

Rešenje je **KONAČNO** sa danom: 20.10.2016.

**DISCIPLINSKA KOMISIJA BEOGRADSKE BERZE** (u daljem tekstu: Disciplinska komisija) u sastavu: Predsednik – Olivera Trikić; članovi Dragica Marjanović i Lidija Šeškar, na osnovu članova 165. – 171. Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd (broj: 04/2 br. 12143-1/15, u daljem tekstu: Pravila Berze) i člana 24. Pravilnika o disciplinskom postupku i disciplinskoj odgovornosti članova Berze i ovlašćenih brokera (broj: 04/2 br. 9175-1/14, u daljem tekstu: Pravilnik Berze), a u vezi članova 25., 27., 29, 31.,32., i 51 Pravilnika Berze, nakon sprovedenog postupka u predmetu D 04/5 br. 4022/16, dana 2.8.2016. godine, donela je

## REŠENJE

### I

Član Berze – **SINTEZA INVEST GROUP A.D. BEOGRAD, mb 17456164**, sa statusom člana Berze od 20.2.2003. godine

**ODGOVORAN JE** za učinjene prekršaje iz člana 165. stav 1. tačke (1) i (3) Pravila Berze zbog:

- **kršenja obaveza utvrđenih članom 34. stav 1. tačka 1. Pravila Berze i**
- **postupanja suprotno članu 153. stav 2. tačke (5) i (7) podtačka 1) Pravila Berze**

i to na način da je na berzanskim sastancima organizovanim u periodu od 26.1.2016. godine do 29.3.2016. godine, u trgovanju akcijama izdavaoca „Sojaprotein“ a.d. Bečej (u daljem tekstu: SJPT) izvršio radnje kojima se vrši zloupotreba na tržištu tako što je informaciju da će mu njegov klijent ispostaviti količinski veliki nalog kupovine akcija SJPT, koja nije bila dostupna svim učesnicima na Berzi, zloupotrebio tako što je istu iskoristio za prethodno ispostavljanje sopstvenih naloga za trgovanje (u okviru market mejing naloga) akcijama SJPT, čijom realizacijom je sticao korist od date informacije.

### II

Disciplinska komisija za izvršene prekršaje iz tačke I ovog rešenja, Članu Berze izriče **MERU**

#### SUSPENZIJE

**u obavljanju trgovine na Berzi svim hartijama od vrednosti  
u trajanju od 3 (tri) meseca**

**koja se izriče USLOVNO**

**te se neće izvršiti u slučaju da Član Berze u roku proveravanja  
u trajanju od 6 (šest) meseci ne učini novi disciplinski prekršaj**

Izrečena mera počinje da se primenjuje narednog dana od dana konačnosti ovog rešenja, a prestaje istekom roka od šest meseci i to onog dana u mesecu koji po svom broju odgovara danu kada je rok otpočeo.

### III

**NALAŽE** se Članu Berze da na ime vođenja prethodnog postupka nadzora i ovog disciplinskog postupka u predmetu D 04/5 br 4022/16, po konačnosti ovog rešenja, plati Berzi naknadu utvrđenu tarifnim brojem 58. Pravilnika o tarifi Beogradske berze a.d. Beograd (broj: 04/2 br.9055-1/15).

### IV

Ovo rešenje, po konačnosti, objavljuje se na internet stranici Berze i dostavlja Komisiji za hartije od vrednosti.

## Obrazloženje:

Berzanski kontrolor u svojstvu ovlašćenog lica podneo je dana 16.5.2016. godine zahtev za pokretanje disciplinskog postupka (broj 03/3-4022/16, u daljem tekstu: Zahtev) prema članu Berze Sinteza Invest Group a.d. Beograd (u daljem tekstu: Član Berze) zbog osnovane sumnje da je na berzanskim sastancima organizovanim u periodu 26.1.-29.3.2016. godine, u trgovanju akcijama izdavaoca „Sojaprotein“ a.d. Bečej (u daljem tekstu: SJPT), izvršio radnje kojima se vrši zloupotreba na tržištu. Zahtevom se Članu Berze stavlja na teret da je zloupotrebio informaciju da će mu njegov klijent ispostaviti količinski veliki nalog kupovine SJPT, a koja nije dostupna svim učesnicima na Berzi, te da je korišćenjem date informacije ispostavljao naloge za trgovanje suprotne po vrsti transakcije – prodaje SJPT (u okviru market mejing naloga), čijom je realizacijom sticao korist od posedovanja date informacije, a čime je prekršio obavezu utvrđenu članom 34. stav 1. tačka (1) Pravila Berze i postupio suprotno članu 153. stav 2. tačke (5) i (7) podtačka 1) Pravila Berze i time izvršio disciplinske prekršaje iz člana 165. stav 1. tačke (1) i (3) Pravila Berze.

U obrazloženju Zahteva ukazuje se da su navedene aktivnosti Člana Berze identifikovane u postupku nadzora tržišta u trgovanju akcijama SJPT kao predmet posebne analize i praćenja na berzanskim sastancima organizovanim u periodu od 26. januara do 29. marta 2016. godine, kao i u postupku neposrednog nadzora u sedištu Berze, na osnovu kojih je sačinjen Izveštaj kontrole trgovanja hartijama od vrednosti broj: BB-PO-ON-IK-0009/2016 koji je dostavljen Članu Berze radi izjašnjenja (kopija izveštaja priložena kao dokaz uz Zahtev). Nadalje, u Zahtevu se ukazuje na okolnosti sagledane na osnovu analize i procene podataka iz sistema BelexFIX i podataka prikupljenih u nadzoru Člana Berze, kao i navoda izjašnjenja Člana Berze na pomenuti izveštaj kontrole Berze (kopija izjašnjenja Člana Berze priložena kao dokaz uz Zahtev), a saglasno indikatorima procene utvrđenih članom 155. Pravila Berze. Pre prikaza datih okolnosti, berzanski kontrolor je konstatovao i da su uslovi za obavljanje poslova market mejinga u trgovanju akcijama SJPT za mesec januar i mart, kada su identifikovane aktivnosti Člana Berze koje su bile predmet nadzora, bili sledeći: 1) minimalne količine: 28 komada (januar), odnosno 29 komada (mart); maksimalni raspon između najniže kupovne i najviše prodajne cene u market mejing nalogima: 7%; obavezno prisustvo market mejing naloga na berzanskom sastanku u periodu: 9:30-11:00 časova i 12:30-14:00 časova; ispostavljanje market mejing naloga može biti prekinuto i pre isteka navedenih perioda ako je do tog trenutka market mejker u transakcijama realizovao više: od 223 akcije (januar), odnosno 228 akcija (mart).

U datom periodu berzanski kontrolor konstatovao je „obrazac“ u delovanju Člana Berze na osnovu koga je izneo osnovanu sumnju da je Član Berze bio u saznanju o elementima naloga kupovine akcija SJPT njegovog klijenta, te da je sticao korist korišćenjem ove informacije koja nije javno dostupna ostalim učesnicima na tržištu. S tim u vezi u Zahtevu se ukazuje da su na više berzanskih sastanaka (specificiranih u Zahtevu) u periodu od 26.1. do 29.3. 2016. godine konstatovane identične aktivnosti Člana Berze koje uključuju prethodnu kupovinu akcija SJPT u svojstvu market mejkera, a nakon toga pre ispostavljanja količinski velikog naloga kupovine svog (uvek istog) klijenta, za istu hartiju od vrednosti (SJPT), ispostavljanje market-mejking nalog prodaje koji se, (zbog iste ili približne cene, količine i vremena ispostavljanja naloga klijenta) uparivao sa nalogom njegovog klijenta i realizovao zaključenjem transakcije između Člana Berze i njegovog klijenta. Na ovaj način Član Berze je ostvarivao korist od saznanja da će njegov klijent ispostaviti dovoljno veliki nalog kupovine kojim se njegov nalog prodaje u okviru market mejing naloga može realizovati u celosti. Takođe, berzanski kontrolor je konstatovao i da je uvažavajući činjenicu da je trgovanje SJPT organizovano metodom kontinuiranog trgovanja, nesumnjivo i da u trenutku ispostavljanja market mejing naloga prodaje Člana Berze na tržištu nema ispostavljenih naloga kupovine za SJPT koji bi se s obzirom na cenu mogli upariti sa market mejing nalogom prodaje Člana Berze. U datim okvirima pravila metode kontinuiranog trgovanja koji regulišu da je realizacija naloga za trgovanje moguća ukoliko su u BelexFIX ispostavljeni nalozi suprotni po vrsti transakcije, koji imaju cenu jednaku ili bolju od naloga koji sa statusom aktivnog naloga čeka na realizaciju (u konkretnom slučaju market mejing nalog prodaje Člana Berze), market mejing nalog prodaje Člana Berze uparivao se isključivo sa nalogima kupovine klijenta Člana Berze. Ovo iz razloga jer je market mejing nalog prodaje Člana Berze čekao na realizaciju u sistemu BelexFIX sve dok se nije pojavio nalog kupovine njegovog klijenta, a koji je svojim elementima odgovarao elementima market mejing naloga prodaje Člana Berze. Berzanski kontrolor ukazuje i da gotovo na svim berzanskim sastancima specificiranim u Zahtevu, Član Berze ispostavlja market mejing nalog koji na strani prodaje sadrži količinu višestruko veću od minimalne količine utvrđene matricom uslova za market mejing za mesece januar i mart (28, odnosno 29 komada SJPT), a koja se u celosti može realizovati sa nalogom

klijenta. Istovremeno, ukazuje se i da je tokom navedenih berzanskih sastanaka, količina u prethodno ispostavljenim market mejing nalogima Člana Berze na strani prodaje, daleko niža od količine u market mejing nalogima Člana Berze na strani prodaje koji su se realizovali uparivanjem sa kupovnim nalogom njegovog klijenta. Prema navodima Zahteva, date činjenice nedvosmisleno opisuju obrazac prema kojem je evidentno da je Član Berze bio u saznanju da će njegov klijent ispostaviti količinski veliki nalog za trgovanje sa kojim će moći u celosti da realizuje svoje market mejing naloge (strana prodaje), bez izuzetka, ostvarujući dobit iz navedenih transakcija. Kao činjenicu koja potvrđuje navode o postojanju obrasca navodi se i okolnost da je prosečna ponderisana cena SJPT stečenih od strane Člana Berze u toku predmetnih berzanskih sastanka uvek niža od cene u nalogu kupovine koji Član Berze ispostavlja za svog klijenta. Uz navedene tvrdnje u Zahtevu je dat i pregled karakteristika ispostavljenih naloga za trgovanje Člana Berze i zaključenih transakcija po ispostavljenim nalogima (tabelarni prikazi dostavljeni uz Zahtev) Člana Berze u trgovanju akcijama SJPT na berzanskim sastancima održanim 26.1.2016. godine, 2.3.2016. godine, 3.3.2016. godine, 8.3.2016. godine, 9.3.2016. godine, 15.3.2016. godine, 16.3.2016. godine, 21.3.2016. godine, 23.3.2016. godine i 29.3.2016. godine.

Pored navedenog u Zahtevu se navodi i da iznošenje navedenih dokaza ne derogira osnovnu funkciju market mejkera u pogledu povećanja likvidnosti tržišta predmetne hartije od vrednosti, niti ključni interes market mejkera da obavljajući te poslove ostvaruje dobit iz razlike prodajne u odnosu na kupovnu cenu, već je sporan isključivo način, odnosno osnov konkretnih postupanja Člana Berze u funkciji market mejkera. S tim u vezi, berzanski kontrolor ukazuje da je na berzanskim sastancima koji su predmet Zahteva, Član Berze, uredno obavljao poslove market mejkera propisane Pravilima Berze i ugovorom koji ima zaključen sa Berzom, ali je nakon ispunjenja minimalnih uslova iz matrice obaveza koje ima u svojstvu market mejkera u trgovanju SJPT, , po pravilu vršio aktivnosti koje su predmet Zahteva. Pri tom, u Zahtevu se ukazuje da Članu Berze nije zabranjeno dalje učešće u trgovanju datom hartijom od vrednosti, ali mu je tokom obavljanja svih trgovačkih aktivnosti na Berzi zabranjeno postupanje suprotno Pravilima Berze. Berzanski kontrolor konstatuje i da je Član Berze kao profesionalni učesnik na tržištu kapitala sa dugogodišnjim profesionalnim iskustvom u trgovanju hartijama od vrednosti, a posebno sa iskustvom u trgovanju akcijama SJPT (imajući u vidu da je market mejker na akcijama SJPT), raspolagao razumno dovoljnim skupom činjenica i uz objektivna merila rasuđivanja i primenu propisanih pravila trgovanja saglasno Pravilima Berze, mogao da prepozna da se izvršenjem radnji koje su predmet ovog Zahteva postupa suprotno propisanim obavezama i vrši zloupotreba na tržištu.

Uz Zahtev su pored već navedene dokumentacije dostavljene i karakteristike market mejing naloga kao i naloga kupovine koje je u svojstvu investicionog društva član Berze ispostavio za klijenta, karakteristike zaključenih transakcija u kojima je član Berze učestvovao kao kupac/prodavac, izvod iz elektronske Knjiga naloga Člana Berze za 29.3.2016. godine, kao i market mejing naloge Člana Berze za berzanski sastanak 29.3.2016. godine br: MM183/16, MM184/16, MM185/16 i nalog za trgovanje (kupovine) klijenta Člana Berze br. N117/16.

Disciplinski postupak po podnetom Zahtevu pokrenut je rešenjem Disciplinske komisije (D 04/5 br. 4022/16) od 9.6.2016. godine, koje je Članu Berze dostavljeno sa pozivom da u roku od osam dana od prijema istog iznese svoje viđenje okolnosti koje smatra bitnim za vođenje predmetnog postupka, uz pravo i obavezu da u istom roku dostavi Disciplinskoj komisiji Berze sve dodatne dokaze, dokumentaciju i informacije koje mogu uticati na utvrđivanje činjeničnog stanja u disciplinskom postupku i primenu materijalnih propisa tokom postupka. Istovremeno Član Berze je obavešten o dokumentaciji sa kojom raspolaže Disciplinska komisija do dana sačinjavanja predmetnog poziva.

U pisanom izjašnjenju (broj Člana Berze 259/16 od 21.6.2016. godine; broj Berze 04-5472/16) Član Berze je u celosti odbacio sve optužbe berzanskog kontrolora, i pozivajući se na već dostavljeno izjašnjenje na izveštaj kontrole izneo dodatnu argumentaciju o pitanjima koje smatra relevantnim za predmetni postupak. S tim u vezi Član Berze je ukazao da je u predmetnim transakcijama delovao kao ovlašćeni market mejker, a ne kao diler, što smatra bitnom razlikom imajući u vidu da market mejker ima pravo i obavezu da "kontinuirano, za sopstveni račun, na svakom berzanskom sastanku" (član 3. stav 1. Ugovora o market mejkingu) ima ispostavljene naloge na tržištu ne obazirući se na to sa kim se uparuje u transakciji tj. da li je reč o klijentu Člana Berze ili neke druge brokerske kuće, te da isti deluje potpuno nezavisno. Istovremeno Član Berze je izričito naglasio da nije imao saznanja o klijentovim nalogima već se, kao i svi ostali učesnici na tržištu, vodio samo onim informacijama koje su dostupne svima na tržištu. Takođe, Član Berze je ukazao da je kao i svi učesnici na tržištu uvideo pojačanu

tržišnu tražnju za akcijama SJPT nastalu verovatno usled dobrih poslovnih rezultata navedene kompanije, te da je svoju tržišnu strategiju prilagodio tržišnim okolnostima koje su svima dostupne. U pogledu strategije njegovog ponašanja kao market mejkera u pisanom izjašnjenju Član Berze ukazuje da je ista zasnovana na subjektivnoj investicionoj proceni samog operatera, baš kao što svaki investitor nastoji pronaći za sebe profitabilnu strategiju koja je u skladu sa važećom regulativom.

Pisanim izjašnjenjem Član Berze je obuhvatio i pitanja vremenskog konteksta, kao i količine i cene u trgovanju hartijama od vrednosti koje su predmet ovog postupka. S tim u vezi u izjašnjenju se ukazuje da market mejking nalozi nisu uparivani samo sa nalogima klijenta već i sa drugim pravnim i fizičkim licima ako se uzme širi vremenski period pored 10 navedenih berzanskih sastanaka, te naglašava da klijent Člana Berze kao kupac, iako najdominatniji nije bio jedini na tržištu u posmatranom vremenskom periodu. Po pitanju količine Član Berze ukazuje da se tvrdnja berzanskog kontrolora da su svi nalozi "realizovani u celosti" ne može uzeti kao valjani dokaz, te da je izvučena iz konteksta i da insinuiira moguću "povezanost" između kupca i prodavca. U objašnjenju navedenog Član Berze ističe da je u svakom momentu na svom vlasničkom računu imao mnogostruko više akcija od onih koje je prodavao na Berzi, te da bi, da je navedena tvrdnja tačna, market mejker Člana Berze u transakciju ulazio sa celokupnom raspoloživom količinom u cilju maksimiziranja profita. Dodatno, u izjašnjenju se napominje i da su se količine koje su kupovane u toku dana uvek značajno razlikovale od onih koje su prodavane tog dana, kao i da je kupac svojim nalogima kupovao akcije manjim delom od market mejkera, a većim delom od svih prodavaca koji su se nalazili na tržištu, te da se ni u jednoj transakciji količine kupca i prodavca nisu podudarale. Po pitanju cene, ukazuje se i da je na proizvoljnom i malom uzorku utvrđeno da se u samo 5 od ukupno 10 transakcija poklopila cena kupca i prodavca dok se u ostalim transakcijama cena razlikovala od one koju je kupac ispostavio, te ističe da je u jednoj prodajnoj transakciji cena bila čak 5 dinara niža od kupovnog naloga, što ukazuje na nepostojanje profitnog motiva zasnovanog na privilegovanim informacijama, jer da je to slučaj, market mejker Člana Berze ne bi propustio niti jedan dinar arbitražnog profita. S tim u vezi Član Berze navodi i da je imajući u vidu broj naloga koji ispostavlja market mejker, prirodno da se u manjem broju slučajeva (imajući u vidu širi vremenski kontekst) cena u nalogu market mejkera poklopi sa cenom naloga bilo kog klijenta, te da poklapanje cene transakcije nije regulatorni prekršaj posebno imajući u vidu vreme i količinu ispostavljenih naloga. Pored navedenog, Član Berze je konstatovao da su predmetne transakcije rađene u razmaku od 6 do čak 51 minut što najbolje dokazuje i vremensku nepovezanost market mejkinga i brokerskih poslova, a da bi posmatrano u širem vremenskom kontekstu razmak između transakcija bio i mnogostruko veći. Po navodima Člana Berze iz izloženog se može nedvosmisleno zaključiti i da su svi drugi tržišni učesnici imali iste tržišne informacije i mogućnosti da se "umešaju" u predmetne transakcije što se u velikom broju slučajeva i dešavalo, čemu u prilog govori i činjenica da je kupac preko 72% svojih akcija kupovao baš od eksternih prodavaca, a ne od market mejkera.

Strane u postupku su se i usmeno izjasnile na sednici Disciplinske komisije održanoj 2.8.2016. godine. Izjašnjavajući se u predmetu postupka Član Berze je na datoj sednici potvrdio da ostaje u svemu pri pisanom izjašnjenju koje je Berza primila 21.6.2016. godine, a na pitanja predsednika i članova Disciplinske komisije dao dodatne odgovore i pojašnjenja od značaja za sagledavanje okolnosti datog postupka. Član Berze je u usmenom izjašnjenju dodatno pojasnio kojim se kriterijumima rukovodio kod ispostavljanja naloga prodaje koji su se potom uparivali sa nalogima kupovine u transakcijama koje su predmet ovog postupka, te naveo da je kao market mejker pratio situaciju na tržištu i periodične naloge koje je ispostavlja kupac, i to kako u odnosu na količinu tako i u odnosu na cenu. Takođe, pojasnio je i da je njegov market mejking nalog prodaje koji je ispostavljen po višoj ceni od bilo kog drugog naloga prodaje koji je realizovan tog dana, ispostavljen na osnovu ličnog osećaja mogućnosti njegove realizacije. Istovremeno, Član Berze je napomenuo i da iz razloga što je uvideo trend rasta cena predmetnih akcija, nikad nije prodavao sve akcije SJPT iz svog portfelja, već samo deo.

U vezi sa navedenim berzanski kontrolor je ukazao da market mejker i ne može da proda sve akcije iz svog portfelja kako bi bio u mogućnosti da obavlja poslove market mejkinga. Takođe, u vezi sa navodima Člana Berze koji se odnose na praćenje periodičnih naloga kupca i postojanje kupca koji kupuje velike količine, berzanski kontrolor je ukazao da Član Berze ne može da vidi da li se iza date količine nalazi samo jedan ili više ispostavljenih naloga, na šta je Član Berze dao dodatna pojašnjenja. S tim u vezi Član Berze je ukazao da je tačno da u momentu trgovine nema mogućnosti da vidi da li je jedan ili više klijenata iza ispostavljenog naloga kupovine, ali da on nakon završenog trgovanja i saldiranja transakcija u nadležnom registru, vrši analizu podataka o vlasništvu u kapitalu. Izdavaoca, te na osnovu evidentiranih podataka o promenama u vlasništvu utvrđuje da li je reč o kastodi klijentu ili pojedinačnom investitoru. Član Berze je ukazao i da kada u postupku date analize konstatuje da je u pitanju kastodi banka (kao u ovom slučaju) Član Berze ima jasnu predstavu da je u pitanju "krupan" investitor.

Član Berze je u usmenom izjašnjavanju potvrdio i da kao market mejker trguje i van vremena definisanog za obavezno obavljanje poslova market mejkera (sa čime se složio i prisutni berzanski kontrolor). Takođe, Član Berze je pojasnio i postupak od prijema naloga klijenta (u ovom slučaju kupovine) do ispostavljanja istog u sistem BelexFIX. S tim u vezi Član Berze je objasnio dva moguća načina ispostavljanja naloga kupovine: neposredno u prostorijama Člana Berze ili putem komunikacije posredstvom telefona i telefaksa. Kod neposredne predaje naloga Član Berze je ukazao da propisane procedure podrazumevaju prisustvo klijenta koji nameru za trgovanje hartijama od vrednosti iskazuje brokeru koji na osnovu izražene namere izrađuje nalog koji se nakon potpisa od strane klijenta daje operativcu koji ga unosi u BelexFIX. Ovo znači da broker prilikom izrade naloga unosi sve podatke o klijentu i elemente naloga (cena, količina), a ukoliko je Članu Berze poznat klijent od ranije isti nije u obavezi da na dan ispostavljanja naloga ima obezbeđena sredstva na računu, već je u obavezi da ista obezbedi na dan saldiranja (što dovodi u rizik Člana Berze da data sredstva ne budu obezbeđena). Govoreći o drugom načinu ispostavljanja naloga Član Berze je ukazao da se nalog izrađuje na bazi telefonski izražene namere klijenta da kupi ili proda određene akcije po određenoj ceni i u određenoj količini, te da se isti dostavlja klijentu putem telefaksa i na isti način, nakon potpisa od strane klijenta vraća brokeru, nakon čega se unosi u sistem BelexFIX. Kada je reč o klijentima sa kojima je Član Berze već trgovao, s obzirom na prethodno posedovanje podataka o klijentu, izrada naloga podrazumeva samo unošenje podataka o ceni i količini hartija od vrednosti za koje se nalog ispostavlja. Po mišljenju Člana Berze za obavljanje svih komunikacionih procedura za dostavljanje povratnog potpisanog naloga putem telefaksa dovoljne su 2 minute u idealnim okolnostima.

Na dodatna pitanja predsednika i članova Disciplinske Komisije Član Berze je potvrdio da je kada su u pitanju nalozi market mejkera reč o dnevnim nalogima, te da više ne trguje na način na koji je trgovao zaključno sa 29.3.2016. godine, već da trguje samo u okviru propisanog obaveznog minimuma (što je potvrdio i prisutni berzanski kontrolor). Takođe, Član Berze je dao i dodatna objašnjenja u vezi načina na koji klijent (kupac) Člana Berze opredeljuje cenu u nalogu za trgovanje, te s tim u vezi naveo da je to stvar kupca, pri čemu kupac može da se kod Člana Berze infomiše o tržišnoj situaciji, čega u ovom slučaju nije bilo. U tom smislu Član Berze je ukazao da bi svaki klijent trebalo da ima podatke Berze o dnevnom kretanju cene akcija, te pretpostavlja da je u konkretnom slučaju klijent opredelio cenu kupovine imajući u vidu rezultate poslovanja Izdavaoca za 2015. godinu, kao i da u konkretnom slučaju klijent nije pitao Člana Berze po kojoj ceni bi mogao da kupi akcije koje su predmet ovog postupka. Član Berze je dodatno izjavio i da postoji vremenska razlika između naloga prodaje koji je ispostavio kao market mejker i naloga kupovine njegovog klijenta, što je davalo mogućnost svim učesnicima na tržištu da upare svoje naloge sa ispostavljenim market mejking nalogom Člana Berze.

Krećući se u granicama podnetog Zahteva, Disciplinska komisija je navode Zahteva i raspoloživih dokaza, navode pisanog izjašnjenja Člana Berze, te navode usmenog izjašnjenja strana u postupku sagledala u odnosu na relevantne odredbe Zakona o tržištu kapitala (Službeni glasnik RS 31/11 I 112/15), podzakonskih akata i Pravila Berze. S tim u vezi, Disciplinska komisija je konstatovala da biće dicipinskog prekršaja, odnosno nedozvoljenu radnju za koje se Zahtevom tereti Član Berze čini delovanje na osnovu saznanja o nalogu klijenta koje nije dostupno svim učesnicima na tržištu hartija od vrednosti (član 153. stav 2. tačke (5) i (7) podtačka 1) Pravila Berze) i sticanje koristi na osnovu takvog delovanja. S tim u vezi konstatovano je da je ključno pitanje predmetnog postupka utvrđivanje da li je Član Berze u trgovanju akcijama SJPT na berzanskim sastancima utvrđenim Zahtevom imao saznanje o postojanju i elementima (cena i količina) naloga kupovine njegovog klijenta, pre nego što je data informacija bila dostupna ostalim učesnicima na tržištu, te da li je svojim delovanjima (ispostavljanjem naloga za trgovanje) na predmetnim trgovanjima ostvarivao korist od datog saznanja. Iz navedenog razloga Disciplinska komisija je navode raspoloživih dokaza i izjašnjenja cenila sa aspekta njihovog uticaja na sagledavanje obrasca ponašanja Člana Berze u trgovanju akcijama SJPT, a vodeći računa o njegovom statusu i obavezama koje ima kao market mejker u trgovanju akcijama SJPT, te realizaciji datih poslova u trgovanju akcijama SJPT u širem vremenskom kontekstu.

U vezi sa navedenim, Disciplinska komisija je posebno razmotrila navode Člana Berze koji se odnose na definisanje tržišne strategije koja je uticala na njegovo postupanje u obavljanju poslova market mejkinga u trgovanju akcijama SJPT. Naime, u svom izjašnjenju Član Berze je ukazao da je prema javno dostupnim podacima nadležnog registra hartija od vrednosti vršio analizu promena vlasničke strukture kapitala izdavaoca akcija SJPT, te na taj način uočio da je na tržištu prisutan investitor zainteresovan za kupovinu većih količina akcija SJPT, kao i da je svoju tržišnu strategiju za sticanje većih količina predmetnih akcija (SJPT), te ostvarivanja profita njihovom daljom prodajom, opredelio na osnovu date analize. Disciplinska komisija je dato objašnjenje Člana Berze ocenila kao legitimni način za formiranje dugoročne investicione strategije. Međutim, ocenom sveukupno raspoloživih dokaza, a uzimajući u obzir i širi vremenski kontekst obavljanja poslova market mejkinga Člana Berze u trgovanju akcijama SJPT, konstatovano je da je postupanje Člana Berze na navedeni

način prisutno isključivo na berzanskim sastancima na kojima je sa nalogima kupovine učestvovao i klijent Člana Berze (koji su predmet ovog postupka), dok je na drugim berzanskim sastancima (koji nisu predmet Zahteva) u okviru kontrolisanog perioda, poslove market mejinga po pravilu obavljao u okvirima minimalnih zahteva utvrđenih aktima Berze. Iz navedenog razloga Disciplinska komisija je zaključila da se postupanja Člana Berze na trgovanjima koja su predmet Zahteva ne mogu posmatrati kao deo dugoročne tržišne strategije Člana Berze već samo kao deo njegovih dnevnih odluka u obavljanju poslova market mejkera na kontrolisanim berzanskim sastancima u trgovanju akcijama SJPT. Naime, Disciplinska komisija je kao neosporno konstatovala da je na svakom od predmetnih berzanskih sastanaka Član Berze u prvom koraku realizovao nalog kupovine akcija SJPT u količini koja značajnije odstupa od propisanih minimuma za obavljanje poslova market mejkera, dok je u drugom koraku (nakon realizacije datog kupovnog naloga) ispostavljao nalog prodaje (takođe po značajnijim količinama) koji se u vreme ispostavljanja nije mogao upariti ni sa jednim nalogom tražnje. S tim u vezi objašnjenje Člana Berze da se u datom trenutku rukovodio samo informacijama dostupnim svim učesnicima na tržištu, te da su predmetni nalozi prodaje (koji su se uparivali sa nalogom kupovine njegovog klijenta) ispostavljeni na osnovu osećaja njegovog operatera o mogućnosti njegove realizacije, Disciplinska komisija nije prihvatila kao osnovane. Naime, analizom podataka iz dostavljenih pregleda trgovanja akcijama SJPT konstatovano je da niti na jednom od berzanskih sastanaka, na koje se odnosi Zahtev, u vreme ispostavljanja predmetnih naloga prodaje Člana Berze nije postojala tržišna informacija koja na bilo koji način ukazuje da se dati dnevni nalozi prodaje mogu realizovati po ceni iz naloga. Naprotiv, slika tražnje u trgovanju akcijama SJPT u vreme ispostavljanja predmetnih naloga prodaje Člana Berze ukazivala je da su svi ostali nalozi tražnje spremni da "plate" nižu cenu. Tržišnu logiku ispostavljanja datih naloga, ako se izuzme pomenuti osećaj operatera Člana Berze, moguće je sagledati tek nakon ispostavljanja naloga kupovine klijenta Člana Berze, koji je bio spreman da kupi značajniju količinu akcija SJPT po višoj ceni, a koji su se kao takvi i realizovali zaključenjem transakcija sa nalogom prodaje Člana Berze, kao i ostalim nalogima prodaje koji nisu odgovarali do tada ispostavljenim nalogima tražnje. Ceneći navode Člana Berze kojima se ukazuje da su na kontrolisanim berzanskim sastancima njegovi nalozi prodaje akcija SJPT bili dostupni na tržištu dovoljno vremena pre ispostavljanja naloga kupovine klijenta Člana Berze, te da su i drugi investitori imali mogućnost da iste kupe, Disciplinska komisija je zaključila da isti nisu od značaja za sagledavanje predmetnih okolnosti. Naime, kao što je već navedeno, Član Berze je u vreme ispostavljanja datih naloga imao informaciju da na strani tražnje za predmetnim akcijama ne postoji zainteresovanost potencijalnih kupaca da kupe akcije SJPT u količini i po ceni koju je opredelio u svom prodajnom nalogu. Ovu okolnost Disciplinska komisija je sagledala i u odnosu na vreme kada su ispostavljeni predmetni nalozi prodaje (po pravilu u drugoj polovini berzanskog sastanka), kao i u odnosu na okolnost da je na datim trgovanjima Član Berze prethodno zaključivao transakcije i u svojstvu kupca. Imajući u vidu profesionalna znanja i iskustva Člana Berze, neosporno je da je u datim okolnostima Član Berze znao, odnosno morao znati da prema raspoloživim tržišnim informacijama i kretanjima ponude i tražnje na kontrolisanim berzanskim sastancima ne postoji mogućnost, odnosno da postoji visok stepen nemogućnosti realizacije njegovog prodajnog naloga. Stoga, kao neosporno je konstatovano da je Član Berze dnevnu strategiju ostvarivanja profita u trgovanju akcijama SJPT na osnovu ispostavljenih i realizovanih dnevnih naloga prvo kupovine, a onda i prodaje mogao da definiše i realizuje isključivo uz saznanje da će njegov klijent ispostaviti nalog kupovine koji će po količini i ceni obuhvatiti i njegov nalog prodaje.

Takođe Disciplinska komisija nije prihvatila ni objašnjenja Člana Berze kojima se ukazuje na okolnost da bi, da su navodi Zahteva tačni, predmetne radnje realizovao "sa celokupnom raspoloživom količinom akcija u cilju maksimiziranja profita". S tim u vezi Disciplinska komisija nije prihvatila ni navode Člana Berze kojima se ukazuje da se u samo 5 od 10 transakcija poklopila cena u njegovom prodajnom nalogu sa cenom u nalogu kupovine njegovog klijenta, te da nepostojanje profitnog motiva potvrđuje i slučaj u kome je cena u njegovom nalogu prodaje bila čak 5 dinara niža od cene u nalogu kupovine njegovog klijenta. Povodom datih izjašnjenja Komisija je konstatovala da je imajući u vidu profesionalna znanja i iskustva Člana Berze, upravo postupanje na način koji je opisan u Zahtevu više očekivan u smislu relativizovanja utvrđenog obrazca ponašanja koji je u funkciji ostvarivanja profita na osnovu informacije o budućem nalogu klijenta koja nije dostupna ostalim učesnicima na tržištu, te da nije od značaja da li se cene u nalogima poklapale ili razlikovale, već da li se nalog prodaje Člana Berze s obzirom na cenu, mogao upariti sa nalogom kupovine njegovog klijenta. Pri tom, Disciplinska komisija je ponovo konstatovala da biće disciplinskog prekršaja, odnosno opis same nedozvoljene

radnje za koju se tereti Član Berze, ne određuje veličina naloga (ni po ceni ni po količini) već samo delovanje u smislu ostvarivanja koristi od tržišne informacije o nalogu klijenta koja nije dostupna svim učesnicima na tržištu.

Ceneći navode izjašnjenja Člana Berze koja se odnose na specifičnost njegovog statusa kao market mejkera (u odnosu na dilerske poslove) zaključeno je da isti nisu od uticaja za odlučivanje u predmetu ovog postupka iz razloga što zabrana vršenja radnji koje mu se stavljaju na teret podjednako obavezuju sve učesnike na tržištu bez obzira na način na koji obavljaju poslove. Kao nesporno konstatovano je i da radnje koje mu se stavljaju na teret izlaze van okvira propisanih minimuma obaveza koje Član Berze ima kao market mejker, te da njihovim propuštanjem ne bi ni na koji način ugrozio svoj položaj market mejkera u trgovanjima koja su predmet Zahteva. Pri tom, Članu Berze nije osporeno pravo da poslove market mejkera obavlja i nakon ispunjenja propisanih minimalnih obaveza, već mu je osporeno da u obavljanju datih poslova postupa suprotno propisanim pravilima, odnosno činjenjem nedozvoljenih radnji.

Imajući u vidu navedeno Dicipniska komisija je konstatovala da je berzanski kontrolor pravilno uočio ponavljanje identičnih aktivnosti Člana Berze, prema kojima je formiran obrazac delovanja Člana Berze koji uključuje sticanje koristi na osnovu saznanja o elementima naloga za trgovanje koje će ispostaviti njegov klijent. S tim u vezi konstatovano je da se iz činjeničnog stanja može nesumnjivo zaključiti da je Član Berze postupio suprotno Pravilima Berze (član 34. stav 1. tačka (1) i član 153. stav 2. tačke (5) i (7) podtačka 1) Pravila Berze), te da je učinio prekršaje iz člana 165. stav 1. tačke (1) i (3) Pravila Berze koji mu se stavljaju na teret Zahtevom.

Kod odlučivanja o sankciji koju treba izreći Članu Berze, Disciplinska komisija je krećući se u okvirima Zahteva i nadležnosti Berze, u skladu sa Pravilnikom Berze uzela u obzir sve okolnosti koje su od uticaja na opredeljenje vrste i visine sankcije koju treba izreći Članu Berze. S tim u vezi konstatovano je da se iz raspoloživih dokaza nesporno može zaključiti da je Član Berze u trgovanju akcijama akcijama SJPT, na berzanskim sastancima koji su predmet Zahteva, informaciju o postojanju i elementima količinski velikog naloga kupovine svog klijenta koja nije bila dostupna ostalim učesnicima na tržištu, iskoristio za sticanje sopstvene koristi, te je zaključila da je suspenzija u trgovanju svim hartijama od vrednosti odgovarajuća mera za učinjene radnje. Istovremeno, kao olakšavajuće okolnosti Disciplinska komisija uzela je u obzir celokupno poslovanje i postupke Člana Berze u odnosu na poštovanje akata Berze, činjenicu da u prethodnom periodu nije proglašavan odgovornim za dicipniskie prekršaja, te sveukupno korektno ponašanje tokom predmetnog postupka. Takođe, Disciplinska komisija cenila je i u kolikoj meri su ugroženi interesi i integritet organizovanog tržišta hartija od vrednosti, a posebno značaj uloge market mejkera u održavanju likvidnosti hartija od vrednosti koje su uključene na listing regulisanog tržišta. U oceni navedenih okolnosti Komisija je uzela u obzir i činjenicu da je Član Berze, nakon sprovedenog postupka kontrole prestao sa radnjama koje su predmet ovog postupka. S tim u vezi, kod opredeljenja vrste i visine mere Disciplinska komisija je ocenila da će se svrha sankcionisanja postići izricanjem uslovne sankcije, kao i da će data sankcija, koja po svojoj prirodi podazuje i pojačani nadzor nad tržišnim aktivnostima Člana Berze u periodu provere, pozitivno uticati i na unapređenje tržišne prakse u širem smislu.

Odluka o troškovima prethodnog postupka nadzora i disciplinskog postupka doneta je saglasno Pravilniku o tarifi Berze važećem na dan većanja Disciplinske komisije i donošenja odluke u ovom predmetu, te je odlučeno kao u tački III ovog rešenja.

Sa izloženog odlučeno je kao u dispozitivu.

**PRESEDNIK DISCIPLINSKE KOMISIJE**

Olivera Trikić

**Pouka o pravnom leku:** U skladu sa članom 171. Pravila Berze, protiv ovog rešenja može se izjaviti žalba Upravnom odboru Berze, u roku od osam dana od dana dostavljanja ovog rešenja Članu Berze

**Dostavna naredba:**

- 1) Članu Berze – Sinteza Invest Group a.d. Beograd;
- 2) Podnosiocu Zahteva – Berzanskom kontroloru;
- 3) Arhivi Disciplinske komisije