

## BERZANSKO POSLOVANJE EFEKTIMA SA POSEBNIM OSVRTOM NA TRGOVANJE I AKTUELNOSTI SA BEOGRADSKJE BERZE

### STOCK EXCHANGE OPERATIONS REGARDING TRADE AND ACTUALITIES FROM BELGRADE STOCK EXCHANGE

**Dragan Božić\***  
**Tomislav Todorović\*\***

**Sažetak:** Želja autora je da definišu značaj i ulogu berzanskog poslovanja na tržištu kapitala. Kroz prikaz funkcionisanja berze kao organizovanog tržišta kapitala, u svetskim razmerama, na najjačim tržištima kapitala, bliže je određen značaj i uloga berzanskog poslovanja. Beogradska berza predstavlja istorijski gledano i danas osnovni pokretač razvoja tržišta kapitala u Srbiji. Ekonomska kretanja i stanje ekonomije u Republici Srbiji ogleda se, u najvećoj meri, upravo na Beogradskoj berzi.

**Ključne reči:** tržište kapitala, poslovanje, tržište, indeks, akcije

**Abstract:** The authors would like to define the role and importance of stock exchange operations on capital market. Through description of stock exchange functioning as an organized capital market, in world framework, on the superior capital markets, the importance and role of stock exchange operations is closer defined. Belgrade stock exchange from historical perspective represents, even today, the basic promoter of capital market development in Serbia. Economic trends and Serbian economy state is shown mainly in Belgrade stock exchange.

**Key words:** capital market, operations, market, index, shares

#### UVOD

Berzansko poslovanje predstavlja definisani skup pravila ponašanja učesnika na organizovanom tržištu berze.

Globalno su utvrđena načela na kojima su definisana pravila poslovanja na svim svetskim berzama. Na berzi kao organizovanom tržištu kapitala svi učesnici trgovanja moraju da poštuju definisana pravila poslovanja.

U svetu su prema različitim tipovima zakonodavstva koji su u upotrebi, definisani i različiti tipovi institucionalnog organizovanja berze.

---

\* dr Dragan Božić, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad, Srbija

\*\* mr Tomislav Todorović, Moskovska banka AD, Beograd, Srbija

Berza predstavlja osnovni indikator stabilnosti i razvoja jedne zemlje.

### **Berze i berzansko poslovanje**

Berza predstavlja institucionalno organizovan prostor, sa preciziranim pravilima ponašanja i poslovanja učesnika koji trguju hartijama od vrednosti tržišta kapitala odnosno efektima. Dakle, berza efekata je visoko organizovana specijalizovana institucija kapitala, neprofitna institucija u vlasništvu države ili učesnika u trgovini. To je ujedno i mesto na kome se koncentriše ponuda i tražnja za kapitalom. Osnovna funkcija berze jeste u smirivanju tržišnih oscilacija i utvrđivanje realnih vrednosti hartija od vrednosti koje su emitovali emitenti (država, lokalna vlast, korporacije i dr.) jedne nacionalne ekonomije.

Berza označava kupovinu i prodaju efekata, s jedne strane, kao i mesto na kome se transakcija odvija, s druge strane.

Berzansko poslovanje čini skup propisanih pravila ponašanja prilikom procesa trgovanja, koji se obavlja slobodno – mehanizmom susretanja ponude i tražnje.

Osnovne karakteristike berze su:

- Rad na berzi je strogo propisan i unapred utvrđen.
- Rad same berze se odvija putem sastanaka u tačno utvrđeno vreme.
- Berzanski poslovi se odvijaju preko posrednika i predstavnika ili neposredno među članovima berze.
- Članovi berze mogu biti samo registrovani trgovci i posrednici.
- Berzanski poslovi se odvijaju pod kontrolom berzanskih organa i pod nadzorom su države i njenih organa.
- Poslovi na berzi se obavljaju putem aukcije ili kontinuiranog tržišta (trgovanja).

Dakle, determinisan organizovan prostor u okviru poslovne zgrade, a to je ring ili pit na kome se trguje hartijama od vrednosti tržišta kapitala (efekata) predstavlja berzu. Ostala trgovina se obavlja van berzanskog prostora i predstavlja vanberzansku trgovinu na tržištu kapitala, gde ta trgovina može biti u prostorijama oko berze, van pulta, trgovina u garaži ili na kulisu. U vanberzansku trgovinu spada i trgovina na „međubankarskom tržištu” kapitala ili „over the countermarket”. Pored toga u vanberzansku trgovinu spada i „nezvanična trgovina”, „crno tržište” i ostala neregulisana trgovina hartija od vrednosti tržišta kapitala. Lica koja trguju na berzi, članovi berze i berzanski posrednici moraju ispunjavati utvrđene oblike u pogledu oblika organizacije, imovinskog statusa i obaveza prema berzi. Uslove rada na berzi propisuje berzanska komisija, država ili sama berza.

Da bi se trgovalo određenom hartijom od vrednosti ona mora biti primljena na berzi, a prijem se naziva listing. Uslovi prijema su vrlo strogi, recimo na New York stock exchange (NYSE) da bi neki finansijski instrumenti kotirali, emitent mora imati:

- prihod pre poreza u prethodnoj godini najmanje 2,5 miliona dolara, ili za prethodne tri godine ukupno 6,5 miliona dolara;
- neto aktivu od najmanje 18 miliona dolara;
- najmanje 1,1 milion akcija emitovanih u posedu investitora, njihova ukupna tržišna vrednost mora biti najmanje 18 miliona dolara;

- najmanje 2.000 akcionara od kojih svaki mora posedovati najmanje 100 akcija, ili najmanje 2.200 akcionara sa prosečnim obimom trgovine od 100.000 akcija.

Gledajući na napred navedene uslove, nije ni čudo što je Njujorška berza najveća na svetu. U toku 2006. godine vrednost prosečne dnevne trgovine bila je 15,9 milijardi dolara. Njujorška berza okuplja više od 2.500 kompanija čije akcije kotiraju na berzi, oko 51 milion individualnih investitora i 2.000 institucionalnih investitora. Na parketu trguje oko 430 firmi učesnika.<sup>1</sup> Druga po veličini organizovana berza u SAD je Američka berza (American Stock Exchange), na kojoj trguje oko 700 preduzeća.

U SAD sinonim za vanberzansko-šaltersko tržište je nacionalno udruženje dilera hartijama od vrednosti (NASD), koje je povezano elektronskim sistemom kotacije (NASDAQ) na kome se u svakom trenutku mogu naći cene po kojima se trguje pojedinim finansijskim instrumentima. Svaki od dilera može trgovati skupom hartija od vrednosti i obavezan je da ih po ponuđenoj ceni kupi ili proda. Slobodan je ulazak novih dilera, ako imaju konkurentnu cenu. Konkurencija izjednačava ponudu i tražnju, stvarne transakcije realizuju se direktnim odnosom sa dilerima i brokerima.

Može se zaključiti da je osnovna karakteristika berze institucionalna određenost i organizaciona forma kao sekundarnog tržišta kapitala.

Od prvih pojavnih oblika berze, pa do sada u svetu funkcioniše oko 400 berzi u 30 različitih zemalja sveta. S obzirom na organizacionu formu u svetu postoje tri osnovna tipa berze:

- Anglo-saksonski tip – osnovna karakteristika ovog tipa berze je da je to akcionarsko društvo odnosno privatna institucija. Banke i druge finansijske institucije ne mogu biti članovi berze, uticaj države je minoran, broj članova berze je unapred utvrđen, i proširuje se samo kooptiranjem. Organe rukovođenja i upravljanja imenuje skupština akcionarskog društva. Rad berze odvija se prema strogo utvrđenim i definisanim pravilima. Tipičan primer su New York stock exchange i Tokijska berza.
- Kontinentalni tip berze ili Francuski tip je institucija javno-pravnog karaktera. Država ima značajnu ulogu u radu i funkcionisanju ovih berzi, imenuje i određuje broj članova berze. Banke i finansijske institucije ne mogu biti članovi berze. Primeri ovog tipa berze su: Pariska berza, berze u Belgiji, Italiji, Španiji i Portugaliji.
- Mešoviti tip berze je mešavina anglo-saksonskog i kontinentalnog tipa berze. Berze ovog tipa osniva država koja organizuje, upravlja i kontroliše rad berze. Članovi berze su samo banke i druge finansijske organizacije. Prijem novih članova berze obavljaju banke. To je tip neprofitne berze, troškovi berze su alimentirani kotizacijom banaka. Poslovnu politiku, tehnologiju rada i funkcionisanje određuju banke. Tipični primeri ovog tipa berze su berze u Frankfurtu, Cirihi i Beču.

Prema tipu trgovine koji preovlađuje na berzi, berze se mogu podeliti na promptne i terminske. Kod promptnih berzi poslovi se izvršavaju promptno i odmah neposredno posle zaključivanja ugovora, kod terminskih berzi predmet trgovine su terminski poslovi koji se izvršavaju u unapred utvrđenom kasnijem roku.

Postoji još jedna podela berzi, i to sa aspekta tehnološke opremljenosti, na klasične i elektronske. Klasična berza radi tako što se trgovina obavlja na službenom prostoru koji se zove ring ili parket i to putem licitacije i izvikivanja. Elektronski tip berze je potpuno automatizovan i kompjuterski organizovan. Tipični predstavnici su berze u Londonu, Njujorku i Tokiju.

Učesnici u radu berze su profesionalna lica koja su registrovana za rad na berzi i mogu se grupisati na:

---

<sup>1</sup> Schwager (2005)

1. Berzanske posrednike ili mešetare-brokere.
2. Berzanske trgovce-dilere ili Jobber-e – predstavnici banaka ili investicionih fondova.
3. Ostali učesnici na berzi – bankarski ili drugi posrednici, novinari i posetioci.

Način izbora i rad organa upravljanja berzom zavisi od tipa i organizacionog oblika berze. Zajedničko za sve tipove berze je postojanje sledećih organa:

- Poslovnih organa berze.
- Komisije za registraciju emisije efekata.
- Udruženja berzanskih trgovaca brokera i dilera.
- Postojanje berzanske arbitraže i suda časti.

Berzansko poslovanje sačinjavaju operacije sa hartijama od vrednosti tržišta kapitala (efektima) odnosno njihovu organizovanu kupoprodaju. Na berzi efekta se trguje samo onim hartijama od vrednosti tržišta kapitala koje imaju saglasnost komisije za registraciju emisije i dozvolu plasmana na berzi.

Zadatak ove komisije je da izvrši registraciju emisije i izda dozvolu za trgovinu sa efektima te emisije. Dakle na tržištu kapitala jedne nacionalne ekonomije postoje efekti kojima se trguje na berzi i efekti kojim se trguje u vanberzanskoj trgovini.

Registracija efekata i dobijanje dozvole za trgovinu odnosno kotaciju u okviru zvaničnog berzanskog tržišta predstavlja unapred i utvrđen berzanski postupak. Ovaj postupak ima za cilj da štiti investitora-ulagača kapitala od raznih zloupotreba kojima može da pribegne emitent.

Dozvola za prodaju efekta se izdaje na pismeni zahtev koju emitent podnosi zajedno sa svojim finansijskim posrednikom na berzi. Zatim se podnosi prospekt emisije sa garancijom banke i emitenta.

Nakon izvršene registracije i izdavanja dozvole za prodaju vrši se uvođenje efekta, koje obuhvata:

1. Utvrđivanje berzanskog kursa.
2. Realizaciju kupoprodajnog naloga.
3. Objavljivanje berzanskog kursa po kome se vrši kotacija efekta.

Utvrđivanje kursa kod prvog plasmana emisije vrši se na bazi procene ponude i tražnje, a dalje na osnovu odnosa ponude i tražnje. Berzanski kurs odnosno kotacija efekta predstavlja faktičko stanje ponude i tražnje za konkretnim efektom u okviru zvanične berzanske trgovine i to u određeno vreme. Oblik iskazivanja i način utvrđivanja kursa efekata na berzi mogu biti jedinstveni, varijabilni ili višestruki.

Osnov za utvrđivanje kursa su mešetarski dnevnik berzanske knjige u kojima su evidentirani svi nalozi za kupoprodaju, odnosno ukupna ponuda i tražnja za svakom pojedinačnom hartijom od vrednosti tržišta kapitala. Na bazi ove evidencije odgovorno lice na berzanskom pultu utvrđuje kotacioni kurs.

Nakon utvrđenog berzanskog kursa, kotacije određenog efekta, svaka berza javno publikuje ovako utvrđen kurs. Najčešće se dešava da se sve kotacije na određenoj berzi elektronski prenose svim zainteresovanim učesnicima sa jednog mesta odnosno zajedničkog kompjuterskog centra.

Berzanski indeks (stock exchange index) predstavlja prosek cena hartije od vrednosti u odnosu na neku ranije utvrđenu tržišnu vrednost. Postoje tri osnovna faktora po kojima se berzanski indeksi razlikuju međusobno:

1. Po brojčanoj zastupljenosti akcija koje indeks predstavlja.
2. Po relativnoj „težini” ponderu koji se daje akcijama.
3. Po korišćenoj metodi uprosečavanja.

Najpoznatiji je Dau Džons Indeks (Dow Jones Index, DJI) koji pokazuje kretanje cena akcija na Njujorškoj berzi (izračunava se još od 1897) koji se najčešće iskazuje kao Dau Džons industrijski prosek (Dow Jones Industrial Average, DJIA) baziran na vrednosti 30 akcija vodećih kompanija u industriji i drugim sektorima privrede.

Poznata rejting agencija Standard i Poor's izračunava indeks većeg i reprezentativnijeg broja akcija (500 akcija) poznat kao Standard & Poor prosek (Standard and Poor's average, S&P 500). Glavni berzanski indeks među većim brojem indeksa s Londonske berze je Fajnenšal times berzanski indeks 100 akcija čija pojedinačna kapitalizacija ne prelazi 1 milijardu GBP (Financial Times Stock Exchange 100 Share Index FTSE ili FOOTsie). Svaka berza u svetu ima svoj referentni berzanski indeks, kao što je NYSE indeks (Njujorške berze), TOPIX indeks (Tokijska berza), DAX indeks (Frankfurtska berza) ili CAC indeks (Pariska berza).

Berzanski indeksi su svojevrstni alati kojima se berza kao organizovano tržište kapitala služi da bi učesnicima u trgovanju pružila što kvalitetniju informaciju i pomogla potencijalnim investitorima u donošenju odluka o ulaganju u, za njih, najatraktivnije hartije od vrednosti.

Berzanski indeksi su osetljivi na bilo koju političku ili ekonomsku promenu na globalnom i lokalnom nivou.

Svi berzanski poslovi koji čine predmet rada jedne berze dele se u dve osnovne grupe:

- Promptne, kasa ili spot poslove.
- Termenske poslove.

Promptni ili kasa poslovi sa efektima na berzi se realizuju odmah po zaključenju, a najkasnije u roku od tri, odnosno pet radnih dana od zaključivanja ugovora.

Kod ovog oblika trgovine prodavac je obavezan da kupcu doznači tačno u kupoprodajnom ugovoru naznačene efekte na njegov depo konto ili predajom na ruke odmah ili najkasnije nakon pet radnih dana.

Promptna prodaja efekata predstavlja ujedno, s druge strane, promptnu obavezu kupca da prodavcu doznači novčani iznos odmah na račun ili ugovorom najkasnije sa valutom petog radnog dana.

Gledajući na sve napred navedeno promptni poslovi predstavljaju poslove s najmanjim rizikom.

Terminski poslovi kupoprodaje efekata su berzanski poslovi gde se obaveze kupca i prodavca iz kupoprodajnog ugovora ne izvršavaju promptno i odmah, već u nekom kasnijem periodu koji je unapred označen ili jednog dana u okviru unapred utvrđenog perioda. Suština je dakle u zaključivanju bezuslovnog ili uslovnog kupoprodajnog ugovora, s nalogom da će se isporuka i plaćanje izvršiti u jednom budućem fiksnom utvrđenom roku ili unutar tog roka kod uslovnih ugovora.

Sa gledišta uslova kupoprodajnog ugovora berzanske termenske poslove možemo podeliti na:

- Obične ili bezuslovne – izvršavanje im ničim nije uslovljeno, obaveze partnera se izvršavaju fiksno.
- Uslovne terminske berzanske poslove – prodavac ili kupac mogu odustati od posla ili promeniti neke svoje obaveze. Uslov je da su prethodno položili odgovarajuću premiju, kao naknadu za odustajanje od izvršenja obaveze.

Treba istaći još stalažu kao specifičan terminski berzanski posao. Osnov ovog posla je da kupac, praveći terminski zaključak unapred poveća prodavcu proviziju i time stiče pravo biranja određene količine efekata o roku po izvesnom višem kursu preuzme ili po izvesnom nižem kursu isporučiti.

Kod ovog posla nema odustajanja i kupac mora ispuniti jednu od alternativa.

Report je takođe specifičan terminski berzanski posao, predstavlja u stvari privremenu kupovinu terminskih efekata od strane banke radi produženja fiksno utvrđenog (datuma) termina na koji dospevaju terminske obaveze vlasnika efekata.

Radi se o jednom vidu kreditiranja banke. Banka kreditira učesnika na berzanskom tržištu odnosno bančinog komitenta.

Jedan od osnovnih indikatora stabilnosti i razvoja privrede u jednoj zemlji jesu berze. Takav status berze imaju zahvaljujući svojstvima koje poseduju:

- Na berzi dolazi do utvrđivanja tržišnog stanja ponude i tražnje hartija od vrednosti koje kotiraju na berzi.
- Berzanske cene hartija od vrednosti tržišta kapitala rezultat su tržišnog odnosa ponude i tražnje.
- Korekcija berzanskog kursa, tj. cena moguća je na svakom narednom sastanku.

Skup svih kretanja na berzi efekata koje imaju praktičan odraz u porastu ili padu kursa berzanskog materijala jesu berzanske oscilacije.

Oscilacije kursa hartija od vrednosti tržišta kapitala kojima se trguje na berzi, posledica su odnosa ponude i tražnje za njima na berzanskom tržištu.

Tražnju na berzi efekata formiraju investitori koji svoj kapital ulažu u efekte koji kotiraju na berzi. Oni teže da taj svoj kapital maksimalno uvećaju. Svaka nova informacija vezana za emitenta efekta utiče na korekciju već donete odluke investitora, što dalje ima za posledicu da dolazi do oscilacije kursa efekata.

Tim berza predstavlja ekonomski indikator stanja jedne nacionalne privrede i poslovni odnos investitora prema tom stanju.

Berzanski investitor deluje na kratak i dug rok.

Na kratak rok berza je osetljiva, investitori reaguju na vrlo mala pomeranja tumačeći ih kao predznak velikih promena.

Posmatrano na duži rok kretanje berzanskih kurseva ima stabilan efekat. Drugim rečima, kada se eliminišu sve sezonske i aleatorne varijacije. Na kretanja i oscilacije berzanskih kurseva deluju pored tržišno-ekonomskih faktora i špekulativni faktori.

Svi faktori grupišu se na one koji deluju na oscilacije kurseva obveznica i to su: kamatna stopa i njeno kretanje, stopa inflacije i deflacije i prognoze, poreska politika i njen instrumentarij, bonitet i poslovna sposobnost emitenta, stepen oscilacija na tržištu akcija i kretanja na drugim tržištima.

Faktori koji deluju na oscilacije kurseva na tržištu akcija: poslovne informacije i izveštaj o radu AD društva, koeficijent kapitalizacije akcije, privredni, ekonomski i društveni odnosi i pojave; kamatne stope i njihova kretanja, poreska politika i kretanje na drugim konkurentnim tržištima, tržištima obveznica.

Stohastičko kretanje berze izražava se u nizu posebnih ciklusa rasta i pada (cena) kurseva, u okviru opšteg trenda rasta i najočiglednije je izraženo u periodima berzanskih kriza (panika).

Do kriza dolazi po pravilu iznenada, na vrhuncu optimističkog (bull) tržišta, posledice su visoki gubici malih investitora čije se akcije pretvaraju u trenutku sloma u bezvredne papire.

Uzroci berzanske krize traže se u samom ekonomskom procesu, psihologiji trgovine ili manipulaciji tržištem. Dve najveće berzanske krize desile su se 29. 10. 1929. godine i 19. 10. 1987. godine.

Kriza iz 1929. godine na berzama inicirala je veliku svetsku ekonomsku krizu, dok je iz 1987. godine ostala bez virusnog efekta na svetsku ekonomiju.

Može se sa sigurnošću zaključiti da su berzanske oscilacije i krize jedan od produkata tržišnih transakcija i operacija na berzi, koje pored regulatorne imaju i svoju drugu deregulatornu i špekulativnu stranu. Dakle, samim učesnicima produkuju se sve pozitivne i negativne strane berzanske trgovine.

U praksi, kriza na tržištu kapitala u SAD dovela je do dramatičnih i naglih konsolidacija u bankarskom sektoru.

Kao posledica finansijske krize:

1. JP Morgan je kupio Bear Stearns.
2. Bank of America kupila je Merrill Lynch.
3. Lehman Brothers proglasila je stečaj, većinu njihove imovine u SAD će kupiti Barclays Bank.

Šire, kriza na tržištu kapitala dovela je do toga da učesnici na tržištu preispitaju raspodelu rizika u transakcijama.

Prvi i najupečatljiviji znakovi su se pojavili u odnosu prema finansiranju poslova, gde zajmodavci gledaju da definišu za sebe što veću zaštitu, kada su poremećena tržišta i veću kontrolu (kroz čvršće veze), kada zajmoprimci ulaze u finansijske probleme.

Finansijska kriza utiče na sve vrste poslovnih aranžmana – od jednostavnih komercijalnih sporazuma do složenih poslovnih kombinacija.

Indirektne posledice krize na tržištu kapitala SAD oseća čitav svet kroz krizu likvidnosti, povećanu cenu kapitala i krizu nesigurnosti investitora na tržištu.

Treba naglasiti da mere koje preduzima Američki FED i vlada SAD daju rezultate i prisutna je stabilizacija na tržištu kapitala u SAD u prvoj polovini 2009. godine, s tendencijom blagog oporavka i rasta u drugom, trećem i četvrtom kvartalu.



Pored formalnih propisa, vlada SAD je kao odgovor na krizu na tržištu dobila novu ulogu equityholder u SAD najveće finansijske institucije; ulogu koja će imati trajan uticaj na aktivnosti entiteta pogođenih krizom.

Analizirajući uzroke i posledice krize na tržištu kapitala u SAD, može se istaći da je trka za brzim profitom u bankarskom sektoru, kroz eho menadžerskih bonusa, gurala preko hipotekarnog tržišta kontaminirane hartije od vrednosti i nove proizvode, uz pomoć sistemski loše postavljenog rada rejting agencija, neregulisanja tržišta novih proizvoda, izazivajući razarajući efekat na tržištu kapitala u SAD, a usled globalne povezanosti i na svetskom nivou.

Nameće se ključno pitanje: kakav je pravac daljeg razvoja tržišta kapitala u SAD i svjetu, nakon krize?

Odgovor koji se nameće je kratak i jednostavan: profit kao pokretač i moto svih učesnika na tržištu nema alternativu, pravila igre na tržištu treba da pretrpe promene tako da struktura i sistem funkcionisanja tržišta kapitala ne može da apsorbuje kontaminirani tržišni materijal.

Država i Komisije za hartije od vrednosti (SEC) kao regulatori tržišta moraju da egzaktno postavljaju pravila i da ih svojim instrumentima i merama konstantno kontrolišu.

Budućnost je funkcionalno ali kontrolisano tržište kapitala u SAD i svetu koje generiše profit učesnicima.

### **Beogradska berza – trgovanje i aktuelnosti**

Usvajanjem Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala, 1989. godine osniva se Jugoslovensko tržište kapitala, koje 1992. godine menja ime u Beogradska berza.

Beogradska berza postaje dopisni član Svetskog udruženja berzi – WSE kao i Evropskog udruženja berzi – FESE, a punopravni je član i Evroazijske federacije berzi – FEAS. Takođe, Beogradska berza je svake godine organizator i domaćin Međunarodne konferencije sa temama posvećenim najnovijim kretanjima na tržištu kapitala, korporativnom upravljanju, berzanskim analizama i pokazateljima.

Subjekti na Beogradskoj berzi su: vlasnici akcija, oni koji poseduju hartije od vrednosti (akcionari i drugi) i žele da ih prodaju, investitori, kupci hartija od vrednosti (pravno ili fizičko lice), brokeri, oni koji po nalozi-  
ma prodaju i kupuju hartije od vrednosti.

Oblici angažovanja:

- Brokerski poslovi – kupoprodaja HoV u svoje ime, a za račun nalagodavca ili u ime i za račun nalagodavca.
- Dilerski poslovi – kupoprodaja HoV u svoje ime i za svoj račun.
- Poslovi market mejkera – obavezna kupoprodaja u svoje ime i za svoj račun po unapred objavljenoj ceni.
- Poslovi portfolio menadžera – upravljanje HoV u ime i za račun nalagodavca.
- Poslovi investicionog savetnika – pružanje savetodavnih usluga u vezi sa poslovanjem HoV.

Funkcionisanje Beogradske berze se može postupno definisati u fazama:



- Odeljenje listinga, gde se vrši pribavljanje i provera informacija o emitentima, odnosno o onima koji obezbeđuju predmete trgovanja i o članovima Berze. Tu se obavlja i prva kontrola u smislu pronalazjenja što kvalitetnijih predmeta trgovanja. Kriterijumi za prijem akcija na listing nisu isto što i ocena boniteta i garancija da će svako ko trguje akcijama koje su na listingu ostvariti dobit.
- Nakon obrade dokumentacije, zakazuje se prva aukcija i u nekom dnevnom listu objavljuje se javni poziv za aukciju, čime se obaveštavaju zainteresovani kupci, prodavci i berzanski posrednici – članovi Beogradske berze.
- U postupku trgovanja prikupljaju se nalozi ponude i tražnje, uparuju se po unapred utvrđenom sistemu i zaključuju se transakcije članova Berze. Ulazak na tržište akcija iz privatizacije, odnosno AP tržište, pred emitenta ne postavlja zahteve za ispunjenje kriterijuma kvaliteta, već samo opredeljenje emitenta da svojim akcionarima obezbedi što lakšu komunikaciju sa berzanskim posrednicima i Berzom, organizovanje transparentnije formiranje cene i transfer vlasništva.
- Nakon trgovanja, utvrđena je cena i broj akcija, pripremljena je zaključnica i preko računa svih učesnika u trgovanju, obavlja se kliring i saldiranje transakcija. U ovom delu broker izvršava nalog klijenta. Sve vlasničke promene u trgovini akcijama evidentiraju se u Centralnom registru, što učesnicima u trgovanju daje potrebnu pravnu sigurnost. Brokери koji su sklopili transakciju, usaglašavaju termine u okviru vremena propisanog za saldiranje, kako bi se prenos novca i prenos hartije izvršili po principu „prvo novac, pa onda hartija”.
- Informisanje i marketing obezbeđuju sve informacije na osnovu kojih se obavilo trgovanje, a zatim i najnovije informacije iz obavljenog trgovanja, nakon saldiranja. Berza redovno dostavlja najrazličitije informacije sadržane u kursnoj listi, kao dodatku dnevnom izveštaju o trgovanju, zatim sumarnim nedeljnim izveštajima i jedanput mesečno, svi relevantni podaci, indeksi i analize, objavljuju se u zvaničnom glasilu Berze.

Na Beogradskoj berzi obavlja se proces trgovanja predajom naloga brokeru Berze, koji ih unosi u sistem za trgovanje, aktivira se kompjuterizovana procedura, određuje se cena, na način usklađen sa svetskim standardima trgovanja. Obavljanje trgovine podrazumeva iskazan interes dve strane, jedne koja prodaje i druge koja kupuje akcije. Taj interes se iskazuje predajom naloga za trgovanje berzanskom posredniku – članu Berze. Na aukciji, ovlašćeni berzanski posrednik, ispostavljanjem naloga daje izjavu: da je član Berze proverio podatak o vlasništvu akcija i da će obezbediti njihov transfer o roku saldiranja na nove vlasnike (broker prodavca), da kupac raspolaže sredstvima za kupovinu akcija i da će izvršiti isplatu o roku saldiranja (broker kupca).

Trgovanje akcijama preduzeća dobijenih „bez naknade” u prethodnim privatizacijama je posebno aktuelno.

Cena akcija se utvrđuje na sledeće načine:

1. Poslednja cena je cena po kojoj je izvršena transakcija.
2. Kupovna cena je najviša cena, koju je kupac spreman da plati. Prodajna cena je najniža cena po kojoj je prodavac spreman da izvrši prodaju.
3. Trgovanje po tržišnoj ceni znači: kupiti hartije po najboljoj mogućoj ceni, koja važi kada nalog stigne do pulta za trgovanje. Broker prodavca i broker kupca izvršili su naloge svojih klijenata, po najboljoj ceni koja je u tom trenutku na berzi. To nikako ne znači procenu brokera o daljem kretanju cena, u povoljnom ili nepovoljnom pravcu za klijenta, već nalaže isključivo izvršenje naloga odmah.

Postoje sledeće metode berzanskog trgovanja:

1. Metod preovlađujuće cene
  - Ispostavljanje i prijem naloga za trgovanje.
  - Aukcija (utvrđuje se preovlađujuća cena).

- Aukcije za utvrđivanje cene akcija na Beogradskoj berzi obavljaju se u određenom vremenskom intervalu (dva puta mesečno) na osnovu unapred utvrđenog kalendara aukcija i tada se na zakazanoj aukciji utvrđuje cena, koja se zatim javno publikuje.
  - Trgovanje (zaključenje transakcije po preovlađujućoj ceni) i (ili)
  - Trgovanje na zatvaranju (prijem naloga i zaključenje transakcije po preovlađujućoj ceni)
2. Metod kontinuiranog trgovanja (davanje naloga, utvrđivanje cene otvaranja, kontinuirano trgovanje – uparivanje naloga, utvrđivanje cene zatvaranja i trgovanje na zatvaranju –zaključivanje transakcija po ceni zatvaranja).
  3. Metod minimalne cene.
  4. Knjiga ponude i tražnje.

Sistemi trgovanja na Beogradskoj berzi: akcijama prvog i drugog AP tržišta trguje se na periodičnim aukcijama metodom:

1. Preovlađujuće cene;
2. Metodom minimalne cene i minimalne količine;
3. Metodom višestruke cene.

Postupak trgovanja metodom preovlađujuće cene obuhvata sledeće radnje:

1. Utvrđivanje indikativne cene
  - a) Prvo trgovanje: korigovana knjigovodstvena vrednost akcije (ukupna aktiva se umanjuje za iznos gubitaka i obaveza).
  - b) Za naredna trgovanja: preovlađujuća cena sa prethodnog berzanskog sastanka.
2. Trgovanje akcijama u zoni fluktuacije

Zona fluktuacije iznosi za prvo trgovanje -20% do + 50%, a za ostala +/- 20% u odnosu na indikativnu cenu i predstavlja raspon cena u okviru kojih je dozvoljeno zaključivanje transakcija na jednom berzanskom sastanku.

Preovlađujuća cena

- a) maksimiziranje obima prometa;
- b) približnost indikativnoj ceni+viša cena.

Nemogućnost transakcije po preovlađujućoj ceni

- a) redosled prioriteta izvršenja naloga;
- b) tržišni nalozi;
- c) cena povoljnija od preovlađujuće;
- e) preovlađujuća cena;
- f) prednost ranije ispostavljenih naloga, u slučaju jednake cene.

Alternativna pravila

- a) količina (ide veći nalog);
- b) cena (tržišni nalog);
- c) vreme davanja naloga.

Metod preovlađujuće cene:

- a) Prva faza, otvorena tabla;
- b) Druga faza, zatvorena tabla.

Dugoročnim dužničkim hartijama od vrednosti trguje se u okviru berzanske trgovine:

1. metodom preovlađujuće;
2. metodom kontinuirane trgovine.

Osnovni kriterijum pomoću koga se utvrđuje cena je *maksimiziranje obima prometa*.

Vodeći indeks Beogradske berze BELEX15, čiji je pun naziv Indeks najlikvidnijih srpskih akcija, ima cilj da što preciznije prikaže kretanje cena akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje su ispunile kriterijume za ulazak u indeksnu korpu. Kontinuirano trgovanje se obavlja tako što se nalozi za prodaju i kupovinu pojedinih akcija po određenoj ceni automatski uparuju.

Izračunavanje i objavljivanje indeksa BELEX15 obavlja se od oktobra 2005. godine svakog radnog dana Berze, u realnom vremenu, od trenutka kada je ispunjen uslov za njegovo izračunavanje i publikovanje, pa do formiranja cena na zatvaranju, objavljeno je na sajtu Beogradske berze.

Cena akcija koja se koristi za izračunavanje indeksa BELEX15 je svaka cena akcija koja je formirana u trgovanju akcijama koje čine indeksnu korpu, izuzev cena koje su ostvarene u takozvanim blok transakcijama.

Indeksnu korpu mogu sačinjavati akcije koje su ispunile „pravilo 80”, odnosno one akcije koje su tokom prethodna dva sukcesivna kvartala imale minimum 80 odsto trgovanja tokom svakog pojedinačnog kvartala na kojima su zaključene transakcije. Nakon formiranja liste akcija koje su ispunile napred navedeni kriterijum obavlja se rangiranje i prvih 15 akcija čini indeksnu korpu.

Da bi se sprečilo da neka od akcija izdavaoca ima dominantno učešće u indeksnoj korpi, ograničava se broj akcija sa kojima određeni izdavalac može da učestvuje u indeksnoj korpi na najviše 20 odsto. Takođe, da neki od industrijskih sektora ne bi imao dominantno učešće u indeksnoj korpi, ograničava se broj hartija iz istog industrijskog sektora u indeksnoj korpi na najviše 50 odsto.

Revizija indeksne korpe, odnosno eventualna promena akcija koje je čine, obavlja se kvartalno, krajem marta, juna, septembra i decembra. U slučajevima značajnih promena karakteristika indeksnih komponenti može da se sprovede i vanredna revizija indeksne korpe, čiji je postupak identičan redovnim.

Indeksnu korpu BELEX15, posle vanredne revizije obavljene 21. januara ove godine, trenutno čine akcije „AIK banke”, „Komercijalne banke”, „Energoprojekt holdinga”, „Soja proteina”, „Univerzal banke”, „Agrobanke”, „Metals banke”, „Privredne banke”, „Jubmes banke”, „Imleka”, „Metalca”, „Veterinarskog zavoda”, „Telefonije”, „Bambi Banata” i „Tigra”.

Drugi indeks koji pokazuje kretanja na srpskom tržištu kapitala je „Opšti indeks akcija Beogradske berze – BELEXlajn”, koji je zamenio prvi indeks akcija Beogradske berze, BELEXfm.

Osnovna razlika između ova dva pokazatelja je u tome što BELEXlajn predstavlja kretanja cena reprezentativnog uzorka hartija kojima se trguje, u odnosu na metodologiju BELEXfm koji je davao prikaz kretanja cena svih hartija koje su zaključile najmanje jednu transakciju određenog dana. BELEXfm se izračunavao od 13. decembra 2004. godine do 30. aprila 2007. kada je zamenjen indeksom BELEXlajn.

BELEXlajn opisuje ukupna tržišna kretanja i može da služi kao podloga za kreiranje strukturiranih proizvoda i finansijskih derivata na domaćem i inostranom tržištu. Od tog pokazatelja se očekuje da bude analitička alatka kako za portfolio menadžere, profesionalne analitičare, stručnu javnost, investitore, tako i za sve druge koji proučavaju dinamiku kretanja cena na srpskom tržištu.

BELEXline se sastoji od akcija kojima se trguje na tržištima Beogradske berze i koje su ispunile kriterijume za ulazak u indeksnu korpu. Broj izdavalaca čije akcije učestvuju u konstrukciji indeksa je konstantan u toku perioda između revizija indeksne korpe. Indeksna korpa može imati najmanje 70 komponenti, pri čemu gornji limit za broj komponenti nije ograničen, ali se teži da ih ne bude više od 150.

Isto kao kod indeksa BELEX15, sprečava se dominantno učešće neke hartije u indeksnoj korpi, ograničavanjem njenog broja na najviše 10 odsto, dok su industrijski sektori ograničeni na 40 odsto od ukupnog broja izdavalaca čije su hartije uključene u sastav indeksne korpe.

I Bečka berza (Wiener Börse AG) izračunava i distribuira u realnom vremenu indeks srpskih akcija, SRX, cenovni indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom i strukturiran od akcija kojima se najviše trgovalo na Beogradskoj berzi.

Taj indeks se od 7. marta 2007. izračunava u dinarima, evrima i dolarima, a prati osam najvećih i najlikvidnijih akcija na Beogradskoj berzi, navedeno je na sajtu Berze. SRX je dizajniran kao indeks kojim se može trgovati i koji se može koristiti kao osnova za standardizovane finansijske derivate kao i za strukturirane proizvode.

Bečka berza izračunava i objavljuje ukupno 22 indeksa, od kojih se 16 odnosi na istočnu i jugoistočnu Evropu, što jasno govori o njenom usmerenju.

Postoji još jedan „srpski” indeks – BELEXsentiment, koji prikazuje očekivanja tržišnih učesnika u narednom periodu, odnosno predstojećem mesecu. Vrednost BELEXsentimenta za februar je na istorijskom minimumu, što ukazuje da se učesnici u tržištu kapitala ne nadaju skorom oporavku cena akcija i vrednosti indeksa Beogradske berze.

Ovakva predviđanja učesnika u glasanju za BELEXsentiment ni malo ne čude jer srpsko tržište kapitala već više od jedne godine funkcioniše u ambijentu koji se, prema mišljenju makroanalitičara, može uopšteno okarakterisati kao „neafirmativan”.

To opravdava konstataciju da tržište Beogradske berze time potvrđuje integrisanost u ukupna ekonomsko-politička zbivanja u zemlji. Valja imati na umu i da su i svetska finansijska tržišta i berze već više od jedne godine zahvaćeni nestabilnošću zbog pogoršanih ekonomskih aktivnosti.

U prvih devet meseci 2009. g. BELEX15 porastao je za oko 50 odsto, a prema mišljenju brokera realni rast akcija je i veći ako se uzme u obzir da su tri kompanije iz korpe ovog indeksa (Univerzal banka, Aik banka i Energoprojekt holding) svojim akcionarima na ime raspodele dobiti za prošlu godinu podelile još akcija, čime je povećan ukupan broj hartija.

## Zaključak

Berzansko poslovanje predstavlja osnovni indikator funkcionisanja tržišta kapitala u jednoj zemlji. Berza predstavlja organizovanu instituciju tržišta kapitala.

Stepen razvijenosti tržišta kapitala oslikava se u razvijenosti berzanskog poslovanja. Dobro funkcionisanje tržišta kapitala je uslov za uspešan privredni razvoj u jednoj zemlji i indikator privrednih kretanja na osnovu kojeg makroanalitičari mogu da procene kratkoročnu i dugoročnu perspektivu kompanija i privredne aktivnosti u celini.

Beogradska berza, tržište kapitala sa dugom tradicijom, nakon ponovnog zaživljavanja, predstavlja tržište u dinamičnom razvoju u tranzicionom procesu u kome se nalazi i privreda Republike Srbije.

Globalni tokovi kapitala u evropskim zemljama šalju pozitivan signal, odnosno prelaze iz pozicije neto odliva kapitala ka poziciji neto priliva kapitala i to posebno kada je reč o zemljama kao što su Poljska, Češka i Mađarska. Kada je reč o sektorima najznačajniji prilivi kapitala beleže se u sektorima finansija, građevine i nekretnina.

Pad industrijske proizvodnje, zaposlenosti, nelikvidnost realnog sektora i stanovništva predstavljaju evidentne izazove po nacionalnu ekonomiju Republike Srbije. Pozitivni signali sa tržišta kapitala koji se ogledaju, pre svega, da su investicioni fondovi iz inostranstva ponovo aktivni i da se ujedno promet na Beogradskoj berzi popravljajući ukazuju na pozitivne tendencije u pogledu privredne aktivnosti u odnosu na stanje koje smo imali na početku godine.

## Literatura:

- [1] Derosa, F. D., (2002) *Managing foreign exchange risk: Advanced strategies for global investors, corporation and financial institutions*, Irving, Chicago
- [2] Dugalić, V., Štimac, Š., (2005) *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, Stubovi kulture
- [3] Engel, L., Boyd, B., (2000) *How to buy stocks*, New York, Bantam Books
- [4] Kohn, M., (2004) *Financial institutions and markets*, New York, Oxford University Press, Inc
- [5] Modigliani, F., Fabozzi, F., (1996) *Capital markets*, second edition, New Jersey, Prentice Hall International, Inc
- [6] Rutterford, J., (2004) *Introduction to stock exchange investment almanac*
- [7] Schwager, J. D., (2005) *Market wizards*, New York, New York Institute of Finance
- [8] Vasiljević, B., (2006) *Finansijska tržišta*, peto izdanje, Beograd, Zavet
- [9] Weiss, D. M., (2003) *After the trade is made*, 2 nd, New York, New York Institute of Finance
- [10] [www.belex.rs](http://www.belex.rs)