

*Др Зоран Јеремић,
директор Београдске берзе а.д., Београд*

Берза у новом регулаторном окружењу

Увод

Започињањем секундарног промета акција преко Београдске берзе, априла месеца ове године, оствариће се коначно, надајмо се, право берзанско пословање, и то након десет година увертире која је била везана за рад краткорочним хартијама од вредности. То би требало да доведе до померања тржишта са регулативе и практичних проблема приватизације на регулативу и практичне проблеме трговања власничким хартијама, што је за све нова област у којој се већ отвара низ проблема. У том погледу Београдска берза се налази у позицији да фактички учини прве кораке у правцу правог берзанског пословања, те се предстојећи период рада Београдске берзе у неким сегментима може упоредити са периодом након њеног првог оснивања 1894. године, али овог пута у много деликатнијем и неповољнијем спољном окружењу. Будући да је нова законска регулатива која треба да регулише пословање хартијама од вредности, управо у процесу стварања, овај рад има за циљ да укаже на кључне аспекте везане за позиционирање берзе као организованог финансијског тржишта.

Улога и позиција берзе у новим законским решењима је од суштинског значаја, јер ће од тога како ово питање буде решено у многоме зависити практични ток и резултат будуће приватизације, развој тржишта капитала и степен кредибилитета у транзициони процес, у чијој су основи приватизација и развој финансијских тржишта. То је изузетно комплексно и вишедимензионално питање.

Ефикасно остваривање основних принципа берзанског пословања као што су транспарентност и јавност рада, информисаност, једнака шанса свим купцима и

продавцима, одлучујуће ће утицати на ефикасност, праведност, регулисаност и смањивање степена девијантних појава које се нужно јављају у процесу приватизације. С друге стране, евидентно је да ће се формирати и формирани су снажни интересни лобији којима би оваква улога значајно компликовала реализацију идеја, па извесно да треба очекивати јаке притиске како при доношењу одговарајућих закона, тако и при практичном раду.

При свему томе, веома је битно да се стручни аргументи, који за циљ имају стварање добре регулативе и ефикасан рад берзе и укупног финансијског тржишта, одвоје од мотива који су мотивисани искључиво личним и групним интересом, било са које стране он долазио. На примеру земаља у транзицији показало се да је то веома велики изазов.

Како не компромитовати приватизацију и дати аргументе онима који би да до ње уопште не дође, а са друге стране не кочити већ подстицати цео процес, будући да је квалитетна приватизација основ успешне транзиције и интеграције у светске привредне токове?

Чини се да је сва мудрост усмерена ка тражењу одговора на ово питање. Јер и убеђене присталице неопходности квалитетне транзиције која ће ићи бржим темпом (у које спада и аутор), као и они које у том процесу занима само да што јефтиније преузму фирме не бирајући средства, треба да имају у виду да се процес не сме компромитовати, јер то може да доведе до његове ревизије у будућности, што би за све било најгоре решење.

Полазне основе за регулисање рада берзе

Приликом одређивања позиције берзе поћи ће се од следећих премиса које треба тај положај да одреде:

1. Испуњавање међународних стандарда предвиђених за берзе
2. Искуства берзанског пословања земаља источне и централне Европе
3. Традицију Београдске берзе основане 1894. и реосноване 1989.

На бази ова три сегмента треба наћи најбоље решење примерено степену развијености, моделу приватизације и стању у економији земље.

1. Испуњавање међународних стандарда предвиђених за берзе

Неопходно је да регулатива уважава принципе постављене од стране светског и европског удружења берзи, принципе које препоручује Међународно удружење комисија за хартије од вредности (ИОСЦО), одговарајуће Директиве Европске уније, принципе ОЕЦД. Ови принципи су у високом степену хармонизовани и заснивају се на претпоставкама које свака берза мора да испуњава. У наредном делу биће дати коментари везани за испуњавање ових стандарда и предлози како да се у оквиру њих реше одређена питања.

Основно полазиште је да берза треба да постигне и одржава адекватну **организациону инфраструктуру и оперативне ресурсе**, како би била у стању да обезбеди

услове за трговање хартијама од вредности. То подразумева постојање одговарајућих софтвера и хардвера који ће омогућити да се промттно обављају операције трговања, клиринга и салдирања и информисања учесника и укупне јавности о основним елементима тржишта. Запослени на берзи треба да одговарају и да буду квалификовани за посао, а позиција берзе да буде таква да привуче и задржи професионални кадар, који је у овој области веома редак ресурс. (Београдска берза има изразито велику флукутацију (одлив) кадрова).

Информациони систем Београдске берзе у потпуности омогућује све ове функције са дневном ажурношћу, с тим што се клиринг ради само за краткорочне хартије, а за акције ће бити везан са будућим централним депоом, односно регистром, на чему се ради.

Обавеза берзе по међународним стандардима је да берза мора да поседује системе који имају довољан капацитет да обезбеде функционисање уређеног тржишта и обављање пословних активности. Мора се обезбедити једнак приступ свим учесницима у трговању, а разлике у третману међу корисницима, без обзира на начин приступа (електронски или неки други), не смеју се толерисати. Приступ тржишту не сме да буде произвољно одобран, нити да по овом питању буде испољена било каква дискриминација.

У овом делу треба напоменути да Београдска берза има потпуно заокружен систем који омогућава пословање краткорочним папирима, али и акцијама до тестиране фреквенције која за сада далеко превазилази могући обим трансакција овим тржишним материјалима. Берза, међутим, нема систем за електронско трговање који би омогућио да број трансакција иде у нивоу од 4 до 10 хиљада дневно, што већ имају готово све остале земље централне и источне Европе. Овакви системи, према анкети, коштају минимално око 2 милиона УСД. Уколико би се кренуло са трговањем обвезницама старе девизне штедње, као и са масовнијом продајом акција из својинске трансформације, постојећи софтвер и хардвер не би могао да задовољи те потребе иако је једини комплетно заокружен берзански систем у земљи. Стога је неопходно да се обезбеђују и средства која би служила за развој и осавремењивање пословања.

Установљене процедуре треба да налажу учесницима компетентност, интегритет, финансијску исправност, као и спровођење адекватног надгледања. Берза би, стога, више него до сада, требала да надгледа рад учесника на тржишту, а пре свега својих чланова, који једино могу трговати на берзи, и за које важе оштрија правила. Београдска берза ће имати пословну политику да само они берзански посредници који строго испуњавају те услове, који се не компромитују на тржишту и који имају довољан креативни и развојни потенцијал за будуће послове - могу бити њени чланови. Није циљ да свако ко плати чланарину може постати члан, без обзира на друге околности. На тај начин би се преко Београдске берзе штитио и интегритет финансијског тржишта и свих његових учесника. Да би то било могуће постићи, берза би требало да има инфраструктуру за надгледање и утврђене одговорности, утврђене мере које се предузимају у случају одступања од правила, итд.

Обавезе о финансијском и трговинском извештавању тржишних учесника, морале би да имају своју формалну базу. Берза би требало да за своје чланове утврђује и усмерава капиталну адекватност, лимите позиција, квантитет и квалитет колатерала, интерна правила, тржишно понашање и процедуре.

Бонитет берзанских посредника биће веома значајан у будућем трговању, те је ово право берзе неопходно за здрав развој секундарног трговања, односно укупног берзанског пословања. Његово регуисање могуће је урадити унутар правилника Берзе.

Трговање

Законом о својинској трансформацији је прописано да се трговање акцијама из својинске трансформације одвија на берзи, из чега се види јасно опредељење за организовано и транспарентно тржиште, што је од изузетне важности.

Транспарентност тржишта је кључни елеменат коректног пословања на берзи и мора бити обезбеђена у сваком тренутку, да би била извршена обрада и информисани сви учесници и шира јавност.

Берза има одговорност да утврди **правила и регулативу** везану за учеснике у трговању и за само трговање. Ова правила треба да обезбеде:

- услове за једнак приступ тржишту, укључујући оне који се односе на финансијски интегритет и пословну етику;
- професионализам посредника и њихових запослених;
- испуњење минималних захтева капитала и солвентности посредника;
- инструменте за обезбеђење кредитне способности посредника;
- постојање и спровођење дисциплинских поступака, укључујући и санкције;
- решавање конфликта интереса међу тржишним учесницима.

Оно што такође треба доградити и прецизирати јесте **Правилник о трговању акцијама насталим у поступку својинске трансформације**, након завршетка другог круга, односно коначне отплате ових акција од стране њихових власника. Све процедуре везане за ток дотадашње приватизације и потребна решења, односно сагласности треба да буду издате од стране надлежних органа до момента доласка ових акција на берзу, односно пре почетка секундарног трговања. Посао берзе није да она то утврђује, већ је то одговорност власника акција, фирме и надлежних органа.

Правилник о трговању акцијама из својинске трансформације мора да се прилагоди реалности и да у што већој мери пропише и предвиди модалитете.

Кључно је да се цео поступак трговања акцијама из својинске трансформације стандардизује почев од тога какве сагласности су потребне да би се отпочело трговање, па до јасног разграничења надлежности Републичког министарства за власничку трансформацију и Савезне комисије за хартије од вредности и прецизирања облика, тока и начина трговања овим акцијама.

Пошто је **систем за одређивање цена** кључна функција тржишта, чланови финансијског окружења треба да цене интегритет механизма за утврђивање цена.

Према ономе што се може наћи у финансијској литератури и пракси рада берзи, учесници на тржишту ниуком случају нису дозвољене превара или радње и презентације којима се друга страна доводи у заблуду. Они треба да се уздрже од сваке акције која омета или прекида функционисање тржишта, забрањено им је да шире неосноване или погрешне информације о емитентима са листинга, као и све активности довођења у заблуду везано за стање на тржишту, трансакције без промене власништва или трансакције које дају погрешан утисак о активности.

Иако манипулације ценама (укључујући инсајдерско трговање), треба да буду забрањене законом као и берзанским правилима, специфичне трговинске стратегије нису забрањене. У одобравању нових трговинских стратегија, берзе треба да узму у обзир интегритет њиховог механизма за одређивање цена, што не би требало да буде изговор за доношење одлука које није базирано на конкурентности.

Имајући у виду све наведено, најрационалније решење је да се за акције из својинске трансформације формира посебно тржиште за фирме које не испуњавају услове из наведених стандарда (а таквих ће бити највише), тако да се таквим акцијама тргује користећи инфраструктуру берзе која ће да обезбеди јавност трговања и једнаку шансу купцима и продавцима да се на том тржишту појаве и да се формира одговарајућа цена.

Унифицирање акција

Када једном акције из својинске трансформације прођу секундарно трговање, оне би требало да буду очишћене од свих терета, укључујући фамозно право прече куповине, као и сагласности за трговање. Такође би било веома упутно изједначити све акције које носе иста права и унифицирати их, без обзира да ли су из ранијег закона, првог или другог круга приватизације. Диференцирање би се вршило само према врсти акција и правима која она носе, што би било неопходно за ефикасније трговање и будуће листирање.

Листинг

Када се ради о стављању фирме на **листинг берзе**, то подразумева задовољавање оштрих критеријума, тако да у овом моменту ниједна домаћа фирма не би могла да буде на званичном "А" листингу берзе уколико се доследно поштују међународни стандарди. Берза треба да захтева:

- да компаније на листингу буду одговарајуће величине и имају довољно акција у јавном власништву, како би обезбедиле уређено и исправно тржиште;
- достављање широког спектра финансијских и пословних информација које имају материјални утицај на компаније са листинга, на време;

- редовно достављање и објављивање финансијских информација од стране компанија на листингу;
- објављивање података о природи, ризицима и инвестиционом потенцијалу финансијских производа у трговању.

Према стандардима процедуре листинга, временски распоред обраде досијеа, трошкови компаније, минимална капитализација и други захтеви, треба да буду објављени у јавно доступном правилнику. У случају да се одлука о листингу доноси у сарадњи са надзорним органом, треба јасно назначити где се доноси пресудна одлука о листингу. На иностране емитенте се односе иста правила као и на домаће. Процедура за добијање дозволе за листинг треба да буде довољно дуга да обезбеди испуњење свих захтева које поставља берза, али не превише дуга да отежава приступ на тржиште капитала.

Решење за наше прилике би, када је у питању листинг, могло да буде у формирању три сегмента:

А – листинг по међународним стандардима

Б – листинг за најбоље домаће компаније на основу критеријума прилагођених домаћем тржишту (могући су модалитети са раздвајањем листинга за велика и листинга за мала и средња предузећа, што се може утврдити интерним правилницима на берзи)

Ц - предузећа која не испуњавају услове који важе за претходна два сегмента не примењују се правила за листинг.

Утврђивање локалног листинга моћи ће адекватније да се врши када ЗОП почне са пружањем услуга давањем бонитета фирми, што треба да обезбеди пуне информације о текућем пословању као и временске серије о историјату пословања предузећа.

Аналогно овој подели била би извршена и подела код секундарног трговања, где би се трговање акцијама првог и другог сегмента одвијало на берзи а трећи сегмент би користио инфраструктуру берзе, односно пролазио кроз њен систем трговања да би се извршило евидентирање и информисање након обраде података, уз најминималнију провизију. Када једног дана ниво капитализације тржишта постане довољно висок овај трећи сегмент би могао да се усмери преко те посебне паралелне инфраструктуре, која такође мора задовољити све већ наведене захтеве. Будући да би то значило знатно подизање укупних трошкова пословања за учеснике на тржишту, најрационалније је да се за формирање паралелне инфраструктуре овог трећег сегмента дефинишу одређени критеријуми као што су ниво тржишне капитализације, број трансакција, број листираних фирми, дубина тржишта. До тада не постоје никакви оправдани разлози нити мотиви да се не користи постојећа инфраструктура берзе.

Клиринг и салдирање

Клиринг и салдирање су везани за карику која недостаје – централни регистар односно централни депо. Без обзира како то питање буде решено (а велики је проблем што још увек није решено), мора да се обезбеди ефикасно, сигурно и брзо салдирање трансакција у оквиру међународно признатих стандарда Г-30 и ИС-СА. Оно што је за берзу најбитније, јесте успостављање везе са овим делом и одговарајући аранжмани за безбедно и на време обављен клиринг и тачно и финално салдирање трансакција закључених преко берзе.

Верификација сваке промене у централном регистру, настала из трговања хартијама, треба да иде искључиво из система трговања берзе, јер ће кроз њега пролазити укупно трговање.

Евиденција коју је направила или добила берза, која произилази из функционисања система трговања, везано за финансијске извештаје и индикативне податке о тржишним стопама, котацијама, налозима и трговању у систему, треба да буду сачувани одређено време, које би требало прописати.

Брокери и банке морају да осигурају издвајање клијентових средстава од сопствених рачуна, као и да поштују приоритет по коме се извршавају налози клијентата.

2. Искуства земаља Централне и Источне Европе

Проучавање искустава која су до сада имале земље у транзицији веома је корисно, јер представља тест различитих решења које можемо да користимо. Резултати које су они постигли зависе у великој мери од метода приватизације и начина организовања финансијских тржишта. Оно што је извесно, јесте да смо једина земља где још нема правог берзанског пословања, па и не можемо одговорати на питања о тржишној капитализацији, броју трансакција и броју листираних фирми. Такође, скоро све земље су у почетној фази помагале на одређени начин развој берзи, а била је присутна и значајна инострана техничка помоћ.

ТРГОВАЊЕ АКЦИЈАМА НА БЕРЗАМА ЦЕНТРАЛНЕ И ИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ *

	Тржишна капитализација	Број трансакција	Вредност трансакција	Провизије берзе у трансакцијама акцијама
Софија (1999) ^a	707,9 мио УСД	17.232	68,98 мио УСД	0,2% акције корпорација 0,002% државне хартије од вред.
Букурешт (1999) ^b	316,81 мио УСД	552.929	125,49 мио УСД	0,3% продаја 0,22% куповина

Љубљана (1998) ^ц	2.911,61 мио УСД		806,16 мио УСД	
Праг (1999) ^д	13.586,40 мио УСД	НА	4.631,72 мио УСД	
Будимпешта (1998) ^е	14.021,46 мио УСД	1.011.514	2.443,5 мио УСД	
Варшава (1999) ^ф	29.809,42 мио УСД	17.417 по састанку	20.221,36 мио УСД	

- а. стопа инфлације 1999: 22,2%, средњи курс 1999. 1 УСД - 1,94 БГЛ
 б. стопа инфлације 1999: 59,3%, средњи курс 1999. 1 УСД - 8,876 РОЛ
 ц. стопа инфлације 1998: 7,9%, средњи курс 1998. 1 УСД - 166,13 СИТ
 д. стопа инфлације 1999: 10,6%, средњи курс 1999. 1 УСД - 32,29 ЦЗК
 е. стопа инфлације 1998: 14,2%, средњи курс 1998 1 УСД - 214,40 ХУФ
 ф. стопа инфлације 1999: 11,7%, средњи курс 1 УСД - 3,49 ПЛЗ

* Наведени подаци нису апсолутно упоредиви због различитих технологија обрачуна али су више него довољно индикативни.

Када се ради о отварању паралелних тржишта треба напоменути да је рецимо Пољска берза, иако има за наше прилике енормну капитализацију тржишта и 40 милиона становника, тек 1997. отворила паралелно тржиште на којем се тренутно одвија око 1% промета. За разлику од њих Румунија је отворила РАСДАК по угледу на НАСДАК и оба тржишта раде са великим трошковима, паралелним софтверима и низом додатних проблема који их спречавају у развоју. При свему томе, иако се ради о немерљивим разликама у вредности промета, провизије Београдске берзе се крећу у оквирима сличних берзи са неупоредиво већим прометом (промете Париске берзе од преко 1500 милијарди Еура у 1999. години као и промете сличних берзи не треба ни узимати као пример). Имајући у виду да су и берзански посредници и предузећа након прошле године знатно осиромашили, Београдска берза ће и даље смањивати провизије.

Треба напоменути и да Београдска берза услед наведених околности тренутно није у позицији да покрива ни текуће трошкове, а о развоју да се и не говори. Треба имати у виду да су здраве финансије берзе један од основних захтева међународне регулативе. Берза треба да има позитиван финансијски резултат за најмање три последње године. Годишњи извештај берзе треба да буде верификован од стране независног овлашћеног књиговође, у складу са Међународним књиговодственим стандардима (ИАС), уз посебно назначење евентуално коришћених локалних стандарда.

3. Традиција Београдске берзе

Када се ради о законском позиционирању националне берзе на финансијском тржишту јасно је да се ради о стратешком питању од чијег решења зависи развој будућег финансијског сектора. Стога је веома битно држати се неких основних принципа, поготово имати у виду принципе који су важили у настајању берзи. Стога можда није лоше поћи и од Закона о јавним берзама, Статута и узанси, усвојеним у Нишу 3. новембра 1886. у време Краља Милана, јер се у њему веома јасно трасира пут из којег су проистекли каснији резултати рада берзе.

Београдска берза је, дакле, српска национална берза од свог оснивања 1894. и обновљеног рада 1989, има своје место, улогу и традицију, па би требала да за националну привреду буде бар оно што је била пре рата, (када је и изграђена зграда берзе, која је сада на Студентском тргу) и као што су Лондонска, Париска, Токијска, Варшавска и друге берзе за привреде својих земаља.

* *

*

Развој секундарног трговања чини реалним настојања Београдске берзе да у тим предстојећим процесима везаним за оперативни развој тржишта хартија од вредности постане средишна институција где ће се сусретати информације, концентрисати потребна знања, брокери и дилери, инвестиционо банкарство и инвестициони саветници, консултанти, а све то поводом концентрације акција и осталих хартија од вредности. Тако би се око Београдске берзе градила нова инфраструктура финансијског система везана за развој тржишта капитала и успостављање што ликвиднијег тржишта хартијама од вредности.