

Универзитет у Крагујевцу
Факултет инжењерских наука Универзитета у Крагујевцу



Јелица М. Трунић

БЕРЗЕ И БЕРЗАНСКО ПОСЛОВАЊЕ

- мастер рад -

Крагујевац, 2013.

Име кандидата:	Јелица М. Трунић
Број индекса:	619/2012
Студијски програм:	Инжењерски менаџмент
Ниво студија:	Мастер академске студије
Модул:	Инжењерски менаџмент
Предмет:	Инжењерска економија
Назив мастер рада:	БЕРЗЕ И БЕРЗАНСКО ПОСЛОВАЊЕ
Ментор:	Др Рајко Чукић, редовни професор

У оквиру овог мастер рада кандидат треба да прикаже функционисање савременог финансијског тржишта, посебно берзе као облика финансијског тржишта. Неопходно је да укаже на значај, функцију и принципе берзе. У оквиру берзанског пословања објаснити берзанске инструменте као предмете трговања, посебно акције и обвезнице.

Кандидат треба да обухвати пословање Београдске берзе ради сагледавања развијености тржишта капитала у Србији.

Препоручена литература:

- [1] Живковић Б., Шошкић Д. (2008): Финансијска тржишта, Економски факултет, Београд
- [2] Ћировић М., (2007): Финансијска тржишта, Београд
- [3] Унковић М., Милосављевић М., Станишић Н., (2010): Савремено берзанско и електронско пословање, Београд

Крагујевац, 23.09.2013

Ментор:
Проф. др Рајко Чукић

БЕРЗЕ И БЕРЗАНСКО ПОСЛОВАЊЕ

Апстракт: У свим развијеним економским земљама, берзе представљају веома битан део друштва. На берзама се тргује скоро најбитнијим артиклима. Берзе врше велики утицај како на локална тржишта тако и на глобалну економију. Кроз приказ функционисања берзе као организованог тржишта капитала, ближе је одређен значај и улога берзанског пословања. Београдска берза представља историјски гледано и данас основни покретач развоја тржишта капитала у Србији. Економска кретања и стање економије у Републици Србији огледа се, у највећој мери, управо на Београдској берзи.

Кључне речи: Финансијско тржиште, пословање берзе, акције, обвезнице, Београдска берза

STOCK MARKETS AND STOCK MARKET BUSINESS

Abstract: In all developed countries, the market for stock exchange represents the important part of the society. One can trade with almost all financial instruments on stock market. Stock markets have a big impact on local markets and on global economy. Through the display of the stock market as organized capital market, the importance and role of the stock market business is closely defined. From a historical view, Belgrade Stock Exchange represents the main driver of the development of the capital market in Serbia. Economic trends and economic situation is reflected, for the most part, right on Belgrade Stock Exchange.

Keywords: Financial markets, stock market business, stocks, bonds, Belgrade Stock Exchange



САДРЖАЈ

УВОД	6
1. ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА	8
1.1. Појам и улога финансијских тржишта	8
1.2. Подела финансијских тржишта	10
2. ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ЧИНИОЦИ НА ТРЖИШТУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ	13
2.1. Централни регистар хартија од вредности	13
2.2. Комисија за хартије од вредности Републике Србије	15
3. БЕРЗА КАО ОБЛИК ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА	17
3.1. Појам, генеза и развој берзе	17
3.2. Значај берзе као тржишне институције	21
3.2.1. Значај и користи од постојања берзи	21
3.2.2. Надлежности и организација берзе	23
3.3. Принцип рада берзе	24
3.4. Берзански послови	25
3.5. Статус оснивача и функција трговаца на берзи	26
3.6. Центар заједничког пословања	27
3.7. Контрола трговања	27
3.8. Послови на реч	27
3.9. Спонтаност настанка	28
3.10. Усклађеност са окружењем	28
3.11. Држава и берза	28
3.12. Поверење међу играчима	29
3.13. Сигурност пословања	29
3.14. Шпекулативне операције	30
3.15. Манипулације на берзи	30
3.16. Престанак рада берзе	32
4. ФУНКЦИЈЕ БЕРЗЕ	32
4.1. Пријем предмета трговања на листинг	33
4.2. Трговање на берзи	34
4.3. Клиринг и салдирање	35
4.4. Информисање о берзанском пословању	36
5. БЕРЗАНСКИ ПОСЛОВИ	37
5.1. Карактеристике берзанских послова	38
5.2. Врсте берзанских послова	39



5.2.1. Критеријуми за поделу берзанских послова	39
5.2.2. Промптни послови	40
5.2.3. Термински послови.....	40
5.3. Учесници берзанског пословања.....	41
6. ПРЕДМЕТ ТРГОВАЊА НА ФИНАНСИЈСКОЈ БЕРЗИ	43
6.1. Основна обележја хартија од вредности (облик и емитент)	44
6.2. Хартије од вредности као тржишни материјал на финансијској берзи	45
6.2.1. Акције	46
6.2.1.1. Права акционара-власника обичних акција	47
6.2.1.2. Основни типови вредности акција.....	48
6.2.2. Обвезнице	49
7. БЕОГРАДСКА БЕРЗА	51
7.1. Историјат Београдске берзе	51
7.2. Организациона структура Београдске берзе.....	55
7.2.1.Скупштина.....	55
7.2.2. Управни одбор	57
7.2.3. Заступници Берзе	57
7.2.4. Комисије	57
7.3. Акционари Београдске берзе	58
7.4. Предмет пословања Београдске берзе.....	59
7.5. Стицање чланства на Београдској берзи.....	60
7.6. Трговање на Београдској берзи.....	63
7.7. Тржишта Београдске берзе.....	66
7.8. Промет на Београдској берзи	68
7.9. Индекси и индикатори Београдске берзе.....	72
7.9.1. BELEX15.....	72
7.9.2. BELEXline.....	74
7.9.3. BELEXsentiment	75
7.9.4 Учешће страних инвеститора у промету на Београдској берзи.....	77
ЗАКЉУЧАК.....	78
Литература:	80



УВОД

Финансијски систем је један од најважнијих делова (подсистема) привредног система сваке земље. Он је одређен стањем политичких односа, карактером власништва, степеном привредног и укупног друштвеног развоја и низом других фактора. Финансијски систем чине већи број финансијских институција и учесника (централна банка, пословне банке, штедионице, штедно- кредитне асоцијације, пензиони фондови, инвестициони фондови, осигуравајућа друштва, посредничке организације и сл.) и финансијских инструмената (инструменти дуга, власнички инструменти, деривати-изведени инструменти). Путем финансијског система и његових елемената обезбеђују се слободна новчана средства и њихово улагање у токове репродукције. Најважнији елементи финансијског система су: (1) финансијска тржишта, (2) финансијске институције и (3) финансијски инструменти.

Финансијско тржиште се може срести у два основна облика. Први је ужи облик и везан је за одређено место, време, организацију и начин функционисања. Овај облик финансијског тржишта се назива берза, док се промет који се на њему обавља назива берзанским прометом. Шире схватање финансијског тржишта је везано за сва друга места ван берзе и односи се на понуду и тражњу различитих финансијских инструмената, обављање финансијских послова и закључивање финансијских трансакција. Промет на оваквом тржишту се назива ванберзански промет.

Берза представља место где се врши куповина или продаја одређених, тачно дефинисаних, предмета трговине по унапред утврђеним правилима. Берза је централизовано финансијско тржиште, јер се на њој формирају цене финансијских инструмената које обухватају сву расположиву понуду и тражњу. Берзе су сада веома сложене институције без којих се не може ни замислити финансијски систем у привреди развијене земље, а све више ни у привредама земаља у транзицији. Оне омогућавају трговину хартијама од вредности, новцем и робом у разним деловима света тако да предмет трговине (стандардизован) није физички присутан за време трансакције. Развој рачунарских мрежа омогућује да се тргује са других континената тако да је локација седишта берзе све мање битна. Берзе као институције имају велик утицај на развој целокупне привреде.

Динамичне промене у финансијским системима широм света утицале су на динамичан развој финансијских тржишта. Развијеност финансијског тржишта, његова стабилност, динамика и дубина релевантни су показатељи развијености сваке националне привреде, као и спремности њеног укључивања у савремене светске економске токове. Динамичан развој финансијских тржишта је условио је развој берзе, као облика финансијског тржишта, и наметнуо потребу за развојем берзанског пословања.

Треба истаћи, да су берзе у свом развоју прешле дуг пут. Еволуција трговине кроз миленијуме људске историје резултирала је појавом берзе као институционално најсавршенијег облика ове делатности. Чињеница је да је много времена морало да прође до појаве првих берзи. То с једне стране показује, да је у устројство и



организацију берзе инкорпорирано знање и искуство хиљада генерација трговаца, а са друге стране да је и сама људска свест морала да еволуира до нивоа прихватљивости строго утврђених модела понашања које подразумева берзанско пословање.

Предмет истраживања овог рада јесте берза као тржишна институција. У истраживању ће се указати на значај берзе, као изузетно сложене институције која чини саставни део финансијског система у привреди сваке развијене земље. Такође, кроз истраживање ће се настојати истражити развој берзе и берзанског пословања у Србији. Истраживање ће се базирати на квалитетном приступу свим активностима које су на берзи значајне, а све у циљу унапређења познавања рада и функционисања берзе, као предуслова унапређењу економског просперитета сваке развијене привреде. С тим у вези, посебно ће се истражити и део финансијских инструменти који су предмет трговања на финансијској берзи.

Значај истраживања у овом мастер раду се огледа у ближем разумевању могућности које берза пружа, као значајна финансијска институција, уколико се интергише у привредну структуру једне земље.

Научни циљ истраживања овог мастер рада јесте научна дескрипција елемената, анализа и разумевање берзанског пословања. Односно, његов значај за развој и унапређење привреде развијених тржишних економија, као и земаља у транзицији, и позитивни ефекти који проистичу из предности коришћења берзе.

Уколико би се направила компарација традиционалног берзанског пословања са данашњим унапређењем рада берзи преко рачунарских мрежа основне разлике би се испољиле у брзини којом се корисници повезују и врше трговину, величини тржишта које је расположиво у сваком тренутку, а самим тим и на уштеди коју овај вид пословања омогућава.

Друштвени циљ истраживања се огледа у пружању адекватних информација и знања појединцима, групама и организацијама који желе да се баве берзанским пословањем. Циљ истраживања је да утврди да су берзе незаобилазне институције у креирању савремених економских и финансијских токова развијених тржишних земаља, као и земаља у транзицији.

Полазећи од циља истраживања, који се односи на: истраживање, анализу и пројекцију теоријске и практичне димензије берзе и берзанског пословања, мастер рад је конципиран из седам међусобно зависних (везаних) делова. У првом делу смо укратко обрадили појам, улогу и поделу финансијског тржишта. Институционалне чиниоце на тржишту хартија од вредности који играју важну улогу у развоју финансијског тржишта описали смо у другом делу рада. У наредном делу рада у краћим цртама обрађени појам, генеза и развој берзе. Указано је на значај берзе као тржишне институције, те су у краћим цртама детерминисане карактеристике и врсте берзи, са освртом на њене функције и учеснике берзанског пословања.

Полазећи од улоге и значаја финансијских инструмената, у шестом делу рада су идентификовани и дефинисани финансијски инструменти, као предмети трговања на финансијској берзи. Првенствено је указано на основна обележја хартија од вредности, са становишта њиховог облика и издаваоца (емитента). Посебо су дефинисани улога и значај хартија од вредности као тржишни материјал на финансијској берзи. С тим у



вези, истраживане су акције као корпорацијски, односно власнички финансијски инструменти. Извршена је њихова подела и указано на основне карактеристике ове врсте хартија од вредности. Такође су обрађени дужнички финансијски инструменти (обвезнице) и истраживани сви њихови битни облици и карактеристике.

У седмом делу рада је истраживано трговање на домицилној Београдској берзи. У краћим цртама је указано на историјат Београдске берзе, њену организациону структуру, као и предмет пословања. Посебна пажња је посвећена индексима Београдске берзе са свим њиховим основним обележјима и карактеристикама.

У закључном делу рада истакнуте су кључне констатације, које су проистекле из укупног истраживања у овом мастер раду, а исте потврђују постављену хипотезу и постављене циљеве истраживања.

1. ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА

1.1. Појам и улога финансијских тржишта

Финансијска тржишта представљају механизам за усмеравање средстава од привредних субјеката који поседују вишкове, ка онима који имају мањак тих средстава и која им недостају за обављање одређених пословних активности. Традиционална претпоставка је да је становништво највећи зајмодавац а привреда највећи зајмопримац. Веза између њих и трансфер обављају се директно и индиректно.

Код директног финансирања зајмопримци позајмљују средства директно од зајмодавца тако што им продају хартије од вредности (финансијске инструменте) на основу којих стричу право да у будућности потражују приход или средства зајмопримца.

Код индиректног финансирања између зајмодавца и зајмопримца појављују се финансијски посредници.

Финансијско тржиште у ширем смислу обухватају финансијску активу-имовину и само тржиште на коме се тргује овом активом.

Основне функције финансијског тржишта:

- механизам за одређивање цене финансијске активе;
- обезбеђење ликвидности имовине;
- ефикаснији промет уз мање трошкове;
- реалокација средстава.

Финансијско тржиште у ужем смислу представља организационо место на коме се сусрећу понуда и тражња за различитим облицима финансијских инструмената.

Финансијско тржиште треба да приближи власнике новца и капитала и инвеститоре који ће тај капитал (уз одговарајућу цену) прихватити и рационално инвестирати.



Током процеса ствара се неравнотежа између штедње и процеса инвестирања. Та неравнотежа се може смањити на више начина:¹

- алокацијом штедње преко буџета;
- алокацијом преко пословних фондова;
- алокацијом преко банкарског система;
- повезивање штедње, капитала и девиза врши се финансирање тржишта на коме се штедња претвара у инвестиције.

Преко финансијских тржишта привредни субјекти долазе до неопходних средстава за финансирање свог пословања. Она знатно олакшавају повезивање субјеката који располажу вишковима финансијских средстава и субјекте којима та средства недостају, тиме повезују инвестиције и штедњу. Финансијска тржишта су такође веома значајан фактор укупног економског и привредног система у земљама са развијеном тржишном привредом.

На њима се одражавају сва збивања у реалним токовима друштвене репродукције.

Финансијско тржиште, у основи чине кредитно и тржиште хартија од вредности при чему развој и брзина раста привреде зависи од развијености тржишта хартија од вредности. У савременим условима најбржи развој бележи тржиште дужничких и хибридних хартија од вредности омогућава снижење ризика и максимизирање профита различитих учесника.

Ефикасна финансијска тржишта су кључни фактор јачања привредног развоја, док неефикасна тржишта представљају један од разлога због којих многе државе широм света и даље изузетно сиромашне.²

Пет основних карактеристика савремених финансијских тржишта су:³

Интернационализација и глобализација финансијских тржишта представља једну од основних карактеристика савремених финансијских тржишта. Развој савременог финансијског тржишта условљен је развојем конкуренције, који води сталном креирању нових финансијских инструмената, ширењу тржишта као и његовој глобализацији.

Иновације на финансијском тржишту могу се поделити на иновације производа, процеса и организације. Иновације производа односе се на стварање нових финансијских инструмената.

Финансијски инструменти представљају одраз промена у окружењу и њихов утицај на промене на финансијском тржишту.

Иновације у процесима односе се на процедуру пословања на финансијском тржишту, инфраструктуру тржишта као и коришћење компјутерске технологије и

¹ Samuelson P. A . (2000): *Economics*, XXIV izd., McGraw-Hill, str. 520

² Miskin S. F. (2006): *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Колумбија Университу, превод, Дата статус, Београд, стр. 3.

³ Ерић Д. (2003): *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд, стр. 105.



комуникација. Подразумевају електронски пренос података који омогућава континуирану трговину и аутоматизовано салдирање операција.

Иновације у организацији садржане су у креирању нових институција на тржишту као што су инвестиционе компаније чија делатност доводи до нових производа и процеса.

Дерегулациони токови разликују се између земаља, а заједничка карактеристика је смањење улоге државе у регулисању финансијских тржишта. Поцеси дерегулације почели су ткз. Великом праксом на лондонском финансијском тржишту (којом је омогућена демонополизација тржишта, равноправни приступ тржишту различитих финансијских институција, уз укидање финансијских провизија за трговину).

Значајни резултати дерегулационих токова су велике структурне промене у пословању финансијских институција. На тај начин је дошло и до развоја две врсте банкарства: класичног-комерцијалног и инвестиционог.

Улога техничко-технолошких иновација у развоју берзи и финансијских тржишта одувек је била јако велика. Она је омогућила брз пренос информација, података налога трговања њихов клиринг и салдирање. Данас је уз помоћ савремене технологије могуће непрекидно пратити трансакције и обављати трговину 24 часа дневно на финансијским тржиштима широм света.

Секјуритизација представља сложен процес у коме се врши комбиновање индивидуалних кредита и инструмената дуга како би се креирала једна или више хартија од вредности. Тиме се мења њихов кредитни статус а касније се износе на тржиште ради продаје трећим лицима.

Секјуритизација је значајна јер представља мобилисање кредитних потраживања банке путем хартија од вредности. Ове хартије од вредности имају рокове доспећа оригиналних кредита, а отплата прихода инвеститору врши се из прихода које банка има на основу датог кредита.

На тај начин се за банку смањује ризик ликвидности и ризик каматне стопе. Смањен је и кредитни ризик за инвеститора јер банка врши оцену кредитне способности дужника а својом гаранцијом обезбеђује отплату прихода инвеститору.

1.2. Подела финансијских тржишта

Постоји већи број критеријума за поделу финансијских тржишта:

Према року доспећа финансијске активе којом се тргује на финансијским тржиштима разликујемо:

- Тржиште новца (краткорочно тржиште) је сегмент финансијских тржишта за краткорочне облике финансијске активе где се тргује жиралним новцем и хартијама од вредности са роком доспећа краћим од годину дана.
- Тржиште капитала (дугорочно тржиште) је сегмент финансијских тржишта на коме се тргује финансијском активом са роком доспећа дужим од једне године.



На овим тржишту се тргује дугорочним хартијама од вредности, инструментима дуга и власничким инструментима.

Полазећи од места на коме се трансакције обављају и подручја која покривају, финансијска тржишта се могу поделити на:

- Локална тржишта односе се на уже подручје једне земље.
- Национална тржишта (домаћа тржишта) односе се на целу земљу.
- Међународна тржишта (екстерна) односе се на више земаља па се и емитовање хартија од вредности врши у више земаља.

Са аспекта природе права која се налазе у основи финансијских инструмената којим се тргује, разликује се:

- тржишта инструмената дуга;
- тржишта власничких инструмената;
- тржишта изведених хартија од вредности.

На тржишту инструмената дуга тргује се инструментима дуга који представљају облик хартија од вредности којима се уобличавају дужничко-поверилачки односи, односно кредитни односи.

Ту спадају различите хартије од вредности: обвезнице, записи, сертификати којима се врши кредитирање пословања.

Емисијом ових хартија од вредности емитент прикупља средства за своје финансирање, јер купци таквих хартија од вредности постају кредитори и налазе се у улози коју има банка код директног кредитирања.

На тржишту власничких инструмената тргује се акцијама и деоницама. Купци ових хартија од вредности не постају кредитори, као код куповине инструмената дуга већ постају власници дела активе и будућих прихода емитената.

Тржиште изведених хартија од вредности (деривативна тржишта) настала су развојем изведених хартија од вредности, односно финансијских деривата. Ове хартије од вредности се називају изведеним зато што њихова вредност зависи од вредности неке друге активе која се налази у њиховој основи. Та друга актива може бити роба, основне хартије од вредности, каматна стопа, девизни курс.

Полазећи од времена плаћања и испоруке финансијске активе разликују се:

- Промптна тржишта на којима се послови и трансакције одмах реализују- испорука финансијске активе и плаћање врше се одмах по закључењу посла.
- Терминска тржишта на којима се ствара споразум између учесника да реализују одређене трансакције у будућности.

Полазећи од емисије хартија од вредности, од природе трансакције разликују се:

- Примарна тржишта на којима се врши примарна емисија хартија од вредности.

Купци купују ново емитоване хартије од вредности и постају њени први власници. Купац у овом случају има положај инвеститора, јер куповина за њега значи



инвестицију, с обзиром да од купљене хартије од вредности очекује приходе веће од улагања које је имао при куповини хартије од вредности. На њима се обавља препродаја, односно друга и наредна трансакција. Ова тржишта обезбеђују ликвидност финансијске активе а тиме и ликвидност привредним субјектима.

- Секундарно тржиште обухвата све касније купопродаје већ емитованог финансијског инструмента и представља даљи живот хартије од вредности са којим, сем својим обавеза према власнику хартија од вредности, оригинални емитент нема директне везе.⁴

Са аспекта промета разликују се:

- Берзански промет који проистиче из послова и трансакција које се обављају на берзи.
- Ванберзански промет значи да се трансакције могу обављати и на другим местима осим берзе. Та друга места могу бити при берзи, посредством банака, помоћу информационих система.

Имајући у виду организациону структуру, финансијска тржишта могу бити:

- Аукциона финансијска тржишта која послују на принципима аукције, односно купац постаје онај субјект који понуди највећу цену.
- Посредничка финансијска тржишта су тржишта на којима се послови и трансакције обављају преко овлашћених посредника, најчешће брокера и дилера.

Посебан облик финансијског тржишта организује се преко шалтера, што представља вид тражње преко информационе и компјутерске технологије.

С обзиром да постоје директни и интермедијарни финансијски токови, постоји и подела финансијских тржишта на:

Директна финансијска тржишта на којима се обавља куповина и продаја, како примарна тако и секундарна, само финансијских инструмената које су издале дефицитне економске јединице, без обзира да ли су у њих укључени дилери или брокери. У директна финансијска тржишта спада и примарна и секундарна купопродаја акција предузећа, обвезница државе и предузећа, комерцијалних записа предузећа.

Интермедијарна тржишта су тржишта на којима се купују и продају финансијски инструменти које су издале интермедијарне финансијске институције-банке, пензиони фондови, осигуравајућа друштва, инвестиционе компаније. У интермедијарна тржишта спада и купопродаја депозита, депозитних сертификата и благајничких записа банака, полиса осигурања, обвезница и акција институционалних инвеститора.

У зависности од степена организованости места на којима се финансијско-тржишне операције остварују разликују се:

⁴ Живковић Б., Шошкић Д..(2008): Финансијска тржишта, Економски факултет, Београд, стр. 43.



- Организована (институционализована) тржишта која постоје када се финансијско-тржишне операције остварују на организованим местима као што су берзе, по строго регулисаној процедури уз физичко присуство актера или њихових представника.
- Слободна (неинституционализована) тржишта постоје када се финансијски инструменти купују и продају по много мање формализованој процедури и на мање организованим местима.

Полазећи од финансијске активе разликује се пет основних сегмената финансијских тржишта:

- тржиште новца,
- тржиште капитала,
- девизно тржиште,
- хипотекарно и
- тржиште финансијских деривата.

2. ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ЧИНИОЦИ НА ТРЖИШТУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ

2.1. Централни регистар хартија од вредности

Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности А.Д. Београд (Централни регистар) почео је да ради 19. новембра 2001. године, у време емитовања обвезница СР Југославије, издатих за измирење обавеза по основу девизне штедње грађана. Основан је као организациони део Народне банке Србије, а после усвајања Закона о тржишту хартија од вредности извршена је трансформација и од 10. децембра 2003. године ради као самостална институција.

Према Закону, Централни регистар је основан као акционарско друштво (новчани део основног капитала Централног регистра не може бити мањи од 50.000 ЕУР – у динарској противвредности, а предвиђено је да најмање 51% акција Централног регистра буде у власништву државе (Тренутно је Централни регистар потпуно у својини државе).

Централни регистар је основан ради унапређења развоја финансијског тржишта у Србији. Послови су:

1. Вођење регистра финансијских инструмената
2. Вођење евиденције о финансијским инструментима на рачунима издавалаца
3. Вођење и евиденција чланова Централног регистра и њихових клијената
4. Упис права трећих лица на финансијским инструментима
5. Чување електронске евиденције о финансијским инструментима и чување материјализованих хартија од вредности



6. Вођење новчаних рачуна чланова Централног регистра, укључујући послове у вези са плаћањем и другим приносима на финансијске инструменте
7. Укњижавање власништва над материјализованим хартијама од вредности у дематеријализованој форми
8. Клиринг и салдирање на основу закључених трансакција са финансијским инструментима и утврђивање стања обавеза и потраживања чланова Централног регистра и њихових клијената након измирења међусобних обавеза и потраживања
9. Пренос финансијских инструмената на рачуне чланова Централног регистра
10. Утврђивање и додела једнообразног идентификационог броја финансијских инструмената
11. Вођење шифарника врста финансијских инструмената
12. Послове у вези са корпоративним радњама издавалаца финансијских инструмената
13. Послове депоновања акција у вези са преузимањем акционарских друштава
14. Обрачунавање пореза на пренос финансијских инструмената, у складу са законом
15. Учествовање у међународним организацијама које се баве пословима регистрације, клиринга и салдирања, као и сарадње са тим организацијама
16. Друге послове у вези са финансијским инструментима, укључујући активности чије је обављање неопходно ради вршења послова из његове делатности.

У Централном регистру се отварају и воде следећи рачуни:

1. Рачуни хартија од вредности чланова Централног регистра
2. Рачуни депонованих хартија од вредности
3. Емисиони рачуни

У Централном регистру се отварају и воде новчани рачуни чланова Централног регистра и рачуни гарантних фондова. Новчане рачуне Централног регистра отвара и води Народна банка Србије.

Централни регистар хартија од вредности је клириншка кућа која својим члановима и њиховим клијентима обезбеђује сигурно салдирање закључених послова са хартијама од вредности. Није могуће прекњижавање хартија од вредности са рачуна купца, а да нису средства пренета са рачуна купца на рачун продавца.

Салдирање је у динарима за купопродајне трансакције акцијама, док продавац обвезница девизне штедње добија евре три дана после продаје истих обвезница на берзи.

О регистрацији, клирингу и салдирању хартија од вредности, као и другим чињеницама значајним за организовано тржиште хартија од вредности, Централни регистар подноси извештај Комисији за хартије од вредности. Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности примењује важеће међународне стандарде, како код регистрације хартија од вредности, евидентирања власништва, тако и код клиринга и салдирања трансакција хартија од вредности закључених на берзи или ван берзе (OTC trading). Ови стандарди се такође односе и на истовремену испоруку са плаћањем (DPV), салдирање у реалном веремењу (Real Time Settlement), котрљајући систем



салдирања (T+3 rolling settlement system), као и управљање ризиком (Risk Management). Централни регистар евидентира све емитоване хартије од вредности на територији Републике Србије (обвезнице РС, благајнички записи НБС, записи Трезора РС, обвезнице правних лица, акције), што значи да испуњава међународни услов постојања јединственог регистра за све емитоване хартије од вредности на локалној територији.

2.2. Комисија за хартије од вредности Републике Србије

Комисија за хартије од вредности Републике Србије је правно лице, независна и самостална организација Републике Србије, која за обављање својих послова одговара Народној скупштини Републике Србије (*"Службени гласник РС"*, бр. 31/2011). Комисија доноси статут, којим уређује своје надлежности, као и организацију и начин обављања послова из тих надлежности, права, обавезе и одговорности чланова, председника и секретара Комисије, права и обавезе осталих запослених, начин обезбеђења средстава за рад, начин доношења општих и појединачних аката и друга питања значајна за рад Комисије. Сагласност на статут Комисије даје Народна скупштина Републике Србије. Ради спровођења и извршавања послова, Комисија доноси правилнике, упутства и друге документе. Комисија може давати мишљења, као и друге облике јавних саопштења, када је то потребно ради примене и спровођења закона или акта Комисије.

Комисија има пет чланова, укључујући и председника Комисије. Председника и чланове Комисије бира и разрешава Народна скупштина Републике Србије на предлог надлежног радног тела за послове финансија Народне скупштине Републике Србије. Комисију представља председник, који руководи њеним радом. Председник и чланови Комисије бирају се на пет година.

Средства за рад Комисије обезбеђују се из накнада које се, у складу с правилником о тарифи, наплаћују за обављање послова из њене надлежности, као и из других извора, у складу са законом. Из прихода које оствари издвајају се средства за резерве Комисије. Вишак расхода над приходима Комисија покрива из својих резерви, а ако та средства нису довољна из буџета Републике. Вишак годишњих прихода над расходима уплаћује се у буџет Републике.

Комисија подноси годишњи извештај Народној скупштини Републике Србије, у року од четири месеца од завршетка пословне године. Комисија једном у шест месеци информисе Владу Републике Србије (а) о свом раду (*овај Извештај о раду Комисије*) и (б) кретањима на тржишту капитала (*Извештај о кретањима на тржишту капитала*).

Комисија одлучује на седницама, које води председник Комисије или члан кога он овласти. Три члана Комисије чине кворум. Председник, чланови и запослени у Комисији при доношењу одлука не могу довести у питање своју самосталност, као ни самосталност Комисије. Забрањено је сваком лицу, органу или организацији да предузима било коју радњу којом утиче на самосталност у раду и одлучивању Комисије или било ког њеног члана, осим права таквог лица, органа или организације да наступа и да буде саслушана од стране Комисије, а у складу са актима Комисије. Забрањено је



сваком лицу, органу или организацији да предузима послове који су законом предвиђени као надлежност Комисије, осим ако законом није друкчије одређено.

Надлежности и овлашћења Комисије за хартије од вредности регулисани су:

1. Законом о тржишту капитала;
2. Законом о преузимању акционарских друштава и
3. Законом о инвестиционим фондовима.

Комисија, у оквиру својих надлежности и у складу са одредбама закона, надлежна је да:

- 1) доноси подзаконска и остала акта за спровођење закона;
- 2) одобрава објављивање проспекта за јавну понуду и укључење финансијских инструмената у трговање;
- 3) одобрава понуде и укључење финансијских инструмената у трговање који су изузети од обавезе објављивања проспекта, а одобрење Комисије је неопходно ;
- 4) одобрава физичким и правним лицима статус квалификованих инвеститора;
- 5) даје дозволу за обављање делатности инвестиционим друштвима, дозволу за рад организатору тржишта, одбија захтев за давање дозволе, привремено или трајно одузима дозволе;
- 6) даје дозволу организатору Фонда и сагласност на општа акта Фонда и измене тих општих аката;
- 7) одобрава измене општих аката, стицање квалификованог учешћа, даје претходну сагласност на именовање чланова управе организатора тржишта, инвестиционих друштава и Централног регистра;
- 8) организује наставу и полагање испита и издаје дозволу за обављање послова брокера, портфолио менаџера и инвестиционог саветника;
- 9) регулише, врши надзор и прати:
 - (1) послове издаваоца и јавних друштава;
 - (2) извршавање обавезе извештавања издавалаца и учесника на регулисаном тржишту, односно МТП;
 - (3) пословање лица из тачке 5) овог става, укључујући и лица која поседују квалификовано учешће, чланове управе и друге запослене код тих лица;
 - (4) пословање Централног регистра, лица са квалификованим учешћем, чланове управе и запослене у Централном регистру;
 - (5) секундарно трговање финансијским инструментима у Републици, без обзира на то да ли се такво трговање врши на регулисаном тржишту, односно МТП или ван њих;
 - (6) пословање Фонда, организатора Фонда и чланове Фонда;
- 10) прати усклађеност са одредбама и повреду одредаба закона, аката Комисије из члана 241. закона и општих аката организатора тржишта, инвестиционих друштава и Централног регистра;



- 11) организује, предузима и контролише спровођење мера и санкција којима се обезбеђује законито, правично, уређено и ефикасно функционисање регулисаног тржишта, односно МТП, а у циљу спречавања поремећаја на тржишту и заштите инвеститора;
- 12) води регистре;
- 13) сарађује и закључује споразуме са међународним организацијама, страним регулаторним органима и другим домаћим, односно страним органима и организацијама ради пружања правне помоћи, размене информација и у другим случајевима кад за тим постоји потреба;
- 14) саставља извештаје и даје информације о регулисаном тржишту, односно МТП;
- 15) унапређује едукацију инвеститора;
- 16) издаје дозволе и доноси подзаконска акта у вези са издавањем дозвола, регулисањем и надзором агенција које се баве проценом кредитног ризика у Републици;
- 17) врши надзор, предузима и контролише спровођење мера и санкција у вези са применом закона којим се уређује преузимање акционарских друштава, закона којим се регулише пословање инвестиционих фондова и закона којим се регулише спречавање прања новца и финансирања тероризма;
- 18) обавља и друге послове утврђене овим и другим законом.

Из претходног се може сагледати да су одговорности и овлашћења Комисије многобројне и широко дефинисане. Њене функције су усмерене ка заштити интереса инвеститора, обезбеђењу ефикасног и поштеног тржишта и смањењу системског ризика. Нарочито је изражена њена надзорна и заштитна функција која јој је дата правом да покреће спорове у циљу заштите инвеститора, што је значајна новина у односу на претходну регулативу. Постојећа дефиниција овлашћења Комисије у основи задовољава принципе Међународне организације комисије за хартије од вредности (IOSCO) који се односе на овлашћења регулаторног органа на тржишту хартија од вредности, али би се њен положај могао уредити још једним Уставом, чиме би Комисија стекла потпуну независност.

3. БЕРЗА КАО ОБЛИК ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

3.1. Појам, генеза и развој берзе

Берза представља скуп институција и организација које обезбеђују услове за секундарни промет дугорочних финансијских инструмената. Она је централизовано финансијско тржиште, јер се на њој формирају цене финансијских инструмената које обухватају сву расположиву понуду и тражњу.

Уопште посматрано, берза представља место где се врши куповина или продаја одређених, тачно дефинисаних, предмета трговине по унапред утврђеним правилима.



Берза се разликује од осталих облика и форми тржишта захваљујући дефинисаности предмета куповине и продаје, као и строгој форми и организацији извршавања купопродајних трансакција. "Берзу, дакле, можемо дефинисати као регулисано и организовано тржиште са строго утврђеним правилима трговања и дефинисаним предметима и учесницима. То је неутрално, јавно место на коме се извршавају налози за куповину и продају."⁵

Берза је организовано тржиште капитала. То је место на коме се тргује, али са стандардизованом робом и по унапред одређеним условима. Дефиниција берзе садржи три основна елемента: место на коме се тргује, предмет трговања и начин трговања. Место трговања, развијало се од пијаце, до глобалне електронске мреже. На самом почетку берза се често поистовећивала са пијацом, а основно правило је гласило: "уvek на истом месту и у исто време". Развој компјутерске технологије условио је замену наведеног правила новим које следи берзанску трговину: "стално и свуда". Берза пружа могућност организованог трговања, обезбеђује критеријуме уласка и правила трговања, систем трговања, обавља контролу поштовања правила и испуњавања прописаних критеријума и о резултату трговања обавештава јавност. Данас, берза користи компјутере и електронски систем комуникације.⁶

Национална берза је највеће национално тржиште и организована је као акционарско друштво у власништву учесника у трговини или јавном власништву. Берзе су углавном институционално организоване као корпорације, мада се њихова организациона структура разликује од класичног корпоративног облика. Велика већина берзи је још увек у статусу непрофитних (узајамних) организација. Брокери и дилери су лица која тргују на берзама и називају се берзанским посредницима. Да би могли трговати на берзи, берзански посредници морају задовољавати одређене услове које прописује: држава, берзанска комисија или сама берза.

Берзе имају значајну улогу у повезивању различитих субјеката који имају потребу за капиталом, као што су: владе и владине институције, финансијске институције, привредни субјекти, институционални и индивидуални инвеститори с једне стране, са субјектима који тај капитал поседују, са друге стране. У мање развијеним привредама, посебно привредама у транзицији, финансијска тржишта и берзе нису довољно развијени и немају такву улогу. Стога се чине напори да се створе услови за њихово основно организовање и функционисање. Берза покушава да на истом месту обједини понуду и потражњу за хартијама од вредности и да омогући најреалније утврђивање њихове цене као и да заштити појединачне инвеститоре. На берзи се пажљиво прати трговање, поштовање правила, уочавају се евентуални пропусти, врши се надзор и прате дешавања. Под претпоставком да је у домену регулативе обезбеђена атрактивност у хартије од вредности, за фактичку експанзију берзе од пресудног значаја су:⁷

(1) привредна експанзија уз снажни економски раст,

⁵ Радовић Р., Панић П, Старчевић В. (2000): *Берзанско пословање*, Српско удружење менаџера Републике Српске, Бијељина, стр.9.

⁶ Унковић М. (2008): *Робне берзе у земљи и свету*, Универзитет Сингидунум, Београд

⁷ Целетовић М. (2006): *Финансијска тржишта*, Фабус, Нови Сад, стр. 250.



(2) повећање стопе штедње сектора становништва,

(3) отклањање фундаменталних узрочника инфлаторних тензија и стабилизовање стопе инфлације на релативно ниском нивоу.

Полазиште дефиниције берзе је да је она место трговања. Као институција настала је из потребе тржишта за ефикаснијим трговањем, остала је везана за његов развој и за развој делатности трговаца (посредника). Данас, и поред многоструког друштвено – економског значаја, берза се не може се одвојити од примарног разлога настанка и одржања. Наиме, уколико се одвоји од тржишта, уколико изгуби везу са посредницима, губи *raison d etre* и нестаје.⁸

Актуелна кретања на финансијским тржиштима⁹ указује да је данас тешко наћи тржиште, које није у фази замене класичног трговања електронским трговањем или које не планира овакав подухват.

Глобализација берзанског пословања подразумева аутоматизацију постојећих система и повезивање на берзама. На овакав начин омогућава се реализација понуде услуга свим потенцијалним корисницима, ма где се налазили. Значај оваквог утицаја повећан је настанком Европске монетарне уније (ЕМУ), у којој је увођење нове валуте – евра, убрзало промене у правцу напуштања класичних начина трговања акцијама. Електронски начин трговања јефтинији је и флексибилнији од досадашњег начина трговања акцијама и идеална је солуција за растуће потребе корисника за трговањем без временског ограничења.¹⁰

У домену електронске револуције у обављању послова хартијама од вредности постоје два технолошка стандарда: (1) отворени и (2) затворени. Преласком на информациони систем отвореног типа берзе еволуирају у правцу повезивања широког спектра учесника на тржишту, који истовремено чланови већег броја берзи, независних клириншких организација, међупосредника и различитих система плаћања. Суштина примене информационих технологија у обављању послова на финансијском тржишту односи се на обезбеђење нове логистичке понуде која омогућава директно повезивање издаваоца и примаоца налога, као и финансијских тржишта више земаља.

Постоје несугласице о самом пореклу речи берза. Једна група аутора, сматра да реч потиче из француског језика "bourse" што у преводу значи место где се састају трговци. Друга група аутора, има мишљење да реч потиче од латинске речи "bursa" која је означавала кожу или крзно спремно за размену. "У широј литератури се може наћи тумачење, да се назив берза везује за банкарску трговачку породицу Ван де Бурсе која потиче из Брижа у Белгији. У почетку су се у дворишту, а касније у просторијама породице Ван де Бурсе одржавали састанци трговаца. Према доступним

⁸ Комисија за хартије од вредност (1998): Финансијска тржишта, Београд, стр. 63.

⁹ "У литератури је најчешће присутна дефиниција финансијског тржишта, према којој тржиште представља организован простор на коме се нуде и траже новчана средства (исказана у новцу, девизама и капиталу) и формира цена тих средстава." (Вуњак Н., Ковачевић Љ. (2009): Финансијска тржишта и берзе, "Пролетер" ад Бечеј, Економски факултете Суботица, НУБЛ Бања Лука, Чигоја Београд, стр. 1.).

¹⁰ Живковић А., Станкић Р. (2007): Банкарско пословање и платни промет, Београд, стр. 471.



информацијама, у просторији је била на стубу окачена кожна торба која се састојала из два дела. На једној страни су купци стављали информације у вези тражње за робом, а на другој страни су продавци стављали понуде у вези дотичне робе. Прво су настале робне (продуктне) берзе, да би се након неког времена са развојем хартија од вредности појавиле финансијске (ефектне) берзе."¹¹

Међутим, појам берзе као начина организовања и увођења реда у трговину је много старији. Још на глиненим плочицама су забележене прве терминске трансакције. Стари феничани су издавали потврде о учешћу у делу будућег бродског товара. Ипак, берза као институција појављује се у другој половини 15-ог века са развојем индустријске производње, развојем градова и прекоморског трговања. У том периоду сајмови постају исувише мали, тако да се трговање преноси на веће локације где су се излагали само узорци одређених роба. На овај начин је трговање робама било једноставније и ефикасније. Управо на овим чињеницама се може градити прва позиција берзе. Прве организоване робне берзе се појављују у Паризу 1563. Године (*Bourse de valeurs*) и Лондону 1566. године (*Royal Exchange*).

Прве берзе настале су заједно са делатношћу банака. Већ у XII веку су трговци у свом месту предавали новац неком мењачу, који им је давао потврду за исплату новца, обично у месту где се одржавао неки сајам. Касније берзе почињу добијати међународно значење. Прва таква берза је берза у Антверпену, која је основана 1513. године. Она се поред новца бавила и трговином робе и то углавном тзв. "колонијалне робе"(нпр. бибера). Амстердамска берза основана је 1608. године. То је била најзначајнија берза XVII века. Са развојем индустрије, посебно машинске индустрије и бродарства и то 40-их година XVIII века, берзе прихватају све више замењиве робе као што су разне сировине. Робна берза у Њујорку је настала 1796. Године (на отвореном простору), да би се 1817. године преселила у зграду на Wall Street 40. У другој половини XIX века берзе су биле углавном тзв. готовинска тржишта. Купци и продавци су се састајали на берзи погађали око цене и сами уређивали услове и начин испоруке робе. Како је обим трговине растао, директни готовински односи који су произишавали из закључених трансакција између купаца и продаваца постајали су све непрактичнији и компликованији, а тиме и кочиоцем даљег развоја производње, размене, расподеле и потрошње економских добара.

Развој и настанак берзе почео је новчано-девизним, а наставио са ефектним берзама, да би се најкасније развиле робне берзе. Развојем индустрије расло је значење и улога робне берзе.

Развој савремене берзе условљен је процесима иновације и конкуренцијом, који воде сталном креирању нових берзанских инструмената и ширењу тржишта.

Прва домицилна берза се појавила 1894. године у Београду као мешовита берза. Она је основана сагласно Закону о берзама који је донет 1886. године. Нешто касније основане су и берзе у Новом Саду и Сомбору, које су биле робне берзе. После II светског рата, код нас је 1959. године основана Продуктна берза у Новом Саду. У

¹¹ Вуњак Н., Ковачевић Љ. (2009): Финансијска тржишта и берзе, "Пролетер" ад Бечеј, Економски факултет Суботица, НУБЛ Бања Лука, Чигоја, Београд, стр. 276.



Београду је 1989. Године основана мешовита берза, а 1993. године и финансијска берза у Подгорици.

Најпознатије светске берзе су: Њујоршка берза, Токијска берза, Париска берза, Лондонска берза, Франкфуртска берза, Мадридска берза и др. "Америчке берзе спадају у најбржа тржишта капитала у свету, јер инвеститори за неколико минута могу да купе и продају хартије од вредности. Треба истаћи, да је развитак берзи и трговања на берзама последица динамичног развоја финансијских тржишта и тржишних инструмената. Управо из тих разлога свако јачање тржишта у прошлом времену подстакло је развој берзи и њихово ширење по градовима развијених земаља у свету. Типичан пример оваквог кретања, односи се на настанак Њујоршке светске берзе хартија од вредности (New York Stock Exchange) као највеће светске берзе, која је и даље остала једноставна, ефикасна и спонтана у процесу трговања".¹²

3.2. Значај берзе као тржишне институције

Берза је организовано тржиште капитала. То је место на коме се тргује, али са стандардизованом робом и по унапред одређеним условима. Дефиниција берзе садржи три основна елемента:

- (1) место на коме се тргује,
- (2) предмет трговања и
- (3) начин трговања.

Место трговања, развијало се од сајма, до глобалне електронске мреже. На самом почетку берза се често поистовећивала са сајмом, а основно правило је гласило "увек на истом месту и у исто време".

Развој компјутерске технологије условио је замену наведеног правила новим које следи берзанску трговину: "стално и свуда". Берза пружа могућност организованог трговања, обезбеђује критеријуме уласка и правила трговања, систем трговања, обавља контролу поштовања правила и испуњавања прописаних критеријума и о резултату трговања обавештава јавност. Указујући на значај и предности берзи Едвард Микер је у својој књизи из 1922. Године навео: "Организоване берзе су, без сумње, најдемократичнија и најефикаснија позната врста тржишта. Оне представљају највишу фазу у развоју тржишта."¹³

3.2.1. Значај и користи од постојања берзи

Берза покушава да на истом месту обједини понуду и потражњу за хартијама од вредности и да омогући најреалније утврђивање њихове цене као и да заштити

¹² Вуњак Н., Ковачевић Љ. (2009): Финансијска тржишта и берзе, "Пролетер" ад Бечеј, Економски факултете Суботица, НУБЛ Бања Лука, Чигоја Београд, стр. 278-279.

¹³ Meeker J. M. (1922): The Work of the Stock Exchange, The Ronald Press Company, New York, str. 36.



појединачне инвеститоре. Берза, пре свега, обезбеђује неопходне услове за организовано сусретање понуде и тражње на ефикасан и ефективан начин. Самим тим, берза омогућава смањивање трансакционих трошкова.

Она омогућава држави и њеним органима, као и свим другим субјектима, да путем емисије финансијских инструмената дођу до неопходно потребних финансијских средстава и капитала за финансирање властитих потреба. Берза повећа сигурност пословања свих учесника, који морају унапред прихватити одређена правила и прописе берзанског пословања. Наиме, на берзама се могу појавити само они учесници који имају висок ниво пословне свести, морала и дисциплине. За оне који непоштују правила берзанског пословања предвиђају се оштре казне, па и удаљавање са берзе.

Постојање берзе омогућава ликвидност хартија од вредности. Преовладава мишљење да берза поседује супериорнију ликвидност од других облика тржишта. Поред тога, берза обезбеђује механизам сталног обављања финансијских трансакција, што води ка повећању њиховог броја и обима. На овај начин се стварају услови да, деловањем ефеката економије обима, долази до смањења трансакционих трошкова. Ово је посебно битно за привредне субјекте који путем берзе долазе до средстава по нижим трошковима. Берза представља најреалнији механизам за одређивање цена. На берзама се формирају тржишне цене које могу утицати на ефикаснију расподелу укупних средстава у привреди сваке земље. Поред тога, берза доноси и значајну корист становништву пошто пружа више могућности за уносно инвестирање штедње.

С обзиром да представља својеврстан барометар привредних кретања у једној земљи, берза олакшава доношење инвестиционих одлука и убрзава нове емисије хартија од вредности. На овај начин се шири круг учесника берзанског пословања, док се преко цена хартија од вредности прате резултати пословања привредних субјеката и ефикасност њиховог управљања. Наиме, уколико цене хартија од вредности једног предузећа имају тенденцију пада, то су први показатељи менаџерске неефикасности.

Берза представља слободно и отворено тржиште. Ово значи, да на берзи не може доминирати ни један појединац или група. Активности на берзи доприносе већој јавности пословања. Котације и извештаји са берзе се свакодневно објављују у дневној штампи. Рад многих учесника, такође, долази под лупу јавности. На пример, предузећа су обавезна да јавно објављују податке о својим пословним резултатима (биланс стања, биланс успеха, извештај о новчаним токовима). То за последицу има повећање укупне одговорности и ефикасности пословања. Берза доприноси повезивању једне земље са светом, укључујући и међународне токове и изједначавању цена у земљи и иностранству. Такође, она може деловати веома позитивно на привлачење страног капитала.¹⁴ Тржишни принципи Федерације светских берзи (WFE)¹⁵ представљају

¹⁴ Ерић Д. (2003): *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја, Београд, стр. 80.

¹⁵ Федерација светских берзи (WFE) има 55 пуноправних чланова из целог света, који чине 97% укупне светске тржишне капитализације. Тржишна капитализација берзи које су у чланству Федерације износи око 50 милијарди долара. Осим пуноправних, Федерација има 21 придруженог члана и 34 дописна члана. Београдска берза је дописни члан Федерације светских берзи, придружени члан Федерације европских берзи (FESE) и пуноправни члан Федерацији Евро-Азијских берзи (FEAS). Извор: www.belex.rs, јул 2013. год.



најдетаљнија упутства за минимални ниво организације, регулативе и надгледања, које тржиште хартија од вредности треба да има да би се могло назвати организованим тржиштем. Они такође служе као критеријум за тржишта за хартије од вредности која желе да постану чланови ове федерације.

Чланови морају да примењују принципе континуелно, као и да редовно извештавају о томе и да дозволе надгледање. Ови принципи усклађени су са принципима Међународне организације комисија за хартије од вредности (International Organization of Securities Commissions - IOSCO)¹⁶ и представљају њихову детаљнију разраду.

3.2.2. Надлежности и организација берзе

Берзе у своје надлежности морају да обезбеде усаглашеност учесника на тржишту са тржишним захтевима, законима, правилима и осталом регулативом. Берза мора имати статус признатог тржишта хартија од вредности у земљи домицила. Неопходно је постојање националног закона о хартијама од вредности који регулишу права и обавезе берзе.

Берза мора да има правилно конципиран Статут, који обухвата њено управљање, састав управних тела, индикације бирачких тела из којих се бирају чланови одбора, циљеве, као и правила и регулативу. Захтеви који се односе на учеснике на тржишту треба да обухвате: квалификације, искуство, структуру, правила о адекватности капитала, дисциплинске поступке, права и обавезе.

Иностраним тржишним учесницима треба да буде омогућен приступ, уз поштовање принципа узајамног признавања од стране учесника на тржишту чланова FIBV-а.

На текућу активност, берза би требало да има инфраструктуру за надгледање и утврђен интезитет надгледања, ширину и надлежности, мера које се предузимају у

¹⁶ Међународна организација комисија за хартије од вредности (International Organization Of Securities Commissions - IOSCO) је мултилатерална интернационална организација која је основана 1974. године. Чине је националне комисије за хартије од вредности (као редовни чланови), берзе и друге саморегулаторне организације и финансијске организације на финансијском тржишту (као придружени и удружени чланови). IOSCO је основан са циљем да њени чланови: (1) заједно сарађују у циљу промовисања високих стандарда регулације у намери да одржавају ефикасним и стабилним тржишта хартија од вредности, (2) размењују информације о искуствима ради промовисања развоја домицилних тржишта хартија од вредности, (3) уједињују напоре у циљу успостављања стандарда и ефикасног надзора над међународним трансакцијама хартија од вредности, (4) пружају узајамну помоћ ради промовисања интегритета тржишта хартија од вредности ригорозном применом стандарда и ефективним акцијама против прекршилаца закона. IOSCO има Председнички комитет, који чине председници свих националних комисија, као тело које доноси одлуке на годишњим конференцијама и Извршни комитет као извршно тело који се састоји од 19 изабраних чланова, а које је надлежно за спровођење одлука Председничког комитета. У његовом саставу су и четири регионална комитета као два специјализована тела: Технички комитет и Комитет за тржишта у развоју. Последњи орган је од нарочитог значаја с обзиром да је сачинио посебне програме у оквиру радних група као упутства за развој финансијског тржишта у земљама у развоју.



случају одступања од правила, итд. Обавезе о финансијском и трговинском извештавању тржишних учесника, требало би овде да имају своју формалну базу. Берза би требало да утврђује и усмерава капиталну адекватност, лимите позиција, квалитет и квалитет колатерала, интерна правила, тржишно понашање и процедуре, итд.

Организациона структура берзе треба да буде формализована и да омогући коректно управљање операцијама финансијског тржишта. Запослени на берзи треба да одговарају и да буду квалификовани за посао. Формализована активност људских ресурса треба да привуче и задржи професионални кадар. Као минимум, официјална правила берзе треба да укључују информације које обухватају транспарентност и извештавање, податке о листингу, учествовање на тржишту, поштовање правила и санкцијама, клирингу и салдирању и ресурсима.

Берза мора да поседује систем који имају довољан капацитет да обезбеде функционисање уређеног тржишта и обављање пословних активности. Морају бити предвиђена сценарија за штете и хаварије, и направљени планови потребних улагања за трајно и стабилно функционисање система.

3.3. Принципи рада берзе

Организација берзе слична је концентричним круговима у чијем центру се налази сама берза са својим службама, пратећим организацијама и институцијама. Када је настајала прво је оформљен први круг трговаца, а затим се формирао његов центар и периферија. Непосредни трговци и даље представљају кључни механизам берзанског трговања. На великом броју берзи постоји тачно прописан број места за ове ексклузивне играче који се закупљује на годишњем нивоу. То су боксеви из којих брокер комуницира са својом брокерском кућом у вези даљих послова. На паркету се налазе и пултови и тачно се зна којом се хартијом или предметом трговања тргује за којим пултом. Ово доводи до брже и једноставније реализације послова. Неретко је предмет трговања одвојен и временом тако да се тачно зна у ком времену се тргује којим материјалом (Мађарска берза).

Сваки наредни круг играча како се удаљује од центра има мање права у процесу берзанског трговања. Први у другом кругу трговања око берзанског центра налазе се опет берзански посредници, али без права учешћа на званичним берзанским састанцима и закључивање послова на њима. И ова група играча мора, пре приступања трговини да задовољи строге критеријуме везане за пословну поузданост. Учесници у другом кругу служе као веза ширег тржишта са овлашћеним играчима на берзанском паркету. Трећи, по реду, су саветници за инвестирање у терминске уговоре, а четврти, фирме које управљају отвореним рачунима за инвестирање. Одмах иза првог круга, на неким мање развијеним тржиштима долази отворено тржиште. На коме овлашћени посредници налазе клијенте. На тај начин, прикупљају се слободна средства на тржишту и преко система берзанског пословања каналишу у одређеним правцима. Са друге стране овог ланца налазе се прерађивачи, крајњи потрошачи и примарни произвођачи којима берза доноси сличне погодности у пословању.



3.4. Берзански послови

Циклус трговине на берзи обухвата три основне фазе.

Прва фаза се реализује ван берзе, у односима инвеститора и берзанског посредника-члана берзе. Овај однос се успоставља отварањем рачуна хартија од вредности и рачуна новчаних средстава будућег инвеститора код берзанског посредника, као и давањем налога за куповину или продају одређеног финансијског инструмента.

Друга фаза представља реализацију налога, односно куповину или продају финансијског инструмента на берзи или ОТС тржишту и утврђивање цене финансијских инструмента.

Трећа фаза поново преноси циклус ван берзе у обрачунску институцију (клириншка институција), где се обавља обрачун.

Трговина на берзи, у ранијем периоду, обављала се непосредним односом будућих инвеститора и берзанског посредника, физичком разменом папира за новац. Савремена трговина претпоставља да инвеститор користи рачун хартија од вредности код берзанског посредника. Инвеститор даје инструкцију берзанском посреднику да купи или прода одређени финансијски инструмент, и ова инструкција се назива налог (Order). Који ће налог дати, зависи од инвеститора, односно од његове инвестиционе стратегије.

Регистрација хартија од вредности и добијање дозволе за продају односно котација истих на берзи и у оквиру званичног берзанског тржишта је поступак који је дефинисан у оквиру сваке берзе. Другим речима, формирање цене по којој се финансијски инструмент продаје или купује на берзи, полазећи од налога клијената, зове се котација. Циљ овог поступка је да потенцијалне инвеститоре заштити од информационе асиметрије, одн. лажних информација које може пласирати емитент чином емисије хартије од вредности.

Дозвола за продају ефеката на званичном берзанском тржишту издаје се на писмени захтев емитента који се увек подноси заједно са одабраном банком као посредником.

Након извршене регистрације и издате дозволе за продају, приступа се увођењу ефеката на берзу, што подразумева:

- утврђивање берзанског курса,
- реализацију купопродајних налога по званичном берзанском курсу,
- објављивање курса по којем се врши котација ефеката.

Потребно је разликовати берзански курс код прве продаје ефеката (емисиони берзански курс), који се утврђује на основу процене понуде и тражње, од берзанског курса код друге и сваке даље продаје који се формира на основу ефективне понуде и тражње на берзи.



Такође постоји дистинкција између берзанског курса једног ефекта и његове тржишне вредности, која може бити једнака курсу, испод или изнад курса.

Берзански курс представља однос понуде и тражње за конкретним ефектом на тачно утврђеној бази и то тачно у одређено време, а његова тржишна вредност је уствари цена по којој се ефекат купује и продаје на свим другим местима и на све друге начине.

Утврђивање берзанског курса се увек односи на конкретан ефекат, берзу, конкретно радно време берзе и на конкретне услове, правила и обичаје. Основ за утврђивање курса су берзанске књиге у којима се евидентирају сви налози за куповину или продају пријављени од стране овлашћених берзанских учесника. На бази овакве евиденције одговорно лице на берзанском пулту утврђује котациони курс.

Након утврђивања берзанског курса, односно котације одређеног ефекта, одговорно лице на берзи је обавезно да овако утврђен курс учини јавним.

Објављивање берзанског курса се врши у берзанским билтенима, новинама или достављањем берзанског извештаја на одређено место које је доступно јавности. У данашњим, савременим условима пословања, све котације са једне берзе се електронски преносе у заједнички компјутерски центар из кога се врши даља дистрибуција свим заинтересованим учесницима – члановима тог центра.

3.5. Статус оснивача и функција трговаца на берзи

Берза је таква институција код које је функција трговца-посредника одвојена и стављена изнад статуса оснивача-власника. Код већине берзи ово се поклапа, а ако не статус оснивача стоји у другом плану. Највећа корист коју неко предузеће као оснивач берзе може да има је улазак у први круг трговања било директно било преко овлашћених играча. Дивиденда се ретко расподељује акционарима и то такође подстиче држава ради улагања у стални развој берзанског тржишта које је од виталне важности за привреду и економију земље.

Уколико би се, на основу улоге власника, извлачила корист ово једноставно тржиште би престало да постоји јер једину повластицу коју оно признаје је умешност трговања и поузданост пословања. Члану берзе је основна корист што боља организација трговања из које он вуче добит за себе играјући на берзи. Ако, значи жели успешно да послује мора да оствари добит на берзи и пре годишње поделе дивиденди на основу поседовања акција берзе.

Сукоб је чест између власника и чланова. Први увек мисле да су дивиденде ниске а други имају осећај да су њихови пословни интереси потиснути у други план. То се дешава све док се статус власника и посредника не споје у једно.



3.6. Центар заједничког пословања

За све берзе карактеристично је то да у свом центру развијају обрачунску и гаранцијску функцију, контролу предмета пословања и учесника у трговању, механизам прикупљања, обраде и истицања понуде и тражње и њихово упаривање, укључујући и закључивање трансакција. Осим ових општих функција на робним берзама се развијају и посебне функције обезбеђивања, складиштења робе и његовог претовара...

3.7. Контрола трговања

Контрола трговања је настала због сигурности трговања и на њој дан-данас почива. Правила понашања на берзи веома су стриктна и обухватају сваку појединост, од самог истицања понуде и тражње и закључивања послова, до етичког кодекса посредника.

Надлежни берзански органи воде рачуна о примењивању и поштовању узанса и реагују веома ригорозно при сваком њиховом нарушавању. Што се саме берзе тиче, највећа казна је искључење из трговања, али захваљујући држави казна за преступе на берзи повлачи и многе оштрије мере за које су надлежни државни органи.

Арбитража представља неку врсту првостепеног берзанског суда, чије одлуке важе за играче на берзи. Чланове арбитраже обично бирају оснивачи берзе, а често су неименовани и од стране државних органа.

Контрола се не зауставља само на онима који тргују већ и обухвата и оно чиме се тргује. Сигурност трговања захтева да се тачно зна којег квалитета је оно чиме се тргује и за то постоје посебна радна тела односно листинг. На основу става ових комисија хартије се уводе у трговање. Хартије које издају државе увек се сматрају најквалитетнијим и на америчким берзама се називају "blue chips" по плавим жетонима.

3.8. Послови на реч

Развитак пословања захтевао је постављање контроле квалитета и квантитета да би заиста била омогућена трговина на реч. Берза ангажује многе агенције за процену квалитета, у оквиру неких се налазе и сами органи процене квалитета. Други императив берзанског пословања је брзина и ефикасност. Он је учинио да се од контроле робе оде даље и поставе критеријуми квалитета и количине да би одређена роба била предмет трговања на берзи. Тако се дошло до стандардизације предмета трговања која се развијала паралелно са обимом трговине.

Манипулација предметом трговања обухвата, као веома важан део и начин смештања робе, њено формирање у основне количине које је берза прописала као стандардне, затим начин отпреме и преузимање робе. Ово је у берзанску игру увело и овлашћена складишта која са робом поступају у складу са берзанским стандардима.



3.9. Спонтаност настанка

Једна реч која најбоље описује настанак берзе је спонтаност. Берза је формирана као потпуно природно потребна организација зарад сарадње и остваривања интереса њених учесника. Почевши да се састају и образују круг поверљивих људи који су били гаранција сигурне трговине, не размишљајући о образовању језгра тј. институције која је дошла као одговор на проширивање трговине и неопходности за прописивањем стандарда и узанса трговања. На тај начин је угушена спонтаност која је сада променила облик у сигурност и поверење.

Њен основни смисао је усавршавање процеса трговања. Свако искакање оставља овај осетљив механизам без садржаја. Заостајање за развојем околног тржишта, неодговарање на изазове које оно дневно поставља пред своје актере, постепено гуши берзу.

Она мора до краја да испуњава основни разлог свог настанка: омогућавање сопственим играчима да тргују једноставније, сигурније и ефикасније. Без тога ова институција губи свој смисао.

3.10. Усклађеност са окружењем

Нужност развоја који је био усклађен са окружењем је очигледна. Једно време је зависила од предмета трговања у непосредном окружењу да би се у савременом свету претворила у светско тржиште на коме се размењују све врсте материјала којима се тргује свуда у свету. Разлог за то је покретљивост тржишта, добра комуникација и свођење географских баријера на најмању могућу меру. Класичан пример Њујоршка и Лондонска берза.

Велики је значај и саме берзе за њено окружење. Основа за трговину је била стандардизација предмета и процеса трговања. То је донело велике благодати свим учесницима на тржишту, а такође и стварање додатних финансијских инструмената за задовољавање потреба учесника тржишта, тако смо добили стандардизоване терминске уговоре а касније финансијске деривате фјучерсе и опције.

3.11. Држава и берза

Берза је првобитно настала без помоћи државе, али без ње није могла да се развија. Држава је омогућила два кључна принципа сигурност и поверење.

У оквиру берзе држава се појављује двојачко. Преко државних и парадржавних формација, фондова и предузећа она директно учествује у трговини и то оним предметима и у времену када је то кључно за функционисање привреде у целини. У том наступу држава свакако ужива могућности друкчијег приступа процесу трговања, али се у основи подвргава основним правилима берзанског пословања.



Други начин уласка државе на берзу је у улози контролора. Ова делатност је постала неопходна јер су догађања на берзама попримила мултипликаторски ефекат. Као што утиче на усавршавање окружења, исто тако су биле могуће негативне појаве које су претиле да се прошире у концентричним таласима на целу економију. Пример: крах Њујоршке берзе и британски закон Bubble Act којим држава преузима на себе контролу.

Временом односи између државе и берзе постају сложенији што је створило неопходност формирања посебних органа-посредника између државе и берзи – Комисије.

Њена надлежност је заштита ширег окружења од онога што се дешава на берзи, али и заштиту берзе од претеране регулације државе. Постоји праг који држава не сме прећи а то је аутономност берзе као институције која сама регулише основне појединачне односе и институционализује их. Берза и држава су два система који су преплићу али ни један не сме да буде хијеархијски надређен другом јер то угрожава њихове основне функције.

3.12. Поверење међу играчима

Поверење и сигурност су два појма која у себи сажимају суштину берзанског начина трговања. Та два појма представљају процесе и стања која су важна за сваку организацију у противном нема просперитета. Берза на подноси никакво међу стање или другачију организацију. Она је као савршен производ и једино таква може да функционише.

Како је држава искористила право да институализује силу тако је берза институализовала поверење и сигурност. Ту настаје прекретница од спонтаног, пријатељског поверења, ка институцији поверења као основној одлици тог начина и места трговања. Тај процес, касније, постаје сложенији и бива преузет од стране посебних органа берзе, а према захтевима које намеће развој тржишта.

Непосредна институционализација поприма облик збирки правила, преузетих из права, као и насталих *ad hoc* – на паркету, затим берзанским правом и аутономним берзанским судством – арбитражом.

3.13. Сигурност пословања

У процесу институализације сигурности могу се разликовати два процеса:

Први подразумева напор оних који су се удружили у берзу да осигурају своју делатност и нетржишне ризике сведу на минимум, у том смислу изграђују се пропратне делатности: провера емитентових хартија од вредности, контролу квалитета и квантитета робе, осигурање – и уграђују их у правила берзе.

Други је везан за активност државе према берзи. Велике кризе, проневере, сломови, које су угрожавале берзе у самој њиховој основи, ударајући на поверење оних који



играју на берзи као и на саму сигурност пословања повукле су државу да се укључи у неке области које су се до тада сматрале доменом аутономног берзанског права. Тај процес је почео оснивањем Комисије за хартије од вредности (SEC – Security Exchange Commission) која се пресликала у друге националне системе.

3.14. Шпекулативне операције

Шпекулација постоји када инвеститор инвестира у финансијски инструмент за који претпоставља да ће му донети принос већи од тржишног услед деловања неких специфичних фактора или тржишних околности. Шпекулација користи разлике у цени истог финансијског инструмента у различитим временским периодима.

Куповина и продаја финансијских инструмената на кредит је уобичајена појава на развијеном финансијским тржиштима, али с обзиром да су извор профита уколико инвеститор предвиди тржишна кретања, могу бити и извор манипулација на тржишту.

Куповина финансијских инструмената на кредит врши се преко рачуна инвеститора код берзанских посредника. Инвеститору се одобрава одређени кредит у односу на укупна средства на његовом рачуну, што значи да је он дужан да држи средства у ликвидном облику. Тај ликвидни део средстава се назива маргина и представља делимично покриће за куповину финансијских инструмената. Прописи обично захтевају одређен износ покрића, односно маргине. Куповином финансијског инструмента на кредит, инвеститор може да оствари велики профит, али може да претрпи и губитак с обзиром да се коришћењем кредита повећава ризик улагања. Инвеститор се одлучује за овакву куповину ако очекује раст цена, а у случају да очекује пад цена, продаваће финансијске инструменте на кредит.

Продаја финансијских инструмената на кредит је продаја инструмената које инвеститор не поседује у тренутку продаје, већ их позајмљује од берзанског посредника да би могао да их испоручи у року. Значи, он их је позајмио, продао по одређеној цени, а затим сачекао пад цене, купио их по нижој цени, вратио брокеру или неком другом берзанском посреднику и задржао разлику у цени и тако остварио приход. Продаја на кредит је типична када на тржишту почиње дуже опадање цена (Bear market).

Ова продаја је регулисана прописима и правилима берзи. Она мора бити означена на налогу који инвеститор попуњава дајући инструкције берзанском посреднику да прода тај инструмент. Овако се постиже транспарентност тржишта, односно даје се могућност оцене понашања инвеститора.

Иако су механизми продаје и куповине строго регулисани, могућност шпекулативног понашања није укинута, нити је оно нестало са берзе. Данас се, међутим, шпекулације више селе са берзанског на тржиште дериватима.

3.15. Манипулације на берзи

На почетку бих напоменула да берзе забрањују трансакције инвеститора или берзанских посредника које имају за циљ утицај на понуду, тражњу или цене



финансијских инструмената, насупрот законима. Забрањено је и коришћење инсајдерских информација.

Инсајдери су лица која су тесно повезана са одређеним предузећима и њима је најстроже забрањено да тргују (инсајдер трејдинг). Најблажа казна за инсајдер трејдинг јесте повраћај профита. Друга могућа казна је плаћање пенала који износе троструки остварени профит. Казна такође може бити и до 10 година затвора у зависности од умешаности. Све ове мере прати одузимање целокупне имовине.

Фиктивна продаја је трансакција у којој нема промене власништва, већ се власник споразумева са купцем да изврше симулирану купопродају по цени која је изнад тренутне на тржишту. Ова купопродаја на тржишту ствара привид активности која се региструје у берзанским извештајима и може навести друге инвеститоре да улажу, пошто је створена илузија да цена акције расте. Инвеститор ће тако купити акцију по вишој цени од стварне.

Супротни налози су облик манипулације који врши инвеститор давањем налога за куповину и продају исте акције код више различитих брокера (једнима да купују а другима да продају) и тако се ствара привид трговине. Цена која се формира овим путем не одговара равнотежној.

Гласине, ако су намерне, такође могу изазвати раст или пад цене акција. Ако инвеститор купи неке акције јер очекује раст цене и намерава да их потом прода, а до тог раста не долази, онда може да рашири гласине о добрим пословним резултатима предузећа у нади да ће цена акција скочити. Исто тако, ако је инвеститор продао одређене акције очекујући њихов пад, а до пада не долази, он може почети са ширењем негативних гласина о фирми, акцијама итд. у нади да ће до пада што пре доћи.

Пулове стварају учесници на тржишту образујући алијансе се поделом дужности и реализованог профита. На пример, пул организован у циљу изазивања раста цена, прво окупља све крупније власнике и откупљује акције од ситнијих, да би стекао контролу над понудом одређене акције. Затим стимулишу тржиште тако што откупљују преостале акције да би подигли цену. Остали инвеститори купују акције јер очекују даљи раст цене. Међутим, када акције достигну ниво који пул сматра погодним он продаје део акција и тиме обара цену што иницира продају и од стране других власника, затим их по тако сниженој цени поново купује и лансира гласине и повољне анализе о емитенту да би дошло до поновног раста цена. Тада долази до фазе дистрибуције, односно продаје акумулисаних акција. Пул остварује профит и напушта тржиште те акције иза чега следи слом цена.

Корнер претставља креирање монополске ситуације у располагању одређеним акцијама, тако да их инвеститори могу искључиво куповати од монополског власника и по вишој цени.

Још један од канала манипулације данас је и Интернет, јер је немогуће проверити информације о фирмама које нуде своје акције, посебно зато што се не може са сигурношћу одредити њихова адреса, као и због чињенице да је могуће истовремено слање многих порука, најчешће лажних.

По правилима, све од наведених механизма манипулације је забрањено.



У нашој земљи, 1989 године дошло је до формирања Савезне комисије за хартије од вредности и берзе. Формирано је тржиште новца и тржиште капитала – Београдска берза. 1994. године је донет закон који мења закон из 1989. године, а потом је 2002 године донет закон о тржишту хартија од вредности који се сматра најцеловитијим и најобухватнијим. На основу овог закона се Комисији за хартије од вредности дају још већа овашћења.

3.16. Престанак рада берзе

Берза може престати на више начина и то је:

1. када скупштина берзе одлучи о престанку берзе,
2. када се број акционара смањи испод законом прописаног броја, а берза у року од 3 месеца не испуни законом прописане услове у погледу броја акционара,
3. ако орган који је донео решење о издавању дозволе за оснивање и дозволу за рад берзе, утврди да је решење дато на основу лажних података и
4. када се контролом пословања берзе утврде неправилности у раду, због којих је орган који је издао дозволу за рад берзе одузео издату дозволу.

У наведеним случајевима, покреће се поступак ликвидације берзе, односно берза иде у стечај, а у складу са Законом о принудном поравнању, стечају и ликвидацији. Из стечајне масе прво се подмирују обавезе берзе, а остатак припада акционарима сразмерно њиховом учешћу у имовини берзе.

4. ФУНКЦИЈЕ БЕРЗЕ

У основи своје организације, берза је централна тачка око које се налазе сви поменути учесници, а односи између учесника и берзе се одвијају кроз поједине организационе делове берзе који представљају и њене основне функције. С тим у вези, могло би се рећи да основна организација берзе подразумева следеће скупове послова:

- Листинг
- Трговање
- Контрола и надзор
- Информисање

Ове четири функције стапају се у јединствену технолошку целину која почиње, наставља се и развија описујући круг који се устаљеним редоследом понавља. Без успостављања једне од њих, или при слабењу неке од њих у краћем периоду берза почиње да стагнира. Оне су кумулативне, односно када се све четири успоставе до краја, може се рећи и да се берза успоставила у пуном облику.¹⁷

¹⁷ Дугалић В., Штимац М. (2011): *Основе берзанског пословања*, Стубови културе, Београд, стр. 45.



4.1. Пријем предмета трговања на листинг

У зависности од врсте берзе као и од предмета трговања зависи и начин пријема предмета трговања на листинг. Благовремено се прописују услови које треба испунити предмет трговања како би био примљен на листинг одређене берзе. Ови прописи су строги и морају се поштовати како би на листинг били примљени само најквалитетнији предмети трговања.

На робним берзама при пријему робе проверава се квалитет и количина. Поједине берзе имају своје службе за проверу квалитета. Док друге овај посао препуштају специјализованим агенцијама. У том случају роба не може бити примљена на листинг берзе уколико је не прати сертификат овлашћене агенције за проверу квалитета и квантитета робе. Робе морају бити стандардизоване, што подразумева да роба мора бити прописаног квалитета. Тако на пример тргује се бакром чистоће 99,99%; пшеницом са примесом других врста пшенице до 10%, страним примесима до 2% и оштећеним зрнима до 4%; алкохол у степенима, а нафта по садржају сумпора. На робним берзама се тргује у лотовима робе који морају бити одређеног квалитета и квантитета. Лот подразумева стандардизовану количину робе којом се тргује на берзи. Лот олова бакра или цинка је 25 тона, калаја 5 тона, злата 5 полуга, пшенице 5000 бушела (1 бушел = 27,2156 kg).

Испуњавањем задатих критеријума за пријем робе и примањем само стандардизоване и робе високог квалитета берза задобија поверење и привлачи све већи број учесника у трговању, како директних тако и индиректних. Такође, ефикасан начин подизања квалитета јесте успостављање различитих режима трговања и цена, попут берзи хартија од вредности, где је први листинг за најквалитетније предмете трговања. Код робних берзи се не формирају различити листинзи, али се посебно тргује робом првог квалитета, посебно оном другог, итд.

Код финансијских берзи такође постоје критеријуми за пријем финансијских инструмената на листинг берзе. Берза може имати више листинга, тако да ће се најквалитетнији финансијски инструмент наћи на првом листингу, а остале мање квалитетне на другом. Берза углавном на основу законске регулативе сама доноси своје прописе за пријем на листинг. А о пријему финансијских инструмената на листинг одлуку доноси одређена комисија или служба у оквиру берзе.

Неки од услова које мора испунити финансијски инструмент да би се нашао на листингу су: одређени минимални износ капитала емитента, минимално време пословања, достављање одређених финансијских извештаја над којима је извршена ревизија. Такође поред ових услова емитент мора доставити обимну документацију која се прописује правилницима берзе и мора у наредном периоду достављати јавности све финансијске извештаје. Финансијски инструменти се бришу са листинга на захтев емитента, уколико емитент не испуњава услове у вези са извештавањем и уколико не постоји трговина финансијским инструментима.



4.2. Трговање на берзи

Најзначајнија фаза берзанског пословања јесте трговање. Берза организује трговање берзанским материјалом за своје чланице, тј. овлашћене представнике. У току ове фазе долази до прикупљања налога понуде и тражње, затим се ти налози упарују и на крају се закључује посао. "И овај део берзанских активности мора да буде строго формализован и стандардизован. Због тога се њихов значајан део своди на креирање специфичних берзанских докумената – својеврсних обзаца, док се други део састоји у прописивању поступања са тим документима. Од докумената на берзи су у трговању неопходни: налог понуде и тражње, односно налог за куповину и продају; берзанска табла понуде и тражње. Коначно, неопходна је закључница, као специфични берзански купопродајни уговор."

Трговање се одвија по унапред утврђеним правилима. Учесници трговања могу бити само чланови берзе, који су испунили дефинисане услове. Они се понашају у складу са правилима трговања. Свако непоштовање и кршење правила берзе доноси одређене санкције, чак може доћи и до искључења члана берзе из чланства уколико је прекршио неко од правила трговања или правила берзе. Може се трговати само оним берзанским материјалом који је испунио све критеријуме за пријем на листинг берзе у претходној фази берзанског пословања. Ово разликује берзу, односно берзанско пословање од других облика трговања. Берзанском трговању могу приступити само овлашћени чланови и могу трговати одређеним берзанским материјалом уз поштовање строгих правила берзанског пословања.

Берзански посредници, тј. чланови берзе најпре прикупљају куповне и продајне налоге својих клијената. У међувремену чланови берзе отварају новчане рачуне у банци и рачуне хартија од вредности у централном регистру хартија од вредности. Друга фаза представља прослеђивање куповних и продајних берзи. Затим долази до упаривања налога. Извршавају се само они налози који се могу упарити са супротним налозима. Што подразумева да ће се куповни налог упарити са продајним уколико одговарају један другом по цени. Неки налози се могу упарити делимично уколико за куповни налог нема довољна количина берзанског материјала у продајним налозима по упаривој цени. Након упаривања налога долази до формирања закључница, за сваки берзанску трансакцију појединачно, што представља трећу фазу. Закључница је формални доказ да је берзанска трансакција извршена. Затим се закључнице шаљу клирингу и берзанским посредницима који су закључили трансакције.

Прва фаза одвија се на релацији брокер-клијент. Односи између ових субјеката регулише се кроз уговор у ком се регулишу међусобна права и обавезе. Као регулатор односа између брокера и клијента појављује се национална комисија за хартије од вредности као и етички кодекси и узансе сами берзанских посредника. На основу потписаног уговора брокер је дужан да изврши налог који је добио од клијента по договореној цени и у договореном времену и по тачно прецизираним трошковима.

У оквиру ове прве фазе отварају се и рачуни хартија од вредности и новца. Берзански посредници воде рачуне хартије од вредности које клијент поседује и рачуне новца. У време када се трговина на берзи обављала физичком испоруком ови рачуни



хартија од вредности нису постојали. Данас је берзанска трговина заснована на неметаријализованим хартијама од вредности у виду електронских записа. Ово подразумева да клијент мора поседовати рачун хартија од вредности као покриће сваког налога за продају хартија од вредности.

Рачун новца може бити готовински и кредитни рачун. Уколико клијент поседује готовински рачун клијент купљене хартије од вредности плаћа готовином. Плаћање се извршава промтно у периоду од 3 до 5 дана од дана салдирања трансакције. У исто време продавац врши испоруку хартија од вредности а купац врши плаћање. Уколико клијент поседује кредитни рачун у готовини се плаћа само део средстава неопходних за куповину одређене хартије од вредности, док се преостали део позајмљује од берзанског посредника. Када се отвара кредитни рачун новца клијент и берзански посредник склапају посебан уговор, а као гаранцију отплате кредита клијент залаже купљене хартије од вредности.

У другој фази берзанске операције извршавају се на релацији берзански посредник – берза. Ова фаза обухвата реализацију налога на берзи и формирање цене берзанског материјала. Берзански посредник уноси налог за куповину или продају у комуникациони систем који га прослеђује у тзв. књигу налога. Пре увођења електронских платформи за трговање ово је заиста и била књига коју је водио аукционар. Тако евидентиран у књизи налога сваки појединачни налог је спреман за извршење након формирања цена у току трговања. У току трговања долази до међусобне интеракције између куповних и продајних налога и долази до њиховог извршења. Након упаривања долази до формирања берзанске закључнице која представља формални доказ о извршењу трансакције. Затим се овако формиране закључнице достављају клирингу и берзанским посредницима који су учествовали у трансакцији. Код вршења клиринга, према закључницама утврђује се нето новчане обавезе берзанских посредника и бруто обавезе клијената који испоручују хартије од вредности. На крају берзански посредници обавештавају клијенте о извршеној трговини.

На крају долази до обрачуна и салдирања берзанских трансакција. Трећа фаза обухвата процесе упоређивања и потврде закључених купопродајних операција на тржишту и извршава се кроз трансфере хартија од вредности и новчаних средстава. Ова фаза се извршава ван берзе и представља књиговодствене операције. Најзначајније књиговодствене операције у овој фази су трансфер власништва над хартијама од вредности и трансфер новчаних средстава.

4.3. Клиринг и салдирање

Након извршавања берзанске трансакције врши се клиринг и салдирање. Клиринг и салдирање представља трећу фазу берзанског пословања. У оквиру ове фазе утврђују се обавезе и врши се извршавање обавеза. У току ове фазе берзанског пословања воде се рачуни свих учесника у трговању и воде се рачуни појединачних предмета трговања.

Клиринг представља утврђивање обавеза и потраживања по основу берзанског материјала и новчаних средстава између учесника у берзанском пословању.



Салдирање представља извршавање обавеза по основу берзанског трговања берзанском материјалом насталих између берзанских учесника и обухвата њихово извршавање кроз трансфер берзанског материјала купцу, а новчаних средстава на рачун продавца.

Клиринг и салдирање може вршити централни регистар или клириншке куће. Упоредо са оснивање берзи дошло је и до оснивања клириншких кућа. Клириншке куће омогућиле су да финансијски део трансакција буде једноставнији и сигурнији. Клириншке куће су водиле рачуне свих учесника у берзанском пословању, затим су пратиле и надгледале финансијски део берзанског трговања, уколико је то било потребно извршавале су и испоруке берзанског материјала купцима.

Централни регистри појавили су се доста касније. Оснивани су да би водили евиденцију емитованих хартија од вредности, временом су почели обављати и функцију клиринга и салдирања.

Централни регистри придржавају се одређених принципа који су прописани међународним стандардима. "Неки од најважнијих принципа су следећи:

- DVP (Delivery versus Payment) принцип, тј. истовремена испорука хартија од вредности са плаћањем,
- Обављање салдирања у оквиру прописаног рока за салдирање,
- Салдирање у реалном времену (Real time Settlement)
- Улога Централног регистра хартија од вредности као универзалне стране у трансакцији (CCP – Central Counter Party),
- Управљање ризиком, тј. гарантовање успешности окончања трансакције и елиминисање нежељених утицаја на окончање салдирања (финалност и неопозивост салдирања)"¹⁸

4.4. Информисање о берзанском пословању

Последња, али не и мање важна фаза берзанског пословања јесте информисање о берзанском пословању. Пре свега мора се информисати јавност о резултатима берзанског пословања, затим надлежни регулаторни органи чији је задатак да контролишу исправност берзанског пословања. Такође берза информише и своје чланове, учеснике берзанског пословања. Њима су битне оне информације које се односе на њихово пословање.

"Берзанско пословање карактерише начело јавности. У том смислу берза има обавезу да организује информациони систем ради обавештавања јавности о:

- Обиму поднуде и тражње,

¹⁸ Дугалић В., Штимац М. (2005): *Основе берзанског пословања*, Стубови културе, Београд, Стр 72



- Обиму закључених послова по врсти и количини берзанског материјала,
- Почетној, средњој и закључној цени појединачних берзанским материјала,
- Котацијама на берзи,
- Тржишном материјалу којим се тргује, и др."

На робним берзама најважније информације су цене постигнуте током трговања берзанским материјалом. На берзама хартија од вредности најважније и најпопуларније информације су берзански индекси. Берзански индекси својим ценовним кретањем дају одговор на кључно питање: Шта се дешава на финансијском тржишту?

Берзански индекси могу бити просеци и индекси. Просеци представљају пондерисане или непондерисане просеке цена хартија од вредности. Индекси се рачунају као односи посматраних цена према базним пондерисаним просецима цена изабраних хартија од вредности.

Све ове информације пласирају се широкој јавности. Информисање се врши путем веб странице берзе, билтенима берзе и дневним финансијским новинама. Инвеститори, како професионални тако и мали инвеститори, финансијски експерти као и сви остали заинтересовани за проучавање пословања одређене берзе анализирају овако добијене податке. Помоћу различитих метода сви доступни подаци се анализирају. На основу добијених резултата анализе доносе се одлуке о будућем деловању. Инвеститори дају налоге берзанским посредницима. А потенцијални инвеститори одлучују да ли ће се укључити у берзанску трговину или не.

5. БЕРЗАНСКИ ПОСЛОВИ

Берзански послови су уговори о куповини и продаји. Сваки облик пословања на берзи одређен је типским уговором, на основу Закона о берзанском пословању. Уговор је састављен од општих и посебних уговорних услова. Општи услови су исти за све предмете трговањана берзи и односе се на начин преузимања материјала и транспорт.

Посебни уговорни услови односе се на квалитет материјала којим се тргује.

Берзанске послове закључују само овлашћена лица – берзански трговци који су смештени у самом центру берзе. Предмет берзанског пословања могу да буду само ствари које су примљене у берзански правни промет одлуком надлежног берзанског органа или се ради о материјалима који су примљени на званични листинг берзе.

Берзански послови се закључују по посебном берзанском поступку чија правила утврђује берза.¹⁹

¹⁹ Унковић М., Милосављевић М., Станишић Н. (2010): Савремено берзанско и електронско пословање, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 79.



5.1. Карактеристике берзанских послова

Берзанске послове одликују одређене специфичности које их чине посебном врстом уговора о продаји. То су:

1. закључење послова преко берзанских посредника,
2. обредна форма берзанских операција,
3. надзор над обављањем берзанских послова и
4. јавност берзанских послова.²⁰

Закључивање послова преко берзанских посредника. – Берзански послови се закључују преко овлашћених лица, која имају право учешћа на берзи. Разликују се две врсте берзанских посредника: брокери и дилери. Они су чланови берзе, имају сертификат и могу да тргују на берзанском тржишту. Уколико берзански посредник није члан берзе, не може закључивати послове у самом центру берзе, већ у оквиру ванберзанске трговине.

Берзански посредници закључују берзанске послове уз посредовање брокера берзе (они не учествују у ванберзанској трговини), као посебне врсте службеника берзе.

Обредна форма берзанских операција. – Послови који се закључују на берзи, закључују се преко посредника. Уговорни партнери се по правилу не познају. Форма по којој се послови закључују прописана је берзанским правилима. Налог којим се закључује посао је у складу са берзанским правилима о врсти берзанског материјала, о минималној количини која може бити предмет посла и о року трајања налога.

Надзор над обављањем берзанских послова. – Берзански послови се врше под надзором државних и берзанских контролих органа у циљу спречавања поремећаја на берзи и усклађивања пословања са законом и правилима берзе. Надлежни орган може и да привремено обустави рад берзе ако оцени да даље пословање берзе угрожава интересе учесника у раду берзе, нарушава равнотежу на тржишту или угрожава функционисање берзе.²¹

Јавност берзанских послова. – Јавност берзанских послова се обавља у сали. Најчешће се дешава за време берзанског састанка. Сва акта и информације о раду берзе, која не представљају пословну тајну, објављују се и дистрибуирају преко информационог и комуникационог система берзе. Јавност се уредно обавештава путем берзанских извештаја о курсу берзанског материјала.

²⁰ Мићовић М. (1997): *Берзански послови и хартије од вредности*, Правни факултет, Крагујевац, стр. 17.

²¹ Мићовић М. (1997): *Берзански послови и хартије од вредности*, Правни факултет, Крагујевац, стр. 18.



5.2. Врсте берзанских послова

Берзанске послове можемо поделити у више врста, и то:

- у зависности од полазног критеријума,
- промптним пословима и
- терминским пословима.

5.2.1. Критеријуми за поделу берзанских послова

Постоје више критеријума за поделу берзанских послова, а најзначајнији су:

- место и време закључивања,
- предмет трговине,
- број продајних уговора и
- врсте доспелости бавеза.²²

Према месту закључења, берзански послови могу бити:

1. унутрашњи и
2. спољашњи послови.

Унутрашњи послови су они послови који се закључују у одређено време, између домаћих лица, са правом трговања на берзи. Берзански послови који се закључују уз присуство страних лица називају се спољнотрговински послови.

Према предмету трговине берзански послови се деле на:

1. службене и
2. слободне.

Службени послови се обављају у самом центру берзе, за њих можемо да кажемо да су берзански послови. Берзански материјал којим се тргује на берзи се налази на берзанском листингу. Слободни послови се обављају ван центра берзе. Слободни послови су ванберзански послови. Трговина ових послова се обавља на незваничним страницама.

Према броју продајних уговора, берзански послови се деле на:

1. просте и
2. сложене.

²² Унковић М., Милосављевић М., Станишић Н. (2010): *Савремено берзанско и електронско пословање*, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 80.



Прости берзански послови се састоје од само једног уговора, док се сложени састоје од два или више уговора. Сложени уговори су арбитражни, репортни и своп берзански послови.

По доспелости берзански послови се деле на :

1. промптне и
2. терминске послове.

5.2.2. Промптни послови

Промптни послови су они послови код којих се плаћање и испорука материјала врши одмах по закључењу посла или у кратком року након тога. Рок за извршење промптног посла одређује свака берза својим узансама, уколико нема одредба у законским прописима који регулишу берзанско пословање. Рок се обично креће од два дана до три недеље, од дана када је уговор сачињен. Према времену и месту испоруке промптни послови на робним берзама се могу закључити као:

- Локо посао (на лицу места) – роба мора бити доступна купцу у месту одржавања берзанског састанка.
- Промпт испорука – значи да се роба мора предати купцу у веома кратком року, који је одређен узансама берзе на којој је закључена купопродаја.
- Промпт утовар – што значи да се мора извршити утовар робе у уговореном року, тако да се коносман изда у року од 14 дана од склапања берзанског уговора.
- Помпт посао за робу на путу – што значи да се предаја робе врши уручивањем коносмана или преносивог товарног листа купцу, који од тог момента може да располаже робом.
- Орочени промптни посао – значи одложено извршење предаје робе купцу, што се увек утаначи у закључници наводећи обично да ће роба бити предата средином, крајем или у првој половини тачно одређеног месеца.

Тржишта на којима се обављају промптни послови називају се спот, кеш, стварна или физичка тржишта. Ова тржишта, као и промпт послови, данас губе на значењу, с обзиром да представљају мањи проценат у односу на терминске послове.

5.2.3. Термински послови

Термински послови се дефинишу као послови продаје где се обавезе купца и продавца не извршавају одмах после закљученог уговора, већ у неком каснијем року који је унапред фиксиран и означен.²³ Пренос права и обавеза врши се путем финансијских деривата, који, према Закону о хартијама од вредности, представљају

²³ Мићовић М. (1997): *Берзански послови и хартије од вредности*, Правни факултет, Крагујевац, стр. 23.



посебну врсту хартија од вредности (роба, други вредносни папири, девизе, камате или берзански индекси). Појављују се као:

- форварди,
- фјучерси,
- опције,
- свопови и
- хеџинг послови.

Основна обележја берзанских терминских послова су:

1. рочност посла,
2. безусловно или условно закључење посла и
3. различита мотивисаност посла, да се дође до неопходне робе, да се заради, или заштити од ризика.²⁴

Термински послови се закључују и извршавају на два начина: директно између учесника у некој трансакцији или уз учешће клириншке куће.

Берзански трговци који типују (играју, прогнозирају) на повећање цена одређеног берзанског материјала зову се хосисти или бикови (bull), а они који играју на смањење цена бесисти или медведи (bears).

Учесници у терминским пословима као и учесници у берзанском трговању су исти. У основи разликујемо:

- берзанске трговце,
- хедере и
- шпекуланте.²⁵

5.3. Учесници берзанског пословања

У берзанском пословању постоји више врста учесника. Берзанско пословање почиње учесницима који представљају организаторе самог берзанског трговања и пратећих функција берзе као институције. Поред њих ту су и емитенти хартија од вредности, као и власници тржишног материјала. Берзанско трговање се не би могло замислити без купаца и продаваца берзанског материјала. Међутим, можемо рећи да су најважнији учесници берзанског пословања берзански посредници. Они имају специјално овлашћење да тргују на берзи. У време настајања берзи само су одређени берзански посредници могли трговати између себе. Сељењем берзе у затворене просторије само овлашћени берзански посредници су могли приступити берзанском паркету, а данас они са посебним овлашћењем приступају електронским платформама

²⁴ Унковић М., Милосављевић М., Станишић Н. (2010): *Савремено берзанско и електронско пословање*, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 83.

²⁵ Ивановић П. (1995): *Фјучерси*, Београдска берза, Београд, стр. 9.



за обављање берзанског трговања. Трговина на берзи се одвија између берзанских посредника (чланова берзе) који морају испунити ригорозне кадровске, организационе и финансијске услове како би били примљени у чланство. Чланови поседују места на тзв. берзанском паркету што представља традиционални назив за право да се учествује у трговини. Велики број берзи имају ограничен број места чијом се куповином или закупом, уз испуњење осталих прописаних услова, стиче ексклузивно право трговања на тој берзи.

Берзански посредници имају посебан положај у берзанском пословању. Само берзански посредници имају ту привилегију да тргују у току берзанског трговања. Такође, имају веома значајну улогу у берзанском трговању. Берзански посредници имају важну улогу у берзанском пословању. Они представљају везу између купаца и продаваца. Како купци и продавци не могу директно приступити берзанском трговању, они то чине преко берзанских посредника. Примајући налоге од својих клијената, од купаца или продаваца, они те налоге испостављају и у току берзанског трговања долази до упаривања супротних налога. Након успешног упаривања налога са супротним може се приступити и закључењу трансакције. Након завршеног берзанског пословања у току радног дана берзе, берзански посредници обавештавају своје клијенте о реализацији и стању њихових налога.

Берзански посредници се деле на брокере и дилере. Брокери посредују између купаца и продаваца и за своје услуге наплаћују провизију за извршене услуге. Они закључују берзанске послове у име својих клијената и за њихов рачун. Дилери су берзански посредници који купују и продају берзански материјал у своје име и за свој рачун. Они зарађују на разлици на цени. Њихов циљ је да купе јефтиније, а продају скупље него што су купили исти берзански материјал.

"Предмет делатности берзанских посредника у основи своди се на следеће:

- Трговина хартијама од вредности
- Пружање саветодавних услуга у вези са емисијом и трговином хартијама од вредности
- Чување хартија од вредности
- Вођење портфолија хартија од вредности за рачун корисника услуге
- Други послови везани за трговину хартијама од вредности"²⁶

Обавезе берзанских посредника су:

- Поступање у складу са добијеним налогом брзо и дословно
- Старање о извршењу добијених налога
- Обавештавање клијената о важним чињеницама
- Чување пословне тајне
- Вођење пословног дневника
- Обавештавање клијената о извршењу налога

²⁶ Петровић Б. П., (2009): *Берзе и берзанско пословање*, Прометеј, Београд, стр. 135.



Берзански посредници имају и право да обављају одређене услуге, а то су:

- Обављање куповине и продаје берзанског материјала
- Обезбеђење краткорочног кредитирања
- Вршење едукације клијената и потенцијалних клијената
- Пружање саветодавних услуга ангажовањем својих експерата
- Управљање хартијама од вредности у име и за рачун клијента
- Организовање дистрибуције хартија од вредности
- Наплаћивање провизије за извршене услуге.

6. ПРЕДМЕТ ТРГОВАЊА НА ФИНАНСИЈСКОЈ БЕРЗИ

Хартије од вредности су, без икакве сумње, највећа и најзначајнија група финансијских инструмената којима се тргује на финансијским тржиштима. Приликом дефинисања хартија од вредности могу се појавити одређене тешкоће. Наиме, не постоји јединствена и универзална дефиниција. Најпростије, хартије од вредности можемо објаснити као "писани документ, исправу или у новије време електронски запис који својим власницима даје одређена права". Прецизнија дефиниција би могла да гласи: "Хартије од вредности су писани документ или исправа која свом држаоцу (имаоцу) даје одређена права која може да искористи само под условима законитог власништва над том хартијом од вредности".²⁷

Развојем робно-новчане привреде и хартије од вредности постају предмет трговања на посебном тржишту, односно на берзи. Хартије од вредности можемо класификовати према различитим критеријумима.

Тако се према рочности хартије од вредности могу поделити на: (а) краткорочне и (б) дугорочне. Док се према праву које носе, хартије од вредности деле на: (а) дужничке и (б) власничке. Дугорочне хартије од вредности су акције и дугорочне обвезнице, док су краткорочне хартије од вредности углавном инструменти дуга (краткорочне државне обвезнице), депозитни сертификати, комерцијални записи, банкарски акцепти и др.

Полазећи од критеријума аспекта природе односа које одражавају, све хартије од вредности се могу поделити у две велике групе:²⁸ (1) основне и (2) дериватне (изведене) хартије од вредности.

Основне хартије од вредности одражавају основне односе који постоје између емитента и инвеститора. Оне се деле у две групе: (а) обвезнице (које одражавају кредитну позицију) и (б) акције (које одражавају партнерску или власничку позицију). Финансијски деривати или изведене хартије од вредности одражавају изведене односе. Оне граде своју вредност из финансијских инструмената на основу којих су изведене.

²⁷ Питић Г., Петковић Г., Ерић Г., Шошкић Д., Штимац М. (1996): *Берзански појмовник*, II измењено и допуњено издање, Београдска берза, 1996., стр. 81.

²⁸ Ерић Д. (2003): *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја, Београд, стр. 261.



Стога, њихова вредност није независна, као што је то случај код основних хартија од вредности. Најпознатије хартије од вредности из ове групе су: (а) фјучерси, (б) опције и (ц) варанти.

6.1. Основна обележја хартија од вредности (облик и емитент)

Врло често у многим књигама аутори посебну пажњу придају анализи основних елемената хартија од вредности (ХОВ). Разлог овоме је у чињеници, да су хартије од вредности документи са израженом формом, која је регулисана одређеним законским прописима. Најважнији елементи хартија од вредности су:²⁹

1. ознака врсте, тј. назив хартије од вредности,
2. назив, име, седиште и адреса емитента,
3. ознака да ли гласи на име или доносиоца (што касније узрокује специфичан начин преноса власништва),
4. прецизно дефинисана обавеза емитента, односно права власника,
5. ознака серије и серијски број емисије,
6. место и датум емитовања,
7. потпис овлашћеног лица емитента, и други релевантни подаци (нпр. ISIN хартије од вредности),
8. номиналну вредност целокупне емисије хартија од вредности,
9. датум издавања, односно уписа хартије од вредности у Централни регистар.

Издаваоци хартија од вредности могу да буду домаћа правна лица, Република Србија, Народна банка Србије, аутономне покрајине, једнице локалне самоуправе, правна лица корисници буџетских средстава и организације обавезног социјалног осигурања, као и страна правна лица са седиштем на територији држава чланица OECD и Европске уније и на територији суседних држава са чијим регулаторним институцијама Комисија за хартије од вредности има закључен уговор о сарадњи.

Основни начин издавања хартија од вредности је медота јавне понуде (public offering). Да би се добило одобрење за издавање хартија од вредности путем јавне понуде, потребна је дозвола Комисије за хартије од вредности. Јавна понуда хартија од вредности може се вршити само по претходно прибављеном решењу о одобрењу проспекта од стране Комисије. За припрему проспекта је одговоран покровитељ емисије, уколико постоји такав аранжман.

Проспект је писани јавни документ који садржи податке који инвеститору омогућавају јасан и целовит увид у објективни правни и финансијски положај издаваоца хартија од вредности. Проспект садржи податке о намеравању емисији хартија од вредности о правцима пласмана добијених новчаних средстава. У проспекту су садржани и подаци о цени акција које се намеравају пласирати на тржишту односно

²⁹ Ерић Д., исто, стр. 260.



о каматној стопи код емисије обвезница. Комисија доноси решење о одобрењу проспекта, али може да одбије захтев за одобрење проспекта. Комисија не одговара за истинитост и потпуност података наведених у проспекту. За истинитост и потпуност података у проспекту одговора издавалац.

Акционарско друштво које жели да емитује хартије од вредности мора да располаже одобреним проспектом и тада упућује позив за упис и уплату хартија од вредности. У фази припреме проспекта, емитент може да Комисији поднесе прелиминарни проспект, који садржи све податке о емитенту као и проспект, сем цене акција односно висине каматне стопе код обвезница.

Ако издавац хартије од вредности жели да уз одлагање отпочне и упис и уплату хартија од вредности, дужан је да предходно добије одобрење одложеног проспекта за издавање хартија од вредности (тзв. одложни проспект). Одложни проспект мора да садржи све податке које садржи проспект за издавање хартија од вредности, изузев података о цени хартије од вредности односно висини каматне стопе. Издавац хартија од вредности може сукцесивно издавати хартије од вредности у различитим временским интервалима, али на основу подношења више захтева.

За издавање краткорочних хартија од вредности израђује се скраћени проспект који мора да добије одобрење од стране Комисије за хартије од вредности. Одобрење проспекта за издавање хартија од вредности није обавезно када се врши издавање и понуда краткорочних хартија од вредности физичким и правним лицима чији број није већи од 100.

6.2. Хартије од вредности као тржишни материјал на финансијској берзи

Предмет јавне понуде на организованом финансијском тржишту могу бити следеће хартије од вредности :³⁰

1. акције (ХОВ које гласе на део основног капитала акционарског друштва),
2. обвезнице (дужничке ХОВ),
3. варанти,
4. депозитне потврде,
5. стандардизовани финансијски деривати:
 - фјучерс уговори (са испоруком предмета уговора и без испоруке предмета уговора) и
 - опцијски уговори.

³⁰ Ерић Д. (2005): Менаџмент хартија од вредности, Издавачки центар Београд, стр. 146.



6.2.1. Акције

Акције представљају власничке хартије од вредности чијом се куповином (поседовањем) стиче власништво над делом капитала акционарског друштва. Акције се емитују с циљем формирања и повећања капитала компаније. Оне поседују номиналну вредност која се слободно утврђује приликом оснивања компаније и уписана је на акцији. За разлику од обвезнице, која је израз кредитног односа, акција је хартија од вредности која симболизује власништво. Продајом акција акционарско друштво стиче сопствени капитал који је трајни извор финансирања.

Акције, за разлику од дужничких хартија од вредности (обвезница), својим власницима не доносе унапред познат приход, обзиром да висина прихода зависи од успешности пословања емитента.

Као емитенти ових хартија се јављају акционарска друштва. Акције компаније омогућавају њиховим имаоцима да постану сувласници у компанији. Инвеститори купују ове акције како би остварили капиталну добит на основу продаје акција у будућности, по цени која је виша од цене по којој је иста купљена. Цена акције се утврђује на основу понуде и потражње.

Акција у принципу траје неограничено и везана је за судбину емитента као пословно активног субјекта. Она пружа могућност инвеститору да учествује у расподели профита фирме, али и да сноси ризик из пословања компаније. Продајом акција акционарско друштво стиче сопствени капитал који је трајни извор финансирања. Акције пружају могућност остваривања добити на уложена средства по два основа: (1) по основу пораста цене акција и (2) по основу дивиденде која се дистрибуира акционарима уколико предузеће оствари позитиван финансијски резултат.

Када се говори о располагању акцијама одређеног предузећа, власник акција има неколико могућности. Може да чува своје акције и да сваке године подиже дивиденду и тако употпуњује своје приходе. Висина дивиденде може да варира и зависи од квалитета предузећа и успешности његовог пословања. Уколико постигне висок профит и дивиденде ће бити високе, и обратно.

Такође, власник акција може и да их прода на берзи и оствари одговарајућу добит кроз разлику у цени.

Постоји разноврсност типова акција, а најважније су следеће поделе: (1) према редоследу издавања (оснивачка акција прве емисије или акција следећих емисија), (2) према садржини права учешћа у добити (обична редовна акција и приоритетна повлашћена акција) (3) према праву гласа (акције без права гласа и акција са правом гласа).³¹ Обичне акције представљају учешће у власништву предузећа. Оне власницима обезбеђују гласачка права на скупштини акционара и учешће у ликвидационој маси после намирања обавеза предузећа према повериоцима. По основу обичних акција инвеститори, кроз дивиденде, учествују у профиту предузећа. Дивиденде се

³¹ Ивановић П. (2008): Теорија новца и банкарство, Сремска Каменица, стр. 385.



акционарима могу исплатити тек по намирењу осталих обавеза из текућих прихода предузећа.

Имаоци обичних акција, по правилу, имају право прече куповине додатних емисија.

Преференцијалне (повлашћене) акције по правилу не дају право гласа, али обезбеђују фиксну дивиденду и приоритет исплате у односу на обичне акције.³²

6.2.1.1. Права акционара-власника обичних акција

Корпорације могу емитовати две основне врсте акција: (1) обичне и (2) приоритетне или привилеговане.

Обичне акције су основна врста акција. Оне су прве настале и из њих су се развиле све остале форме акција. Корпорације егзистирају емитујући ову врсту акција, па се оне с правом називају оснивачким. Обична акција њиховим имаоцима обезбеђује три скупа (основна) права: (1) право на дивиденду (принос), (2) право на управљање, (3) право слободног располагања.³³

Право на дивиденду. Дивиденда (енг. dividend) је удео у добити који се остварује и наплаћује из остварених резултата пословања акционарског друштва. Дивиденде се исплаћују из профита које оствари предузеће после плаћања камата и пореза. Она није фиксна и лако предвидива, па се њена варијабилност веже за: (а) величину нето профита и (б) поделу нето профита. Пракса домаћих предузећа је да дивиденду исплаћују једном годишње и то након усвајања завршног рачуна, а на основу одлуке Скупштине акционара. Уколико је профит занемарљив или уколико је предузеће лоше пословало исплата дивиденде није могућа.

Право управљања предузећем је друго битно право садржано у обичној акцији. Свака појединачна акција представља власнички удео у корпорацији. Треба истаћи, да управљачко право појединачног акционара не зависи само од броја акција које он поседује, него и од укупног броја акција које је емитовала корпорација. Примера ради, ако је корпорација емитовала 10 хиљада акција, а власник располаже са 100 акција, он тада располаже са 1% управљачког права.

Власници обичних акција имају право да одлучују о свим битним питањима везаним за пословање предузећа. Право управљања се остварује гласањем на скупштинама акционара.

Основни принцип одлучивања јесте: "једна акција –један глас". Из произилази логичан закључак, да онај ко има више акција има и већи утицај приликом доношења одлука.

³² Шошкић Д., Живковић Б. (2006): Финансијска тржишта и институције, Економски факултет Београд, стр. 39.

³³ Шошкић Д., Живковић Б., исто., стр 336.



Право слободног располагања (промета) је треће од основних права власника акција. Треба истаћи, да је у последње време дошло до модификације овог права. Наиме, акције отворених акционарских друштава су, по правилу, преносиве без ограничења или условљавања трећег лица.

Акције затворених акционарских друштава нису слободно преносиве, јер се приликом преноса захтева сагласност емитента (корпорације).

6.2.1.2. Основни типови вредности акција

Анализа вредности представља једно од најосетљивијих аспеката за проучавање акција. Она је од изузетно великог значаја, како за власника, односно инвеститоре, тако и за предузећа и све друге учеснике привредног и друштвеног живота. Постоји заједнички интерес власника, менаџера и запослених да се цене акција одржавају што је могуће дуже на високом нивоу, пошто је то поуздан сигнал успешности пословања и максимирања благостања власника. Треба истаћи да, за разлику од обвезница где постоје две, код обичних акција разликујемо три основна типа вредности. То су:³⁴

1. номинална,
2. књиговодствена и
3. тржишна.

Номинална вредност акције представља новчани износ по којој се емитују акције и по којој се региструју у књиговодству предузећа емитента. Ову вредност, по правилу, одређује скупштина акционарског друштва. Треба истаћи, да се у случају емитовања акција без номиналне вредности за њихову номиналну вредност, по којој се евидентирају у књиговодству предузећа, узима постигнута продајна цена.

Књиговодствена вредност представља другу вредност акције. Код обичних акција књиговодствена и номинална вредност се изједначавају само у моменту емисије акција. Касније, књиговодствена вредност обичних акција, која представља рачуноводствену категорију, добија се као количник укупне књиговодствене вредности акционарског капитала (који представља збир номиналне вредности емитованих акција, емисионе премије-ажиа и задржане добити) и укупног броја емитованих акција. С обзиром да се основни елементи акцијског капитала могу мењати, током времена, то се мења и њихова књиговодствена вредност.

Тржишна вредност јесте и најважнија вредност акције. Тржишна вредност се утврђује на секундарном тржишту капитала (на коме се обавља куповина и продаја већ емитованих акција) на бази односа понуде и тражње за истом. Ова вредност може бити једнака, мања или већа од номиналне вредности акције. Уколико се емисија акција врши по тржишној вредности која је виша од њене номиналне вредности каже се да је извршена продаја са ажиом (емисионом премијом). У обрнутом случају, каже се да је извршена продаја уз тзв. дисконт. Тржишна вредност акција се свакодневно мења под утицајем бројних фактора: (1) информација о оствареним и очекиваним пословним

³⁴ Ерић Д. (2003): *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја, Београд, стр. 357.



результатима акционарског друштва, (2) најаве и реализације мерџера и аквизиција, (3) промене каматних стопа, (4) стопе инфлације, (5) пореске стопе, (6) политичких догађаја и сл.

Реална вредност акција је још једна од вредности акција. Она се још назива и унутрашњом вредношћу акција и од изузетног је значаја за инвеститоре приликом доношења одлука о томе да ли и у које акције да инвестирају. Наиме, уколико је тржишна вредност акције нижа од њене праве (реалне) вредности он ће се одлучити да купи те акције. Важи и обрнуто, уколико је текућа тржишна вредност акција виша од њихове реалне вредности, он ће се одлучити да их прода. Реална вредност обичних акција, која није ништа друго до теоријски утврђена тржишна вредност, се може израчунати на више начина. Један од најчешћих начина свакако је метода дисконтовања дивиденде према којој се реална вредност акција утврђује као садашња вредност свих будућих дивиденди које ће власник истих моћи да остварује по основу власништва над њима.

6.2.2. Обвезнице

Најшире је распрострањена дефиниција, по којој је обвезница хартија од вредности која ствара могућност емитентима да прикупе новчана средства, а својим власницима омогући исплату камате и главнице по унапред утврђеном редоследу и у одређеном временском периоду. Неки аутори истичу, да је обвезница хартија од вредности са фиксним приносом (јер је каматна стопа унапред позната или фиксна), што не мора бити тачно с обзиром да су у пракси присутне обвезнице са променљивим каматним стопама. Према нашим позитивним законским прописима, обвезница представља хартију од вредности са којом се емитент обавезује да ће њеном власнику, у року њеног доспећа, испунити номиналну вредност износа и уговорену камату.³⁵

Према томе, обвезнице су дужнички финансијски инструменти којима се емитент (зајмопримац) обавезује да ће купцу (зајмодавцу) о року доспећа платити позајмљени износ са уговореном каматом. На тај начин, инвеститори куповином обвезница могу кредитирати органе јавне управе, корпорације и друге емитенте. Инвеститори, при томе добијају фиксну каматну стопу на ту позајмицу, која се исплаћује у тачно одређеним интервалима до доспећа (годишње или полугодишње). Када обвезница доспе за наплату инвеститор прима целокупни инвестирани новчани износ (номиналну вредност обвезнице).

Обвезнице, као дужничке хартије од вредности, представљају најстарије финансијске инструменте. Стога се и оснивање највеће ефектне берзе на свету (Њујоршке берзе) везује за појаву "Револуционарних обвезница америчке борбе за независност" и потребу да се обезбеди јединствено тржиште које би омогућило ликвидну трговину.³⁶ С обзиром на дуг историјат и богату праксу, на финансијским

³⁵ Вуњак Н., Ковачевић Љ. (2009): Финансијска тржишта и берзе, "Пролетер" а.д. Бечеј, Економски факултет Суботица, НУБЛ Бања Лука, Чигоја Београд, Суботица, стр. 164.

³⁶ www.forum.ftn.uns.ac.rs, jun 2013. год.



тржиштима се појављује велики број дужничких хартија од вредности (обвезница). У зависности од емитента обвезнице се могу поделити на: (1) обвезнице државног трезора, (2) обвезнице органа управе, (3) корпоративне обвезнице.

Обвезнице државног трезора (eng. *treasuries*) су најстарији типови обвезница. Тржиште државних хартија од вредности представља један од најстаријих сегмената финансијског тржишта. Државне обвезнице су се први пут појавиле и Холандији 1542. године, а затим у Великој Британији 1693. године. Ова врста обвезница се може појавити у више облика: (1) купонске обвезнице, (2) перпетуалне обвезнице, (3) амортизационе обвезнице, (4) осигуране обвезнице, (5) индексирани обвезнице, (6) одрезане обвезнице. Државне обвезнице су најсигурније хартије од вредности.

Њихова емисија је условљена изналажењем финансијских средстава за покриће високих износа државних трошкова (буџетског дефицита). Влада сваке државе гарантује да ће инвеститорима обавезе бити благовремено измирене. Стога, ове хартије од вредности носе мали принос с обзиром на веома ниску стопу ризика улагања. Обвезнице државног трезора су нарочито заступљене на финансијском тржишту САД, због израженог дугогодишњег високог нивоа државног дефицита.

Обе обвезница припада групи обвезница органа управе (eng. *municipal bonds*), које емитују: државни, регионални и локални органи власти. Поменути органи емитују обвезнице ради прикупљања средстава за финансирање разноврсних пројеката од јавног интереса. Овај тип обвезница је обично изузет од пореза како би био што привлачнији инвеститорима. Уколико део прихода који се добије стављањем реализованих пројеката у функцију служи за исплату дуга, ове обвезнице се називају приходовним. Управни органи, који имају овлашћења за наплату пореза, емитују тзв. обвезнице са генералном обавезом. На тај начин њихови емитенти генеришу приход за наплату дуга.

Корпоративне обвезнице (eng. *corporations bonds*) су хартије од вредности које емитују корпоративна предузећа. У зависности од емитента, ове обвезнице се могу поделити на: (1) обвезнице јавних предузећа, (2) обвезнице транспортних предузећа, (3) обвезнице индустријских предузећа, (4) обвезнице пословних банака и других финансијских организација. Корпоративне обвезнице обично плаћају веће камате од државних и муниципалних обвезница, али и носе већи ризик. С друге стране, корпоративне обвезнице су мање ризичне од акција. Наиме, уколико корпорација банкротира повериоци (власници обвезница) се исплаћују из ликвидационе масе пре исплате власника (акционара). Корпоративне обвезнице могу бити осигуране имовином (опрема, некретнине) или финансијском активом емитента. То значи, да ће корпорација исплатити повериоца из ових средстава уколико не буде у могућности измирити уговорене обавезе. Неосигуране обвезнице су гарантоване рејтингом (угледом) емитента, те иако изгледају ризичније, понекад могу имати и бољи рејтинг од осигураних обвезница.



7. БЕОГРАДСКА БЕРЗА

7.1. Историјат Београдске берзе

Прве идеје о оснивању установе која би контролисала кретање вредности новца појавиле су се у Србији тридесетих година деветнаестог века. Српско трговачко удружење, које је било значајно за развитак целокупне српске трговине, дало је иницијативу за доношење Закона о јавним берзама. Народна скупштина је 3. новембра 1886. године усвојила Закон, који је прогласио и објавио тадашњи краљ Србије Милан Обреновић. Неколико година касније, 21. новембра 1894. године, у Грађанској касини одржана је Оснивачка скупштина Београдске берзе, изабрана је стална управа и берзански посредници. Циљ оснивања Берзе било је унапређење, олакшање и регулисање трговинског промета: "сваковрсне робе (нарочито земаљских производа), свих хартија од вредности чије је котирање допуштено, чекова и бонова, кованог и папирног новца".

Први берзански састанци одржани су у хотелу "Босна" на обали Саве, где су се састајали извозници и припремали закључке на храну и суве шљиве. Тада се одржавао само један берзански састанак и у једном одељењу склапани су сви берзански послови (валуте, ефекти и роба). Развојем трговања, формирају се два одељења: (а) одељење за робу (које остаје на обали Саве као Продуктна берза) и (б) одељење за валуте и ефекте (Валутна берза, која почиње да ради у просторијама хотела "Српска Круна"). У том периоду, Београдска берза је важила за најбоље организовану привредну установу. Била је једна од најстаријих берзи у Европи, а цене које су утврђиване биле су реперне цене производа на другим европским берзама.

Почетком XX века, на Берзи су се котирале различите хартије од вредности. Најтраженије и најстабилније биле су државне хартије, јер је поверење у државу било је веће него у акционарска друштва. Тада је важило следеће правило: "ако хоћеш да добро једеш, тада улажи у акције". Друго правило је било: "ако хоћеш мирно да спаваш, треба улагати у државне папире". На Берзи су се котирале акције преко 140 новчаних завода. У периоду између два светска рата, после паузе од четири године и у изузетно тешкој привредној ситуацији, Берза поново покреће активности - припрема правне регулативе, нове узансе и, сходно томе, постижу се и нови резултати.

Развојем Берзе, стекли су се услови и за изградњу дома Берзе, а у жељи да се обезбеде неопходни и савремени услови за рад, адекватан простор, нове техничке могућности, употреба савремених средстава комуникације, лабораторије, функционисање берзанског суда и сл. Већ 1934. године Берза се усељава у нову зграду на Краљевом тргу бр. 13. Промет Берзе се повећавао, берзанско пословање бележило је успон, а свакога дана Берзу је посећивало од 100 до 150 лица. Берза је курсни лист штампала у хиљаду примерака и на три језика.

Овај период је по развојним карактеристикама био најобимнији и најинтензивнији, све до велике светске кризе, која се одразила и на пословање наше привреде. У последњим годинама постојања, за председника Берзе изабран је председник Владе



Краљевине Југославије, универзитетски професор др Милан Стојадиновић. Један од последњих састанака Управе Берзе одржан је 28. марта 1941. године. Као институција, Берза је постојала све до 1953. године, када је формално укинута Одлуком Президијума Владе Србије. Многи познати трговци, банкари, часници и чланови Берзе нестали су током рата, или су након рата осуђени као непријатељи режима или, једноставно, као непожељна лица. На тај начин, са Берзом су отишли и људи који су основали Берзу, односно омогућавали њен рад. Многима је одузета имовина, а уништен је и велики део документације и материјала из зграде старе Београдске берзе.

С променом опште климе у друштву и почетком привредних реформи и након усвајања Закона о тржишту новца и тржишту капитала, 1989. године одржана је Оснивачка скупштина Југословенског тржишта капитала, основаног од стране 32 највеће банке са територије некадашње Југославије. Током 1992. године Југословенско тржиште капитала мења име у Београдску берзу. На Београдској берзи се током 90-их година прошлог века, углавном, трговало краткорочним дужничким хартијама од вредности предузећа, државним обвезницама и сл. Иако је 1991. године обављено прво трговање акцијама (предузећа Синтелон и Ауто куће Кикинда), значајнији помак у трговању на Берзи остварен је тек 2000. године, када су у секундарно трговање укључене акције из претходних поступака приватизације, а трговање се још интензивније наставља од 2001. године. У току 1996. године на Београдској берзи трговано је и робно-комерцијалним записима Дирекције за робне резерве са подлогом у пшеници, кукурузу, шећеру и уљу, а прве општинске обвезнице трговане су на Берзи током 2000. године, када су у промет укључени и благајнички записи НБ Југославије. Увођење обвезница Републике Србије 2001. године, за покриће дуга државе по основу старе девизне штедње, дало је још већи замах развоју домаћег тржишта капитала. Од реоснивања, пословање Београдске берзе није прекидано, чак ни у време НАТО агресије 1999. године.³⁷

Током 2003. и 2004. године урађена су значајна унапређења на пољу развоја BELEX система за трговање, уведено је континуирано и даљинско трговање и интензивирана је међународна сарадња са другим развијеним берзама и берзама у окружењу. Први индекс Београдске берзе BELEXfm објављен је крајем 2004. године, а до данас се наставља са развојем других берзанских показатеља. У току 2005. године акценат је стављен на унапређење процеса информисања и извештавања са Берзе, а у рад су пуштени и први информациони сервиси за дистрибуцију података из трговања у реалном времену. У току 2006. године отпочео је и процес едукације најшире јавности, као и унапређење сарадње са издаваоцима хартија од вредности, што је у априлу 2007. године довело и до првог листирања акција.

Београдска берза је првобитно основана 21. новембра 1894. године, док су прве трансакције обављене у јануару 1895. Последње трансакције закључене су у априлу 1941. године. Формално, Берза престаје са радом 1953. године, као непотребна институција.

Београдска берза је поново основана 1989. године, првобитно као Југословенско тржиште капитала, у складу са Законом о тржишту новца и тржишту капитала, да би

³⁷ www.belex.rs, јули 2013. год.



1992. године променила име у Београдску берзу настављајући традицију некадашње, једне од највећих европских берзи.

Најзначајнији догађаји у новијој историји Београдске берзе су:³⁸

- Септембар 2002 – отпочело трговање обвезницама РС,
- Децембар 2002 – одржана је Прва међународна конференција Београдске берзе,
- Март 2003 – уведен метод континуираног трговања за обвезнице РС,
- Септембар 2003 – обележавање 110 година од оснивања Београдске берзе отпочело је отварањем Изложбе старих хартија од вредности у Нишу,
- Септембар 2003 - одржана Друга међународна конференција Београдске берзе и одржано прво јавно представљање Пројекта информационог повезивања берзи југоисточне Европе,
- Октобар 2003 – отпочела тестирања система даљинског трговања,
- Март 2004 – систем за даљинско трговање пуштен у рад,
- Септембар 2004 – Београдска берза примљена је у пуноправно чланство Федерације евро-азијских берзи – FEAS,
- Октобар 2004 – прва трговања акцијама по методу континуираног трговања,
- Новембар 2004 – одржана Трећа међународна конференција Београдске берзе (обележена је 110. годишњица Берзе, свечаном Академијом и Изложбом),
- Децембар 2004 – први пут је објављен BELEXfm , индекс на акције којима се тргује на слободном берзанском тржишту,
- Фебруар 2005 – Београдска берза постала је придружени члан Федерације европских берзи FESE,
- Март 2005 – пуштен је у рад сервис за он-лине праћење трговања на Берзи Belex.info , као и добијање података о трговању путем мобилне телефоније SMS и WAP сервиси;
- Мај 2005 – отпочела дистрибуција података путем дата feed-a,
- Октобар 2005 – објављен је индекс BELEX15 – за акције предузећа које се налазе на методу континуираног трговања,
- Новембар 2005 – одржана је Четврта међународна конференција Београдске берзе "Очување интегритета и ефикасности тржишта капитала".
- Јануар 2006 - Лансирана нова унапређена интернет презентација Београдске берзе
- Април 2006 - Започети курсеви обуке намењени општој и стручној јавности као и медијима; потписан Меморандум о разумевању између Београдске берзе и

³⁸ www.belex.rs, јули 2013. год.



IFC-a и уостављена је сарадња на промовисању и унапређењу нивоа корпоративног управљања у Србији

- Септембар 2006 - Лансиран RSS сервис Београдске берзе базиран на интернету
- Новембар 2006 - Одржана Пета међународна конференција Београдске берзе
- Март 2007 - Потписан Споразум о креирању и коришћењу индекса SRX са Бечком берзом
- Април 2007 - Прво објављивање вредности новог индекса Берзе - BELEXline, који је заменио до тада постојећи BELEXfm; прво укључивање акција Листинг А.
- Септембар 2007 - У Београду одржана 13. годишња скупштина FEAS-a и 14. Спортске игре берзи Централне и Источне Европе
- Новембар 2007 - Одржана VI међународна конференција Београдске берзе
- Децембар 2007 - Потписан Меморандум о партнерству између Београдске, Македонске, Загребачке и Љубљанске берзе
- Април 2008 - Пуштен нови информациони систем BELEXfix, заснован на FIX протоколу
- Октобар 2008 - Српске акције укључене у нове DOW Jones STOXX индексе
- Новембар 2008 - Одржана VII међународна конференција Београдске берзе
- Децембар 2008 - Први маркет мејкер на Београдској берзи
- Мај 2009 - У Београду одржан II регионални Roadshow
- Јун 2009 - Српске акције укључене у нове индексе DOW Jones indexes-a и FEAS-a
- Август 2009 - Иновирана и унапређена интернет презентација Београдске берзе
- Новембар 2009 - Одржана VIII међународна презентација Београдске берзе
- Јануар 2010 - Брокерско-дилерска друштва и банаке постају корисници BELEX FIX API модула
- Фебруар 2010 - Објављен први број редизајнираног Билтена Београдске берзе
- Јун 2010 - Усвојен и објављен Сцорекард корпоративног управљања за акционарска друштва у Србији
- Август 2010 - Започето трговање акцијама Нафтне индустрије Србије на Београдској берзи
- Новембар 2010 - Девета међународна конференција Београдске берзе, Потписано писмо о сарадњи и размени податак из трговања између берзи Софије, Скопља и Београда; Додељења прва награда за најбоље односе према инвеститорима на домаћем тржишту капитала



- Децембар 2010 - Министри спољних послова Великог Војводства Луксембург, Црне Горе и Републике Србије потписали су Протокол о сарадњи о трансферу система BELEfix.
- Март 2011 - Београдска берза постала члан алијансе Бечке берзе за дистрибуцију података
- Април 2011 - Одржан први BELEX Дан листираних компанија
- Новембар 2011 - X међународна конференција Београдске берзе
- Новембар 2012 - Реализовано прво примарно трговање корпоративним обвезницама; XI међународна конференција Београдске берзе

7.2. Организациона структура Београдске берзе

Статутом Берзе који је на снази од 7. маја 2012. године, утврђени су органи Београдске берзе:³⁹

1. Скупштина,
2. Управни одбор,
3. Директор

7.2.1. Скупштина

Скупштину чине сви акционари Берзе који су уписани у Централни регистар као законити имаоци акција Берзе на дан акционара утврђен одлуком Управног одбора о сазивању Скупштине у складу са Законом. Београдска берза има 42 акционара и то:

Табела 1: Акционари Београдске берзе

Матични број	АКЦИОНАРИ БЕРЗЕ (на дан 31.12.2012. године)	Број акција	Број гласова
17402714	AC broker ad Beograd	426	426
07497717	AGM Confidence d.o.o. Beograd	22	22
07736681	Alpha Bank Srbija ad Beograd	70	70
07489927	Astra Banka a.d u stečaju, Beograd	90	90
08614938	BDD M&V Investments a.d. Novi Beograd	170	170
07558139	Beobanka ad Beograd u stečaju, Beograd	430	430
07025424	Beogradska Banka a.d.u stečaju, Beograd	240	240
	Bošković Goran	5	5
08277931	Credit Agricole Banka Srbija, Novi Sad	10	10

³⁹ Статут Београдске берзе А.Д. Београд, 2012 год.



Матични број	АКЦИОНАРИ БЕРЗЕ (на дан 31.12.2012. године)	Број акција	Број гласова
07654812	Credy Banka ad Kragujevac	10	10
07601093	Čačanska Banka ad Čačak	60	60
20841931	Darik doo Čačak	61	61
17174088	Delta Broker a.d. Beograd	10	10
09081488	Dunav Banka a.d. Beograd	30	30
17078933	Energo Broker a.d. Novi Beograd	50	50
07812728	Energoprojekt Garant a.d. Novi Beograd	45	45
07073160	Energoprojekt Niskogradnja a.d Novi Beograd	20	20
08063818	Erste Bank ad Novi Sad	170	170
FN 33209 m	Erste Group Bank AG	386	386
07560842	Investbanka Beograd ad u stečaju, Beograd	300	300
17162128	Jorgić Broker ad Beograd	131	131
07074433	Jubmes Banka a.d. Beograd	10	10
07021496	Jug. Izv.i Kred.banka u stečaju, Beograd	40	40
07093446	Kempton co.yu, Beograd	30	30
07737068	Komercijalna Banka ad Beograd	20	20
07046898	Kompanija Dunav osiguranje a.d.o. Beograd	120	120
08046930	Koncern farmakom MB Šabac – FAS, Sombor	1	1
	Krmeta Siniša	4	4
07601964	Loznička Banka ad u stečaju, Loznica	30	30
07534183	Marfin Bank ad Beograd	10	10
02011395	Montenegrobanka ad Podgorica	120	120
	Nicović Đorđije	19	19
08250499	NLB Banka ad Beograd	150	150
20832142	Nova Agrobanka ad Beograd	80	80
02136228	Podgorička Banka ad Podgorica	50	50
07008465	Point group int. doo Beograd	10	10
7004893	Poštanska štedionica Banka ad Beograd	140	140
08212538	Razvojna banka Vojvodine ad Novi Sad	40	40
07020171	Republika Srbija	430	430
07552335	Societe Generale Banka Srbija ad, Novi Beograd	30	30
08114072	Sojaprotein a.d. Bečej	50	50
06031676	Univerzal Banka ad Beograd	40	40
	UKUPNO:	4,160	4,160

Извор: www.belex.rs



7.2.2. Управни одбор

Скупштина Берзе бира Управни одбор Берзе, који има 11 чланова, из редова акционара Друштва на мандатни период у трајању од четири године уз могућност поновног избора. Састав Управног одбора Берзе формира се тако да у структури Управног одбора буду заступљени: акционари са највећим учешћем у капиталу Берзе; акционари Берзе који су истовремено и чланови Берзе, водећи рачуна о њиховом учешћу у капиталу Берзе и величини обима промета оствареног у трговању хартијама од вредности на регулисаном тржишту у периоду од шест месеци који непосредно претходи дану утврђивања предлога одлуке за избор чланова Управног одбора; и мањински акционари Берзе. Чланови Управног одбора Берзе морају испуњавати услове за члана Управе Берзе утврђене Законом о тржишту капитала. Комисија за хартије од вредности даје и одузима сагласност на одлуку о избору, односно именовању чланова Управног одбора Берзе. Мандат новоизабраних чланова Управног одбора Берзе почиње даном добијања сагласности Комисије за хартије од вредности, а до прибављања наведене сагласности продужава се мандат старим члановима Управног одбора Друштва.

7.2.3. Заступници Берзе

Берза има директора који обавља послове извршног директора у друштвима са дводомним управљањем са једним директором у складу са Законом. Директор Берзе је законски заступник Берзе. Надлежности и овлашћења Директора Берзе ближе су уређене Статутом Берзе. У пословима који у складу са законом и Статутом Берзе подлежу претходној сагласности Управног одбора Берзе, Берзу заједнички (уз супотпис) заступају Директор Берзе и један члан Управног одбора Берзе кога из својих редова бирају чланови Управног одбора Берзе већином гласова свих чланова, и то на период који не може бити дужи од годину дана, уз могућност поновног избора.

7.2.4. Комисије

Комисије берзе се оснивају на основу одлуке скупштине и Управног одбора берзе.

1) Комисија за листинг - Комисија Берзе која у својству првостепеног органа обавља послове који се односе на поступак укључења хартија од вредности на листинг Берзе, привремену обуставу трговања хартијама од вредности, искључење хартија од вредности са листинга Берзе, као и друге послове утврђене Правилником о листингу Београдске берзе. Комисија за листинг има 5 чланова које именује Управни одбор Берзе из реда акционара, чланова Берзе, запослених на Берзи и других квалификованих стручњака. Лице именовано за члана Комисије за листинг мора имати најмање три године искуства у пословању са хартијама од вредности.

2) Дисциплинска комисија - Комисија Берзе која у складу са Правилима пословања и Правилником о дисциплинском поступку и дисциплинској одговорности чланова Берзе и овлашћених брокера Београдске берзе, као првостепени орган покреће и води



поступак против чланова Берзе и овлашћених брокера за утврђивање постојања дисциплинског прекршаја, те утврђује одговорност и изриче мера извршиоцима дисциплинског прекршаја. Дисциплинска комисија има председника и два члана, као и заменика председника и два заменика чланова. Наведена лица именује Управни одбор Берзе из реда квалификованих стручњака и запослених Берзе, са искуством на пословима у вези са берзанским пословањем и пословима са хартијама од вредности, односно привредним или процесним правом, и то на мандатни период у трајању од годину дана уз могућност поновног избора. Дисциплинска комисија има обавезу да Управни одбор Берзе годишње, а по захтеву Управног одбора и чешће, обавештава о спроведеним дисциплинским поступцима и изреченим мерама. Против решења Дисциплинске комисије може се изјавити жалба Управном одбору Берзе, као другостепеном органу у датом поступку.

7.3. Акционари Београдске берзе

У складу са Законом о тржишту капитала акционари Берзе могу бити домаћа и страна лица, уз обавезу поштовања посебних правила стицања, односно смањења квалификованог учешћа у капиталу Берзе. Законом је у том смислу прописана обавеза прибављања претходне сагласности Комисије за хартије од вредности за стицање акција Берзе којим проценат акција са правом гласа или учешћа у капиталу достиже или прелази 10%, 20%, 33% или 50%. Ова обавеза односи се на физичка и правна лица, те лица која су блиско повезана, изузимајући Републику Србију. Такође, Законом је прописано и да физичко или правно лице које донесе одлуку да посредно или непосредно смањи проценат квалификованог учешћа у капиталу Берзе испод 10%, 20%, 33% или 50% учешћа у укупном капиталу, дужно је да о томе претходно обавести Комисију и да наведе висину намераваног смањења учешћа.

Према подацима из јединствене евиденције акционара на дан 31.12.2012. године по основу директног учешћа у капиталу Берзе квалификовано учешће у капиталу имају следећи акционари:

Табела 2: Акционари који имају квалификовано учешће у капиталу

Матични број	Акционари	Број	Проценат
17402714	АЦ брокер ад Београд	426	10,24
07020171	Република Србија	430	10,34
07558139	Беобанка ад Београд у стечају, Београд	430	10,34

Извор: www.belex.rs

Квалфиковано учешће у капиталу Берзе као повезана лица (изузимајући Републику Србију) имају акционари Берзе Ерсте Гроуп Банк АГ и Ерсте Банк ад. Нови Сад који заједно поседују 556 акција Берзе што чини 13,36% учешћа у капиталу Берзе.

Акционарску структуру Београдске берзе чине, поред Републике Србије, инвестициона друштва, банке, осигуравајућа друштва, друга правна и физичка лица.



Београдска берза организована је као акционарско друштво које нема статус јавног друштва, а акције Берзе могу се преносити уз поштовање права прече куповине акционара Берзе. Статутом Берзе ближе је уређен поступак секундарног промета акцијама Берзе у складу са поменутим ограничењем.

Укупан основни капитал Берзе, уписани уплаћен у целини, износи 125.632.000 динара што је динарска против вредност 1.512.202,87 ЕУР на дан 07.05.2008. године како је уписано у надлежни регистар привредних субјеката. Акцијски капитал Берзе чини 4.160 обичних акција са правом гласа, номиналне вредности 30.200 динара.

7.4. Предмет пословања Београдске берзе

Београдска берза обавља делатност организовања трговине хартијама од вредности и финансијским дериватима. Организовање трговине хартијама од вредности и финансијским дериватима обухвата следеће послове:⁴⁰

Послови Берзе, на регулисаном тржишту су:

- 1) повезивање или олакшавање повезивања различитих интереса трећих лица за куповином и продајом финансијских инструмената на тржишту, а у складу са обавезујућим правилима тржишта и на начин који доводи до закључења уговора у вези са финансијским инструментима укљученим у трговање;
- 2) чување и обелодањивање информација о тражњи, понуди, котацији и тржишним ценама финансијских инструмената, као и других информација значајних за трговање финансијским инструментима, како пре, тако и после извршене трансакције, а у складу са одредбама ЗТК и актима Комисије за хартије од вредности;
- 3) успостављање и спровођење, у складу са актима и одобрењем Комисије за хартије од вредности:
 - (1) услова чланства за инвестиционо друштво на регулисаном тржишту;
 - (2) услова за укључење финансијских инструмената у трговање на регулисано тржиште, искључење из трговања и привремену обуставу трговања таквим финансијским инструментима;
 - (3) услова за трговање финансијским инструментима који су укључени у трговање на регулисано тржиште;
 - (4) тржишног надзора над трговањем финансијским инструментима који су укључени на регулисано тржиште у циљу спречавања и откривања непоступања по правилима у вези са регулисаним тржиштем, одредбама ЗТК и актима Комисије за хартије од вредности, а нарочито непоступање по одредбама ЗТК које регулишу злоупотребе на тржишту;

⁴⁰ Статут Београдске берзе а.д. Београд 04/1 бр. 467-1/12., јули 2013.



- (5) процедура за покретање дисциплинских поступака против инвестиционих друштава и овлашћених физичких лица у инвестиционом друштву који се понашају супротно одредбама општег акта регулисаног тржишта, односно организатора тржишта, одредбама ЗТК и акта Комисије за хартије од вредности;
- (6) процедура за решавање спорова између инвестиционих друштава која су чланови на регулисаном тржишту, а у вези са трансакцијама финансијским инструментима који су укључени у трговање на регулисано тржиште;
- 4) обављање других послова у вези са регулисаним тржиштем у складу са Законом и актима Комисије за хартије од вредности.

Берза може, без уписа у судски регистар, да обавља и друге делатности које служе делатности уписаној у регистар, које се уобичајено обављају уз основну делатност Берзе (едукација, издавање публикација, часописа и књига), као и да врши пласман информација и публикација у земљи и иностранству.

Берза не може трговати хартијама од вредности, нити давати савете који се односе на куповину и продају хартија од вредности као ни савете о избору брокерско-дилерског друштва или овлашћене банке, не може обављати послове који су одређени као делатности брокерско-дилерског друштва, нити друге послове, осим горе наведених послова.

Дозволу за рад Београдске берзе издаје Комисија за хартије од вредности Републике Србије.

На Берзи се организује трговина, односно, предмет јавне понуде могу бити следеће хартије од вредности:

1. Акције,
2. Обвезнице,
3. Варанти за куповину акција или обвезница,
4. Депозитне потврде,
5. Финансијски деривати, ако су утврђени одлуком Берзе на коју је сагласност дала Комисија за хартије од вредности (фјучерс и опцијски уговори), као и остали финансијски инструменти којима се у складу са Законом може трговати на организованом финансијском тржишту.

7.5. Стицање чланства на Београдској берзи

На Београдској берзи могу трговати брокерско-дилерска друштва чланови Берзе. Чланство на Берзи регулисано је Законом о тржишту капитала, Правилима пословања Берзе као и другим актима Берзе.⁴¹

⁴¹ Привредни саветник, Београд, 2006. год



Члан Берзе може бити правно лице регистровано за обављање делатности брокерско-дилерског друштва, које испуњава услове утврђене чланом 147. и 151. Закона о тржишту капитала и подзаконским актима за обављање делатности инвестиционог друштва и Правилима пословања Берзе.

Неопходна документација за стицање статуса члана Берзе:

1. Картон депонованог потписа овлашћеног брокера брокерско-дилерског друштва члана Берзе и

2. Форма захтева за пријем у чланство Берзе.

Треба истаћи, да број чланова Берзе није ограничен. Члан Берзе може преко свог брокера обављати само послове купопродаје тржишног материјала за које је добио дозволу за рад, односно сагласност надлежног органа и решење Управног одбора Берзе.

Статус члана Београдске берзе, на дан 31.12.2012. године имало је 49 инвестиционих друштава, од тога:

- 28 инвестиционих друштава, са дозволом за обављање брокерских и дилерских послова,
- 5 инвестиционих друштава, са дозволом за обављање брокерских послова, и
- 16 инвестиционих друштава - овлашћених банака, са дозволом за обављања брокерских и дилерских послова у посебном организационом делу банке.

Сва инвестициона друштва, чланови Београдске берзе, су и чланови Фонда за заштиту инвеститора.

Табела 3: Списак брокерско-дилерских друштава Београдске берзе

	Naziv člana	Delatnost	Market-mejker
1.	ABC broker a.d., Beograd	Broker-Diler	
2.	Ac - broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
3.	Alpha bank Srbija a.d. , Beograd	Broker-Diler	
4.	Athena Capital a.d. , Beograd	Broker-Diler	
5.	Banca Intesa a.d. , Beograd	Broker-Diler	
6..	Banka Poštanska štedionica a.d. , Beograd	Broker-Diler	
7..	Belgrade Independent broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
8..	Capital broker a.d., Niš	Broker-Diler	
9.	Citadel securities a.d. , Beograd	Broker-Diler	
10.	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	TIGR



	Naziv člana	Delatnost	Market-mejker
27.	Energo broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
28.	Euro fineks broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
29.	Eurobank EFG a.d., Beograd	Broker-Diler	
32.	Fimaks broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
34.	Galenika broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
37.	Ilirika investments a.d. , Beograd	Broker-Diler	
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.	Erste bank a.d. , Novi Sad	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.	Razvojna banka Vojvodine a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
51.	Mediolanum invest a.d. , Beograd	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	
59.	Raiffeisenbank a.d. , Beograd	Broker-Diler	
60.	Sab Monet a.d. , Beograd	Broker-Diler	
61.	Sbd broker a.d. , Subotica	Broker-Diler	
62.	Sinteza Invest Group a.d., Beograd	Broker-Diler	SJPT, VZAS
63.	Societe Generale Banka Srbija a.d., Beograd	Broker-Diler	
65.	Šumadija broker a.d. , Kragujevac	Broker-Diler	
66.	Tandem financial a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
69.	Tezoro broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
70.	Tradeville a.d., Beograd	Broker-Diler	
71.	Wise broker a.d. , Beograd	Broker-Diler	
72.	UniCredit Bank Srbija a.d. , Beograd	Broker-Diler	
73.	Vojvodanska banka a.d. , Novi Sad	Broker-Diler	
74.	Volksbank a.d., Beograd	Broker-Diler	

Извор: www.belex.rs, јули 2013. год.



7.6. Трговање на Београдској берзи

Да би акционар успео у својој намери да део или целу своју имовину изражену у акцијама претвори у новац, или да вишак новчаних средстава претвори у хартије од вредности, потребно је да има следеће информације:

- од кога може да добије стручну помоћ
- коме и како да испостави налог за трговину
- које су хартије укључене на Берзу
- када се одржавају аукције
- тржишне цене акције
- како да докаже да поседује акције (ако продаје) односно да поседује новац (уколико купује)
- како да буде сигуран да ће добити акције (ако купује) или новац (ако продаје)
- како да зна кад ће његов налог бити извршен
- која је цена коју је дужан да плати, постојање појединих пореских обавеза и сл.

Први корак који је потребно да се преузме, јесте да потенцијални акционар потпише уговор са одабраним брокерско - дилерским друштвом.

Уговором се клијент обавезује да брокеру да овлашћење за отварање и вођење власничког рачуна хартија од вредности, као и потпуног овлашћења за послове посредовања у трговини хартија од вредности. Евиденција о свим хартијама од вредности које клијент поседује, налази се на власничком рачуну клијента који се води у Централном регистру хартија од вредности .

Уколико је реч о клијенту продавцу, које већ поседује одређене хартије од вредности, и има намеру да исте прода, те хартије од вредности се воде на његово име у електронској бази података Централног регистра, а брокер добија овлашћење за администрирање тог власничког рачуна. Тим путем, брокер је у могућности да провери да ли клијент поседује хартије које жели да прода.

Поред тога што је у обавези да потпише уговор са брокерском кућом, клијент је у обавези да у банци отвори наменски рачун за трговање хартијама од вредности. Рачун се отвара у намери да се изврши уплата новца од продатих хартија од вредности, док је клијент у обавези да на исти рачун депонује додатна средства уколико жели да повећа обим својих куповина.

С друге стране, брокер је у обавези да клијенту достави Правилник о пословању брокерско -дилерског друштва, као и да информише клијента о основама трговања хартијама о вредности. Клијент такође треба да добије основне информације од брокера о начину испостављања налога за трговање, које врста налога може да испостави, шта значи која врста налога, као и све друге информације које ће клијенту бити од користи. Међутим, постоји и граница докле знатижеља клијента може ићи, обзиром да неке информације могу се третирати као пословна тајна.



Такође, једна од најбитнијих информација које брокер може и мора да достави клијенту јесте последња цена хартије од вредности која је предмет његовог интересовања, као и информације о дозвољеном ценовном одступању за наредна трговања. Ценовна одступања су заправо зоне флукуације и заправо представљају један вид заштите тржишта од од наглих скокова или падова цене. Правилима трговања на Београдској берзи, зона флукуације на ванберзанском тржишту износи $\pm 20\%$ у односу на последњу закључену цену при трговању датом хартијом од вредности. Постоји могућност да зона флукуације износи и од -20% до $+300\%$ уколико се одржава прво трговање хартијом од вредности на Београдској берзи, при чему је базна јединица тзв. обрачунска јединица утврђена према билансним подацима привредног субјекта. За хартије од вредности, које се котирају на берзанском тржишту, зона флукуације износи $\pm 10\%$ у односу на последњу закључену цену при трговини са том хартијом.

Након свих тзв. "припремних" радњи, однос брокера и клијента се надаље одвија кроз процедуру испостављања налога за трговање. Клијент потписује куповни налог који садржи важне елементе за његово реализовање на тржишту. Најважнији елементи налога су, означавање хартије од вредности коју клијент жели да купи, цена по јединици хартији од вредности, број хартија од вредности које клијент жели да купи, као и време трајања налога. Цена коју клијент означи у налогу, може бити исказана као лимит цена, што подразумева да је купац уписао цену изнад које не жели да плати више.

Након што су се прикупили сви налози и након што су се међусобно упарили, закључује се купопродајни посао, о чему се у систему за трговање сачињава електронска закључница.

Све закључнице Берза доставља Централном регистру електронским путем, док се брокерима достављају закључнице у којима је он једна од страна у трансакцији.

На основу прослеђених закључница, Централни регистар и брокер размењују електронске поруке којима потом Централни регистар доставља брокеру фајл са његовим закључницамама ради поређења са фајлом који се добио од Берзе. Након потврђивања брокера Централном регистру следи процедура клиринга и салдирања.

Клиринг трансакције представљају обрачун уплата и исплата које треба извршити међу странама у трансакцији, попут количина купљених акција помножена са ценом као износ који купац треба да плати продавцу, обрачун провизије коју купац плаћа брокеру увећано за провизије Берзе и Централног регистра.

Салдирање представља процес преноса новца са новчаног рачуна купца на новчани рачун продавца уз истовремени пренос хартија са власничког рачуна продавца на власнички рачун купца. Процес клиринга и салдирања траје три дана од дана закључења трансакције, што подразумева да клијент - купац постаје власник хартија од вредности три дана након што је те акције купио на Берзи.

Методе трговања које се користе на Београдског берзи су следеће:

1. метода периодичне аукције са преовлађујућом ценом (МПЦ)
2. метода континуираног трговања (МК)
3. блок трговина (БТ)



Прве две, од горе наведених метода, спадају у тзв. стандардне методе трговине на берзи, познатије као Организација тржишта на бази налога (Order Driven Market). Секундарно трговање организовано методом преовлађујуће цене и методом континуираног трговања представља мултилатералан, анониман концепт трговања хартијама од вредности. Појам мултилатералности подразумева да је свим инвеститорима омогућено да под потпуно равноправним условима, тргују хартијама од вредности. Мултилатералност не подразумева избор супротне стране у трговини, пошто се супротна страна идентификује кроз мултилатерални свих налога који учествују у процесу трговине. Анонимност се односи на објављивање само оних података о налогу који су пресудни за могућност закључења трансакција тим налогом, тј. ценом, количином, као и посебно дефинисаним условима који се односе на цену и количину.

У трговању по методу преовлађујуће цене налози се у књигу налога уписују у току фазе предотварања, а у фази аукције, на основу испостављених налога за трговање, се утврђује преовлађујућа цена. Приликом утврђивања преовлађујуће цене примењују се следећи критеријуми:

- Максимизирање обима промета
- Минимизирање разлике између цене коју је могуће утврдити и индикативне цене

За преовлађујућу цену проглашава се цена по којој се остварује највећи обим промета, мерен количином предметне хартије од вредности.

У континуираном методу трговања, у фази континуираног трговања, налози за трговање који се испостављају у BelexFix уписују се у електронску књигу налога. BelexFix континуирано упоређује услове, цене и количине из претходно испостављених, а нереализованих налога, и новоиспостављених налога за трговање, и када то услови из налога за трговање дозвољавају, закључује трансакције. Налози за трговање који чекају реализацију реализују се према приоритету цене из налога, а уколико су цене у два или више налога једнаке, приоритет се додељује раније испостављеном налогу. Цена на затварању утврђује се као просечна пондерисана цена тргованих јединица сваке хартије од вредности у току трговачког дана.

Блок трговање је метода "која се базира на горе описаним принципима, метода која поштује договор купца и продавца о закључивању билатералне трансакције (пре изношења њихових берзанских налога на Берзу) под унапред договореним условима, с тим што продавац и купац морају да испуне одређене услове који су прописани Правилником берзе", који се опет разликују у зависности од тога по којој се методи одвија редовно трговање акцијом која је предмет блока.

Процедура за трговање акцијама на Београдској берзи се састоји из следећих корака:

1. Клијент потписује уговор о посредовању са брокером који клијенту, истовремено у Централном регистру, отвара трговачки и власнички рачун хартија од вредности који су неопходни за трговање на берзи.
2. Клијент отвара девизни и наменски динарски рачун код банке која је члан Централног регистра и депонује новац на те рачуне.



3. Клијент потписује налог куповине код свог брокера, којим одређује услове под којим жели да купи акције.
4. Клијент договара налог са брокером који му шаље попуњен образац "е-маил"-ом (скенирано) или телефаксом. Потписан налог клијент враћа брокеру "е-маил"-ом, (скенирано) или телефаксом, док пријем налога телефоном није дозвољен. Клијент у исто време брокеру предаје конфирмацију банке о стању на наменском рачуну и овлашћење за располагање средствима са рачуна.
5. Брокер по налогу клијента тргује на берзи (куповина или продаја хартија од вредности).
6. Након успешне трансакције, брокер клијенту доставља потврду о реализованом налогу куповине или продаје.
7. Клиринг и салдирање трансакције врши се од стране Централног регистра, банке клијента и уз подршку брокера у року од три радна дана од обављене куповине или продаје хартија од вредности.

7.7. Тржишта Београдске берзе

Законом о тржишту капитала, 7. мај 2012. године, успостављена је нова сегментација тржишта, тако да Београдска берза организује и управља:

(А) Регулисаним тржиштем које чине:

1) Сегменти листинга

1. Приме Листинг

2. Стандард Листинг

2) Сегмент који није листинг - Open Market

(Б) мултилатерално трговачком платформом - МТР Belex.

Тако су хартије од вредности примљене на берзанско тржиште, а сагласно Правилнику о листинг Берзе (04/2 бр. 3163-1/12), разврстане на листинге регулисаног тржишта, а хартије од вредности укључене на ванберзанско тржиште, према критеријумима прописаним Правилима Берзе, одлуком Берзе (број: 01/1 бр. 3461/12, од 27.4.2012. године) разврстане на Open Market, односно МТР Belex.

Наведени поступак разврставања хартија од вредности укључених на тржишта Берзе на новоуспостављене тржишне сегмент, обухватио је:

- 1.273 акције издаваоца, од чега је 8 акција издаваоца укључено на листинг регулисаног тржишта и
- 5 емисија обвезнице Републике Србије, као и 1 емисија обвезница НЛБ Банке а.д. Београд.

У односу на Правилник о листингу из 2007. године, који је престао да важи са ступањем на снагу новог Правилника о листинг Београдске берзе (7.маја 2012. године), новим Правилником значајније измене извршене су у делу прописивања:



(1) ко може бити подносилац захтева за листинг, а са аспекта оствареног резултата пословања издаваоца у претходном периоду, исказаног мишљења овлашћеног ревизора на финансијски извештај издаваоца, као и минималног времена пословања издаваоца;

(2) начина обезбеђења континуираног испуњавања услова за листинг;

(3) извештавања издавалаца, имајући у виду да издавалац чије су хартије од вредности примљене на листинг Берзе преузима обавезу испуњавања захтева повећане транспарентности и квалитета објављивања информација јавности, те је дужан да уредно и благовремено извршава своје обавезе извештавања и Берзи доставља све извештаје и друге информације које су од утицаја на трговање датим хартијама од вредности, а у складу са Законом, подзаконским актима, актима Берзе и уговором који је закључио са Берзом.

Списак издавалаца чијим је акцијама организовано трговање на листингу регулисаног тржишта, на дан 31.12.2012. године, дат је у следећем табеларном приказу:

Табела 4: Списак акција на регулисаном тржишту

РЕГУЛИСАНО ТРЖИШТЕ	
Prime listing	Standard Listing
Тигар А.Д. Пирот Енергопројект Холдинг а.д. Београд Сојапротеин а.д. Бечеј НИС а.д. Нови Сад Аеродом Никола Тесла а.д. Београд	Алфаплам а.д. Врање Металац а.д. Горњи Милановац Комерцијална банка а.д. Београд

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

Државне хартије од вредности – обвезнице Републике Србије, ступањем на снагу Правила пословања Берзе, као ни акције на листингу, нису промениле котацију. У мају 2012. године, на основу обавештења Министарства финансија, извршен је делистинг обвезница Републике Србије емитованих по основу Одлуке о емисији обвезница за измирење обавеза по основу девизне штедње грађана - серије А2012, којима се на берзанском тржишту трговало од 9.9.2002. године до 18.5.2012. године, као датумом последњег трговања на Београдској берзи, када је и извршено искључење са листинга (делистинг).

Последњег дана 2012. године капитализација регулисаног тржишта акција је износила 2,8 милијарди евра, при чему је Приме листинг имао капитализацију од 1,34 милијарде ЕУР а Стандард листинг готово 131 милион ЕУР. У укупном трговању акцијама, регулисано тржиште је учествовало са изузетно високих 88,9%, мада је због нове класификације овај податак релативно неупоредив са претходним подацима са берзанског тржишта. Укупно остварен промет на Приме листингу је износио 4,5 милијарди РСД (40,7 мил ЕУР). Стандард листинг су и у 2012. години чиниле акције 3 компаније које су забележиле укупан промет од 0,84 милијарде РСД (7,4 мил ЕУР).



Правилима пословања која су ступила на снагу 7.5.2012. године, дефинисани су услови за пријем хартија од вредности на сегмент регулисаног тржишта који није листинг, односно на Опен Маркет, а чију испуњеност обезбеђује издавалац и током времена котације хартије од вредности на овом тржишту:

- (1) да није у поступку поступку стечаја или ликвидације;
- (2) да има, алтернативно, најмање:

1) вредност трајног капитала у износу од 300.000 ЕУР, односно књиговодствену вредност капитала према финансијским извештајима из последњег обрачунског периода који претходи подношењу захтева или вредност тржишне капитализације акција којима се тргује на другом сегменту регулисаног тржишта, односно МТП, или

- 2) 15% акција дистрибуирано у јавности (free float).

Изузетно, Берза може одобрити укључење на Open Market хартије од вредности издаваоца ако процени да је то у интересу издаваоца или инвеститора, а водећи рачуна о минималном износу капитала, односно висини тржишне капитализације и проценту акција издаваоца које се налазе у јавности, у слободном промету (free float).

Овај сегмент, иако хијерархијски најнижи ниво регулисаног тржишта, у претходној години је остварио највећи обим промета и упркос тренду смањивања броја акција којима се тргује, поседује значајну тржишну капитализацију која достиже готово 1,4 милијарде ЕУР. Open Market је на крају 2012. године бројао 133 различита финансијска инструмента, укључујући две обвезнице издате од стране банака. Промет за седам месеци од како је успостављен овај тржишни сегмент је износио 9,5 милијарди РСД (82 милиона ЕУР) у трговању акцијама, док је обвезницама забележен промет од 184 милиона РСД (1,6 милиона ЕУР).

Паралелно са успостављањем регулисаног тржишта формирана је и мултилатерална трговачка платформа којом управља Београдска берза, МТП Белех, а на коме су све хартије које не испуњавају прописане минималне критеријуме ликвидности и корпоративног извештавања. На крају претходне године акције са овог сегмента имале су тржишну капитализацију од 2,8 милијарде ЕУР, док је остварен промет износио 2,7 милијарди РСД (24 милиона ЕУР).

Број акција разврстаних на МТП Белех представља 77% укупно укључених хартија од вредности и показатељ је, пре свега, значајне неликвидности, што је резултат како у ранијем период извршеног укрупњавања власништва, тако и недостатка инвеститора, као и последице политичке и макроекономске нестабилности у земљи и тржиштима земаља главних спољнотрговинских партнера.

7.8. Промет на Београдској берзи

Промет на Београдској берзи је имао узлазну линију до 2008. Године, односно до првих назнака светске економске кризе. Заправо, 2007. година представља креирање великог балона на тржишту акција, под утицајем еуфорије раста цена. Предузећа на берзи су нереално вреднована и раст цена није имао покриће у фундаменталним показатељима пословања, већ је био под утицајем психолошких фактора, а основано се



може претпоставити и под утицајем манипулације ценама на плитком, лоше регулисаном и слабо контролисаном неефикасном тржишту.

Табела 5: Промет на Београдској берзи : од 2001. До 2012. године

Година	Промет РСД	Промет ЕУР	Број трансакција	BELEX15	Belexline
				крај године	
2012	20.310.558.434	178.516.917	351.729	430,99	858,41
2011.	28.584.502.604	280.180.758	2.887.538	499,05	977,19
2010.	23.017.197.757	222.475.934	725.550	651,78	1.282,66
2009.	41.778.491.982	441.976.426	77.215	663,77	1.311,84
2008.	71.853.776.130	882.454.957	119.001	565,18	1.198,34
2007.	164.990.865.957	2.059.769.522	301.210	2.318,37	3.830,84
2006.	100.583.951.914	1.210.439.480	141.499	1.675,20	2.658,16
2005.	48.350.670.609	581.464.086	173.545	1.060,21	1.954,35
2004.	40.583.663.543	556.635.879	138.842		1.161,30
2003.	93.070.409.210	1.420.303.206	127.786		
2002.	102.298.249.980	1.685.411.342	83.952		
2001.	50.156.494.837	840.860.293	46.073		

Извор: www.belex.rs

Уз претходно наведене податке о повећаној перцепцији ризика од стране инвеститора проузроковане ситуацијом превасходно у банкарском сектору и негативним регионалним амбијентом, промет акцијама је уз рекордно лошу 2010. годину на другом најнижем нивоу од када је у Србији уведено електронско трговање овим финансијскиминструментом.

Такође значајан пад броја трансакција одсликава стабилизацију у трговању акцијама које су биле предмет бесплатне дистрибуције, услед стабилизације понуде те се овако велики број трансакција не може очекивати поново све до евентуалног доласка нових компанија које су биле или ће бити предмет бесплатне поделе.

На Београдској берзи је у 2012. години остварен укупан промет у вредности од 24,99 милијарди динара, односно нешто мање од 220 милиона евра, што изражено у динарима представља пад промета од 12,58% у односу на претходну годину.



Табела 6: Укупно остварена вредност промета у динарима и број извршених трансакција на берзи и ван берзе према врстама хартија од вредности за период: јануар - децембар по врстама хартија од вредности

	Врста хартије од вредности	2011.				2012.					
		број трансакција		вредност промета		број трансакција			вредност промета		
		број	структура	динара	структура	број	структура	индекс 2012/2011	динара	структура	индекс 2012/2011
1	Власничке хартије од вредности	3.074.772	99,4%	33.560.627.803	1,3%	688.679	98,3%	22,4	27.790.494.275	1,5%	82,8
a	Акције	3.074.772	99,4%	33.560.627.803	1,3%	688.679	98,3%	22,4	27.790.494.275	1,5%	82,8
2	Дужничке хартије од вредности	17.415	0,6%	2.553.657.462.097	98,7%	11.843	1,7%	68,0	1.857.194.198.446	98,5%	72,7
a	Обвезнице РС (серија-А)	15.015	0,5%	42.510.944.266	1,6%	9.928	1,4%	66,1	56.196.095.171	3,0%	132,2
6	Државни записи и обвезнице РС	1.340	0,0%	375.061.517.831	14,5%	1.300	0,2%	97,0	451.575.491.440	24,1%	120,4
в	Благајнички записи НБС	1.060	0,0%	2.136.085.000.000	82,6%	615	0,09%	58,0	1.340.698.314.400	71,5%	62,8
УКУПНО		3.092.187	100,0%	2.587.218.089.899	100,0%	700.522	100,0%	22,7	1.884.984.692.721	100,0%	72,9

Извор: Комисија за хартије од вредности

Трговало се акцијама као и корпоративним обвезницама, обвезницама Републике Србије, али је, као и претходних година, трговање акцијама било доминантно.

Као и претходних година, трговање акцијама на Београдској берзи је и у 2012. години имало доминантно учешће у промету. У тој години је 82,1% укупног промета било остварено у трговању акцијама, што ипак представља смањење у односу на претходну годину, односно релативно значајнији утицај трговања обвезницама током 2012. године. Укупан остварен промет износио је 20,5 милијарди динара, тј. нешто мање од 180 милиона евра, што представља пад од 15,96% на годишњем нивоу уколико се посматра само динарска вредност.

Највећа вредност промета акцијама на берзанском тржишту у посматраном периоду остварена је у месецу јулу (5,7 млрд. динара), која је била више него пет пута већа, него вредност оствареног промета у јулу претходне године (индекс 521,1). Најмања вредност промета акцијама на берзанском тржишту у посматраном периоду забележена је у априлу (539,6 млн. динара) и била је мања за више него две трећине (индекс 28,7), него иста остварена у априлу претходне године.

На Београдској берзи је у трговању свим дужничким хартијама од вредности у 2012. години остварен промет од близу 4,48 милијарди РСД, што представља 7% виши промет у односу на претходну годину. Серијом обвезница А2013 остварен је највећи промет у 2012. години у нивоу од преко 1,7 милијарди динара. Серија обвезница А2015 је у посматраном периоду остварила и највећи раст цене у износу од 8,96%. Ако посматрамо приносе на годишњем нивоу, игноришући серију А2013 због рока доспећа, остале четири серије су се кретале око нивоа приноса између 4,5% и 7%. Након релативно високих приноса током прва три квартала све серије обвезница су током последња три месеце имале значајан раст цена, док су се приноси спустили на вредности од око 5% на годишњем нивоу.

**Табела 7:** Укупно остварена вредност промета акцијама у динарима и изражена у €врима и укупан број извршених трансакција на берзи

2012	Акције на Београдској берзи (BELEX)					
	број трансакција		вредност промета			
	број	индекс 2012/2011	изражена у динарима	индекс 2012/2011	изражена у €врима	индекс 2012/2011
јануар	35.033	15,60	1.591.735.243	64,76	15.094.854	64,45
фебруар	52.988	8,55	971.951.790	51,42	9.017.568	30,11
март	58.947	6,88	1.598.416.600	57,49	14.399.520	53,54
април	38.852	1,56	536.890.785	28,72	4.809.903	26,11
мај	45.215	21,40	1.311.004.539	62,14	11.537.271	53,68
јун	28.959	36,15	710.540.751	19,94	6.142.509	17,29
јул	36.238	35,46	5.726.173.657	521,05	49.188.396	458,22
август	28.191	44,23	3.122.802.274	159,89	26.433.808	138,29
септембар	24.201	58,72	1.949.511.144	149,52	16.898.895	131,02
октобар	35.088	56,86	778.948.870	74,68	6.845.866	65,83
новембар	34.438	16,18	987.331.492	64,70	8.751.746	58,71
децембар	60.703	99,14	1.219.954.121	75,91	10.738.452	68,61
УКУПНО	478.853	16,62	20.505.261.266	84,64	179.858.788	15,11
прос. мес.	39.904	16,62	20.505.261.266	84,64	14.988.212	15,11
мин мес.	24.201	58,72	536.890.785	51,47	4.809.903	46,25
макс. мес.	60.703	7,08	5.726.173.657	160,66	49.188.396	138,48
(макс/мин)-100%	150,83%	162,02%	966,54%	39989,94%	922,65%	38195,10%

Напомена: динарске вредности су прерачунате у €вро према средњем курсу НБС на дан извршења трансакције!

Извор: Комисија за хартије од вредности

Најатрактивније на берзанском тржишту за трговину биле су обвезнице са роком доспећа 2013. године, које су учествовале са 39,9% у укупном промету свим обвезницама РС (серија А) оствареном на берзи са повећањем вредности оствареног промета у односу на исти период претходне године за више од пет пута (индекс 530,5). Нешто мање атрактивне за трговину биле су обвезнице са роком доспећа 2016, 2015 и 2014. године. У посматраном периоду, просечно дневно се трговало свим обвезницама на берзанском тржишту у износу од 37,8 хиљада €вра.



Табела 8: Укупна вредност оствареног промета у Динарима и €врима* и броја трансакција на берзи (BELEX) обвезницама РС за измирење обавеза по основу девизне штедње грађана (серија А) по месецима

2012	Обвезнице (серија А) на Београдској берзи (BELEX)					
	број трансакција		вредност промета			
	број	индекс 2012/2011	изражена у динарима	индекс 2012/2011	изражена у €врима	индекс 2012/2011
јануар	345	108,85	490.467.566	182,62	4.683.493	182,38
фебруар	301	60,93	349.283.797	51,94	3.206.373	49,48
март	266	51,45	413.148.332	300,39	3.724.741	280,12
април	291	61,91	521.694.793	544,29	4.669.580	493,53
мај	221	60,38	61 163.861	42,76	539.483	36,96
јун	563	81,12	219.196.213	113,75	1.884.484	148,72
јул	416	77,04	145.364.220	76,35	1.250.577	67,81
август	423	71,94	487.827.915	304,59	4.147.018	264,81
септембар	279	56,14	103.384.955	43,92	888.444	38,28
октобар	359	71,23	201.033.063	117,38	1.764.645	103,72
новембар	382	69,33	226.519.097	226,26	2.001.761	205,75
децембар	309	67,91	1.080.125.130	57,35	9.515.335	51,60
УКУПНО	4.155	69,33	4.299.208.942	102,74	38.275.934	93,59
прос. мес.	346	69,33	358.267.412	102,74	3.189.661	9159
мин мес.	221	69,72	61.163.861	63,81	539.483	57,02
макс. мес.	563	81,12	1.080.125.130	57,35	9.515.335	51,60
(макс/мин)-100%	154.75%	13012.23%	1665,95%	8932.56%	1663.79%	8998.57%

Напомена: вредности у €врима су прерачунате у динаре према средњем курсу динара за €вро НБС па дан извршења трансакције!

Извор: Комисија за хартије од вредности

7.9. Индекси и индикатори Београдске берзе

7.9.1. BELEX15

Први берзански индекс који је обухватио акције на континуираном трговању био је BELEX15, индекс 15 најликвиднијих акција на Београдској берзи, креиран са базним периодом 01.10.2005. године.

Намена индекса је да мери промене цена акција на берзанском и слободном берзанском тржишту којима се тргује методом континуираног трговања, а које су



претходно задовољиле критеријум за укључивање у индексну корпу. Индекс BELEX15 је превасходно намењен унапређењу инвестиционог процеса, кроз мерење перформанси најликвиднијег сегмента српског тржишта капитала, као и кроз могућност упоређивања потенцијалних инвестиционих стратегија према индексу. Од њега се очекује да буде аналитичка алатка како за портфолио менаџере, професионалне аналитичаре, стручну јавност, инвеститоре, тако и све друге који проучавају динамику кретања цена на овом тржишту.

BELEX15 ипак има извесна ограничења, па му треба приступити са извесном резервом у погледу наведених функција. Стога је овај индекс у ствари само један од значајних, али сигурно не и од најквалитетнијих инструмената анализе кретања националне економије, као што су то иначе берзански индекси. Он је ипак незаобилазан у сагледавању кретања берзанских тржишта у одређеном временском периоду.

Калкулација и објављивање индекса BELEX15 врши се сваког радног дана Берзе, у реалном времену, од тренутка када је испуњен услов за његово израчунавање и публикавање, па до формирања цена на затварању. Цена акција која се користи за израчунавање индекса BELEX15 је свака цена акција која је формирана у трговању акцијама које чине индексну корпу, изузев цена које су остварене у блок трансакцијама. Прва вредност индекса BELEX15 у дану, утврђује се у реалном времену у тренутка када на најмање 60% акција које чине индексну корпу оствари прву трансакцију у дану (цена на отварању). Уколико се до утврђивања цена на затварању више од 40% акција које чине индексну корпу не отвори (не закључи ниједну трансакцију), индекс BELEX15 се не израчунава у реалном времену, већ се утврђује вредност индекса према ценама на затварању акција које чине индексну корпу, без обзира колико индексних компоненти је остварило трансакције у предметном дану.

Индексна корпа BELEX15 се састоји од обичних акција којима се тргује методом континуираног трговања и које су испуниле критеријуме за улазак у индексну корпу. Индексну корпу могу сачињавати искључиво предметне акције које су испуниле правило 80.⁴² Други критеријум је увођење броја акција у слободном промету, односно њихово рангирање према непондерисаном слободном промету тржишне капитализације. Овај критеријум је уведен, јер акције које се налазе у поседу стратешких власника, односно власника који имају значајно учешће у укупном капиталу емитента (више од 10 % од укупног броја акција) у веома ретким случајевима излазе на тржиште, тако да се оне не узимају у обзир приликом калкулације тржишне капитализације издаваоца. Првих петнаест акција на тако формираној ранг листи чини индексну корпу, која у зависности од броја акција које су испуниле правило 80, може имати најмање седам, а највише 15 компоненти. Уколико се акција која је испунила правило 80 не налази у индексној корпи, а број компоненти у индексној корпи је мањи од 15, акција се приликом ревизије индексне корпе аутоматски укључује у индексну корпу.

⁴² Правило 80 - обухвата акције којима се тргује методом континуираног трговања, а које су током претходна два сукцесивна квартала имале минимум 80% трговања током сваког појединачног квартала, на којима су закључене трансакције.



Битна карактеристика BELEX15 индекса је и стабилност индексне корпе која се обезбеђује кроз редовне кварталне процедуре ревизије. Али исто тако и ванредне, које могу бити изазване променама у структури капитала издаваоца, односно променама броја акција или статусним променама. Индекс се објављује на главној табли система за трговање BELEX, на интернет презентацији Београдске берзе, на Belex.info-у, у тиксеру, као и у свим извештајима које Берза објављује (дневни, недељни и месечни)

ТАБЕЛА 9: Састав индексне корпе на дан 31.12.2012

Издавалац	Симбол	Количина	ФФц	Проценат
АИК банка а.д., Нил	AIKB	8.861.501	69,18%	20,00%
НИС а.д., Нови Сад	NIIS	163.060.400	13,97%	20,00%
Имлек а.д., Београд	IMLK	8.741.010	18,32%	13,17%
Енергопројект холдинг а.д.	ENHL	9.937.538	54,46%	7,65%
Комерцијална банка	KMBN	8.709.310	32,40%	7,21%
Аеродром Никола Тесла а.д.	AERO	34.289.350	16,94%	6,62%
Соја протеин а.д. Бецеј	SJPT	14.895.524	36,96%	6,47%
Јубмес банка а.д., Бгд	JMBN	273.661	68,37%	4,88%
Галеника Фитофармација а.д.	FITO	1.320.000	49,94%	4,25%
Металац а.д., ГМ	MTLC	1.020.000	87,41%	3,99%
Јединство Сеојно а.д.	JESV	304.719	70,62%	2,64%
Алфа плам а.д. , Врање	ALFA	174.812	50,68%	1,37%
Тигар а.д. , Пи рот	TIGR	1.718.460	66,28%	0,72%
Ветеринарски завод Суботица	VZAS	2.260.196	40,82%	0,72%

Извор: Јеремић З., Финансијска тржишта и финансијски посредници, Универзитет Сингидунум, Београд 2012. година

Вредност индекса BELEX15, као општег репрезентанта кретања цена 'најквалитетнијих' акција којима се тргује на берзанском тржишту (Приме листинг + Стандард листинг + неколико акционарских друштава чије акције котирају на Ореп Market-у), када посматрамо 2012. годину, повећала се у посматраном периоду за 6,6% (почетак периода / крај периода. Индекс BELEX15 је у посматраном периоду дневно растао по просечној стопи од 0,026%. Просечна средња вредност (апсолутна) индекса BELEX15 у посматраном периоду износила је 473,36 индексних поена. Индекс BELEX15 осциловао је у посматраном периоду у распону од чак 32,8% између достигнуте минималне вредности (426,80 забележене 25.07.2012) и достигнуте максималне вредности (566,85 забележене 06.03.2012)

7.9.2. BELEXline

BELEXline је индекс пондерисан укупном тржишном капитализацијом, који се не прилагођава за исплаћене дивиденде, и није заштићен од дилутационог ефекта који се јавља услед исплате дивиденди. BELEXline се састоји од акција којима се тргује на тржиштима Београдске берзе и које су испуниле критеријуме за улазак у индексну



корпу. Тежина компоненти у индексу је ограничена на максималних 10% у односу на укупну тржишну капитализацију индекса. Креиран је са намером да од 03.05.2007. замени општи индек BELEXfm који је узимао у обзир кретање цена свих акција које су имале закључену макар једну трансакцију.

BELEXline је са тог аспекта много репрезентативнији јер приказује реалнију слику стања тржишта акција на Београдској берзи. У својој корпи тренутно садржи акције 100 компанија којима се тргује на Београдској берзи. Индекс BELEXline је креиран као бенцхмарк за праћење кретања цена на српском тржишту акција, а са друге стране, је дизајниран да најближе могуће описује и укупна тржишна кретања. Такође може служити као подлога за креирање структурираних производа и деривата на домаћем и иностраном тржишту(индексних фондова и сл.).

Базни датум израчунавања индекса: 30.09.2004.

Базна вредност индекса 1000,00 поена

Базна вредност укупне тржишне капитализације фонда: 121.509.581.652,00 динара

Базни број акција у индексу: 100

У базном периоду дефинише се вредност индекса на 1000,00 индексних поена, а затим ограничава утицај појединачних компоненти и уједно дефинише број акција са којима ће сваки издавалац појединачно учествовати у индексној корпи, израчунава укупна тржишна капитализација и делилац који представља количник између укупне тржишне капитализације акција издаваоца које су укључене у индексну корпу и претходно дефинисане базне вредности индекса. Делилац се на овај начин израчунава само у базном периоду.

Вредност индекса BELEXline, као општег репрезентанта кретања цена акција којима се тргује на берзанском тржишту (ББТ) у оквиру Београдске берзе (која је пала испод своје почетне вредности од 1.000,00 индексних поена још почетком октобра 2008.г.), повећала се током 2012. године, у 252 трговачка дана, на Београдској берзи за 4,1% (почетак периода / крај периода, индекс 104,12). Индекс BELEXline је у посматраном периоду дневно растао по просечној стопи од 0,016%. Просечна средња вредност (апсолутна) индекса BELEXline у посматраном периоду износила је 930,29. Индекс BELEXline осциловао је у посматраном периоду у распону од 22,7% између достигнуте минималне вредности (857,00 забележене 26.09.2012) и достигнуте максималне вредности (1.051,34 забележене 06.03.2012).

7.9.3. BELEXsentiment

У намери да идентификује и јавности презентује тржишна очекивања инвеститора и аналитичара финансијског тржишта у Србији, Београдска берза је креирала нови индикатор који представља комплемент недавно уведеним индикаторима учешћа страних инвеститора, као и новом обухватнијем начину извештавања са Београдске берзе.

Овај нови индикатор, назван BELEXsentiment, представља показатељ који је преваходно усмерен на идентификацију очекивања релевантних тржишних учесника у



погледу развоја тренда тржишних кретања на Београдској берзи у наредном месецу. Традиционално, ова врста показатеља тржишних очекивања има за циљ да на бази својеврсне анкете значајних и великих тржишних учесника, да извесне смернице остатку инвестиционе јавности у погледу њихових очекивања о будућим кретањима на тржишту.

С обзиром на карактер овог индикатора, Београдска берза је приликом његове конструкције настојала да води рачуна и о његовом ширем контексту. Наиме, осим чланова Берзе, а за потребе што обухватнијег угла посматрања нашег финансијског тржишта, Берза је у процес калкулације BELEXsentiment-а укључила и наше најмеродавније институте и факултете, као и њихове истакнуте поједнице у циљу прикупљања што репрезентативнијих ставова. Њихови ставови би, према утврђеним правилима њихове квантификације, чинили комплемент ставовима директних учесника у трговању хартијама од вредности, и на тај начин креирали свеобухватни поглед ка блиској будућности.

BELEXsentiment се добија као пондерисана вредност гласова од стране две групе гласача, где прву групу представљају најактивнији чланови Берзе према ниже наведеним критеријумима, а другу групу поменуте научне институције. Такође, саставни део гласачке популације у наредној, скорој фази, представља и укључивање треће групе који ће представљати шири јавност, односно корисници Белех.инфо портала. Сваки од чланова Берзе који се квалификује за гласање, стиче истовремено право на два гласа. Правило које је успостављено упућује квалификованог члана на достављање једног гласа директора члана, као и један глас главног брокера члана Берзе. Ови гласови нису унисони, с обзиром да се кренуло од претпоставке да се очекивања менаџера члана Берзе и његовог брокера, као директних учесника у трговању, често могу разликовати управо због различитих посматрачких позиција.

Представници друге групе (институти и факултети) укључени су у калкулацију BELEXsentiment-а са правом на по један глас. У гласању не учествују сви чланови Берзе, већ само двадесет оних који су у претходном периоду имали како значајно учешће у промету, тако и редовност (фреквентност) у трговању током периода који претходи гласању. Процес квалификације чланова за гласање се врши на основу података из четири недеље које претходе недељи гласања.

Након прикупљања гласачких листића свих учесника, врши се израчунавање BELEXsentiment-а и његово објављивање на веб-страницама Београдске берзе, са списком свих чланова и институција које су учествовале у његовој изради за тај месец.

У циљу обезбеђења конзистентности података Београдска берза је утврдила услове који се морају испунити да би дошло до публиковања овог индикатора. Основни услов се односи на довољан број гласова од стране како чланова Берзе, тако и научних институција. До почетка наредне фазе у којој би била укључна и трећа група – јавност, услов за публиковање BELEXsentiment-а је добијање најмање седам гласова од стране чланова Берзе, као и најмање три гласа од стране научних институција.

BELEXsentiment има базну вредност 100, а може узети вредност у интервалу од 0 до 200, при чему вредности BELEXsentimenta мања од 100 указује на негативна очекивања тржишних учесника (сентимент) тржишта, док она изнад 100 указује на



њихова позитивна очекивања. Оваква потенцијална скала вредности BELEXsentimenta истовремено указује и на интензитет идентификованог тржишног очекивања, те интерпретација његове вредности пре свега полази од потребе утврђивања одступања од базне вредности (100).

7.9.4. Учешће страних инвеститора у промету на Београдској берзи

Значајан индикатор за аналитичаре је процентуално изражено учешће страних инвеститора у промету на Београдској берзи. Њихово појачано учешће у трговању на страни понуде или на страни тражње може да иницира њихова тржишна очекивања у погледу раста или пада цена акција на берзи. Треба, међутим, имати у виду да се овде не ради само о страним професионалним инвеститорима, већ и о многобројним "of shore" компанијама чији су власници домаћа лица.

- FIT (Foreign Investor Turnover) – Учешће страних инвеститора у укупном промету на Београдској берзи
- FIS (Foreign Investor Shares) – Учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама
- FIB (Foreign Investor Bonds) – Учешће страних инвеститора у укупном промету обвезницама РС.

На Београдској берзи у 2012. години дошло је до раста учешћа страних инвеститора у трговању акцијама, у односу на 2011. годину и последично у укупном трговању. Имајући у виду ниску ликвидност овај податак више говори о степену одсуства домаћих инвеститора са тржишта него што указује на висок степен ангажовања капитала изиностранних извора. Повећано интересовање страних инвеститора за трговање акцијама на Београдској берзи утицало је и на њихово појачано интересовање за трговину обвезницама, у односу на претходну годину, те је учешће странаца у укупном промету обвезницама износило 11,26%. Страни инвеститори су просечно учествовали у трговању акцијама у 2012. години са 55,81%. Као што се може приметити из табеле, прошлогодишња активност страних инвеститора је била неуобичајно уједначена иако су месечни нивои промета веома лавирали по вредности, посебно током летњих месеци када су блок трговања давала основни тон целокупној берзанској активности. Учешће страних инвеститора у укупном трговању (FIT) у 2012. години следствено је и повећан у односу на претходну годину, за 8,4 процентна поена и износило је готово 48% укупног трговања на Београдској берзи.



ЗАКЉУЧАК

Берзе и ефикасан развој берзе и берзанских послова има благотворан утицај на финансијско и робно тржиште, посебно на тржишта земаља која су у транзицији и развоју. За берзанске послове се може рећи да су то уговори о продаји берзанских материјала путем овлашћених лица, у оквиру посебног поступка чија правила утврђује берза. Једна од битних особина ових послова је да се искључиво закључују преко берзе као посебног организованог тржишта. Берзански послови имају одређене особености по којима се разликују од осталих уговора о продаји, а тичу се места закључења уговора, времена трговања, својстава уговорника, начина закључења и извршења уговора.

Берза представља ужи облик финансијског тржишта који се веже за одређено место, време, организацију и начин функционисања. Промет који се обавља на берзи назива се берзанским прометом. С правом се може рећи, да берза представља место на коме се врши куповина или продаја одређених и тачно дефинисаних предмета трговине, по унапред утврђеним правилима. Она представља централизовано финансијско тржиште на коме се формирају цене финансијских инструмената (хартија од вредности) које обухватају сву расположиву понуду и тражњу. Берзе су сложене и веома важне финансијске институције без којих је незамислив финансијски систем развијених тржишних економија, али све више и привреда земаља у развоју и транзицији. Оне омогућавају трговину хартијама од вредности, новцем и робом у разним деловима света тако да предмет трговине (стандардизован) није физички присутан за време трансакције. Развој рачунарских мрежа омогућује да се тргује са других континената тако да је локација седишта берзе све мање битна. Берзе као институције имају велик утицај на развој целокупне привреде.

За берзанске послове се може рећи да су то уговори о продаји берзанских материјала путем овлашћених лица, у оквиру посебног поступка чија правила утврђује берза. Једна од битних карактеристика ових послова је да се искључиво закључују преко берзе, као посебног организованог тржишта. Берзански послови имају одређене особености по којима се разликују од осталих уговора о продаји, а тичу се места закључења уговора, времена трговања, својстава уговорника, начина закључења и извршења уговора.

Да би берзе могле несметано функционисати, неопходно је формирати званични листинг који ће обезбедити да се на тржишту акција појављују само она предузећа која буду испуњавала строго прописане критеријуме. То знатно олакшава ситуацију недовољно обавештеним и упућеним инвеститорима који своја "слободна" новчана средства могу да повере у сигурне и компетенте руке. Битно је нагласити, да треба јачати и пословни морал и систем морално – правних санкција као облика аутономне заштите берзи и берзанског пословања од стране самих берзанских учесника. Према објективности, транспарентности и деловању тржишних закона, а посебно закона понуде и тражње, као и закона вредности, берза је право и најфиналније тржиште. Као такво, берза представља најзначајније тржиште за све битније актере на светској привредној сцени па и за оне из земаља у транзицији.



Основне карактеристике финансијског тржишта у Србији су слаба развијеност, мали број учесника и мали број инструмената, што последично узрокује неликвидност. Финансијско тржиште се не може развити као изолован пројекат, баш као што се одлучна реформа не може обавити без свеобухватних стимулативних мера које се обављају по одређеној динамици. Другим речима, развој финансијског тржишта тесно је повезан, како са базичним реформама, тако и са оним реформама које се уско тичу овог сегмента привреде.

Наравно, постоје и реформе које су кључне за развој финансијског тржишта. Оне обухватају прописе који се тичу берзанског пословања, регистре хартија од вредности, закон о хартијама од вредности, прописе који се тичу банкарског сектора, закон о девизном пословању, реформу пензионог система и здравственог осигурања, заштита малих акционара, регулисање преузимања, спречавање приморавања власника на коришћење одређених посредника и слично.

Основни разлог губљења значајних компанија за тржиште капитала и берзу су одредбе старог Закона о хартијама од вредности (део о преузимању компанија) јер су исте приватизоване преузимањем односно договором, а да се њихове акције нису нашле на берзи. Те акције би биле веома значајне за већи замах тржишта капитала и привлачење домаћих и страних инвеститора.

Појава приватних пензионих фондова као и оснивање инвестиционих фондова показује да су страни инвестициони фондови присутни на нашем тржишту, што се не би могло рећи за наше у иностранству, посебно за земље у региону. Београдска берза омогућила је да свако ко жели, у свако доба може електронским путем да прегледа комплетну понуду акција и обвезница. Проблем је што наше компаније не ажурирају податке у својим проспектима, неки су стари и по неколико година, а то одбија могуће инвеститоре.

Берза доприноси повезивању једне земље са светом, њеном укључивању у међународне токове, што наравно позитивно утиче на привлачење страног капитала. Њена изградња такође, поред осталих услова, важан је предуслов за стабилизацију националне економије привреде и остваривање промена у транзицији. Развој берзанског пословања зависи од стварног обима хартија од вредности на тржишту. Неопходан је и одређен ниво стандарда, културе, традиције, склоности привредних субјеката и грађана ка трговини на берзи, али и заштита берзе и пословање на њој путем државне интервенције и државног надзора, као најефикасније правно заштитних инструмената.



ЛИТЕРАТУРА:

Књиге:

- Вуњак Н., Ковачевић Љ. (2009): Финансијска тржишта и берзе, "Пролетер" а.д. Бечеј, Економски факултет Суботица, НУБЛ Бања Лука, Чигоја, Београд
- Ерић Д., (2003): Финансијска тржишта и инструменти, Чигоја штампа, Београд
- Ерић Д. (2005): Менаџмент хартија од вредности, Издавачки центар, Београд
- Ерић Д., Ђукић М. (2012): Финансијска тржишта у условима кризе, Београд
- Дугалић В., Штимац М. (2005): Основе берзанског пословања, Стубови културе, Београд
- Дугалић В., Штимац М. (2011): Основе берзанског пословања, Дерета, Београд
- Живковић А., Станкић Р. (2007): Банкарско пословање и платни промет, Београд
- Живковић Б., Шошкић Д. (2008): Финансијска тржишта, Економски факултет, Београд
- Ивановић П. (1995): Фјучерси, Београдска берза, Београд
- Ивановић П. (2008): Теорија новца и банкарство, Сремска Каменица
- Јакшић М. (2011): Финансијска тржиште, инструменти и институције, Економски факултет, Крагујевац
- Јеремић З. (2012): Финансијска тржишта и финансисјки посредници, Прво издање, Београд
- Meeker J. M. (1922): The Work of the Stock Exchange, The Ronald Press Company, New York
- Мићовић М. (1997): Берзански послови и хартије од вредности, Правни факултет, Крагујевац
- Miskin S. F. (2006): Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта, Колумбиа Университу, превод, Дата статус, Београд
- Петровић Б. П. (2009): Берзе и берзанско пословање, Прометеј, Београд
- Питић Г., Петковић Г., Ерић Д., Шошкић Д., Штимац М. (1996): Берзански појмовник, II измењено и допуњено издање, Београдска берза, Београд
- Правила пословања Београдске берзе АД Београд
- Правилник о листингу и котацији Београдске берзе АД Београд
- Привредни саветник, Београд
- Радовић Р., Панић П., Старчевић В. (2000): Берзанско пословање, Српско удружење менаџера Републике Српске, Бијељина
- Samuelson P. A. (2000): Economics, XXIV izd., McGraw-Hill
- Статут Београдске берзе АД Београд
- Ћировић М. (2007): Финансијска тржишта, Београд
- Унковић М., Милосављевић М., Станишић Н. (2010): Савремено берзанско и електронско пословање, Београд
- Унковић М. (2008): Робне берзе у земљи и свету, Универзитет Сингидунум, Београд



Целетовић М. (2006): Финансијска тржишта, Фабус, Нови Сад

Шошкић Д., Живковић Б. (2006): Финансијска тржишта и институције, Економски факултет, Београд

Шошкић Д. (2009): Основи инвестиција, Шесто издање, Београд

Штимац, М. (2005): Основе берзанског пословања, Београд

Е- извори:

www.belex.rs

www.crhov.rs

www.sec.gov.rs

www.forum.ftn.uns.ac.rs