

*Миодраг Јекнић,
помоћник генералног директора
у А. Д. Granexport, Београд*

Правила о трговању хартијама од вредности

Уводне напомене

Дефинисана основна тема "Предузећа и хартије од вредности" не само да је актуелна и на микро и на макро плану, већ је и прави изазов за целокупну економску и правну стручну и научну јавност, али и шире. Зато се организаторима овог Конгреса мора одати дужно признање и, полазећи од бројних питања са којима се предузећа сусрећу, дужна захвалност за све досадашње и надамо се будуће доприносе у решавању истих. Ово је уједно позив струци и науци, појединцима и институцијама да се брже и ангажованије укључе у реформске процесе даљег развоја нашег економског и финансијског система и обнове земље.

"Правила о трговању хартијама од вредности (ХВ)" су ако не најтежи, оно за сигурно најосетљивији проблем од државне и националне важности до значаја за свако предузеће и сваког појединца у и изван предузећа. Зато је овај рад само прилог укупним активностима и осмишљавањима да се ово питање оптимално реши примерено садашњим друштвено-економским условима и реалним могућностима, имајући при том на уму да се грешке и штете, које су се јављале у другим земљама транзиције, не понове и не догоде у нашој земљи.

Финансијско тржиште и тржиште ХВ

Даљи развој нашег економског и финансијског система на институционалном плану захтева стварање и развој финансијских тржишта, која треба да постану

банкама алтернативни и комплементарни механизми за брзо тржишно оцењивање вредности предузећа (осим када тржиште греши), као и за алокацију додатног капитала за финансирање развоја предузећа, пре свега акционарског типа власништва, али и државе у вези са (неискоришћеним) дефицитним финансирањем.

Према томе, дилема у вези избора базног модела - финансијско тржиште или банке је решена званичним залагањима за **мешовит модел**. Значи, потребно је даље развијати финансијско тржиште, али и један нов концепт универзалног банкарства и статуса банака као природно највећег учесника на њему.

Тржиште ХВ је сада и перспективно најзначајнији сегмент укупног финансијског тржишта. Својинском трансформацијом предузећа, емитовањем ХВ по Закону о предузећима и по другим законима и прописима (нпр. обвезнице по основу старе девизне штедње и сл.) креирана је значајна маса ХВ - тржишног материјала, пре свега акција, због чега се очекује значајнији почетак трговања акцијама и функционисање тржишта ХВ. Употпуњавањем институционалне инфраструктуре, као што су Закон о тржишту ХВ и Закон о инвестиционим фондовима, заокружиће се систем институција финансијског тржишта, уз очекивани почетак рада Акцијског фонда и Централног регистра, клиринга и депоа акција и акционарских права (вероватно при НБЈ-ЗОП).

Такође се очекује употпуњавање остале законске инфраструктуре, као што су Закон о рачуноводству, Закон о ревизији, Закон о основама приватизације, Закон о својинској трансформацији и вероватно још једног броја других. Дакле, ради се о убрзаном процесу развоја тржишта ХВ, који очигледно касни за реалним токовима креирања ХВ, односно примарне трговине (продаје и куповине) ХВ и потребама секундарног трговања ХВ.

2. Тржиште ХВ и регулација

Битно базно питање у вези развоја тржишта ХВ је његово организационо моделирање. Доскора присутна дилема је изгледа решена:

- централизовано тржиште ("све на берзу и сви на берзу") није прихватљиво решење услед могуће монополизације и доказане светске праксе о не тако мањој ефикасности, па чак и одређеним предностима, функционисања ванберзанског трговања (регулисано - паралелно и саморегулисано - слободно) или чак најсавременије могућности ИНТЕРНЕТ електронских трговања, или
- потпуно децентрализовано тржиште - нерегулисано ванберзанско пословање (интерна тржишта) била би друга крајност такође неприхватљива као решење, због низа разлога као што су мањак информација и јавности отежан систем контроле и одговорности, висока цена организованости и сл.

Оптимално решење за организационо моделирање тржиште ХВ у нашим условима је изградња СИСТЕМА РЕГУЛИСАНИХ ЈАВНИХ ТРЖИШТА на

којима се обавља јавна трговина ХВ искључиво преко овлашћених берзанских посредника или касније њихових међусобно повезаних информационих система.

Основни носилац регулације тржишта ХВ у скоро свим земљама па и у нашој је Комисија за ХВ и финансијско тржиште, која функционише на савезном нивоу. Њен рад се хармонизује са међународним стандардима (и директивама) путем одговарајућих законских пројеката, који би требали бити у складу са циљевима и принципима регулативе ХВ међународне организације националних Комисија за ХВ, и то:

- заштите инвеститора,
- обезбеђивање ефикасности транспарентног тржишта, и
- смањивање системског ризика.

Главни разлози **државне регулације** су у **асиметрији информација**, између емитената који су по правилу добро информисани и учесника на финансијском тржишту, односно купаца који по правилу имају дефицит информација.

Поред поменутих три циља, стандардизовано је и тридесет различитих принципа, који су везани за регулацију, а који су разврстани у осам категорија, и то:

- статус регулаторног органа (Комисија),
- принципи саморегулативе - саморегулаторна комуникација,
- спровођење регулативе,
- сарадња регулаторних органа,
- принципи који се односе на емитенте,
- колективне инвестиционе шеме, пре свега отворени инвестициони фондови,
- класични берзански посредници и
- функционисање секундарних тржишта.

Ова осма група међународних принципа подразумева таквих система трговања, укључујући и берзе ХВ, који треба да буду предмет регулаторних овлашћења и надзора, а који има за циљ да обезбеди одржавање интегритета трговања кроз **поштена и правична правила**.¹⁾

Имајући у виду наведено, као и конкретне потребе из праксе утврђен је модел регулације као комбинација принудне регулације односно државне присиле Комисије према свим учесницима на тржишту ХВ и само регулаторних институција, берзи и асоцијација берзанских посредника, па и самих емитената (самоорганизовање свих учесника тржишта). Циљ државне регулативе и саморегулативе на финансијском тржишту је стварање неопходног **поверења**, не само у интересу финансијског тржишта у целини, већ и због свих учесника на финансијском тржишту.

1. Шире о томе на страни 21. "Трансформација предузећа и финансијска тржишта", Зборник радова са саветовања у Врњачкој бањи у организацији Економског факултета - Центар за хартије од вредности и Савезне комисије за ХВ и финансијско тржиште, Београд, 2000. г.

3. Предузеће и трговање ХВ

Својински трансформисана предузећа и она која ће то ускоро бити налазе се пред питањима организовања, регулисања и контролисања емитовања хартија од вредности и низа права по основу тих ХВ, односно речју управљања сопственим акцијама. Свакако је централно питање у томе пренос и секундарни промет (трговање) ХВ, чему у наставку посвећујемо већу пажњу.

Управљање сопственим акцијама обухвата више основних функција, принципа и правила, од којих су најважнији:

- избор компетентног и одговорног стручног тима, оптимално руковођење и одлучивање,
- нормативно регулисање акција предузећа ради ближег утврђивања права, обавеза и одговорности предузећа као емитента и потенцијалног купца и продавца сопствених акција, затим акционара као могућих купца и продаваца и других учесника у трговању ХВ, уважавајући принципе саморегулације и државне регулације и контроле,
- организација евиденција коју води предузеће у вези акционара, акција и других ХВ,
- организација припрема за трговање ХВ која обухвата избор берзанског посредника и ревизора, као и одговарајућа верификација (директна или индиректна од стране Савезне комисије за ХВ и Министарства за економску и својинску трансформацију)
- информисање и едукација акционара и органа предузећа, са посебним акцентом на откривање и спречавање манипулација и других непоштенних пракси трговања,
- утврђивање пожељних дугорочних циљева стабилне својинске структуре и следствено томе одговарајуће политике предузећа у домену примарног и секундарног трговања ХВ.

Циљ изградње правила трговања је изградња поверења у финансијско тржиште, односно спречавање компромитовања, а тиме и свих државних регулаторних и саморегулаторних настојања. Другим речима, у питању је изградња новог система вредности на финансијском тржишту и тиме тржишту ХВ, при чему су битна два критеријума - законитост и морал ("и што није забрањено може да не буде поштено").

Прилагођавајући се карактеру овог рада и стручној публици која је примарно правна и привредно - правна, у наставку ће бити наглашена само нека потребна преиспитивања, утврђивања и прилагођавања правила трговања ХВ, посматрано нарочито са аспекта предузећа.

1) Избор компетентног и одговорног стручног тима

У зависности од величине предузећа, његовог кадровског потенцијала па и финансијских могућности формирају се различити стручни тимови (интерни, екстерни, комбиновани). Они су прва иникација успешности креирања и пословања

са ХВ. Више него икада у њима је обавезна правна струка, економска и финансијска, али надасве компетентна (са склоношћу ка иновирању знања) и свесна своје и туђе одговорности. Спољни сарадници и консултанци су пожељни, али обзиром да је већина без законске лиценце (која није ни прописана), као што су то проценитељи и брокери, остаје отворено питање како спречавати могуће последице и штете од погрешних предлога и одлука. Једно од решења је перманентна и појачана едукација лошијих стручних тимова и шире управе, надзорног одбора, синдиката и свих акционара и запослених.

2) Нормативно регулисање у предузећу

Не само због принципа саморегулације на тржишту ХВ, целисходно је да се Статутом или посебним општим актом (Правилник или Правила) утврде и регулишу бројна питања у вези акција и акционара. Овако дефинисана правила о картијама од вредности у предузећу могла би да подлежу обавезној државној верификацији (сагласност или мишљење) од стране Савезне комисије за ХВ или институције коју она овласти, као што је Удружење правника у привреди СРЈ и сл. или да се сачине унифицирајућа обавезујућа правила за сва предузећа или обавезни критеријуми и елементи таквих правила.²⁾

3) Организација евиденција које води предузеће

Правилно и тачно исказивање укупног а пре свега акцијског капитала и његове структуре према емисијама и серијама је обавеза предузећа. При том се исказују врсте и карактер акција (класе), број акција у комадима, њихова номинална вредност и дан исказивања те вредности (то је по правилу дан доношења Одлука о емисији акције).

На захтев предузећа Републичка дирекција за процену капитала издаје Решење о структури трансформисаног капитала и законитости поступка својинске трансформације, што је битан претходни услов и за трговање акцијама за остваривање осталих права акционара. Могући су проблеми ако се накнадно утврде незаконитости у поступку својинске трансформације када је трговање већ започело, због чега је формирање Централног регистра и депоа ХВ неопходно.

Најчешће компликације настају у случајевима када је предузеће емитовало тзв. савезне (I емисија) и републичке (II емисија) деоница, с тим што је Дирекција утврдила на дан 24. 01. 1994. г. ту вредност, а верификацијом процене евентуално другу вредност. Стање на дан 24. 01. 1994. г. је од значаја за исказивање појединачне акционарске структуре и искоришћеног попуста, а представља базу за прерачун на дан верификације процене, односно услед ревалоризације до дана Одлуке. Тако се долази до нове номиналне вредности тих деоница коју је најбоље Одлуком о конверзији или довести у корелациону везу са новим акцијама III емисије по ЗоСТ

2. Шире о овоме у истом зборнику радова са саветовања у Врњачкој бањи, на страни 199-214, видети рад овог аутора "Оперативна питања посттрансформације са аспекта предузећа"

или их изједначити у номиналној вредности. У супротном се јављају бројни оперативни проблеми код сазивања Скупштине акционара, обрачуна дивиденде, евентуалног штампања тих акција и сл.

Акције (деонице) из I емисије (оснивачке) и II емисије најчешће имају и једно право више у односу на наредне емисије (ако се законско право прече куповине укине), а то је поред права прече куповине акција наредних емисија и право прече куповине у секундарном промету. Такође је специфичност ових акција да се сходно ЗоСТ-у не морају продавати путем берзанских посредника и берзе, што заслужује додатно преиспитивање и регулисање.

Питање евиденција је само делимично регулисано постојећим Законом о рачуноводству, Законом о ХВ и Правилником о обезбеђивању услова за функционисање финансијског тржишта, те предузеће води поред књиговодствене евиденције и књиге акционара (акција) посебно за обичне, а посебно за приоритетне (повлашћене) акције. Књига акција, заправо, због електронске обраде и базе података, може бити исказана као књига акционара и као регистри акција по врстама, што са развојем акционарства подразумева касније и вођење посебних регистра права, варанта, односно финансијских деривата и сл. Са функционисањем Централног регистра ова питања ће се ближе решити.

Документација акционара у њиховом досијеу и подаци из књиге акција сматрају се сходно поменутом Правилнику пословном тајном. Ова књига, према томе, није јавни документ, али се подаци увек могу саопштавати акционарима и контролним органима у поступку вршења контроле. Принцип јавности трговања акцијама такође респектује ово правило о пословној тајни. Важност овог правила биће у директној корелационој вези са суштинским полазиштем - да ли акционарско друштво тежи да постане затворено акционарско друштво или не, а интенције приватности и сигурности инвеститора односно купаца вероватно ће искористити нове финансијске институције као што су инвестициони фондови, банке депозитари и сл.

Опредељење да се књига акција води путем електронског записа, а периодично штампа сходно Правилнику у књигу акција, сматрамо најрационалнијим и најцелисходнијим решењем. Ово и са разлога да ако предузеће ове послове повери брокеру или трансферном агенту, тада се лако могу водити две паралелне књиге акција и исте се лако ажурирају како у смеру од предузећа ка бокеру (нпр. подаци о отплаћеним акцијама), тако и обрнуто (нпр. пренос и трговина акцијама)

4) Дематеријализација ХВ

У складу са светским искуством и општим трендом дематеријализација ХВ, сматрамо да је (док се не стекну институционални услови) далеко упутније издавање Потврда које би замењивале акције. Само да подсетимо да се хартија на којој би се штампале акције углавном увози, те би са макроекономског аспекта то био огроман девизни одлив за земљу, а треба имати у виду и велике друштвене трошкове чувања тих ХВ. Но, на захтев акционара и о његовом трошку могле би се

штампати акције, при чему предузеће треба да донесе посебну одлуку не само са техничко - садржајног аспекта, већ и са аспекта апоенске структуре, трошкова и сл.

Код издавања Потврда постоји више оперативних варијанти. Једна је да се издаје електронски запис (као извод) било на бази књиге акција или на бази књиговодствених података, што зависи од намене Потврде. Примера ради, различите су и специфичне Потврде за потребе пореског органа од Потврда о проценту власништва над акцијским капиталом или од Потврда које би служиле у облигационе сврхе (нпр. залог) и слично. Друга варијанта, у случају издавања Потврда које замењују акције, је штампање збирне Потврде о акцијама на нешто квалитетнијем папиру и са свим прописаним обележјима, која ја међутим скупља од варијанте електронског записа на компјутерској хартији.

Посебно је питање да ли се Потврде обавезно периодично издају или по захтеву акционара. По нашем мишљењу због ревалиоризације акција (књиговодствена вредност акција), отплате акција на рате, промена услед преноса и трговања, сматрамо да би се најмање једанпут по истеку пословне године и извршене ревалоризације (или и утицаја могуће девалвације), а пре редовне годишње Скупштине акционара требало би издавати Потврде о стању акција са свим битним елементима као електронски запис. Током године Потврде треба издавати на захтев акционара, с тим што ће у перспективи заахваљујући интегрисаном развоју информатике и телекомуникација (нпр. модемска веза, говорна пошта и друге врсте информационих упита) акционар бити у активној позицији да не само буде информисан, већ и да располаже својим дематеријализованим акцијама и правима по основу акција, као што је интенција безготовинског начина плаћања путем савремене информатике и телекомуникација.

Због могућих злоупотреба Потврда, требало би свако издавање Потврда посебно евидентирати и оверавати од стране одговорног лица предузећа али и уговорног брокера односно трансферног агента предузећа (емитента), нарочито за потребе трговања. Сматрамо да је нецелисходно оверавање Потврда и од стране пословне банке (сходно чл. 20 Закона о ХВ) осим ако функцију брокера односно трансферног агента обавља банка или ако су стечене ХВ заиста депоноване у банци. И ово питање вероватно ће ближе регулисати функционисање Централног депоа ХВ, сходно обавезама из ЗоСТ-а о вођењу евиденција оствареног права на акције.

5) Ограничење преноса акција на име

Обзиром да су све акције из својинске трансформације обичне и да гласе на име, могућа су три ограничења преноса акција на име, од чега је једно законско по ЗоСТ, а друга два су аутономна (статутарна или уговорна), и то :

- право прече куповине приликом прве продаје акција по ЗоСТ,

- право прече куповине код сваке секундарне продаје, под условом да је предвиђено Статутом предузећа, односно Одлуком о емисији акција и тиме уговором,
- откуп сопствених акција акционарског друштва, сагласно Статуту, односно Закону о предузећима или Статутом утврђена сагласност (управног одбора) акционарског друштва, које на тај начин спроводи политику друштва или штити интересе акционара и друштва.

Из овога произилази могућа значајна улога управе предузећа, која се може дефинисати као управљање сопственим акцијама, при чему су обавезне сагласности и контрола поштовања права прече куповине, а опциона је могућност откупа сопствених акција, али и обавезна продаја откупљених акција у року од годину дана, сходно Закону о предузећима.

У оперативном смислу, Управни одбор најчешће доноси одлуку о избору берзанског посредника за обављање послова агента и /или посредника, а може формирати и своје стручно тело (Комисију) у оквиру предузећа за спровођење и праћење спровођења политике друштва. Управни одбор може доносити и препоруке, како би акционари благовремено били обавештени о политици друштва и заштити њихових интереса, с тим што би ове препоруке морале бити јавне најмање до нивоа овлашћеног берзанског посредника, а све у циљу демонополизације информација које емитент поседује у односу на потенцијалне купце.

Практично по захтеву акционара за пренос или промет (продају) акција претходно одлучује Управни одбор или тело које он овласти, у одговарајућем року, при чему се, поред контроле тачности и законитости, *de facto* врши селекција захтева на (1) дате налоге (понуде) за продају акција или (2) су то одобрени захтеви за пренос власништва и упис промене акционара у књизи акција на основу ваљаних исправа о правном основу преноса (нпр. судске и арбитражне одлуке, уговори о поклону, доживотном издржавању, дозвољеној размени за друге ХВ, залогу, измирењу обавеза према повериоцима, трансакције минималног обима - мање од свежња акција - рецимо 10 комада и сл.). На овај начин долазимо до дистинкције појмова преноса акција по основу трговања, као доминантном, и преноса акција без трговања.

4. Предузеће и берзански посредници

И да нема законских одредби по којој се промет акција врши преко берзанских посредника, бројна предузећа, нарочито мала и средња, биће принуђена да затраже стручну помоћ и учешће берзанских посредника (брокери, дилери, овлашћене банке, трансферни агенти, маркет мејкери итд.). Међутим, број берзанских посредника (око 50) је тренутно релативно мали (и прилично незаинтересован) у односу на сса 7000 предузећа која треба да изврше својинску трансформацију. Друго је питање територијалне неусклађености берзанских посредника са предузећима широм територије Србије. Решење се назире у већој едукативној и организа-

циној активности не само Берзе и Удружења берзанских посредника, већ и Удружења банака, асоцијација емитената, па чак и удружења акционара. У одсуству тржишних интереса посебну улогу треба да имају државне и парадржавне садашње и будуће институције, као што су НБЈ-ЗОП, фондови, ПТТ, осигуравајуће компаније, и др. На овај начин би се део послова изместио и преузео од предузећа.

Предузећа би уговором дефинисала које послове у вези акција и других ХВ би самостално обављала, које послове би заједнички (комплементарна паралелност) обављали, а које би пренели на даваоце услуга, и то следећих могућих:

- едукација и информисање акционара,
- вођење књиге акција (књига акционара и регистри акција),
- издавање потврда и евентуално штампање акција,
- послови везани за нестанак, губитак, крађу или уништење акција,
- послови везани за Централни регистар ХВ, Савезну комисију за ХВ, Берзу, Министарство за својинску трансформацију и евентуално Дирекцију за процену капитала,
- обрачун и евиденција исплате дивиденди,
- евиденција делегираних права из акција на заступника или пуномоћника,
- стручна помоћ код преноса акција и уписивања у књигу акција (индосамент),
- вођење послова трговања акцијама,
- информисање акционара са правом прече куповине у примарном и секундарном трговању,
- трговање акцијама на термин,
- остали послови иманентни трансферном агенту и берзанском посреднику у трансакцијама са ХВ предузећа.

Управни одбор или Скупштина предузећа доноси одлуку о избору берзанског посредника, пожељно члана Берзе, и са њим склапа уговор на одређени рок. Предузеће надаље одлучује између две могућности за комуникацију са акционарима (или користи обе): једна би била као релација ПРЕДУЗЕЋЕ - БЕРЗАНСКИ ПОСРЕДНИК - АКЦИОНАР (директно, преко клубова акционара или удружења акционара, односно инвестиционих фондова), а друга БЕРЗАНСКИ ПОСРЕДНИК - ПРЕДУЗЕЋЕ - АКЦИОНАР. Ова друга могућност ће бити вероватно интересантнија за велика предузећа и велике привредне системе, која би *de facto* организовала јавно међуакционарско тржиште у склопу свог система, али уз обавезно учешће берзанског посредника и уз испуњење свих прописаних услова за такво организовање. Други разлог за организовање оваквог јавног међуакционарског тржишта био би, код великог броја предузећа, територијална дислоцираност или дисперзија од берзанских посредника и нужно велики трошкови који би се у супротном појавили. Уколико би се ови аргументи прихватили, решавају се најмање две дилеме: међуакционарско јавно тржиште није нити сиво нити интерно и друга дилема око места трговања се релативизује аргументима јавности и прописане организиванисти. У будућим условима потпуног информационог система за тргова-

ње ХВ, место трговања ће бити потпуно ирелевантно. Заправо праве дилеме у садашњим условима су начин трговања и цене ХВ.

Могући учесници на оваквом међуакционарском тржишту би дакле били: акционари са правима прече куповине (који по правилу надмашују број запослених акционара), акционари који врше пренос акција без трговања јавним путем, предузеће ако врши откуп или продају сопствених акција, Акцијски фонд укључујући 10% акција које се преносе РФ ПИО, а могли би бити и новозапослени који нису акционари, као и сви учесници на тржишту ХВ, што ће зависити од начина трговања појединим ХВ (слободна или регулисана ванберзанска трговина или берзанска).

Уколико би Акцијски фонд организовао сопствено јавно тржиште тада би учесници на том тржишту ХВ најпре били акционари са правом прече куповине, затим грађани са правом примарне куповине по основу година радног стажа у недржавном и недржавном (приватном) сектору, као и остали инвеститори.

По правилу, учесници на тржишту акција (продавци и купци) најчешће ће остваривати трансакције у слободном варбензанском трговању, преко берзанских посредника предузећа или берзанског посредника Акцијског фонда, при чему терба да постоји алтернативна могућност и право сваког акционара, ако је испоштовано право прече куповине и евентуално друга ограничења преноса акција на име или уз то ограничење, да може понудити акције на продају и преко Берзе, под условом да се не нуди нижа цена од оне која је нуђена на другим јавним тржиштима и не мања количина од свежења или одређеног вредносног лимита. Ово је важно питање заштите интереса малих акционара када продају акције, како не би дошло до њихове распродаје и компромитовања тржишта ХВ. Због тога је чиста илузија да ће тржишно формиране цене бити увек и поштене. Ово из разлога великог дебаланса између знатно веће понуде и релативно мале платежно способне тражње, што силом економске законитости доводи до релативно ниских цена, бар на почетку трговања акцијама. Ради тога неопходне су мере за повећање тражње и смањење понуде. Једна од институционалних мера је формирање инвестиционих фондова и то нарочито запослених, који би уједно допринели развоју радничког акционарства.

5. Начини трговања и цене акција

Као што је претходно образложено, место трговања по правилу има секундарни значај у секундарном трговању ХВ. Примарни значај има начин трговања и његов утицај на трансакционе цене акција. Због овога је основни регулаторни задатак регулаторних или саморегулаторних тела да за сваку врсту ХВ утврди метод или начин трговања, а у зависности од броја налога и обима трансакција водећи рачуна о интересима клијената.

Имајући у виду интересе предузећа, равноправност свих акционара, као и недовољну развијеност тржишта ХВ, преовлађујуће је становиште да се трговање

акцијама обавља по јединственој преовлађујућој цени која се формира дисконтинуираним аукционим методом на бази свих примљених налога за продају и куповину до момента оржавања аукције. Овај метод обезбеђује транспарентност и јавност трансакција, јер је већи број налога у интеракцији, за разлику од континуираног начина трговања или упаривања налога путем непрекидно отворене књиге понуде и тражње. По овом методу налози се извршавају по јединственој, а не вишеструкој, клиринг цени, мања је ценовна нестабилност и нижи су трошкови у односу на континуирани аукциони метод – метод непрекидне трговине. Оваква метода утврђивања цене посебно се примењује на тржишту на ком се тргује са малим бројем ХВ и код кога су потенцијалне осцилације цене врло велике, а такође на тржишту на коме доминирају мали инвеститори. Овај метод искључује временски приоритет налога, већ је једино битно да је налог примљен пре момента отпочињања јавне аукције. У примени овог метода битно је регулисање периодике аукција и стављање у међузависност са обимом купопродајних налога. Очекује се да почетне месечне касније буде замењене десетодневним или недељним аукцијским састанцима. Друго питање је дозвољено одступање цене на периодичним аукцијама, односно однос нове и претходне цене трговања, због чега би се у случајевима већих одступања од пет до десет посто наниже, требало одлагати трговање за наредну аукцију.

У практичном трговању, сви куповни и продајни налози прикупљају се код овлашћеног берзанског посредника, при чему су битни елементи налога да ли је куповни или продајни, количина, датум налога, важност налога до одређеног рока и опредељење цене као лимитативне или преовађујуће.

Започето континуирано трговање акцијама, без обзира што је на добром месту као што је Берза, има више мањкавости, а једна од евидентних последица је ниска цена трговања, која је не само испод номиналне вредности, већ и испод књиговодствене. Уколико бисмо поштено резоновали да у нашим условима номинална вредност има на наличју и своју тржишну динарску противвредност идеалног акционарског дела процењене вредности предузећа у девизном еквиваленту равноправно са новим динарима, при чему се номинална вредност ревалоризује далеко испод тржишне, онда је закључак о неперфектности тржишта недвосмислен и индикативан за све поштене чиниоце развоја тржишта ХВ и Правила о трговању ХВ. Због овога се предлаже утврђивање доњег лимита трансакционе цене трговања акцијама из својинске трансформације на нивоу вредности предузећа утврђеној најмање по методи ликвидационе вредности.

Резиме

У раду се полази од мешовитог модела финансијског тржишта и тржишта хартија од вредности, које треба да се моделира као систем регулисаних јавних тржишта на којима се обавља јавна трговина преко овлашћених берзанских посредника.

У нашим условима неопходно је преиспитивање, прилагођавање и утврђивање правила о трговању, при чему се полази од тржишта ХВ и државне регулације и саморегулације.

Припреме за трговање у предузећима обухватају низ стручних и управљачких послова, као што су избор стручног тима, нормативно регулисање, организација неопходних евиденција које води предузеће, дематеријализација ХВ и ограничења преноса акција на име.

Посебно се обрађује дефинисање односа предузећа са берзанским посредницима, место и начин трговања и цене акција.