

Др Мирко Васиљевић,
професор Правног факултета, Београд,
председник Сјољнопрговинске арбијраже при ПКЈ

О темпу приватизације - метафора о амбису

1. Шок терапија
“Прескочио амбис у једном скоку”
2. Поступан приступ
“Изградио мост преко амбиса”

Предузећа и хартије од вредности

1. Полазишта за тржиште хартија од вредности

Процеси својинске трансформације (приватизације) у Србији трају већ десетак година, што по савезним, што по републичким прописима. Ови процеси теку у условима економске блокаде, ратног окружења и рата, сецесије неких република чланица бивше Југославије, инфлације, што свакако није повољно економско окружење за њихово убрзање и развој. У таквим условима правна инфраструктура, суочена још и сазнањем неких негативних ефеката слободног секундарног тржишта приватизационих ваучера или акција, одликује се нестабилношћу решења, честим променама, посезањем чак и за ретроактивним решењима. Кад се има у виду и постојеће уставно ограничење које преферира равноправност и друштвено својинског облика са другим својинским облицима, онда је разумљиво што се законодавац определио, с једне стране, за необавезност и неороченост процеса, а с друге стране, за бројна ограничења у секундарном тржишту акција насталих из процеса приватизације.

Крећући се у датом уставном ограничењу, па и економском окружењу, законодавац је изабрао чини се једини могући пут за подстицај ових процеса на економској основи - бесплатне акције за све ствараоце друштвеног и државног капитала у износу од 60% процењене вредности друштвеног или државног капитала предузећа које је субјект својинске трансформације. Уз то, законодавац се није определио за модел ваучера, који се дефинисаним механизмима који пружају доста простора за превару и неекономску концентрацију власништва претварају у акције предузећа или приватизационих инвестиционих фондова, већ се оправдано определио за директно акционарство на овој основи или комбиновано са стицањем акција под повлашћеним условима. Оправдано се очекивало да ово буде подстицајни импулс за прихватање својинске трансформације на аутономној основи, што се одмах након доношења постојећег важећег закона показало и тачним. Око 300 предузећа ушло је по спровођењу неопходних припремних радњи скоро одмах по усвајању закона у дефинисани поступак својинске трансформације, а након тога су уследили ратни догађаји, који су овај процес зауставили, што траје због економске исцрпљености углавном и данас у поратном времену.¹⁾

Треба очекивати да ће највећи број друштвених предузећа бити трансформисан у акционарска друштва, чији је капитал изражен у акцијама као хартијама од вредности, које су као такве по правилу у промету на тржишту. Ипак, трансформација је могућа и у друштва са ограниченом одговорношћу, чији је капитал изражен у уделима, који немају природу хартија од вредности, те као такав није покретан као акције, већ је увек оптерећен законским правом прече куповине других чланова (власника) тог друштва, које се, пак, не може уговором искључити.

Ипак, иако је капитал акционарског друштва изражен у акцијама као хартијама од вредности, те је као такав у принципу најпокретљивији капитал, Закон о својинској трансформацији (даље: ЗоСТ) има доста ограничења за такву покретљивост акцијског капитала. Ова ограничења првенствено се односе на широко установљено *законско право прече куповине акција* акционара који имају законски приоритет у стицању акција, што ће у значајној мери спутавати тржиште акција. Уз то, ту су и ограничења која се тичу могућности располагања акцијама стеченим по основу тзв. уписа (бесплатне акције). Најзад, и сам Закон о предузећима омогућује да се на аутономној основи уведу разна статутарна ограничења у сло-

1. До краја фебруара 2000 године у својинске промене по Закону о својинској трансформацији укупно је ушло 352 предузећа (што је око 5% укупног броја предузећа субјеката својинске трансформације). Од овог броја у Београду је 114 предузећа (32% од укупног броја), Централној Србији 70, Косову и Метохији 6, Војводини 162 (46% од укупног броја). У овим предузећима запослено је укупно око 110.000 радника (просек око 311 радника у предузећима). По правилу се овде ради о најуспешнијим предузећима, а већина ових предузећа започела је била својинске промене и по ранијим законима. Укупан капитал којим располажу предузећа која су ушла по овом закону у својинске промене, износи око, 3.350 милиона ДЕМ или око 9,5 милиона ДЕМ по предузећу. Број грађана који су постали акционари износи око 152.000, међу којима су око 4/5 грађани са правом приоритета, а око 1/5 спољни акционари (извор: Министарство за економску и власничку трансформацију).

бодном промету акција - *изв. уговорно право прече куповине, као и ограничења у виду сагласности управе акционарског друштва на промет акција.*

Чини се, међутим, да ова додатна статутарна ограничења у промету акција не би требало да у значајнијој мери оптерећују тржиште акција, будући да Закон о предузећима ова статутарна ограничења везује само за “акционарска друштва чије се акције не продају и не купују на берзи” (чл. 233.), а у смислу ЗоСТ акционарским друштвима чије ће се акције куповати и продавати на берзама (у највећој мери специјални берзански листинзи са блажим условима за акције предузећа у поступку својинске трансформације) сматраће се сва акционарска друштва чији се део акција по било ком основу (неуписане, одустанак од отплате и слично) прене-се у портфељ Акцијског фонда, који са таквим акцијама мора располагати преко финансијске берзе (ако је реч о акционарским друштвима), односно јавним пози-вима (ако је реч о друштвима са ограниченом одговорношћу) - ЗоСТ, чл. 27. ст. 1. Ово такође важи и за продају акција на секундарном тржишту које су стечене под повлашћеним условима (по основу уписа-бесплатно и са попустом), с тим што се ове акције стављају у промет преко финансијске берзе путем берзанских посред-ника - ЗоСТ, чл. 20. ст. 3.

2. Институционална инфраструктура и тзв. тржишни материјал

Институционалну инфраструктуру тржишта хартија од вредности у овом тре-нутку код нас чине: Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тр-жиште, као национално регулаторно тело, две берзе (Београдска и Монтенегро), 45 берзанских посредника, пет банака са дозволом за трговање на финансијској берзи, 17 ревизорских фирми и једна рејтинг агенција.

Од 1995. године емитовано је преко 1,2 милијарде ДЕМ акција у динарској противвредности од стране банака, осигуравајућих организација и предузећа које је одобрила Комисија. У овом периоду у регистар краткорочних хартија од вред-ности Комисије уписано је ових хартија у износу од преко 8,5 милијарди ДЕМ у ди-нарској противвредности. Комисија је од 1997. године одобрила емитовање дуго-рочних и краткорочних обвезница које гласе на страну валуту у износу од око 1,2 милијарде ДЕМ које су пласиране у иностранству. По вредности дакле укупне емисије хартија од вредности које су под надзором Комисије достижу већ ниво новчане масе, те се са новчаним тржиштем које је у домену банкарског сектора и посебно Народне банке Југославије развија паралелно и тржиште хартија од вред-ности које је у ингеренцији Комисије, која својом активношћу у значајној мери утиче на тржишну алокацију финансијских средстава.²⁾

2. Јанковић, Финансијско тржиште-могућности и ограничења развоја, у: Трансформација предузећа и финансијска тржишта, Економски факултет, Београд, 2000.

Формиран је и значајан специјализовани кадровски потенцијал (око 330 брокера са лиценцом Комисије) и значајна информациона база Комисије за хартије од вредности, берзи и берзанских посредника.

Најзад, тржишна инфраструктура за својинску трансформацију није до краја изграђена. Посебно, недостају Централни регистар хартија од вредности, клиринг и депо, није конституисан Акцијски фонд, недостају инвестициони фондови и друштва за управљање овим фондовима, а Развојни фонд није трансформисан у акционарско друштво са статусом институционалног инвеститора.

3. Маргиналије позитивног правног режима тржишта акција

3.1. Закон о својинској трансформацији и куповина акција стечених по основу уписа (секундарно тржиште)

Акције које се стекну на тзв. примарном тржишту у првом кругу својинске трансформације од стране лица која имају законско право приоритета (запослени у друштвеном и државном сектору, бивши запослени ових сектора укључујући и пензионере и осигурани и неосигурани земљорадници) на стицање акција по основу уписа (бесплатне акције) могу, са одређеним ограничењима, бити предмет продаје на секундарном тржишту.

Према ЗоСТ у првој години од закључења уговора (то може бити, зависно од воље уписника, и први дан по закључењу уговора) о куповини акција (практично по завршетку поступка по јавном позиву за упис акција) из првог круга (што ће технички по правилу за једно предузеће бити један датум) уписницима ових акција биће на располагању 10% акција. У другој и трећој години по закључењу уговора (практично то може бити и први дан по почетку друге односно треће године) на располагању уписницима акција биће по 20% акција, а у четвртој и петој (што такође може бити и први дан по почетку четврте односно пете године) години по 25%. Слободан промет ових акција ограничен је, међутим, законским правом прече куповине.

3.2. ЗоСТ и куповина акција стечених откупом под повлашћеним условима (секундарно тржиште)

Према ЗоСТ, акционари који стекну акције у првом кругу (као и друга лица која имају законско право приоритета у стицању акција под повлашћеним условима: акције по основу уписа-бесплатне и акције уз отплату са попустом), такође, у другом кругу имају право приоритета у стицању акција уз откуп са законски утврђеним попустом. Овај откуп врши се у законски утврђеним роковима: законом је утврђен императивни рок за прву рату (30 дана од дана закључења уговора о куповини акција), императивни рок за остале рате (три месеца од дана кад је требало да буде извршена претходна уплата) и императивни крајњи рок (шест година од

дана закључења уговора). Законом је такође утврђено да се ове акције морају отплатити у првој и другој години у износу од по 10% од ревалоризоване вредности уписаних акција, а у осталим годинама од по 20% од ревалоризоване вредности уписаних акција. Максимални номинални износ акција које се могу откупљивати с попустом је 6.000 ДЕМ у динарској противвредности, а максимални попуст за њихов откуп је 60%, односно 3.600 ДЕМ (дакле минимални износ отплате је 2.400 ДЕМ у динарској прротиввредности, што подељено са 72 месеца даје око 33 ДЕМ у динарској противвредности месечне отплате, док максимални износ отплате са минималним попустом од 20% односно од 1.200 ДЕМ, износи 4.800 ДЕМ, што подељено на 72 месеца даје око 66 ДЕМ у динарској противвредности месечне отплате).

Према ЗоСТ акције које се стекну са попустом могу се стављати у промет након њихове уплате уз утврђени попуст, који се (попуст) сразмерно придодaje отплатеном износу (при чему је реч о уплати сваке акције појединачно, зависно од статутом утврђене номиналне вредности). Практично, акционар који има максимални попуст након отплате на крају прве године од око 400 ДЕМ, чему се придодaje око 600 ДЕМ попушта може имати на располагању за продају акције номиналне вредности око 1.000 ДЕМ (све у динарској противвредности), што се даље може разлагати на месеце или тромесеце; с друге стране, акционар који има минимални попуст на крају прве године након уплате од око 800 ДЕМ и придодатог попушта од око 200 ДЕМ има на располагању за продају акција номиналне вредности такође око 1.000 ДЕМ (све у динарској противвредности), што се даље може разлагати на месеце и тромесеце. Промет ових акција, као и акција по основу уписа, ограничен је, међутим, законским правом прече куповине од стране акционара који су стекли акције у првом кругу. Уз то, ЗоСТ изричито искључује преношење права на попуст за откуп ових акција са попустом (чл. 12. ст. 8.).

3.3. ЗоСТ и куповина акција без попушта (примарно тржиште)

Према ЗоСТ након искоришћења права корисника права првенства на куповину акција са попустом и без попушта у другом кругу, преостале акције предузећа могу куповати остала правна и физичка лица (домаћа и страна), која немају по закону право првенства. Закон оставља, међутим, простор да се самом одлуком о издавању и продаји акција утврде критеријуми за право првенства у откупу ових акција, при чему само примера ради наводи да то могу бити критеријуми веће готовинске уплате и краћег рока отплате. Уз то, Закон уводи и једно значајно ограничење: у другом кругу својинске трансформације било по ком основу (куповина уз попуст, куповина без попушта са правом прече куповине утврђеним законом, куповина без попушта и са правом прече куповине утврђеним одлуком о издавању и продаји акција, куповина без попушта и без права прече куповине) не може се стећи више од 25% акција једног предузећа без сагласности Дирекције за процену вредности капитала). За разлику од секундарног тржишта, где се акције купују по њиховој вредности на том тржишту у том моменту, будући да је овде реч о при-

марном тржишту ове акције би се у принципу куповале по њиховој номиналној вредности.

3.4. ЗоСТ и куповина акција стечених откупом без попушта (секундарно тржиште)

Према ЗоСТ у другом кругу трансформације продају се акције са попустом и акције без попушта. Наиме, након искоришћења права прече куповине акција акционара који по закону имају право на стицање акција под повлашћеним условима, ови акционари такође имају право прече куповине преосталих акција без попушта. Правни режим отплате ових акција уређује се уговором о куповини акција, у складу са одлуком о издавању акција. Зависно од интереса издаваоца све опције у овом погледу су отворене. И ове акције које се стекну отплатом без попушта могу такође бити у промету на секундарном тржишту. Ове акције могу се ставити у промет на секундарном тржишту, након њихове појединачне отплате (зависно од њихове утврђене номиналне вредности). Ипак, и промет ових акција ограничен је законским правом прече куповине постојећих акционара који су акције стекли у првом кругу (акције по основу уписа-бесплатне акције), као и акционара који су стекли акције у другом кругу уз отплату са попустом (то ће најчешће бити исти акционари, али то не мора у целини бити увек случај), односно и евентуалним уговорним правом прече куповине других акционара (нпр. акционара из докапитализације без попушта, акционара из конверзије дуга у улог и слично).

3.5. ЗоСТ и куповина акција без попушта или из докапитализације (примарно тржиште)

Иако је ЗоСТ предвидео законско право прече куповине, односно пречег стицања акција под повлашћеним условима одређених категорија лица са правом првенства, то не значи да ово право мора увек бити искоришћено. Напротив, уколико нема интереса за стицање акција у неком предузећу под повлашћеним условима (акција по основу уписа-бесплатне акције и акције са откупом уз попуст), онда се оне могу продавати на примарном тржишту другим правним и физичким лицима (домаћим и страним), која немају такво првенство, а која имају интерес за њихову куповину на примарном тржишту. Полазиште за одређивање вредности капитала предузећа и тиме и броја и номиналне вредности његових акција је по правилу приносни метод, што је у принципу повољна опција за потенцијалног купца ових акција (продаја предузећа или идеалног дела предузећа кроз продају његових акција). У овом случају полазиште за куповину и не мора да буде номинална вредност акција, већ се практично њихова вредност може утврђивати као да је реч о секундарном тржишту. У сваком случају сагласност на такав промет морала би дати Дирекција за процену вредности друштвеног капитала.

С друге стране, предузеће може пре примене ЗоСТ да се определи за примену модела докапитализације без попушта, при чему се јавним позивом за упис и продају акција (који по правилу мора да одобри Комисија за хартије од вредности ради

заштите инвеститора у ове хартије) позивају заинтересовани купци да купе акције за докапитализацију. Куповина ових акција вршиће се по њиховој номиналној вредности, до које се дошло на основу процене вредности предузећа по правилу приносном методом. На овај начин се може стећи и право приоритета, на уговорној основи, за куповину акција без попушта, након искоришћења приоритетних права уписника акција са правом првенства, што може, зависно од случаја, да буде значајан мотивациони момент.

3.6. ЗоСТ и куповина акција од Акцијског фонда (секундарно тржиште)

Према ЗоСТ све акције предузећа које остану неуписане после другог круга, као и акције предузећа које су уписане за откуп, од чије отплате уписник акција одустане (не отплати их ни у накнадном року остављеном у складу са законом и одлуком о издавању и продаји акција, односно у складу са уговором о куповини акција), преносе се *ex lege* на Акцијски фонд Републике Србије. Акцијски фонд ове акције, такође, ставља у промет (секундарно тржиште) и то преко финансијске берзе. И промет ових акција, међутим, ограничен је законским правом прече куповине акција постојећих акционара предузећа (акционара који су стекли акције у првом кругу - бесплатне акције и акционара који су стекли акције у другом кругу било уз попуст, било без попушта, са правом првенства или без права првенства). Како и акционари који су стекли акције у другом кругу без попушта и без права првенства (након искоришћења права првенства акционара са тим правом) имају право прече куповине акција од Акцијског фонда, то би требало да буде значајан аргумент за куповину акција у другом кругу и посебно за испуњавање критеријума за право првенства у откупу (на основу критеријума утврђених одлуком о издавању и продаји акција) међу лицима која немају приоритет у откупу на основу самог закона (веће готовинско учешће, краћи рок отплате и слично). Иако је реч о својеврсном примарном тржишту (прва продаја, али не продаја емитента), ове акције које су пренете Акцијском фонду продавале би се по правилима која важе за продају на секундарном тржишту, што значи да би се вредност акција утврђивала према правилима овог тржишта, а не према номиналној вредности. Ова правила важе и за продају акција које је предузеће пре почетка првог круга морало по закону да пренесе на Фонд пензијског и инвалидског осигурања запослених (10%), када Фонд одлучи да их прода.

3.7. ЗоСТ и законско и уговорно право прече куповине акција

ЗоСТ уводи законско прво прече куповине акција које се стекну на основу уписа (бесплатне акције), као и акција које се стекну на основу откупа уз попуст и акција које се стекну откупом без попушта (од стране лица која имају приоритетна права на стицање или од стране лица која по закону немају то право). Право прече куповине имају постојећи акционари (ЗоСТ, чл. 14. ст. 2., 20. ст. 2-4., 22. ст. 7-8., 27. ст. 5.). Трајање овог права није самим законом временски ограничено. Према Закону о облигационим односима ("Службени лист СФРЈ", бр. 29/78, чл. 527-533.) ли-

ца која имају ово право по самом закону морају бити обавештена писменим путем о намери продаје и о условима продаје, иначе могу захтевати поништај продаје (поништај се може захтевати у року од шест месеци од сазнања за продају, односно у крајњем року од пет година од извршене продаје). Право прече куповине везано је за личност и не може се ни отуђити ни наследити, будући да овим законом није друкчије прописано.

Ипак, *законско право прече куповине акција* има одређена ограничења. Прво, ово право *важи само код прве продаје акција* од стране лица која по закону имају то право (ЗоСТ, чл. 20. ст. 4.), што значи да не важи код каснијег промета исте акције (осим ако није уведено на аутономној основи). Друго, ово право законски је гарантовано акционарима *сразмерно номиналној вредности акција које су стекли* (и то приликом сваког сукцесивног стицања). Најзад, *реч је о праву прече куповине, а не и о праву прече стицања*, те се ово право не може применити у случају других основа стицања акција (поклон, наслеђивање, судска одлука итд.).

Питање је да ли је могућа установа, као модел избегавања права прече куповине других акционара, давања кредита за откуп акција (уз попуст или без попушта) уз залагање акција као обезбеђења и извршења над акцијама у случају невраћања кредита према уговору о кредиту са овим обезбеђењем (ово је изричито забрањено за само предузеће које продаје своје акције - ЗоСТ, чл. 19. ст. 6.), али је изричито дозвољено за правне послове финансијских организација за стицање акција предузећа (Закон о предузећима, чл. 244.). Према ставу судске праксе залогопримац (у овом случају кредитор) би претходно морао да објави јавни оглас за продају акција које држи у залози ради евентуалног искоришћења права прече куповине и ових акција од стране акционара који по закону (статуту или уговору) имају то право и сразмерно обиму тог права и то у једном примереном року, с тим да све непродате акције постану његово власништво.

У основи, све што је речено за законско право прече куповине примењује се и у случају статутарног или уговорног установљења права прече куповине акција од стране постојећих акционара (с тим што ова права у принципу не важе само код првог стицања акција на секундарном тржишту и што уговорно право прече куповине, што не важи за статутарно, може трајати најдуже пет година од дана закључења уговора),³⁾ ако се такво право у неком акционарском друштву установи.

3.8. Промет акција из режима ЗоСТ и термински уговори о продаји

Према ЗоСТ акције из режима овог закона “стављају се у промет путем берзанских посредника преко финансијске берзе” (чл. 20. ст. 3.), с тим што законско право прече куповине “приликом њихове прве продаје имају постојећи акционари, сразмерно номиналној вредности акција које су стекли” (чл. 20. ст. 4.). Уз законско право прече куповине може бити уведено и уговорно и статутарно право прече куповине (статут, одлука о емисији, уговор), којим се ово право може појачати и про-

3. ЗоО, чл. 531.

ширити. Ово важи и за продају акција од стране Акцијског фонда (било акција на њега пренетим, било акција пренетих Републичком фонду за пензијско и инвалидско осигурање запослених).

Тумачење ових законских решења отвара више дилема. Прво, да ли постоји обавеза да се све акције стављају у промет преко берзанског посредника? Друго, шта значи појам финансијске берзе у овом закону? Треће, да ли је могућа терминска продаја акција из овог закона?

Одговор на прво питање мора бити негативан. Наиме, акције предузећа које нису купљене у следству својинске трансформације и режима Закона о својинској трансформацији не морају се стављати у промет преко берзанског посредника, осим ако је посебним законом о тржишту хартија од вредности друкчије одређено. Исто тако, акције које Акцијски фонд продаје (било на њега пренете, било пренете Републичком фонду за пензијско и инвалидско осигурање запослених - један субјект продаје како би се избегао парадокс да иста роба - акције истог предузећа у исто време има различиту цену), иако су из режима својинске трансформације не морају се стављати у промет преко берзанског посредника. Најзад, ако се својинска трансформација врши режимом удела у друштвима са ограниченом одговорношћу, због правне природе удела, којима се не може берзански трговати, њихов промет не мора се вршити путем берзанских посредника.

За разлику од одговора на прво питање, који не даје простора за другачије консидарације, одговор на друго питање не може бити сасвим децидан. Остаје најме дилема да ли је закон овде употребио овај појам у смислу берзе као посебне институције организоване и основане у складу са посебним законом (Службени лист СРЈ, 90/94) или у смислу берзанских правила трговања, будући да је употребио појам "финансијска берза", а не појам "берза" који познаје овај закон. Против прве опције говоре антимонополска правила и отежанија могућност реализације законског, статутарног или уговорног права прече куповине, што су уједно аргументи за другу опцију - уређена јавна тржишта и унутар самих субјеката својинске трансформације (донета правила тржишта и правила трговања, одобрење Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, обезбеђење прописног надзора). У сваком случају, ова дилема би морала бити решена новим прописима о финансијском тржишту, који свакако морају имати више слуха за демонополизацију берзанског трговања и за регулисана ванберзанска тржишта, који ће јавну продају акција морати организовати сходно правилима берзанског пословања. Потреба постојања више уређених јавних тржишта претпоставља, међутим, испуљеност свих услова за њихово оснивање и пословање, првенствено кадровских и технички (што у овом тренутку има само берза), те обавезно постојање јединственог информационог система.

Најзад, поставља се питање да ли су у правном режиму стицања акција на основу ЗоСТ могући термински уговори о куповини, који би могли да имају и варијанту опцијских уговора са дуплом опцијом (и на страни продавца и на страни купца) или само са једностраном опцијом (било на страни продавца, било на стра-

ни купца). Практично би се овде радило о терминској продаји под одложним условом - зависно од тога да ли ће се користити или не законско, статутарно или уговорно право прече куповине. У случају кредитирања откупа акција са залогом акција као средством обезбеђења отвара се питање сигурности залогопримца са становишта сигурности овог средства обезбеђења - најбоље би било да се у овом случају уговори са залогодавцем да у случају продаје такве акције другим лицима по основу њиховог права прече куповине, а не залогопримцу, да залогопримцу припада продајна цена, уз евентуално и право на накнаду разлике у цени). Термински пренос акција у књизи акција могао би бити уписан тек у роковима доспећа издавања из Закона о својинској трансформацији, односно након истека рокова и поступка организованог тржишта за коришћење права прече куповине. Ако се ова дилема може отклонити на овај начин, остају бројна питања везе права прече куповине (законског, статутарног и уговорног) и цене куповине (да ли се за реализацију права прече куповине, према принципу сразмерности поседованог капитала, рангирање увек врши према принципу понуђене више цене на свакој организованој јавној аукцији), могућности трговања закљученим терминским уговорима са овим правним режимом (са акцијама које нису још доспеле за издавање у смислу ЗоСТ) и слично.

4. Циљеви и принципи IOSCO⁴⁾

Међународна организација за комисије за хартије од вредности (IOSCO) на својој годишњој конференцији у Најробију 1998. године усвојила је три циља регулативе хартија од вредности и тридесет принципа ове регулативе, груписаних у осам категорија.⁵⁾

Основни циљеви регулативе хартија од вредности су:

- прво, заштита инвеститора;
- друго, обезбеђење да тржиште хартија буде фер, ефикасно и транспарентно и,
- треће, смањење системског ризика.

Основни принципи регулативе хартија од вредности који треба да обезбеде остварење ових циљева груписани су у осам категорија.

Прву категорију чине принципи у вези са регулатором, којих је укупно пет:

- прво, одговорност регулатора треба да буде јасно и објективно исказана,
- друго, регулатор треба да буде оперативно независан и одговоран у извршењу својих функција и овлашћења,

4. Objectives and Principles of Securities Regulation, International Organization of Securities Commissions, September, 1998.

5. На строгост у примени ових принципа, те ризике улагања у хартије од вредности у случају њихове непримене драматично је недавно упозорила и чувена Комисија за хартије од вредности САД (SEC) - види: Financial Times, 7. 03. 2000, стр. 1.

- треће, регулатор треба да има адекватна овлашћења, сопствена средства и капацитет да извршава своје функције и своја овлашћења,
- четврто, регулатор треба да усвоји јасне и доследне регулаторне поступке,
- пето, службе регулатора треба да поштују највише професионалне стандарде, укључујући одговарајуће стандарде поверљивости.

Другу категорију чине принципи саморегулативе, којих је укупно два:

- прво, регулаторни режим треба да обезбеди одговарајуће коришћење саморегулаторних организација, које омогућује директну одговорност за њихове надлежности, у зависности од обима и сложености тржишта,
- друго, саморегулаторне организације треба да буду подвргнуте контроли регулатора и треба да поштују стандарде поштења и поверљивости у извршавању овлашћења и делегираних одговорности.

Трећу категорију чине принципи извршења регулативе хартија од вредности, којих је укупно три:

- прво, регулатор треба да има свеобухватна овлашћења извршења,
- друго, регулатор треба да има свеобухватна инспекцијска, истражна и надзорна овлашћења,
- треће, регулаторни систем треба да обезбеди ефикасно и поверљиво коришћење инспекције, истраге, надзора и овлашћења извршења и имплементацију одговарајућег ефективног програма.

Четврту категорију чине принципи сарадње у регулацији, којих је укупно три:

- прво, регулатор треба да има овлашћења за размену јавних и нејавних информација са домаћим и страним истоветним телима,
- друго, регулатор треба да установи информациони механизам који омогућује размену информација, јавних и нејавних, са домаћим и страним истоветним телима,
- треће, регулаторни систем треба да обезбеди страним регулаторима, који требају да изврше неку истрагу, помоћ, ослобађањем извршења функција и овлашћења.

Пету категорију чине принципи у вези емитента, којих је три:

- прво, емитенти треба да у потпуности, правовремено и тачно објаве финансијске резултате и друге информације које су битне за одлуку инвеститора,
- друго, акционари компаније треба да буду третирани на фер и равноправан начин,
- треће, стандарди рачуноводства и ревизије треба да буду највиши и међународно прихватљивог квалитета.

Шесту категорију чине принципи у вези колективних инвестиционих шема, којих је укупно четири:

- прво, регулаторни систем треба да постави стандарде за лиценце и регулацију за оне који желе да тргују или послују као колективна инвестициона шема;

- друго, регулаторни систем треба да обезбеди правила која уређују законску форму и структуру колективних инвестиционих шема и поделу и заштиту имовине клијената,
- треће, регулација треба да захтева објављивање информација по правилима која важе за емитенте, које су нужне за процену стабилности колективних инвестиционих шема за посебне инвеститоре и вредност инвестиционог интереса у тој шеми,
- четврто, регулација треба да обезбеди прикладну и транспарентну базу за процену имовине и цене и откупа инвестиционих купона у колективној инвестиционој шеми.

Седму категорију чине принципи за посреднике на тржишту хартија од вредности, којих је укупно четири:

- прво, регулација треба да обезбеди минимум стандарда за улаз на тржиште хартија од вредности у својству посредника,
- друго, потребно је обезбедити почетни и основни капитал и друге пруденцијалне услове за ове посреднике, који одражавају ризике који они предузимају,
- треће, од посредника на тржишту хартија од вредности треба да се захтева да испуњавају стандарде интерне организације и вођења послова који имају за циљ да заштите интересе клијената, обезбеде одговарајући ризик управљања који омогућује прихватање примарне одговорности за ова питања,
- четврто, потребно је утврдити одговарајућу процедуру поступања у случају пропуста посредника на тржишту хартија од вредности у циљу минимизирања штете и губитака инвеститора и контроле системског ризика.

Осму категорију чине принципи у вези секундарног тржишта, којих је укупно шест:

- прво, установљење система трговања, укључујући и размену хартија од вредности, треба да буде подвргнуто одобрењу и надзору регулатора,
- друго, потребно је да постоји текући регулаторни надзор размене и трговине који има за циљ да обезбеди да се то одвија кроз фер и правична правила која осигуравају одговарајућу равнотежу између захтева различитих учесника на овом тржишту,
- треће, регулација треба да афирмише транспарентност трговања,
- четврто, регулација треба да буде постављена тако да открива и спречава манипулације и друге нефер праксе и поступке трговања,
- пето, регулација треба да обезбеди адекватно регулисање велике “изложености” ризика од доцње у извршавању обавеза и поремећаја на тржишту;
- шесто, систем клиринга и салдирања трансакција са хартијама од вредности мора бити подвргнут регулаторном надзору и уређен тако да обезбеди да је фер, ефикасан и ефективан, као и да смањује системски ризик.

5. Улога Комисије за хартије од вредности у обезбеђењу сигурности инвеститора у акције

Одобрење Комисије за хартије од вредности за емисије акција, према нашем Закону о хартијама од вредности, није потребно за емитовање: акција при симултаном оснивању акционарског друштва, акција у поступку својинске трансформације, акција при статусним променама емитента, акција по основу расподеле добити и хартија од вредности савезне државе и република чланица (будући да је претпоставка да је држава увек солвентна).⁶⁾ И у упоредном праву заштита инвеститора у акције се првенствено обезбеђује кроз давање одобрења Комисије за хартије од вредности на емисију (регистровање емисије) и објављивање проспекта, с тим што су изузеци кад ово одобрење није потребно, односно кад није потребно објављивање проспекта (што је и по основима, за разлику од нашег закона, редовно одвојено) знатно бројнији него код нас, што је резултат развијеног финансијског тржишта и тиме стеченог искуства, на којим основама се развило и снажно законодавство тржишта хартија од вредности (разграничење јавних и нејавних-приватних емисија).⁷⁾ Да би ускладила донекле различите националне регулативе ЕУ је донела посебну Директиву бр. 89/298 о координирању услова за састављање, контролу и објављивање проспекта за хартије од вредности које се нуде тр-

6. Закон о хартијама од вредности, чл. 77.

7. Закон о предузећима, чл. 203. ст. 3-4; у Француској такво одобрење даје Комисија за берзанске операције (COB), која је утврдила и један доста контроверзан и у теорији оспораван критеријум за одобравање јавног позива и његов појам. Наиме, по том критеријуму ово одобрење је потребно само ако се дифузија акција врши изван круга од 300 лица, што емитент доказује. С друге стране, сматра се да брисање са берзанске листе није довољно да се предузеће изузме из претпоставке јавног позива кад емитује акције. Види: Vauplane-Bornet, Droit de la Bourse, Paris, 1994, стр. 12-15.

У праву САД Законом о хартијама од вредности (1933.) прописани су бројни изузеци од обавезе одобрења јавног позива, односно објаве јавне понуде, од стране Савезне комисије за хартије од вредности: прво, тзв. изузети ефекти (хартије од вредности): јавноправни ефекти; монетарне хартије од вредности (менице, чекови, налози за пренос новца); ефекти непрофитних организација; ефекти штедионица, штедно-кредитних задруга, ефекти стамбених задруга, као и пољопривредне кооперације и задруге, под условом да су непрофитне и да прикупљена средства користе за сврхе за које су основане, као и да су изузете од опорезивања; ефекти које издаје емитент ради своје санације, у замену за постојеће ефекте њихових ималаца, али уз претходно одобрење суда (тзв. судска санација по основу репрограма дуга), као и ефекти које издаје емитент по основу тзв. вансудске санације - нпр. ради претварања свог дуга у повериочев удео у капиталу; полисе осигурања и уговоре о осигурању (чији промет потпада под контролу посебних надзорних органа) и, најзад, Комисија може кад је то јавна потреба да изузме од одобрења и регистрације и ефекте које емитују мала инвестициона друштва (ако оцени да примена Закона није нужна за заштиту јавног интереса и инвеститора); друго, тзв. изузети послови: приватне емисије (кад нема јавног нуђења ефеката, кад је број неискусних купаца до 35, а број искусних купаца може бити неограничен); мале емисије (емисије ефеката чија укупна цена не прелази 5. милиона долара и кад се продају искључиво професионалним инвеститорима,

наставак фусноће 7. —>

без јавног оглашавања; мини јавна понуда ефеката до укупног износа од 1. милион долара у току 12. узастопних месеци, неограниченом броју лица, без обзира на њихово искуство у пословању ефектима, с тим што ову понуду могу да истакну само мање компаније и она се може учинити и јавним оглашавањем); ограничене приватне емисије (приватне емисије до 5. милиона долара, током 12 узастопних месеци, с тим да емитент не буде инвестиционо друштво); унутрашње јавне емисије (намењене запосленима, директорима, адвокатима и саветницима емитента највише до 0,5 милиона долара); омање јавне емисије (емитенти могу бити само мале компаније до износа од 5. милиона долара, а дозвољено је јавно оглашавање и продаја неограниченом броју лица, без обзира на искуство у пословању са ефектима); локалне емисије (кад се ефекти продају искључиво становницима једне државе у САД и кад је емитент лице са пребивалиштем у тој држави или корпорација са седиштем у тој држави и која послује у њеним границама - ове емисије се региструју само код Комисије за хартије од вредности те државе); стране емисије (када не могу да утичу на америчко тржиште ефеката - под страном емисијом сматра се емисија хартија које се нуде и продају искључиво лицима ван граница САД, под условом да се не покуша нека радња - продаја или препродаја- којом би се могло да утиче на кретање ефеката у САД) и уобичајени послови (препродаја емитованих ефеката, као и послови комисиона или заступања у таквој препродаји - начело слободе секундарне трговине ефектима) - види више код: Н. Јовановић, Систем одобравања емисија у САД, Право и привреда, 5-8/98, стр. 601-614.

У берзанском праву Енглеске такође постоје бројни изузеци од принципа одобрења Комисије (Securities and Investment Board) за јавни позив, чак се у литератури наводи 20 таквих изузетака када практично не постоји обавеза објављивања проспекта. Ови изузеци су: 1) понуда особама у вези са том делатношћу (понуда практично пословним партнерима); 2) понуда за не више од 50 лица (укључујући и сваку претходну понуду истих хартија у претходних 12 месеци); 3) понуда члановима клуба или удружења где постоје заједнички интереси у тим пословима; 4) понуда ограниченом кругу људи за које понудилац разумно верује да имају довољно знања да разумеју преузети ризик; 5) понуда учињена са савесно закљученим споразумом о преузимању емисије; 6) понуда од приватних компанија постојећим члановима, запосленима или њиховим породицама или држаоцима обвезница компаније; 7) понуда државе или локалних или јавних власти или њихова гаранција; 8) понуда у укупној вредности до 40.000 екија (укључујући и сваку претходну понуду истих хартија у претходних 12 месеци); 9) понуда у којој свака особа која стиче хартије мора платити вредности бар 40.000 екија; 10) понуда хартија од вредности бар 40.000 екија свака; 11) понуда учињена у вези са take over понудом; 12) понуда учињена у вези са фузијом; 13) понуда бесплатних акција постојећим акционарима (bonus shares); 14) акције понуђене за замену за акције у истој компанији где нема повећања капитала компаније; 15) понуда учињена запосленима, бившим запосленима и њиховим супругама и деци; 16) понуде које произилазе из конверзије заменљивих обвезница или warranta, где је првобитна емисија праћена проспектом или правилима за листинг; 17) понуда од непрофитних организација; 18) неке акције издате од building societies and industrial and provident societies; 19) понуда Euro-хартија; и 20) понуда акција које су исте класе и које су издате у исто време као хартије које су биле праћене са проспектом у складу са регулацијом. Види: Gower, Principles of Modern company Law, London, 1992, стр. 311-353; Pennington, Company Law, London, 1995, стр. 315-366; Charlesworth & Morse, Company Law, Лондон, 1995, стр. 118-146; Boyle & Birds, Company Law, London, 1995, стр. 129-168; Farrar, Company Law, London, 1988, стр. 494-518.

жишту.⁸⁾ Изузеци који су у овој Директиви предвиђени када није потребно одобрење Комисије за хартије од вредности скоро да су истоветни изузецима који постоје у енглеском националном праву.

У упоредном компанијском праву далеко су исцрпнија правила о садржају и врстама проспекта (поред *редовног проспекта* са прописаним обавезним садржајем и санкцијом ништавости ако не садржи све битне елементе, постоји и тзв. *скраћени-мини проспекти* код владиних приватизација државног капитала, који у скраћеном облику даје битне информације у вези емитента и емисије, уз упозорење да не би смео да се шири јер би то могло нанети штету инвеститорима, затим ту је и *изв. накнадни проспекти*, који се објављује ако се по објављивању редовног и главног проспекта десе неке битне промене у објављеним елементима тог проспекта, те најзад редовном проспекту може претходити један *прелиминарни оглас* као тест за интерес инвеститора за куповину хартија од вредности одређеног емитента),⁹⁾ а посебно су исцрпна правила о одговорности (имовинској и казненој) емитента проспекта, за нетачан и неистинит садржај проспекта, дат у циљу "навођења" трећих лица да упишу и уплате акције, што у противном не би учинили. Ипак, и наш Закон о хартијама од вредности прописује да "ако су у јавном позиву за упис и куповину хартија од вредности објављени неистинити подаци овлашћено лице емитента и емитент солидарно су одговорни имаоцу хартије од вредности за насталу штету - ако су знали или су морали знати да знају за неистинитост података", а такође су одговорни "за штету и ако у јавном позиву нису наведени подаци достављени надлежном савезном органу који су могли да утичу на одлуку купца о куповини хартија од вредности". При том, под "овлашћеним лицима емитента" треба подразумевати осниваче (ако је реч о оснивачкој емисији по проспекту), и управу. Уз то, и Закон о предузећима прописује да су оснивачи солидарно одговорни због одређеног штетног поступања приликом оснивања друштва, при чему тужбу за накнаду штете друштву могу поднети само друштво, акционари који имају или представљају најмање десетину основног капитала или оснивачким актом, односно статутом одређен мањи део основног капитала (тзв. мањински акционари) и повериоци чија потраживања износе најмање десетину основног капитала друштва (деривативна тужба за друштво).¹⁰⁾

6. Циљеви регулативе хартија од вредности и наше позитивно право

Основни циљеви регулативе хартија од вредности постављени у наведеном Документу IOSCO, који се састоје у заштити инвеститора, смањењу системског ризика и обезбеђењу да њихово тржиште буде транспарентно, фер и ефикасно нису

8. Види: EEC Directives on Company Law and Financial markets, Oxford, 1991, str. 270-284.

9. Види нарочито: Gower, нав. дело, стр. 327-328; Charlesworth & Morse, нав. дело, стр. 130; Boyle & Birds', нав. дело, стр. 150-151; Pennington, нав. дело, стр. 318-325.; види и наш: Правилник о обезбеђивању услова за функционисање финансијског тржишта (Службени лист СРЈ, 2/96), чл. 13.

у досадашњој нашој регулативи реализовани. Неразвијеност тржишта хартија од вредности, посебно акција, код нас није до сада у свој својој оштрини открила то обиље правних празнина и неразвијеност законске инфраструктуре, у противном показале би се све њене негативности, што би по правну сигурност потенцијалних инвеститора у хартије од вредности било погубно. Овом приликом биће, илустрације ради, наведени само неки карактеристични пропусти и недоследности, који би требало да буду довољни да подстакну нашег законодавца да убрза процедуру доношења новог Закона о тржишту хартија од вредности.

Прво, разграничење у Закону о предузећима акционарских друштава са јавним уписом акција и акционарских друштава без јавног уписа акција није на одговарајући начин пропраћено Законом о хартијама од вредности, како би уследило и разграничење обавезне јавне и нејавне (приватне) емисије акција. Оскудно и погрешно постављене норме у Закону о хартијама од вредности о случајевима кад није потребно одобрење Комисије за хартије од вредности за емисију акција нису за ове потребе довољне, будући да оне не дају одговор на питање кад је могућа емисија без јавне понуде, која свакако није потребна у свим случајевима кад је за емисију акција потребно одобрење Комисије за хартије од вредности, јер то не би одговарало ни потребама развоја тржишта хартија од вредности, као што није диктирано ни потребама заштите инвеститора у свим случајевима, а да не помињемо економију транзиционих трошкова.

10. Закон о хартијама од вредности, чл. 74; Закон о предузећима, чл. 14; енглеска судска пракса је већ у прошлом веку усвојила прецедент да "свако ко издаје проспект...обавезан је да све податке који су садржани у њему унесе са стриктном и скрупулозном тачношћу, при чему не сме изоставити ни једну чињеницу која према његовом знању може имати било у ком степену дејство на природу, садржај, квалитет привилегија и предности које проспект садржи, а која може утицати на куповину акција" - тзв. златно правило које је постављено у случају *New Brunswick and Canada Fly and Land Co Ltd v. Muggeridge* (1860.), 30 Ly Ch 242. Ово правило је уведено и у законодавство: *Stock Exchange (Listing) Regulation* из 1984, као и *Financial Services Act* 1986. У енглеском праву купцу акција по проспекту стоје на располагању следећа правна средства против оснивача (код оснивачке емисије) и компаније и одговорних лица (управа и друга овлашћена лица, понуђач акција који није издавао): тужба за накнаду штете због преваре; тужба за раскид уговора и накнаду штете, у случају да је у уговор унет као услов лажан извештај; приговор постојања преваре као одбрамбено средство у парници која је покренута против њега; опозивање купљених акција. Под одређеним условима могуће је и ослобођење од одговорности (разумна вера у истинитост проспекта, ослањање на извештај експерата, предузети разумни кораци да се отклоне пропусти, фер репродуковање званичних извештаја и докумената, стицање акција са знањем стицаоца за пропусте, разумна вера да промене одређених елемената нису битне за објаву накнадног проспекта. Поред грађанске одговорности може постојати и кривична одговорност - види: *Sealy, Cases and Materials in Company Law*, London, 1992, str. 329-339. и даље; *Pennington*, нав. дело, стр. 343-366; *Gower*, нав. дело, стр. 342-353; *Farrar*, нав. дело, стр. 511-518; *Charlesworth & Morse*, нав. дело, стр. 131-141; *Boyle & Birds'*, нав. дело, стр. 151-168.

Упореди и решења других закона овог института: словеначки Закон о трговачким друштвима, чл. 202-203; хрватски Закон о трговачким друштвима, чл. 191; бугарски Трговачки закон (1991.), чл. 165; македонски Закон о трговачким друштвима, чл. 272-274.

Друго, транспарентност стицања акција није постигнута, а тиме ни законитост поступака својинских промена. Ово не само због чињенице да није учињено разграничење између јавне и нејавне понуде акција, а тиме и отворених (јавних) и затворених (нејавних) акционарских друштава приликом њиховог оснивања или доцнијег повећања капитала, већ и посебно због тога што се у процесима својинске трансформације постојећих субјеката трансформације неким методима трансформације акције стичу на потпуно нетранспарентан начин. Најпре, модел конверзије дуга у улог (било у акције или уделе, било са попустом или без попушта) крајње је нетранспарентан. Ово не само због тога што постојећи закони нису дали одговор на питање када је временски овај модел могућ (пре првог круга, за време њега или после њега, пре другог круга, за време њега или после њега), већ и због тога што није утврђена директна надлежност Комисије за хартије од вредности за контролу законитости овог модела (она то не може чинити у прописаној обавези евиденције акција стечених по овом основу, а с друге стране она не може имати ни ове ингеренције кад је реч о конверзији дуга у уделе), као ни таква надлежност Дирекције за процену вредности капитала (која би то овлашћење морала црпети из циљног тумачења Закона о својинској трансформацији, без обзира да ли се ради о конверзији са попустом или без попушта, будући да обе представљају у ширем смислу моделе својинске трансформације), која би једино могла да покрива и терен конверзије дуга у уделе. Уписи на овој основи стеченог капитала у регистре привредних судова морали би бити условљени депоновањем решења ове Дирекције о законитости ових поступака, управо ради заштите инвеститора и транспарентности стицања акција или удела. Затим, стицање акција или удела на основу њихове залоге (што је по општим правилима уговорног права у принципу могуће) за обезбеђење потраживања, чијим неизмирењем о року, заложене акције или удели могу постати власништво залогопримца на нетранспарентној основи.¹¹⁾ Најзад, давање акција или удела за измирење обавеза, што је по општим правилима уговорног права у принципу могуће, такође је основ њиховог нетранспарентног стицања.

Треће, транспарентност промета акција, поред основа њиховог нетранспарентног стицања који могу истовремено бити и основ њиховог нетранспарентног промета, није у потпуности обезбеђена, што у одређеној мери важи и за акције које су стечене јавним путем (са напоменом да се акције стечене нејавном понудом не би према општим правилима могле стављати у промет јавним путем и јавном понудом, осим евентуално, што би требало бити предмет изричитог уређења, акција

11. ЗОО, чл. 973. -“ (1) Ништава је одредба уговора о залози да ће заложена ствар прећи у својину повериоца, ако његово потраживање не буде намирено о доспелости, као и одредба да ће у том случају поверилац моћи по унапред одређеној цени продати заложу ствар или је задржати за себе.

(2) Али, ако је у залогу дата ствар чија је цена прописана, уговарачи се могу споразумети да ће поверилац моћи продати заложу ствар по прописаној цени или је по тој задржати за себе.”

ЗОО, чл. 1071. - “Ако корисник не врати по доспелости добијени кредит, банка може продати заложене хартије од вредности.”

стечених конверзијом дуга у улог или акција стечених по основу поступка залоге или поступка измирења обавеза). Законом о хартијама од вредности, наиме, (одредба чл. 77.) искључено је давање одобрења Комисије за хартије од вредности за емитовање (подвукао М.В.) акција у поступку својинске трансформације (контролу законитости врши Дирекција за процену вредности капитала), али нија у материјалним нормама о надлежности ове Комисије ништа изричито речено о њеним овлашћењима за трговање (промет) овим хартијама на секундарном тржишту. Ипак, што је неуобичајено, овај закон код средстава за рад ове Комисије прописује и посебан основ “накнаде које плаћају правна лица приликом подношења захтева за давање одобрења за трговину акцијама (подвукао М.В.) емитованим у поступку својинске трансформације предузећа (чл. 89. ст. 1. т. 3.)”, што је основ за одговарајућа овлашћења Комисије за хартије у погледу контроле законитости испуњености услова за дозволу секундарне трговине хартијама из својинске трансформације. Користећи овај основ Комисија за хартије од вредности је дала прво одобрење за секундарну трговину акцијама из својинске трансформације на берзи акционарском друштву “Синтелон” из Бачке Паланке, преко овлашћених посредника “Војвођанске банке”,¹²⁾ у складу са Законом о својинској трансформацији¹³⁾ и својим ранијим ставом о недозвољености интерне трговине акцијама из својинске трансформације.¹⁴⁾ Регистарски привредни судови, књиге акција и акционара и сви регистри акција и акционара (Комисија за хартије од вредности, Централни регистар и евентуални подрегистри) одговарајуће уписе могли би вршити само на основу овако обављеног промета акција, што би требало да буде залога правне сигурности.

7. Краткорочне хартије од вредности

Комисија за хартије од вредности је установила критеријуме за упис у регистар краткорочних хартија од вредности, где за разлику од дугорочних нема ингеренције давања одобрења издавања. Ови критеријуми прописују да одлука о емисији краткорочних хартија од вредности, као и њихов изглед и садржај, односно изглед и садржај, морају бити у складу с позитивним прописима; да су обавезе по емитованим хартијама усклађене са сопственим капиталом емитента; да збир неизмирених обавеза и обавеза по емитованим хартијама не прелази обим сопствених средстава (према билансној шеми); да обим закључених послова није мањи од обавеза по емитованим хартијама, односно да емитент има гаранцију банке или другог правног лица у висини обима емитованих хартија, односно да има складишницу или лагер листу или осигурање емисије, хипотеку или други вид обезбеђења.

Краткорочне хартије од вредности које не испуњавају ове прописане критеријуме не уписују се у регистар Комисије и по правилу представљају врло ризичне

12. Види: Политика, 1. април, 2000, стр. 10.

13. ЗоСТ, чл. 20. ст. 3.

14. Види: Политика, 22. 02. 2000, стр. 10.

хартије. Ипак, прописи не забрањују трговину овим хартијама, али обавезују берзанске посреднике да учеснике у њиховом промету обавештавају о одбијању уписа у регистар комисије, што се углавном не поштује или недовољно поштује, чиме се не штите потенцијални инвеститори у ове хартије. Нови прописи требало би да све надлежности око краткорочних хартија од вредности које се емитују у серији пренесу у надлежност Народне банке Југославије, јер је у суштини реч о тржишту које је аналогно новчаном, док би само компетенције дугорочних хартија од вредности требале да остану на Комисији за хартије од вредности, која на тој основи постаје одговорна за тржиште капитала, а Народна банка Југославије за тржиште новца и тржиште краткорочних хартија од вредности.

8. Критика постојећег стања наше регулативе хартија од вредности и праксе

Основна одлика свих правних извора који конституишу правну инфраструктуру за финансијско тржиште је: прво, недовољна усклађеност и то како у оквиру прописа истог ранга, тако и у оквиру прописа различитог ранга; друго, постојање низа правних празнина, посебно у процедурама пословања на финансијском тржишту; треће, недовољна транспарентност трговања и посебно недовољна транспарентност рачуноводствених података и извештаја ревизора; четврто, фаворизовање постојећих акционара и затвореност тржишта; пето, постојање сукоба надлежности и недовољно јасно разграничен делокруг између појединих органа и институција, посебно између Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, Народне банке Југославије и Савезног министарства за финансије, као и између Комисије за хартије од вредности и Дирекције за процену вредности капитала. Дограђу наше законске инфраструктуре у области финансијског тржишта требало би искористити за отклањање ових у пракси уочених недостатака, који су сметња за регулаторност операција са хартијама од вредности и који воде правној несигурности инвеститора.

На основама овакве регулативе, чини се да се данас без икакве сумње може констатовати спорост примарних *регулативних процеса* својинске трансформације и динамизирање њених *нерегулативних процеса*, са многобројним обележјима дистрибутивног капитализма. Неувиђање ове евидентне чињенице може довести до националног мирења са чињеницом да је законска инфраструктура у овој области само фасада, неспособна да се супротстави животу и све присутнијем паралелном путу на коме је, за разлику од законског концепта широког фронта учесника, број учесника ограничен и лимитиран. Ово ни у ком случају не значи да би се сада клатно морало заљубљати на другу страну, те на тој основи прихватити модел шок терапије - врабац у руци. Напротив, приватизационе реформе су комплементаран процес, за чији успех је важна снажна законска и институционална инфраструктура, која би омогућила и приватизацију великих, политички осетљивих предузећа. Приватизација малих и средњих предузећа могла би се вршити и у току

изградње ове инфраструктуре, будући да за ова предузећа комплетност ове инфраструктуре и није неопходна да би њихова приватизација успела. Сва искуства приватизационих процеса до сада говоре овом у прилог, у противном неуспех у овом процесу може да доведе у питање његову одрживост. *Суштина је, дакле, у успеху, а не у брзини.* Многе земље које су примениле шок терапију у приватизацији по принципу “приватизуј сада, а регулиши касније”, створиле су на овој основи снажне интересне групе које су управо онемогућиле спровођење накнадне регулисаности, која би водила контроли природних монопола или стварању тржишта заснованог на конкуренцији.¹⁵⁾

У таквим *нејтранспарентним условима* логично је да и утицај приватизације на развој финансијског тржишта није могао бити кохерентно и у потпуности реализован. Приватизација може имати два основна утицаја на развој финансијског тржишта: прво, инкорпорисањем предузећа у друштва капитала, посебно акционарска друштва, повећава се обим акција, што делује на снажење капитализације овог тржишта, и друго, формирањем тржишта корпоративне контроле, као снажног средства стимулса менаџерских структура у предузећима да инсистирају на повећању ефикасности производње. Нормализовање пословања предузећа требало би, такође, да има интеракцију с финансијским тржиштем, преко прибављања додатног капитала емисијом финансијских инструмената.

Усвојени *доминантни инсајдерски модел приватизације*, међутим, и поред резултата на плану креирања финансијске активе, не доноси и њено снажније и потребно тржишно валоризовање, јер акције због ограничења промета по основу самог закона (законско право прече куповине) или и статута и уговора о куповини акција (аутономно и уговорно право прече куповине) споро и у недовољном обиму могу попримити основно својство финансијског инструмента - тржишност.

Чињеница да приватизација није проглашена обавезном даје алиби великом броју предузећа са друштвеним капиталом да не само не улазе у овај процес, већ и не врше никакве припреме за овај чин (идентификација имовине, имовинско и статусно реструктурирање, програмско и финансијско консолидовање, статусне промене, промене унутрашње организације, процена вредности). На овај начин, без постојања реалне одговорности за управљање друштвеним капиталом овај капитал се девастира, што у основи онемогућује реализацију основног циља из Закона о својинској трансформацији да постојећи друштвени капитал припадне пре свега његовим ствараоцима. Уместо овог, приватизација се одвија кроз комерцијалне аранжмане друштвених предузећа са приватним предузећима, неповољне по

15. О овим упозорењима види нарочито: Stiglitz (виши потпредседник и главни економиста Светске банке), Куда иду реформе - десет година транзиције, Светска банка - годишња конференција банке о развоју, 1999, стр. 21-26; Wolf, Приватизација: конкуренција је и даље највиши приоритет, Financial Times, 19. 10. 1999; Церовић, Привреде у транзицији - десетогодишње искуство приватизације, Научно друштво економиста Југославије, реферат на Економском факултету, март, 2000; Васиљевић, Акционарство и приватизација, Право и привреда, 5-8/99, стр. 3-29.

друштвени капитал, што у крајњем води преузимању овако обезвређеног друштвеног капитала кроз стечајни поступак од стране приватних предузећа.

9. Нова правна инфраструктура и тржиште хартија од вредности

Постојећа законска инфраструктура, интерно недовољно усклађена и недовољно транспарентна, екстерно недовољно хармонизована са прописима о финансијском тржишту земаља у развоју и земаља у тзв. транзицији, а у сваком случају за потребе развоја тржишта хартија од вредности ограничавајућа, потребно је да буде комплетирана и у овом сегменту значајно иновирана.

Пре свега, чини се да су зреле потребе да се приватизација из нетранспарентних вода уведе коначно у воде транспарентности тако што би се приватизација бар малих и средњих предузећа учинила обавезном и ороченом (са реалним роковима) и то из следећих разлога: прво, спречавање нерегуларне приватизације кроз комерцијалне послове; друго, пребацивање одговорности на управе предузећа за успех пословања и конституисање субјекта ком се одговара - акционари; треће, јачање поверења инвеститора и, четврто, јачање финансијског тржишта. Предузећа која се не би приватизовала у постављеним роковима прелазила би привремено у државну својину, чиме би се индивидуализовао субјект ком се одговара - држава, који би и одлучивао шта даље. И велика друштвена предузећа која се не би приватизовала по моделу добровољне приватизације, у одређеном периоду, требала би до одређеног рока да пређу привремено у државну својину, чиме би се такође индивидуализовао субјект ком се одговара, који би такође одлучивао шта даље. Искуство, наиме, показује да друштвена предузећа у условима вишепартизма постају у основи власништво партија на власти у локалним заједницама, што се мора пресећи одлучним законодавним решењима и њиховим чврстим спровођењем.

Неприхватање орочености својинске трансформације бар малих и средњих предузећа може бити правдано уставним разлозима, па и разлозима економске логике - приватизација није и не може бити чин већ процес. Ако она, међутим, траје већ десетак година, а за то време тек је једно предузеће изашло на берзанско тржиште онда се доиста не може логицирати да је прихватање оштријег курса у овом погледу залагање за приватизацију као чин, а не као процес. Треба имати у виду, уз то, да је у сектору аутономне приватизације тек нешто око 30% капитала који је предмет трансформације, док је у јавном сектору који се својински трансформише уз сагласност оснивача и Владе Републике Србије, кад она није оснивач, око 40% капитала и плус око 30% капитала предузећа која су у сектору трансформације по посебном програму на који сагласност даје Влада Републике.

У сваком случају, чини се да би се ови приговори могли отклонити *резервним решењем да се поједини дефинисани постојећим законом ороче*, чиме се избегава такав приговор, јер је само реч о орочавању режима попуста дефинисаног постојећим законом, што би могло да буде нови снажан мотивациони импулс да се подстакну ови процеси, а с друге стране за оне који их не прихвате из било којих раз-

лога може уследити неки нови режим својинских промена, након истека периода орочености за овај режим. Неопходан услов за такав прилаз је јасно стављање до знања да се више периоди за усаглашавање са Законом о предузећима и Законом о основама промене власништва друштвеног капитала (ороченост процене) неће продужавати.

До таквих решења, без икакве сумње, бројна ограничења у промету акција из режима ЗоСТ (којима се у пракси додају и ограничења из уговорног режима), уз присутне контроверзе у тумачењу тих ограничења, призивају неодложну потребу смањења тих ограничења и ревизију овог закона, како би се подстакло тржиште акција и како би се оно учинило транспарентнијим и регулаторнијим. Како би се избегао крах тржишта акција код нас и како би се задржало поверење у акционарство, одређена мера ограничења ипак треба да остане, али су постојећа законска ограничења, а посебно кад су у спрези са нараслим аутономним ограничењима (страх од тржишта или борба за његову нетранспарентност), са становишта актуелних потреба подстицања развоја тржишта акција и посебно потребе његове транспарентности, ипак, неприхватљива и за трајније инвестиционо поверење угрожавајућа.

У интересу развоја финансијског тржишта требало би посебно приватизацију учинити транспарентнијом, тако да би одређене ингеренције, посебно на плану конверзије акција из својинске трансформације у тржишне акције, односно њиховог уврштења у секундарне берзанске листинге или и транспарентна уређена јавна тржишта, као и на плану конверзије ранијих интерних акција у тзв. екстерне акције требало да има пре свега Дирекција за процену и делом и Савезна Комисија за хартије од вредности. Исто тако, Савезна комисија за хартије од вредности би морала да има одређене ингеренције код одобравања докапитализација без попушта јавним позивом, код сукцесивног оснивања предузећа и финансијских организација, код контроле преузимања значајног или већинског пакета акција на секундарном тржишту, законитости замене акција код фузија или подела предузећа или финансијских организација, контроле злоупотребе инсајдерских информација и слично.

Централни пропис за ово тржиште требао би да буде нови Закон о тржишту хартија од вредности, који би заменио постојећи Закон о берзама, берзанским посредницима и берзанском пословању и Закон о хартијама од вредности, као и делове Закона о предузећима и Закона о облигационим односима. Сегмент овог закона или евентуално и посебни закон могло би да буде уређење материје дематеријализације хартија од вредности. За комплетирање тржишне институционалне инфраструктуре посебно би био важан и Закон о друштвима за улагање у хартије од вредности (инвестиционим фондовима) и друштвима за управљање овим фондовима.

Закон о тржишту хартија од вредности требало би да уреди у принципу и краткорочне и дугорочне хартије од вредности (с тим што би у компетенцији Ко-

мисије за хартије требало да остану дугорочне хартије, а у компетенцији Народне банке Југославије новчано тржиште и краткорочне хартије), процедуру емисије, посебно улогу Комисије за хартије од вредности, процедуру примарне и секундарне продаје, изузетке од општих правила емисије ових хартија од вредности (мале емисије, продаја унапред познатом ограниченом броју купаца, директни пласман познатом купцу и сл.), берзе хартија од вредности, друштва за пословање с хартијама од вредности, организована јавна тржишта и комуникација са берзом (транспарентност трговања, заштита интереса инвеститора и јединствено утврђивање курсева), регистравање, чување и пренос власништва хартија од вредности (Централни регистар за хартије од вредности, са регистром свих инвеститора-акционара и трансфера акција), клиринг, недозвољене радње при пословању хартијама од вредности (злоупотребе повлашћених информација, шпекулативне изјаве, манипулативна пракса, заштита инвеститора кроз овлашћења Комисије за хартије од вредности, Фонд за заштиту инвеститора, стицање значајног или већинског учешћа јавним путем и заштита инвеститора, надзорна и контролна овлашћења и слично).

Закон о тржишту хартија од вредности треба да има у виду постојећи степен развијености финансијског тржишта, те да пружи и снажне гаранције за правну сигурност инвеститора у хартије од вредности и да својом флексибилношћу омогући регулаторна овлашћења регулаторних тела (Комисија за хартије од вредности, Удружење друштава за пословање с хартијама од вредности и сл.), како би се брже реаговало на одређене појаве на још неразвијеном финансијском тржишту које ће његов развој наметати.

10. Уместо закључка

Тржиште хартија од вредности и његов развој није циљ за себе и циљ по себи. Ово тржиште не треба да допринесе даљем социјалном раслојавању. Напротив, циљ развоја овог тржишта је успостава конкурентног тржишта банкарском кредитном тржишту, чиме ће се увести и више тржишта у додели кредита. На овој основи треба да се успостави специфични тип мешовитог финансијског тржишта - тржишта капитала (акција), тржишта краткорочних хартија од вредности и тржишта новца, чиме би се обезбедила тржишна алокација финансијских ресурса, уместо до сада доминантне нетржишне дистрибутивне алокације, што је гаранција привредне конкурентности и развојности реалног сектора (преузећа).¹⁶⁾ Како, међутим, не може бити секундарног тржишта хартија од вредности (промет емитованих хартија од вредности стечених од емитента) без постојања примарног тржишта хартија од вредности (емисија хартија од стране емитента), то је потреб-

16. Према подацима Комисије за хартије од вредности до сада је код нас наплативост хартија од вредности износила око 98%, док је према подацима Удружења банака Југославије наплативост кредита била свега око 37%. Извор: Јанковић, нав. рад, стр. 80.

но одговарајућим правним и економским механизмима подстаћи пре свега примарно тржиште хартија од вредности (емисија и стицање), уз истовремено развијање и пажљиво неговање секундарног тржишта (продаја стечених хартија од стране акционара и других власника).