

*Никола Аранђеловић,
Дарко Блажић,
Берзански посредник „Тржиште новца“ а.д., Београд*

Закон о својинској трансформацији и тржишта акција

Уводне напомене

Програм реформи од 1996. године у Републици Србији укључио је израду новог концепта својинске трансформације, што је операционализовано доношењем Закона о својинској трансформацији (“Службени гласник РС”, бр. 32/97). У том закону су доследно разрађена начела савезног Закона о основама промене власништва друштвеног капитала (“Службени лист СРЈ”, бр. 29/96). Акценат није дат само на својинском реструктурирању, већ, ослањајући се на Закон о предузећима, и новом организационом моделирању предузећа. Други талас приватизације у Републици Србији треба да омогући завршетак започетих процеса власничке трансформације у фирмама у којима је тај процес по ранијим прописима отпочео, као и да прошири њихово дејство на незахваћени део привреде.

Један од битних помака Закона о својинској трансформацији у односу на претходни свакако је отварање могућности да велики број грађана Републике Србије оствари право власништва над делом друштвеног и државног капитала који се трансформише. Спровођењем овог закона излази се из оквира интерног акционарства заступљеног код раније трансформације и стварају се услови за формирање новог облика и организације тржишта за промет стеченим акцијама. Као илустрација могућности масовног учешћа и грађана и предузећа у овом процесу нека послужи податак да се предвиђа да око 4,5 милиона држављана СРЈ учествује у расподели друштвеног и државног капитала у око 7.500 предузећа.

Основна обележја Закона и досадашњи резултати његове примене

Циљ Закона је да се приватизацијом друштвеног и државног капитала дође до транспарентних својинских односа, као једног од битних предуслова за нове инвестиције и постизање већег нивоа конкурентности и ефикасности у привреди.

Законом су утврђена три начина трансформације:

1. аутономан, који се спроводи према независној вољи и одлуци самог предузећа које послује са друштвеним капиталом. У протекле нешто више од две године, колико траје процес приватизације, управо се према овом начину трансформисала већина предузећа која бележе позитивне резултате у свом пословању.

2. према посебном програму, који се спроводи код предузећа која према процени Владе представљају носиоце у појединим привредним гранама и представљају стратешке интересе у националној економији и која су стављена на посебан списак. Од 75 предузећа са ове листе 31 предузеће је кренуло у припреме за спровођење поступка својинске трансформације, а 23 предузећа су оштећена или уништена током агресије НАТО снага на нашу земљу прошле године, тако да је велико питање да ли ће код њих бити спроведен овај процес у законом остављеном року.

3. уз сагласност оснивача, који се спроводи у јавним предузећима чији су оснивачи јединице локалне самоуправе и Република. Од 539 оваквих предузећа, до сада је 34 предузећа извршило процену вредности капитала а само једно завршило први круг власничке трансформације.

За сва три модела се примењују исте одредбе Закона које се односе на процену капитала, емисију акција, поделу акција, стављање акција у промет и слично.

Поред тога, предвиђени су и следећи модели трансформације као конкретни начини трансформације друштвеног и државног капитала у приватни:

1. Модел продаје акција ради продаје капитала (са попустом или без попуста)
2. Модел продаје акција ради прикупљања додатног капитала (докапитализација).
3. Метод конверзије дуга у акције поверилаца, којим се могу регулисати ненаплаћена потраживања по основу банкарских кредита у поступку "чишћења" биланса банака.

Највећи број (95%) до сада трансформисаних предузећа определио се за модел продаје акција ради продаје капитала, док се много мањи број определио за друга два модела или комбинацију расположивих модела.

Законом су предвиђена два круга трансформације друштвеног и државног капитала. У првом кругу акције се стичу по основу уписа лица која задовољавају прописане критеријуме, а у другом кругу акције се продају са попустом или без попуста. Први круг до сада је завршило 344 предузећа, а други круг 202 предузећа. Запажа се да потражња за акцијама по основу уписа (бесплатне акције) прева-

зилази број расположивих акција за преко 40%. Са друге стране, мало је интересовање за куповину акција из другог круга, пре свега услед мале куповне моћи становништва, али и доста ниског степена знања о акционарству, недовољне информисаности, па и неповерења ширег слоја становништва.

Акције које у другом кругу трансформације нису продате или од чије се уплате одустало преузима Акцијски фонд, који те акције ставља у промет. Међутим, Акцијски фонд још увек није формиран, па и то може бити једна од препрека ефикаснијем спровођењу чина секундарног трговања акцијама.

Карактеристике акција из својинске трансформације

Права на акције имају сви пунолетни грађани, али одређене категорије лица су повлашћене (запослени, раније запослени, пензионери, земљорадници) по основу појединачног доприноса у стварању друштвеног богатства, на основу чега стичу акције бесплатно, простим уписом акција, које могу отуђивати у периоду од пет година, парцијално или имају право куповине акција са попустом, које могу исплатити у целости или на кредит - новцем или обвезницама СРЈ, на име доспеле неисплаћене девизне штедње. Са овим акцијама могу слободно и одмах располагати, након њихове потпуне исплате. Ова лица у сваком случају имају право прече куповине акција. Право куповине акција без попушта имају домаћа и страна правна и физичка лица.

Акције из својинске трансформације се емитују на основу Одлуке о издавању и продаји акција на начин и под условима који је уређен Законом о својинској трансформацији (чл. 17. до 28.). Одлука такође мора бити израђена у складу са одредбама Закона о хартијама од вредности, ("Службени лист СРЈ", бр. 26/95) којима су уређени садржина и начин доношења одлуке о издавању и продаји акција, основни елементи акција, као и права имаоца акција, и услови за промет акција. Поред тога, при емитовању и промету акција морају се имати у виду и обавезе у складу са одредбама Закона о предузећима које се односе на акције.

Иако Закон о хартијама о вредности дозвољава да акције гласе на доносиоца, оне носе прилично велику опасност од недозвољених финансијских шпекулација, тако да је Законом о својинској трансформацији имплицитно назначено (чл.20. ст 5) да се емитују акције на име, које се преносе пуним индосаментом. Акције се не штампају, већ се издају потврде у складу са чл.20 Закона о хартијама од вредности.

Зависно од субјекта на који се преносе, акције могу бити:

(1) Обичне са правом гласа - (акције по основу уписа, акције са попустом, и акције без попушта). Стичу их у I кругу физичка лица, држављани СРЈ, а у II кругу постојећи акционари и друга физичка и правна лица зависно од примењеног модела трансформације,

(2) Приоритетне (партиципативне) без права гласа - (акције које се преносе на Пио фонд I Акцијски фонд), с тим да у два случаја предвиђена Законом (чл.26) њихови власници могу имати и право гласа.

Према динамици стицања и стављања у промет разликујемо акције које се могу одмах ставити у промет (акције које су уплаћене у целости) и акције које се сукцесивно стичу и стављају у промет (све акције из првог круга и акције које се уплаћују у ратама).

Трговина акцијама из својинске трансформације на финансијском тржишту

Основни законски предуслови који морају бити задовољени да би се акције из својинске трансформације могле наћи на тржишту капитала јесу, дакле, да су емитоване у складу са Законом и да су у целости уплаћене. Но, пре објашњења самог чина трговања, неколико општих напомена о финансијским тржиштима.

Финансијска тржишта у свакој националној тржишно оријентисаној економији имају посебно важно место, улогу и значај и њихов степен развоја најбоље сведочи о каквој је економији реч. Њихова основна улога је да омогуће алокацију новчаних средстава од оних субјеката (укључујући и грађане) који располажу вишком тих средстава ка онима којима новчана средства недостају за финансирање најразличитијих потреба. За процес приватизације битно је подсетити се на улогу коју тржишта капитала имају у тржишним економијама. Наиме, акције, као власничке хартије од вредности, представљају главни инструмент којим се тргује на тржишту капитала, при чему се преко овог облика финансијског тржишта инвестирају слободна новчана средства у куповину акција, односно на коме се продају акције које су у власништву, уколико се ови власнички новчани инструменти желе претворити у ликвидан новац. Уједно, кретање цена акција одређене фирме на тржишту капитала је показатељ вредности те фирме и сигнал инвеститорима да улажу у куповину акција те фирме (ако цена расте), односно да продају акције (ако цена пада). Основни мотив сваког инвеститора, који слободна новчана средства улаже у куповину акција, није учешће у подели дивиденде, већ веровање у стабилност и вредност фирме чије се акције купују, уз основни мотив – профит. Наиме, инвеститор је уверен, купујући акције одређене фирме, да ће фирма успешно пословати, да ће вредност њених акција на тржишту капитала расти и да ће годишњи принос на акције бити већи од на пример износа каматне стопе на депозит по виђењу, односно да ће акције у свако доба моћи да прода на тржишту капитала по већој цени од оне по којој је акције купио, односно у њих инвестирао. Разумљиво је да се сваком инвеститору ова рачуница не може увек остварити и у тој својеврсној »игри среће« се и губи и добија, док специјализовани трговци акцијама помажу инвеститорима да прате кретање цена на тржишту капитала и правовремено купују или продају акције. Улога берзе, као највишег и најорганизованијег облика тржишта капитала, је да обезбеди јавност рада,

јачање поверења и заштиту интереса инвеститора. Берзе су основни извор информисања о кретањима цена акција, тј. вредности фирми, а обезбеђују и регуларност трговине акцијама и помажу да се закључене трансакције изврше. Берзе су, најпростије речено, организатори трговине, својеврсни контролори регуларности поступка трговине, извор информисања о кретању цена, закључених послова купопродаје и гаранти да ће обавезе и бити извршене на уговорени начин.

Главни учесници на берзи су овлашћени трговци, тј. берзански посредници, брокери и дилери. То су махом специјализоване фирме, али то могу бити и банке, а најчешћи је случај да поред банака постоје и ови специјализовани берзански трговци. Највећем броју привредних субјеката, а грађанима посебно, није могућ приступ берзи у циљу трговања, већ за њихов рачун то чине поменути специјализовани и, по правилу, од стране управе берзе за то посебно овлашћени, берзански трговци. Такође, треба напоменути и да је, по правилу, трговање на берзи нека врста привилегије за највеће и најбоље компаније, чије се акције котирају на берзи, а да се за највећи број мањих фирми трговање обавља у ванберзанској трговини, која је такође регулисана и која се строго контролише.

Према томе, на организованом финансијском тржишту, тј. тржишту капитала, промет акција се може обављати кроз берзанску трговину (на берзи) или слободну, односно регулисану ванберзанску трговину преко овлашћених учесника (банка и/или берзански посредник) ван берзе.

Трговина акцијама се, дакле, не мора обављати само у берзанској трговини, тј. на берзи, односно берзанском тржишту, већ и у ванберзанској трговини, односно на ванберзанском тржишту. Светска искуства говоре да ванберзанска трговина доминира. Међутим, и ванберзанска трговина је врло уређена и готово по правилу електронска трговина, при чему се тргује по строго утврђеним правилима берзанских посредника, на која сагласност даје Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште, при давању дозволе за рад берзанским посредницима, али и касније интерном и екстерном контролом рада ових овлашћених трговаца. Дакле, и у овом облику трговања акцијама у главној улози овлашћених трговаца се појављују берзански посредници – брокерске и брокерско – дилерске фирме, уз обавезу да берзу дневно обавештавају о обиму слободне ванберзанске трговине.

При трговању, без обзира да ли је реч о берзанском или ванберзанском, берзански посредници могу наступати као брокери, тј. трговати у име и за рачун свог клијента или као дилери, када наступају у своје име и за свој рачун.

Дакле, берзански посредници су »главни играчи« на тржишту капитала, специјализовани трговци акцијама, који помажу својим клијентима да купују и продају акције, а такође значајно утичу или чак понегде и морају утицати (у случају да су такозвани »MARKET MAKER«-и) на формирању понуде и тражње, односно цене на тржишту.

У погледу места трговања, Закон о својинској трансформацији је имплицитно навео да је то финансијска берза, односно практично Београдска берза, као једина берза у Републици Србији основана у складу са важећим Законом о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима, тако да се свако друго трговање на алтернативним тржиштима типа “интерних берзи” формираних “ad hoc” у предузећима сматра ништавим према мишљењу Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, (став Комисије са 73. седнице, објављен у средствима јавног информисања 22.02.2000. године).

Берза представља место на коме се тргује стандардизованим тржишним материјалом, према тачно утврђеним правилима трговања којих се морају придржавати сви њени чланови - берзански посредници, односно брокерско-дилерске фирме, као и овлашћене банке. Берза не представља само одређено место на коме се одвија трговина, већ обезбеђује такве сервисе као што су контрола интегритета тржишта, систем фер трговања, гаранције за обављено трговање, клиринг и салдирање трансакција и информације о акцијама које су на листингу, односно којима се тргује. У берзанском пословању се појављује више учесника, али се као најважнији могу сматрати инвеститори, котиране компаније и брокерске односно брокерско-дилерске куће или банке као посредници између њих. Инвеститори кроз трговање обезбеђују ликвидност што је суштина делотворног и успешног тржишта капитала. Берза им за узврат мора осигурати фер тржиште, затим да имају све потребне информације за процену котираних компанија и да су заштићени од губитака кроз неизвршавање новчаних обавеза других учесника. Битно је и нагласити да је берза непрофитна институција која организује трговање, а сама не тргује.

Пренос акција и ограничења

Једно од основних правила акционарства јесте слободан, неограничен промет акција. Међутим, у пракси постоје два типа ограничења промета и преноса акција, законска и статутарна. Законско ограничење, које се односи на акције из својинске трансформације је ограничење у погледу начина и места трговања. Статутарна ограничења су сагласност управе акционарског друштва на промет и пренос акција или право прече куповине од стране постојећих акционара.

Ако кренемо са становишта Закона о својинској трансформацији да сав промет акција иде преко берзе и узмемо у обзир одредбе чл.233. ст.1. Закона о предузећима према коме за акције на име које се стављају у промет преко берзе не важе ова статутарна ограничења, долазимо до закључка да се право прече куповине у берзанском трговању акцијама искључује, било да је оно правно установљено законом или статутом. Ово због тога што је берзанска трговина јавна, транспарентна и доступна контроли надлежних органа. Међутим овај се закључак не може узети за правило, јер се морају имати у виду и одредбе Закона о облигационим односима, као *lex specialis*-а, у коме се кроз читав низ чланова (од

чл. 527 до 532) наводе правила о продаји са правом прече куповине. Даља анализа законских одредби које третирају право прече куповине излази из контекста овог рада, али нам остаје да укажемо на потребу да се ова дилема мора разрешити и то на нивоу надлежних министарстава, судова, и Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, уз одговарајућа мишљења и упутства, како би се формирали адекватни услови за трговање и избегле све могуће дилеме.

Пренос права из акција на име врши се убележавањем на самој акцији (потврди), уношењем назива фирме, односно имена новог власника, потписивањем преносиоца (индосаментом) и уписом преноса у књигу акција акционарског друштва – емитента акција.

Припрема у окружењу за трговање акцијама

Нови законски оквири за отпочињање трговине акцијама су припремљени у оквиру новог Закона о тржишту хартија од вредности, чије се доношење ускоро очекује. Међутим, у моменту писања овог рада широј стручној јавности нису познати детаљи новог законског оквира. Имајући у виду стручност и ауторитет аутора новог закона, очекује се да ће се овим законом отклонити све правне неусклађености у постојећим прописима и досадашњој пракси и дефинисати јасни и целовити принципи секундарног трговања акцијама, а све у циљу постојања организованог и транспарентног тржишта, са ефикасним системом надзора. Оно што је познато је да ће се, у складу са светском праксом, на тржишту капитала задржати два облика трговања акција – берзанска и ванберзанска трговина, с тим што ће ванберзанска трговина моћи да се обавља само на организованом тржишту, према принципима уређеним законом.

Имајући у виду потребу да се и у периоду до доношења новог закона организује трговина акцијама из својинске трансформације, али и осталим акцијама, ваља подсетити да су у последње време предузете опсежне примене како у Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште, тако и у Београдској берзи и код њених чланова – берзанских посредника, да трговање акцијама озбиљније отпочне. Одговорно се може тврдити да су сви актери у послу организовања трговања, самог трговања, као и његове регулације и контроле спремни за своје улоге.

Ваља овом приликом истаћи да је почетком фебруара ове године у оквиру Народне банке Југославије – Завода за обрачун и плаћања отпочео врло интензиван и озбиљан рад на реализацији пројекта централног депоа и централног регистра хартија од вредности, са системом клиринга и салдирања. Недостатак ових постулата финансијског тржишта представљао је озбиљну препреку развоју југословенских финансијских тржишта, а посебно тржишта капитала и са великим задовољством аутори апострофирају да се озбиљно ради на њиховом увођењу у наш финансијски систем. У овом моменту је познато опредељење чланова радних група које припремају текст новог Закона о тржишту хартија од

вредности, као и поменути пројекат у оквиру НБЈ – ЗОП-а да ће и централни депо и централни регистар, као и систем клиринга и салдирања свих врста хартија од вредности бити организовани јединствено и централизовано, тј, у једној институцији, а да ће организационо – технолошке, техничке и кадровске потенцијале за те послове обезбедити управо НБЈ-ЗОП. Према том концепту систем емисије и обављање купопродајних трансакција са свим врстама хартија од вредности које су предмет јавне продаје подразумева да се хартије не штампају, већ да се и примарна и секундарна продаја обавља са нематеријализованим хартијама од вредности у облику електронског записа. Обавеза сваког емитента хартија од вредности је да упишу – региструју хартију у Централном регистру хартија од вредности, депоу и клирингу, чиме се обезбеђује да се и промет тих хартија спроводи по процедури која подразумева обавезу евидентирања сваке промене власништва код Централног регистра.

На овај начин се стварају предуслови да и у нашој земљи тржиште капитала, односно поступак емитовања и трговања власничким хартијама од вредности, али и свим другим врстама хартија од вредности, буде потпуно транспарентан и јаван, у складу са светском праксом, што је у функцији јачања поверења, фер трговања, заштите инвеститора, али и емитената.

Закључне напомене

Изузетно је важно што су у последње време интензивирани припреме код свих учесника у процесу трговања акцијама из својинске трансформације у циљу отклањања нејасноћа, недоречености прописа, неразграничења надлежности и слично, односно припремања за одговарајуће - ефикасно, транспарентно, фер и јавно трговање акцијама. Низ састанака који су у протеклих месец - два одржани у овом циљу отклонили су многе препреке и може се рећи да су сви актери спремни. Сигурно је да ће пракса показати да постоје још многа нерешена и нејасна питања, али најважније је да процес секундарног трговања отпочне. Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште, Министарство за власничку трансформацију Републике Србије и њена Дирекција, Београдска берза, берзански посредници и овлашћене банке су пред историјским задатком и одговорношћу, али ипак пресудну реч имају власници акција и потенцијални инвеститори. Сви остали су у прилици да им на одговарајући начин помогну, да их подстакну, али коначна одлука - продати или купити је на власнику акције и купцу – инвеститору.