hartija) usluge korporativnog agenta savetovanja u procesu privatizacije, finansijsko savetovanje, savetovanje pri novim emisijama, usluge istraživanja i analize celokupnog finansijskog tržišta (izabраниh sektora i pojedinačnih preduzeća).

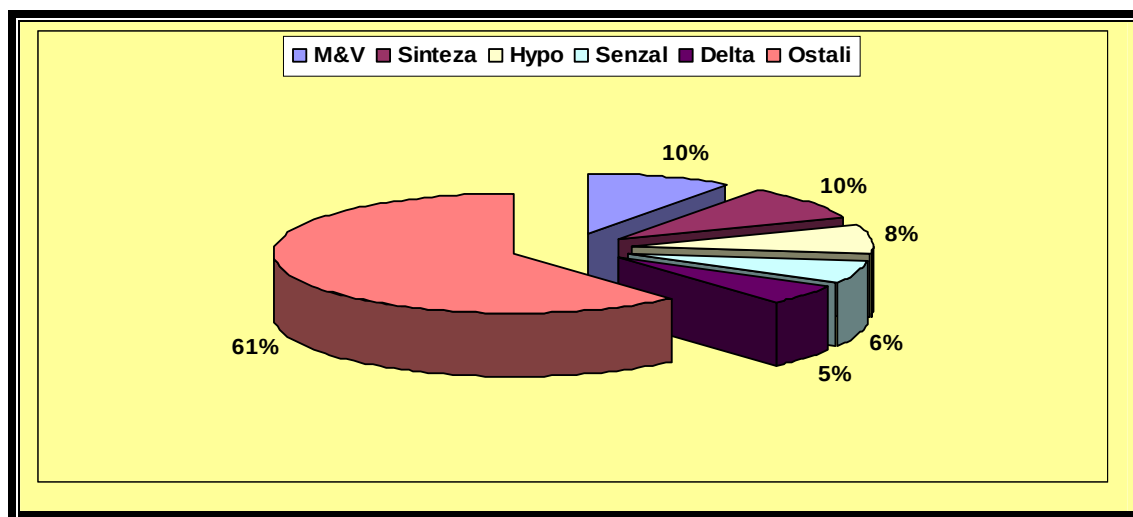
Od svog osnivanja do danas Senzal a.d. Beograd je unapređivao svoje poslovanje, prilagođavajući ga svetskim standardima i aktivno učestvujući u procesu razvoja srpskog finansijskog tržišta. Danas ga odlikuje prepoznatljiva reputacija bazirana na profesionalnosti i efikasnosti poslovanja.

Trgovanje akcijama

Investiranje u akcije preduzeća sa sobom nosi veći rizik od ulaganja u dužničke hartije od vrednosti. Međutim, veći rizik prati i veći profit koji se često meri i u trocifrenim procentima. Koristeći strategiju diverzifikacije plasmana i disperzije rizika, investitor može konstruisati portfolio hartija od vrednosti koji jednim delom sačinjavaju akcije preduzeća, a drugim delom od dužničkih hartija od vrednosti. Na ovaj način, investitor može ostvariti (uspostaviti) povoljan odnos mogućeg profita i potencijalnog rizika. U zavisnosti od sklonosti ka riziku, postoje investitori koji su skloniji rizičnijim ulaganjima, za razliku od onih investitora koji su prilikom investicionih ulaganja konzervativniji i oprezniji.

⁹⁴ KBC grupa se kotira na Euronekst I Briselskoj berzi i sa tržišnom kapitalizacijom od oko 36 milijardi evra je jedna od najvećih kompanija u Belgiji. Takođe je jedna od najvećih finansijskih grupa u Evropi sa 51 hiljadom zaposlenih i preko 11 miliona klijenata. (www.scribd.com., septembar 2011. God.)

Grafikon br.1. Učešće brokersko-dilerskih društava u prometu akcijama⁹⁵



Grafikon br.1. pokazuje učešće pojedinih brokersko-dilerskih društava u prometu akcijama na Beogradskoj berzi u 2007. godini. Najveće učešće u trgovanju akcijama ostvarila su brokersko-dilerska društva M&V Investments i Sinteza sa 10% prometa, zatim brokersko-dilersko društvo Hypo Alpe-Adria-Securities sa 8%, dok je brokersko-dilersko društvo Senzal a.d. Beograd ostvarilo učešće u trgovanju akcijama od 6%, u odnosu na ukupan iznos trgovanja na Beogradskoj berzi u toku 2007. godine.

Procedura za trgovanje akcijama na beogradskoj berzi se sastoji iz sledećih koraka:⁹⁶

- (1.)Klijent potpisuje ugovor o posredovanju sa brokerom koji klijentu, istovremeno u Centralnom registru, otvara trgovački i vlasnički račun hartija od vrednosti koji su neophodni za trgovanje na berzi.
- (2.)Klijent otvara devizni i namenski dinarski račun kod banke koja je član Centralnog registra i deponuje novac na te račune.
- (3.)Klijent potpisuje nalog kupovine kod svog brokera, kojim određuje uslove pod kojim želi da kupi akcije.
- (4.)Klijent dogovara nalog sa brokerom koji mu šalje popunjen obrazac "e-mail"-om (skenirano) ili telefaksom. Potpisan nalog klijent vraća brokeru "e-mail"-om, (skenirano) ili telefaksom, dok prijem naloga telefonom nije dozvoljen. Klijent u isto vreme brokeru predaje potvrdu banke o stanju na namenskom računu i ovlašćenje za raspolaganje sredstvima sa računa.
- (5.)Broker po nalogu klijenta trguje na berzi (kupovina ili prodaja hartija od vrednosti).
- (6.)Nakon uspešne transakcije, broker klijentu dostavlja potvrdu o realizovanom nalogu kupovine ili prodaje.
- (7.)Kliring i saldiranje transakcije vrši se od strane Centralnog registra, banke klijenta i uz podršku brokera u roku od tri radna dana od obavljene kupovine ili prodaje hartija od vrednosti.

⁹⁵ www.senzal.co.yu., septembar 2011. god.

⁹⁶ www.senzal.co.yu., septembar 2011. god.

(8.) Otvaranje (dodela) poreskog broja (PIB) za isplatu poreza na prinos apsolutnih prava u centralnom registru.

Investitor (klijent) novac može deponovati u evrima koji se konvertuje u dinare, tek u momentu trgovine. Kada klijent plasira nalog za kupovinu akcija, na njegovom računu mora biti dovoljno novca koji pokriva dotični nalog (cena x količina akcija koje klijent namerava kupiti+troškovi provizije). Zakonom nije propisan minimum sredstava koja se trebaju nalaziti na namenskom računu. Klijent donosi svaku odluku o kupovini ili prodaji hartija od vrednosti, uz konsultaciju sa brokerom i analitičarem. Trgovanje hartijama od vrednosti prate pripadajući (određeni) troškovi i porezi, i to:⁹⁷

- (1) provizija Beogradske berze: akcije 0,12%,
- (2) provizija Centralnog registra: 0,10% za vrednosti transakcije do 1 milion dinara, odnosno 1.000 dinara za transakcije vrednosti preko 1 miliona dinara,
- (3) provizija Senzal a.d. Beograd: 1,00%,
- (4) troškovi banke,
- (5) porez na kapitalnu dobit (razlika između kupovne i prodajne cene): 20,00%,
- (6) porez na prenos apsolutnih prava iz akcija: 0,30% na iznos celokupne transakcije kod prodaje akcije.

Ponuda za preuzimanje akcija ili Take Over Bid je oblik vanberzanske trgovine akcijama. Za investitore koji se odluče za ovaj oblik kupovine akcija, ili ih zakon na to obavezuje, Senzal a.d. Beograd nudi potpuno pokrivanje ove procedure. Procedura obuhvata pripreme celokupne neophodne dokumentacije, koja se podnosi Komisiji za hartije od vrednosti radi dobijanja potrebnih dozvola, do organizovanja punktova na kojima će se vršiti otvaranje vlasničkih računa i prenos akcija na depo račun investitora, uz neprekidno informisanje svih učesnika ovog procesa.

Trgovanje obveznicama

Na finansijskom tržištu (tržištu kapitala) Republike Srbije prisutne su, kao dugoročne hartije od vrednosti, državne obveznice emitovane po osnovu izmirenja obaveza stare devizne štednje. Trgovina ovim obveznicama je započela 2001. godine, kada su se pojavile četiri serije državnih obveznice, a trgovanje se odvijalo na dnevnim aukcijama. Senzal a.d. Beograd je postao član centralnog registra za hartije od vrednosti i time ispunio sve uslove za sticanje ovlašćenja za trgovinu ovom vrstom dugoročnih dužničkih instrumenata.

Od avgusta 2002. godine je ukupno emitovano oko 4,2 milijarde evra dugoročnih obveznica u zamenu za blokirana sredstva stare devizne štednje građana. Emisija se sastoji od 14 posebnih hartija od vrednosti koje dospevaju na dan 31.05.2003. do 2016. godine. Trgovina ovih 14 hartija od vrednosti je počela 09. septembra 2002. godine. Državne obveznice su u skladu sa pozitivnim pravnim propisima Republike Srbije, te će se kliring i saldiranje obavljenih transakcija po osnovu ovih dugoročnih dužničkih finansijskih instrumenata obavljati isključivo u Srbiji.

⁹⁷ www.senzal.co.yu., septembar 2011. god.

Nova emisija obveznica donosi vlasniku i određene pogodnosti, posebno kod kupovine preduzeća na aukcijskoj privatizaciji ili kod plaćanja poreza. Na aukcijama koje organizuje Agencija za privatizaciju Republike Srbije obveznice se mogu koristiti kao sredstvo plaćanja u slučaju drugog nadmetanja. Odnosno, kada nije bilo ponuda za minimalnu (početnu) cenu preduzeća. Upravo zbog ovih pogodnosti u trgovanju ovom vrstom hartija od vrednosti na Beogradskoj berzi su najatraktivnije serije koje imaju najduže rokove dospeća.

Senzal a.d. Beograd je jedna od najuspešnijih brokerskih kuća u trgovini obveznicama. Njihovi brokeri su u stalnom kontaktu sa velikim brojem domaćih i stranih investitora (institucionalnih i individualnih), koji su izvršavanje naloga za kupovinu i prodaju obveznica na Beogradskoj berzi poverili Senzalu a.d. Beograd.

Porez i provizija kod trgovanja obveznicama na Beogradskoj berzi⁹⁸

Republika Srbija je novom zakonskom regulativom oslobodila transakcije obveznica od svih oblika poreza, i to: (1) poreza na promet, (2) poreza na kapitalnu dobit, (3) poreza na finansijske transakcije i plaćanja.

Plaćanje provizije na trgovanje obveznicama kreće se u sledećim procentima:

- (1) Beogradska berza: 0,10%,
- (2) Centralni registar: 0,10%,
- (3) Senzal a.d. Beograd: od 0,10% do 3,00% (u zavisnosti od iznosa transakcije).

Kliring i saldiranje

Sve transakcije obveznicama izražavaju se elektronski u sistemu BEOKLIRING, koji je kreiran od strane Narodne banke Srbije. Projektom Centralnog registra za hartije od vrednosti BEOKLIRING, realizovan je javni *on-line* finansijski servis prema svim učesnicima u trgovanju hartijama od vrednosti. Klirinška kuća BEOKLIRING ima sve elemente internet poslovnog rešenja koji su karakteristični za elektronsko poslovanje. Kao član Beogradske berze i BEOKLIRINGA, Senzal a.d. Beograd pruža sledeće usluge:⁹⁹ (1) realizacije naloga kupovine i prodaje obveznica, (2) informisanja o kretanju cena i prometa na berzi koje mogu uticati na donošenje odluke o investiranju, (3) vođenja portfelja hartija od vrednosti za klijente, (4) elektronske komunikacije sa Centralnim registrom, BEOKLIRINGOM i poslovnim bankama.

Brokersko-dilersko društvo Senzal a.d. Beograd je uvidelo važnost konstantnog unapređivanja kvaliteta izvršenja transakcija za svoje klijente. Zbog toga ovo brokersko-dilersko društvo neprestano i programski prati izvršavanje naloga i transakcija, da bi u celokupan proces uneli poboljšanja koja će najviše koristiti klijentima.

⁹⁸ www.senzal.co.yu., septembar 2011. god.

⁹⁹ www.senzal.co.yu., septembar 2011. god.

Usluge Agenta i Pokrovitelja kod distribucije hartija od vrednosti

Brokersko-dilersko društvo Senzal a.d. Beograd, u okviru svoje osnovne delatnosti obavlja poslove Agentu i Pokrovitelja kod distribucije hartija od vrednosti. U okviru ponude Senzala a.d. Beograd nalaze se različite vrste distribucije i različit obim poslova u okviru distribucije:¹⁰⁰ (1) akcija, putem javne ponude, (2) akcija, bez javne ponude, u skladu sa Zakonom, (3) akcija, konverzijom duga u akcije, (4) akcija, radi zamene nominalne vrednosti (homogenizacija), (5) akcija, radi zamene postojećih akcija prilikom statusnih promena društva, (6) varanta za kupovinu akcija ili obveznica, (7) drugih hartija od vrednosti.

¹⁰⁰ www.senzal.co.yu, septembar 2011. god.

ZAKLJUČAK

Berze i efikasan razvoj berze i berzanskih poslova ima blagotvoran uticaj na finansijsko i robno tržište, posebno na tržišta zemalja koja su u tranziciji i razvoju. Za berzanske poslove se može reći da su to ugovori o prodaji bezanskih materijala putem ovlašćenih lica, u okviru posebnog postupka čija pravila utvrđuje berza. Jedna od bitnih osobina ovih poslova je da se isključivo zaključuju preko berze kao posebnog organizovanog tržišta. Berzanski poslovi imaju određene osobenosti po kojima se razlikuju od ostalih ugovora o prodaji, a tiču se mesta zaključenja ugovora, vremena trgovanja, svojstava ugovornika, načina zaključenja i izvršenja ugovora.

Berza predstavlja uži oblik finansijskog tržišta koji se veže za određeno mesto, vreme, organizaciju i način funkcionisanja. Promet koji se obavlja na berzi naziva se berzanskim prometom. S pravom se može reći, da berza predstavlja mesto na kome se vrši kupovina ili prodaja određenih i tačno definisanih predmeta trgovine, po unapred utvrđenim pravilima. Ona predstavlja centralizovano finansijsko tržište na kome se formiraju cene finansijskih instrumenata (hartija od vrednosti) koje obuhvataju svu raspoloživu ponudu i tražnju. Berze su složene i veoma važne finansijske institucije bez kojih je nezamisliv finansijski sistem razvijenih tržišnih ekonomija, ali sve više i privreda zemalja u razvoju i tranziciji. One omogućavaju trgovinu hartijama od vrednosti, novcem i robom u raznim delovima sveta tako da predmet trgovine (standardizovan) nije fizički prisutan za vreme transakcije. Razvoj računarskih mreža omogućuje da se trguje sa drugih kontinenata tako da je lokacija sedišta berze sve manje bitna. Berze kao institucije imaju velik uticaj na razvoj celokupne privrede.

Za berzanske poslove se može reći da su to ugovori o prodaji bezanskih materijala putem ovlašćenih lica, u okviru posebnog postupka čija pravila utvrđuje berza. Jedna od bitnih karakteristika ovih poslova je da se isključivo zaključuju preko berze, kao posebnog organizovanog tržišta. Berzanski poslovi imaju određene osobenosti po kojima se razlikuju od ostalih ugovora o prodaji, a tiču se mesta zaključenja ugovora, vremena trgovanja, svojstava ugovornika, načina zaključenja i izvršenja ugovora.

Da bi berze mogle nesmetano funkcionisati, neophodno je formirati zvanični listing koji će obezbediti da se na tržištu akcija pojavljuju samo ona preduzeća koja budu ispunjavala strogo propisane kriterijume. To znatno olakšava situaciju nedovoljno obaveštenim i upućenim investitorima koji svoja "slobodna" novčana sredstva mogu da povere u sigurne i kompetente ruke. Bitno je naglasiti, da treba jačati i poslovni moral i sistem moralno – pravnih sankcija kao oblika autonomne zaštite berzi i berzanskog poslovanja od strane samih berzanskih učesnika. Prema objektivnosti, transparentnosti i delovanju tržišnih zakona, a posebno zakona ponude i tražnje, kao i zakona vrednosti, berza je pravo i najfinalnije tržište. Kao takvo, berza predstavlja najznačajnije tržište za sve bitnije aktore na svetskoj privrednoj sceni pa i za one iz zemalja u tranziciji.

Osnovne karakteristike finansijskog tržišta u Srbiji su slaba razvijenost, mali broj učesnika i mali broj instrumenata, što posledično uzrokuje nelikvidnost. Finansijsko tržište se ne može razviti kao izolovan projekat, baš kao što se odlučna reforma ne može obaviti bez

sveobuhvatnih stimulativnih mera koje se obavljaju po određenoj dinamici. Drugim rečima, razvoj finansijskog tržišta tesno je povezan, kako sa bazičnim reformama, tako i sa onim reformama koje se usko tiču ovog segmenta privrede.

Naravno, postoje i reforme koje su ključne za razvoj finansijskog tržišta. One obuhvataju propise koji se tiču berzanskog poslovanja, registre hartija od vrednosti, zakon o hartijama od vrednosti, propise koji se tiču bankarskog sektora, zakon o deviznom poslovanju, reformu penzionog sistema i zdravstvenog osiguranja, zaštita malih akcionara, regulisanje preuzimanja, sprečavanje primoravanja vlasnika na korišćenje određenih posrednika i slično.

Osnovni razlog gubljenja značajnih kompanija za tržište kapitala i berzu su odredbe starog Zakona o hartijama od vrednosti (deo o preuzimanju kompanija) jer su iste privatizovane preuzimanjem odnosno dogovorom, a da se njihove akcije nisu našle na berzi. Te akcije bi bile veoma značajne za veći zamah tržišta kapitala i privlačenje domaćih i stranih investitora.

Pojava privatnih penzionih fondova kao i osnivanje investicionih fondova pokazuje da i nbkuće i investicioni fondovi prisutni su na našem tržištu, što se ne bi moglo reći za naše u inostranstvu, posebno za zemlje u regionu. Beogradska berza omogućila je da svako ko želi, u svako doba može elektronskim putem da pregleda kompletnu ponudu akcija i obveznica. Problem je što naše kompanije ne ažuriraju podatke u svojim prospektima, neki su stari i po nekoliko godina, a to odbija moguće investitore.

Prema podacima Beogradske berze vidljivo je dosta napretka u odnosu na predhodne godine kao i dosta oborenih rekorda u poslovanju Beogradske berze. Poslednjeg trgovačkog dana 2009 .godine na Beogradskoj berzi, nastavljen je trend probijanja rekorda, jer je sa 29.12.2009. ukupna vrednost prometa premašila 100,6 milijardi dinara, odnosno 1,2 milijarde evra. Ova vrednost prometa predstavlja povećanje od 108% u odnosu na prethodnu godinu. Tome je najviše doprinelo trgovanje akcijama koje je ove godine povećano za 123% u odnosu na 2008. i iznosilo je 87,3 milijarde dinara, odnosno preko 1 milijarde evra, što predstavlja najveću istorijsku vrednost prometa ostvarenu u trgovanju ovim hartijama. Takođe, u trgovanju obveznicama Republike Srbije ostvareni promet od 13,3 milijarde dinara premašio je prošlogodišnju vrednost za 45%. Takođe su u 2009. godini BELEXfm i BELEX15 zabeležili rekordne rezultate.

Berza doprinosi povezivanju jedne zemlje sa svetom, njenom uključivanju u međunarodne tokove, što naravno pozitivno utiče na privlačenje stranog kapitala. Njena izgradnja takođe, pored ostalih uslova, važan je preduslov za stabilizaciju nacionalne ekonomije privrede i ostvarivanje promena u tranziciji. Razvoj berzanskog poslovanja zavisi od stvarnog obima hartija od vrednosti na tržištu. Neophodan je i određen nivo standarda, kulture, tradicije, sklonosti privrednih subjekata i građana ka trgovini na berzi, ali i zaštita berze i poslovanje na njoj putem državne intervencije i državnog nadzora, kao najefikasnije pravno zaštitnih instrumenata.

Literatura:

Knjige:

1. Babić dr Manojlo, Stavrić dr Božidar, Sekulović dr Bogdan: Organizacija preduzeća, KIZ "Centar", Beograd, 1996.
2. Čaušević dr Fikret: Finansijska globalizacija i ekonomski suverenitet, Filozofski fakultet Beograd, Beograd, 2004.
3. Ćirović dr Milutin: Bankarski menadžment, Ekonomski institut, Beograd, 1995.
4. Dugalić dr Veroljub, Štimac dr Milko: Osnove berzanskog poslovanja, Dereta, Beograd, 2006.
5. Dželetović dr Milenko: Finansijska tržišta, Beograd, 2006.
6. Erić dr Dejan: Menadžment hartija od vrednosti, Izdavački centar, Beograd, 2005.
7. Erić dr Dejan: Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja štampa, Beograd, 2003.
8. Frederik S. Mishin: Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd, 2006.
9. Ivanović dr Periša: Teorija novca i bankarstvo, Sremska Kamenica, 2008.
10. Jeremić dr Zoran: Finansijska tržišta, FFMO, Beograd, 2003.
11. Johnson W. Richard: Financial Management, Allyn and Bacon, Inc., Boston, 1972.
12. Kovačević dr Radovan: Fjučersi, opcije i terminski poslovi, Beograd, 1997.
13. Krasulja dr Dragan, Ivanišević dr Milorad: Poslovne finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, 2004.
14. Mićović dr Miodrag: Berzanski poslovi I hartije od vrednosti, Pravni fakultet, Kragujevac, 2003.
15. Purić dr Stevo: Finansijska tržišta, Beograd, 2004.
16. Petrović dr Evica, Denčić-Mihajlov dr Ksenija: Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Niš, Niš, 2007.
17. Pitić dr Goran, Petković dr Goran, Erić dr Dejan, Šoškić Mr Dejan, Milko Štimac: Berzanski pojmovnik, II izmenjeno i dopunjeno izdanje, Beogradska berza, 1996.
18. Radović dr Rajko, Panić dr Pajo, Starčević Mr Vitomir: Berzansko poslovanje, Srpsko udruženje menadžera Republike Srpske, Bijeljina, 2000.
19. Lorens J. Gitman: Principles of Managerial Finance, Harper and Row, Publishers, Inc., New York, 1976.
20. Savez računovođa i revizora Jugoslavije, Cilj i opšti principi revizije računovodstvenih izveštaja, Beograd, 1998.
21. Šoškić dr Dejan, Živković dr Boško: Finansijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet Beograd, 2006.
22. Tešić dr Milorad: Spoljnotrgovinsko poslovanje, Savremena administracija, Beograd, 1996.
23. Unković dr Milorad: Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.
24. Unković dr Milorad: Robne berze u zemlji i svetu, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.
25. Vasiljević dr Branko: Osnovi finansijskog tržišta, Zavet, Beograd, 2005.
26. Van Horne C. James: Finansijsko upravljanje i politika, Mate, Zagreb, 1997.

27. Vidaković dr Slobodan: Eksterna revizija finansijskih izveštaja, Fabus fakultet, Novi Sad, 2007.
28. Vidaković dr Slobodan: Finansijsko izveštavanje, Fabus fakultet, Novi Sad, 2005.
29. Vignjević dr Nada: Berzansko poslovanje za menadžere, Europress, Beograd, 2004.
30. Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Finansijska tržišta i berze, "Proleter" ad Bečej, Ekonomski fakultete Subotica, NUBL Banja Luka, Čigoja Beograd, 2009.
31. Vunjak dr Nenad: Finansijski menadžment (poslovne finansije), "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, "UNIREKS" A.D. Podgorica, Subotica, 2005.
32. Vunjak dr Nenad, Kovačević dr Ljubomir: Bankarstvo (bankarski menadžment), "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Subotica, 2006.
33. Vunjak dr Nenad, Čurčić dr Uroš, Kovačević dr Ljubomir: Korporativno i investiciono bankarstvo, "Proleter" a.d. Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, BLC Banja Luka Colege, Subotica, 2008.
34. Zdravković dr Dušan, Ristić dr Žarko, Komazec dr Slobodan, Živković dr Aleksandar: Finansijska tržišta i berze, EF Niš, 1998.
35. Zebić Milorad: O berzama i posebno o Beogradskoj berzi, Beograd, 1990.
36. Živković dr Aleksandar, Stankić dr Rade: Bankarsko poslovanje i platni promet, Beograd, 2007.

Časopisi, zbornici, publikacije:

1. Komisija za hartije od vrednosti(1998), Finansijska tržišta, Beograd
2. Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze a.d. Beograd(2008), broj: 04-2-2153/08, od 09.07. god.
3. Pravila poslovanja Beogradske berze a.d.(2008), Beograd, broj: 04-2-1020-1/08, od 31.03.2008. god.
4. Privredni savetnik(2006), Beograd
5. Registar propisa, dodatak privrednom savetniku(2006), Beograd
6. Službenik glasnik(2006) RS, Beograd
7. Ružica Mrdaković-Cvetković, Dragan Mihajlović, Povlačenje stranih investitora sa finansijskih tržišta Srbije, članak, www.nspm.rs
8. Slović dr Slobodan, Teorija investiranja, www.scribd.com
9. Zbornik radova(1994): Finansijsko tržište u periodu tranzicije, Jovanović N., Pravni režim berzanskog sastanka, Beograd

E- Izvori:

1. www.ab-invest.com, septembar 2011. god.
2. www.belekomakcije.rs, septembar 2011. god.
3. www.b92.net, septembar 2011. god.
4. www.bondsonline.com, septembar 2011. god.
5. www.belex.rs, novembar 2010. god. god.
6. www.crhov.co.yu, septembar 2010. god.
7. www.capital.ba, septembar 2011. god.
8. www.danas.co.yu, septembar 2010. god.
9. www.emagazin, septembar 2010. god.
10. www.ekonomist.co.yu, novembar 2010. god.
11. www.foi.hr, septembar 2011. god.
12. www.forum.ftn.uns.ac.rs, septembar 2011. god.
13. www.ilirika.co.yu, septembar 2011. god.
14. www.link-elearning.com, septembar 2011. god.
15. www.jedinstveni-sindikato.org.rs, juni 2010. god.
16. www.mojnovac.rs, septembar 2011. god.
17. www.montenegroberza.com, septembar 2011. god.
18. www.mpriv.sr.gov.yu, septembar 2010. god.
19. www.naslovi, septembar 2010. god.
20. www.nbs.yu, novembar 2010. god.
21. www.nspm.rs, januar 2011. god.
22. www.proberza.com, novembar 2010. god.
23. www.politika, novembar 2010. god.
24. www.poduzetnik.info/index.php/hr/januar 2011. god.
25. www.telekomakcije.rs, septembar 2011. god.
26. www.senzal.co.yu, septembar 2011. god.
27. www.sinteza.net, septembar 2011. god.
28. www.scribd.com, septembar 2011. god.
29. www.sase.ba, septembar 2011. god.
30. www.100megsfree.com, septembar 2011. god.