

*Др Зоран Јеремић,
директор Београдске берзе, Београд*

Хармонизација берзи у оквиру европских интеграционих процеса

Процес глобализације највидљивији је управо на подручју финансијских тржишта. Интеграција светских берзи одвија се великом брзином, па се понекад чини као да ће се већ у блиској будућности догодити да се све берзе споје у једну мрежу, са истом регулативом, истом платформом и стандардима трговања, где ће се капитал свуда слободно шетати без обзира о којој се земљи ради. Иако је сада тешко замислити да се такав сценарио заиста у реалности и догоди, интеграциони процеси у развијеним земљама хватају све већи замах. Поставља се стога питање: где је у овом тренутку наша земља и како ухватити прикључак са светом након изгубљене деценије у којој је, због свега што се дешавало, о тржишту капитала било могуће само размишљати.

Нови сет реформских закона, од којих су за ову област најважнији закони из области приватизације и закони о финансијским тржиштима, отварају питања везана за развој берзанског пословања и креирање тржишта капитала. Конкретни резултати у повезивању са другим берзама које је у овом, релативно кратком времену постигла Београдска берза, учинили су да се осетимо као да је тај развој фактички започет. Питања приватизације и развоја тржишта капитала су међусобно условљена и неодвојива, те стога треба да буду део конзистентног концепта који ће довести и до квалитетне приватизације, али и до развоја финансијских тржишта. То међутим, мора бити остварено уз интензивну сарадњу и прожимање са искуствима, техничком помоћи у знању, едукацији, софтверима и платформама за трговање других берзи, али и уз спознају концепта којим ће се путем ићи у европске интеграције. Налажење праве стратегије подразумева избегавање грешака

које су имале друге земље у транзицији и коришћење позитивних искустава. Стога се отвара стратешко питање: какво тржиште капитала желимо да креирамо и како да то најефикасније спроведемо, али истовремено и питање како да нам тржиште капитала и његове институције помогну да се најефикасније укључимо у интеграционе процесе?

Креирање тржишног амбијента и владавине права, стварање услова за домаће и стране инвеститоре кроз будући економски програм, као и сам интерес акционара, требало би да доведу до друге фазе која је надградња над процесом приватизације, а у којој ће доћи до секундарног трговања акцијама, што у нашем случају значи и почетак правог берзанског пословања, јер се до сада трговало углавном краткорочним кредитним хартијама. Покретањем секундарног промета делимично би се решавао и проблем неефикасности инсајдерске приватизације у смислу неподобности тог модела за реструктурирање предузећа.

Увођење спољних власника и концентрисање власништва треба да доведе до суштинског другог корака код инсајдерске приватизације који ће обезбедити отварање фирми за нове инвеститоре и власнике, који ће обезбедити и нови капитал, приступ тржишту, управљачки know how и поставити нови менталитет и начин рада фирме. Све то неће бити могуће без отварања тржишта капитала.

С друге стране инвеститорска приватизација такође треба да има у виду потребу да се макар и део акција великих и добрих фирми понуди преко берзе малим инвеститорима, али и будућим инвестиционим фондовима и страним инвеститорима.

Изградњу потребне инфраструктуре, међутим, неће бити могуће остварити без интензивне сарадње са другим финансијским тржиштима. Стога је занимљиво видети шта се на том подручју дешава у свету, а пре свега у Европи, као и дати одговор на питање шта у том погледу треба да ради Београдска берза, као тржишна, кохезиона институција тржишта капитала које тек треба да настане у Србији.

Европски интеграциони процеси у области берзанског пословања

Суштина стварања услова за успешну европске интеграционе процесе, односно креирање јединственог тржишта, јесте управо хармонизација односно усаглашавање правила и укупне регулативе за обављање финансијских услуга. Мада степен хармонизације тржишта хартија од вредности, укључујући регулативу, супервизију, рад надзорних органа и берзи, није на нивоу усаглашености монетарног и банкарског сектора, тежи се што већој интегративности. Концепт европске комисије за хартије од вредности по угледу на амерички SEC, чини се да у овом моменту ипак није реално остварив у кратком периоду, већ ће се усаглашавање регулативе одвијати кроз јачање FESCO – федерације европских комисија за хартије од вредности. Када се ради о берзама, сличну улогу има, FESE – федерација европских берзи.

Када се ради о берзанском пословању, интеграциони процеси се одвијају и под великим утицајем напретка технологије, информатике и развоја интернета. Готово све берзе су електронске. Електронски систем за трговање лакше је интегрисати него клиринг и салдирање, поготово када се ради о преко граничном повезивању више берзи.

Euronext је формиран уједињавањем берзи у Амстердаму, Бриселу и Паризу, чиме је модификован Euro-NM. То је била мрежа формирана 1996. од стране берзи у Паризу и Бриселу, којој су се прикључиле берзе у Амстердаму, Милану и немачки Neuer Markt, са циљем формирања мреже растућих тржишта. Овај концепт био је најјаче уздрман падом акција технолошког сектора у 2000. години.

Euronext је званично отворен 22. септембра и то је први пут у свету да три берзе из три земље се и формално споје у једну, оформивши једну компанију, уз јединствену платформу за трговање, клиринг и салдирање.

Планови за интеграције се овде не заустављају, јер Euronext планира да заједно са Њујоршком берзом, берзом у Токију, Аустралијском берзом и Берзом у Торонту, креира највеће тржиште акција на свету – **Global Equity Market** чиме би се остварила економија обима у највећем степену.

London Stock Exchange и **Deutsche Borse** креирају нову компанију **IX**. Поред тога ова компанија и амерички Nasdaq потписали су меморандум о сарадњи да би формирали паневропско тржиште за компаније са високим растом. Ова берза биће базирана у Лондону, а оперативно ће се управљати из Франкфурта. Ту ће се котирати најквалитетније европске фирме а оперативни систем је Xetra.

NEWEX је нова берза за акције источне и централне Европе формирана крајем 2000. од стране са седиштем у Бечу, а у власништву Deutsche и Wiener Borse. Берза ће имати два сегмента, а компаније ће бити примане на Званично и Полузванично тржиште.

Сви емитенти чијим се акцијама тргује имају обавезу да достављају годишње извештаје усклађене са међународним књиговодственим стандардима, кварталне информације, као и информације које могу да утичу на цене акција. Компаније са листинга обавезују се да изложе календар корпоративних догађаја. На првом сегменту компаније морају поседовати најмање 20 милиона еура вредности акција којима се тргује, а на другом сегменту 10 милиона еура. У фокусу NEWEX-а су фирме из Пољске, Чешке, Мађарске и Русије. Инвеститори ће бити углавном из западне Европе.

Када се ради о регулативи, као најважније се могу навести **ISD (Investment Services Directive)** и **CAD (Capital Adequacy Directive)**. Слично као што је урађено Другом банкарском директивом када су биле у питању банке, ISD је успоставио “европски пасош“ за одговарајуће фирме које се баве тржиштем хартија од вредности. Такође је успостављен ток информација о трговању које су на екрану за трговање између различитих берзи које тргују електронски.

Значајна је такође и “*Insider Trading Directive*”. Припрема се и “*Market Manipulation Directive*”, али је код обе проблем што се ове радње тешко доказују, па у пракси има мало утврђених случајева.

Заједничко признавање Prospektusa је важна област на чијем се усавршавању ради, али су национална законодавства и посебни захтеви појединих држава још увек у значајној мери присутни, што отежава несметано листирање фирми на различитим берзама.

Активности Београдске берзе на успостављању међународне сарадње

Важност укључивања у интеграционе процесе на финансијским тржиштима за нашу земљу има посебан значај, обзиром да смо ван тих процеса били читаву деценију. Стога је Београдска берза одмах након укидања санкција ЕУ приступила интензивном програму успостављања сарадње са другим берзама и финансијским институцијама.

Укључивање у ове процесе неће бити брзо и лако, јер смо миљама далеко од свих њих. Иако је Београдска берза за наше услове имала добру инфраструктуру, она мора од почетка да гради све што је везано за трајна решења, упоредива са другим берзама. Треба подсетити да делови инфраструктуре као што су на пример централни депо и централни регистар још уопште и нису у функцији, а да у земљи већ постоји преко 200 хиљада акционара и 800 фирми у процесу приватизације, као и да ће нови Закон о приватизацији отворити нове могућности трговања. То значи да проблеме изградње инфраструктуре, електронске платформе за трговање која ће у другој фази елиминисати салу за трговање, регулативе, правила, техника и модела трговања, дакле цео комплекс питања, треба хитно решавати.

Очито да је једина могућност за то техничка помоћ и пуна асистенција у свим доменима од стране других берзи. Стога је Београдска берза од првог дана укидања санкција стартовала са интензивним радом на повезивању са другим берзама, захтевима за техничку помоћ на бази већ припремљених материјала који се уобичајено захтевају, као и у офанзивну промотивну кампању која је настојала да проблеме развоја тржишта капитала држи упоредо са отварањем концепта приватизације.

У досадашњем, релативно кратком периоду, Београдска берза најдаље је отишла у сарадњи са Атинском берзом, која је показала и највећу заинтересованост да пружи пуну подршку.

Традиционална повезаност земаља и заинтересованост привредних субјеката из обе земље, чланство у Европској унији, нов систем за трговање, регулатива која је у целини усаглашена са регулативом ЕУ, разлози су зашто је ова сарадња више него добродошла. На бази потписаног протокола о сарадњи између две земље и обе берзе, започело је коришћење програма техничке помоћи, а у поступку је

усаглашавање комплетног програма изградње инфраструктуре тржишта капитала, који ће затим бити званично понуђен надлежним министарствима.

Започела је сарадња и са Бечком берзом, односно Newex-ом, у току које се дошло и до могућности њеног заједничког наступа са Атинском берзом према одређеним фондовима Европске уније за које би се заједнички направили програми. Сарадња са Бечком и Немачком берзом значајне су јер су то земље из којих се очекују највећи инвеститори, како фирме – пословни партнери, тако и наши људи из дијаспоре.

Љубљанска берза имала је успешну презентацију своје комплетне инфраструктуре за трговање, коју је већ понудила осталим републикама чланицама бивше државе, што свакако представља и део њихове укупне, као и увек добре, државне и тржишне стратегије, повезан и са улогом коју ће ова берза имати у регионалним интеграцијама.

У току су разговори око укључивања Београдске берзе у FESE – федерацију европских берзи. Ово чланство у почетној фази може бити само у статусу коресподентског члана, као што је то и у FIBV – међународној федерацији берзи - али је и то веома значајно јер обезбеђује пун приступ свим информацијама и укључивање у важне догађаје.

SECI иницијатива, као иницијатива за интегрисање Југоисточне Европе је незаобилазан део свих интеграционих процеса за Србију као и друге земље региона. Када се ради о интеграцији берзи, у овој иницијативи убедљиво доминира Истамбулска берза, која је најача у региону, али активно учешће имају и остале берзе. Ова берза такође је изразила пуну спремност да пружи сваку врсту помоћи Београдској берзи.

Јачање веза са другим берзама доводи стране инвеститоре и учвршћује њихово поверење. Инвеститори у новим тржиштима виде шансу да остваре веће профите, а шанса Србије је у томе што је то тржиште које је до сада било затворено за стране инвеститоре. Страни инвеститори, међутим, поред осталих предуслова, траже и пуну информисаност и извештавање по међународним стандардима, као и ефикасан систем трговања, клиринга и салдирања, брзину и сигурност целог процеса. Ефикасност, ниски трошкови, фер процес и сигурност основни су предуслови за њихов долазак. Оно што такође треба урадити је да се што пре дизајнира стратегија будућег тржишта капитала која треба да одговори и на питања као што су: ко су циљни инвеститори и како механизам трговања прилагодити њима, ко су циљни страни инвеститори, да ли систем дизајнирати да равноправно подржава велики број малих домаћих инвеститора или мали број великих страних, или пак комбиновати, како максимално користити механизам и инфраструктуру берзе и у другим моделима приватизације, како комбиновати прикупљање капитала емисијама акција али и дугорочним корпоративним обвезницама...

Искуства неких земаља у транзицији говоре да уколико се трговање не обавља на транспарентан, јасан начин, и уколико не постоји неопходна институционална инфраструктура, већ се процес одвија спонтано и неорганизовано то доводи

до неуспеха и компромитовања целог процеса. Ако не постоје јасна правила игре за све учеснике, појављују се конфликти интереса, страни и домаћи инвеститори се искључују из игре, а фаворизовује се менаџмент и групе које су блиске центрима одлучивања.

Долази до појаве *stripped the assets* и трансфера власништва од државног и општег ка групама појединаца који и немају намеру да реструктурирају фирме и учине их успешним, нити пак то знају.

Чини се стога да је организовано и регулисано трговање акцијама, уз јасна правила и пуну транспарентност процеса, објасану рефлекторима јавности рада на берзи, полазна основа за будући концепт развоја тржишта капитала. При томе треба имати у виду да у почетној фази није најважније само секундарно трговање, јер ће процес успостављања ликвидности тржишта и довођења фирми на листинг ићи спорије, већ је најважније да се механизам Берзе користи за транспарентну продају акција из власничке трансформације. Да би то било могуће треба уклонити сва ограничења за њихов промет и омогућити да се одмах може стећи већинско власништво над фирмом чије се акције продају. Истовремено треба све учинити да се не понове, или бар да се у што већој мери избегну, случајеви који се могу видети из негативних искустава које су имале друге земље. Кредибилитет берзе и висока репутација при томе морају имати приоритет.

Оно што је неспорно, јесте потреба максималног укључивања у европске интеграционе процесе и што бржа и ефикаснија изградње потребне инфраструктуре за тржиште капитала: од добре регулативе па до платформи за трговање. Све то ће, наравно, бити много лакше постићи ако се успостави добра међународна сарадња.

Литература: Интернет сајтови, Билтени Београдске берзе