

Небојша Јовановић,
ванредни професор, Правни факултет, Београд

UDK 336.763

Законски монопол берзи у препродаји вредносница

Резиме

Чланак објашњава нови систем препродаје вредносница, који је предвиђен Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године. Писац најпре даје краћи приказ новог система и организације целог тржишта вредносница, са посебним освртом на систем њихове препродаје. Након тога објашњава предности и мане новог система, дајући своје виђење вероватних последица које ће изазвати у пракси. Закључује да нови систем успоставља законски монопол берзи у јавној трговини вредносницама, те да је економски прескупи и правно сувише сложен за ефикасну и несметану практичну примену у нашим привредним условима.

Кључне речи: хартије од вредности; вредноснице; трговина; берза; корупција.

УВОД – Крајем прошле године донет је Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (даље: Закон), којим се успоставља нов систем трговине хартијама од вредности у нашој земљи.¹⁾ Њим се коначно укидају Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима из 1994. (Сл.

1. Сл. лист СРЈ, 65/02, од 29. XI 2002. Закон (даље у фуснотама: ЗТХВ) има 265 чланова, подељених у 11 делова: I. Опште одредбе, II. Хартије од вредности; III. Други финансијски инструменти; IV. Јавна понуда хартија од вредности; V. Обавештавање јавности и привилеговане информације; VI. Понуда за преузимање акција; VII. Овлашћени учесници на организованом тржишту хартија од вредности; VIII. Централни регистар хартија од вредности; IX. Комисија за хартије од вредности; X. Казнене одредбе; XI. Прелазне и завршне одредбе.

лист СРЈ, 90/94) и Закон о хартијама од вредности из 1995. године (Сл. лист СРЈ, 26/95, 59/98). Укинути закони су били много критиковани у пракси због површног, нејасног, недовољног и лошег уређивања трговине хартијама од вредности. Сматра се да су њихова правила ометала и само успостављање стварног тржишта хартија, а камоли његов иоле озбиљнији развој. Стога је стручни изазов да се предвиди вероватни будући "учинак" новог Закона, иако још није почео да се примењује.²⁾ Због превелике сложености и обимности разматрања целог Закона, оно се ограничава само на једну радњу у трговини хартијама, а то је њихова препродаја након емисије, или, економским речником казано, њихова "секундарна" трговина.³⁾

НАЗИВИ – Закон означава предмете трговине коју уређује изразима "хартија од вредности" и "финансијски инструмент", иако су језички непримерени, вероватно под стегом њихове традиционалне употребе и укоренености у нашој стручној књижевности.

2. ЗТХВ је објављен 29. новембра 2002. године, а *ситуиран је на снагу* већ следећег дана, иако се *примењује* тек након шест месеци од ступања на снагу, што значи од 30. маја 2003. године (чл. 265). Разликовање појмова "ступања на снагу" Закона од његове "примене" правно је бесмислено, јер у општој теорији права ступање на снагу општег правног акта, укључујући и закон, значи почетак његове примене у пракси, у смислу часа од ког су правни субјекти обавезни да се понашају по његовим правилима. Отуда су ступање на снагу и почетак важења (примене) правног акта, у ствари, један исти појам (вид. Чавошки Коста, Васић Радмила, Увод у право II, Драганић, 1996, стр. 129). Изгледа да су законописци тим разликовањем хтели да нагласе да су лица, на која се Закон односи (Комисија за хартије од вредности, издаваоци хартија, берза, трговци хартијама, Централни регистар и др.), дужна да се понашају по укинутим законима до почетка његове примене, а да у међувремену мора да се припреме за примену Закона доношењем одговарајућих прописа и усклађивањем своје организације и пословања са њиме (вид. чл. 264). Тај циљ је могао да се постигне и без такве "накарадне" терминологије и "доприноса" општој теорији права. Једноставно је могло да се предвиди да Закон ступа на снагу, рецимо, месец дана након објављивања у Службеном листу, а да су органи и лица, наведени у прелазним и завршним одредбама, дужни да у даљем року од пет месеци донесу њиме предвиђене прописе и да се ускладе са његовим правилима. Тиме би се избегло и кршење уставног начела о најкраћем времену ступања на снагу прописа (лат. *vacatio legis*), које износи осам дана од дана објављивања (Устав СРЈ, Сл. лист СРЈ, 1/92, чл. 116). У последње време се код нас уобичајило да прописи ступају на снагу пре истека тог рока, уз оправдање да је то нужно и у општем интересу. Ако је за неке прописе то и било нужно, сигурно таква нужност није постојала за ЗТХВ. Ако се има у виду да је писан дуже од пет година, уз неоправдана одуговлачења и прекидања, економска занемарљивост трговине хартијама код нас и објективна немогућност да се Закон одмах примени, због дужег времена потребног да се заинтересована лица упознају са његовим правилима, онда његово тренутно ступање на снагу заиста изгледа као обична напраситост законодавца и још један у низу оштрих удара на привреду, која је и без тога као "грогирани боксер".
3. *Примарном* се у економији сматра трговина (тржиште) у којој емитент први пут продаје хартије улагачима (тзв. радња емисије хартија, емисионо тржиште). Вид. Neil F. Stapley, *The Stock Market*, Woodhead-Faulkner Ltd., New Hampshire, 1986, стр. 16, 65 – 69.

Израз "хартија од вредности" је непримерен, јер је застарео у савременим условима пословања имовинским улагањима у финансијске и друге привредне подухвате. Данас у земљама са развијеним тржиштем финансијских улагања (тзв. инвестиционо тржиште) носиоци привредних подухвата (тзв. емитенти - обично компаније), више не издају својим улагачима хартије од вредности, као преносиве и стандардизоване *папирне* потврде о улагањима. Напротив, финансијска улагања се бележе на посебним рачунима улагача код банака или у централном државном регистру, тако да се њима тргује слично безготовинском промету новца. Та појава се назива "дематеријализација" хартија од вредности, јер их више нема у "материјалном" облику у виду комада папира, на којим се штампају. То је учињено и код нас новим Законом. Због тога је и израз хартија од вредности превазиђен, те је у Закону требало да се замени примеренијим. Како се хартијом данас сматра сваки запис, као исправа (писана изјава воље), о улагачевом имовинском праву према издаваоцу (нпр. на убирање прихода, на учешће у управљању и др.), на основу имовинске вредности коју му је дао, чини се да је бољи израз "вредносна исправа" или "вредносни запис".

Изразом "финансијски инструмент" Закон је обухватио како серијске хартије од вредности (акције, обвезнице и друге дужничке хартије и депозитне потврде), тако и друге предмете трговине, коју уређује у вези финансијских улагања у привредне подухвате (чл. 2). То су варанти, као потврде о имаочевом праву прече куповине хартија од вредности, финансијски деривати, као преносиви рочни уговори (чл. 16), и друге врсте "инструмената" скупљања и промета капитала. Израз "финансијски инструмент" је преузет из иностранства (енг. *financial instrument*, фр. *instrument financier*), те се одомаћио у нашој стручној књижевности, услед неспособности да се суштински разуме и преведе одговарајућим изразом, који одговара духу нашег језика.⁴⁾ Њиме се, као најопштијим изразом, означавају сва могућа имовинска права, која се продају и купују на тржишту финансијских улагања, укључујући и хартије од вредности. Тим изразом се, у ствари, означава свака исправа, која свом имаоцу даје неко имовинско право према њеном издаваоцу, као што је право на куповину нових хартија према издаваоцу, или право на чинидбу (испоруку хартија или исплату цене) према саговорнику у преносивом рочном уговору, или што друго, без обзира да ли је претходно ишта финансијски уложио, што је битна особина хартија. Како је, економски гледано, то имовинско право једна вредност, а исправа његов материјални "носач" или симбол, чини се да би се таква исправа најбоље означавала нашим изразом "вредносница" или "вреднота".

ПРИКАЗ СИСТЕМА – Основна идеја Закона је да подстакне и среди наше неразвијено и неуређено тржиште вредносница, као и да пружи заштиту улагачима у односу на издаваоце вредносница и трговце (чл. 1. ст. 2). Ту идеју Закон насто-

4. Вид. Уредба бр. 22/93 Савета Европске заједнице о инвестиционим услугама у области вредносница (*Council Directive on Investment Services in the Securities Field*, OJ L141/93; даље: Уредба ЕУ о инвестиционим услугама), Додатак "Б".

ји да оствари уређењем нове статусне и пословне организације тржишта вредносница.

Основни чиниоци (субјекти) *свјетских* организације тржишта јесу: 1) издаваоци вредносница (емитенти), као "произвођачи робе" за тржиште;⁵⁾ 2) улагачи (инвеститори), као потрошачи (купци) вредносница на тржишту;⁶⁾ 3) трговци ("брокерско-дилерска друштва"), као привредна друштва која се професионално баве трговином (препродајом) вредносница на тржишту или услугама у вези те препродаје (заступањем, комисионим наступањем, посредовањем, управљањем портфеља, чувањем хартија и инвестиционим саветовањем);⁷⁾ 4) берза, као компанија која се бави организовањем велетрговине вредносницама;⁸⁾ 5) Централни регистар хартија од вредности, као компанија која се бави евидентирањем свих серијски издатих вредносница у земљи на рачунима њихових емитената и ималаца, као и општим обрачуном (пребијањем) тражбина из уговора о њиховој продаји;⁹⁾ 6) Комисија за хартије од вредности, као самостална организација, са својством правног лица, која је надлежна да у име државе обавља послове правног уређивања трговине вредносницама, надзора њених учесника и њиховог дисциплиновања.¹⁰⁾ Осим Централног регистра хартија, који до сада код нас није постојао, остали субјекти тржишта вредносница су већ били предвиђени важећим прописима, али их Закон битно друкчије и боље уређује.

Пословна организација тржишта вредносница односно пословање вредносницама се заснива на две битне новине, које Закон уводи. Прва је дематеријализација хартија од вредности, а друга централизација њихове препродаје (секундарне трговине) у берзи. Законом уређена организација пословања вредносницама важи само за серијске хартије и друге вредноснице (варанти и финансијски деривати). Закон се не примењује на појединачно издате хартије, које служе испуњавању обавеза из текућих правних послова (нпр. менице, чекови, теретнице, складишнице), као и на исправе које нису хартије, нити вредноснице (нпр. полисе осигурања, потврде о дугу, штедне књижице).¹¹⁾

ДЕМАТЕРИЈАЛИЗАЦИЈА – Закон успоставља принудну дематеријализацију хартија од вредности код нас, обавезујући све емитенте да их убудуће издају само у виду електронских записа на рачунима код Централног регистра хартија. По њему су хартије од вредности "*електронски документи*" издаваоца, који гласе на име улагача, са једнаким правима и обавезама за све имаоце (чл. 5, ст. 6, чл. 6). И раније издате хартије, пре ступања на снагу Закона (нпр. у ранијим приватизацијама) мора да се претворе у електронске записе код Централног регистра, јер

5. ЗТХВ, чл. 5, ст. 5.

6. ЗТХВ, чл. 5, ст. 9.

7. ЗТХВ, чл. 5, ст. 10 и 11; чл. 84 – 145.

8. ЗТХВ, чл. 5, ст. 15; чл. 146 – 189.

9. ЗТХВ, чл. 190 – 216.

10. ЗТХВ, чл. 217 - 242.

11. ЗТХВ, чл. 2. и 3.

Закон има временски неограничено повратно дејство. Због тога је сваки издавалац дужан да дематеријализује све већ емитоване хартије у року од две године од дана оснивања Централног регистра и да поништи папирне исправе на којим су одштампане (чл. 262).¹²⁾ У том циљу издавалац мора да донесе "одлуку о дематеријализацији", коју доставља Централном регистру и, потом, објављује, у року од 15 дана од дана доношења, најмање у два дневна листа, која се продају на целом подручју наше земље. Одлуком се позивају имаоци хартија да своје "папирне" хартије предају Централном регистру у остављеном огласном року, који не може да буде краћи од 30, нити дужи од 90 дана од дана објављивања. Даном објаве одлуке, издате хартије губе својство хартија од вредности, претварајући се само у легитимационе папире за имаоце, ради остварења права на њихово претварање у електронске записе. Кад Централни регистар прими хартије од имаоца, отвара му посебан рачун, на који их уписује, чиме му се враћају у електронском облику.

Дематеријализација вредносница је данас све општија појава у свету. Многе земље су завеле принудну дематеријализацију, забрањујући емитентима да их штампају и обавезујући их да при издавању (продаји) уписују вредноснице на рачун ималаца код банака овлашћених за вођење рачуна. И препродаја издатих вредносница може само да се одвија "нематеријалним" путем, преносом са рачуна преносиоца на рачун прибавиоца. Неке државе су, слично нашој, завеле централизовану евиденцију издатих вредносница код законом овлашћене централне организације, а друге су допустиле децентрализовану вођење рачуна код мноштва овлашћених банака или обрачунских кућа.¹³⁾ Пошто дематеријализација омогућава једностав-

12. Централни регистар још није био успостављен у време предаје чланка издавачу (пишчева напомена).

13. Општу дематеријализацију, сличну нашој, заводи пољски Закон о јавној трговини вредносним папирима из 1997, чл. 7, 8. (даље: ЗПОЉ), хрватски Закон о издавању и промету вредносним папирима из 1995, чл. 2. (даље: ЗХРВ), словеначки Закон о нематеријализованим вредносним папирима из 1999. године, као и белгијско право. Делимичну дематеријализацију су спровеле земље са великим искуством у трговини вредносницама, као што су Француска и Британија. Француска је законом из 1982. завела принудну дематеријализацију свих серијски вредносница (*valeurs mobilières*) издатих након 3. новембра 1984., док је дотад емитоване хартије оставила у материјалном облику, уз могућност да се дематеријализују. Централна организација код које се региструју и преносе дематеријализоване вредноснице зове се скраћено SICOVAM. У Британији је Лондонска ефектна берза организовала посебан систем дематеријализације, који се скраћено зове TALISMAN. Добровољна дематеријализација постоји у САД, Републици Српској, Мађарској и Бугарској. В. Martin Lucien, *Traite de droit commercial*, tome 7: Bankues et Boruses (Juglart et Ippolito), 3 ed., Montschrestien, 1991, стр. 750; Закон о хартијама од вредности Републике Српске из 1998, чл. 3 (даље: ЗРС); Правилник о условима и поступку дематеријализације државних хартија и Правилник о Централном депозиту хартија Бугарске оба из 1996; Закон о увођењу вредносница на тржиште, инвестиционим услугама и ефектним берзама Мађарске из 1996, глава 12, чл. 80 – 90 (ЗМАЂ); Закон о вредносницама САД из 1933, чл. 2. В. Steinberg I. Marc, *Understanding Securities Law*, Matthew & Bender, 1996, с. 17.

није, брже, лакше и јефтиније пословање вредносницама, свакако да се ради о битном наретку у нашем правно-економском систему.

ЦЕНТРАЛИЗАЦИЈА – Централизација тржишта вредносница значи да његови учесници могу да њима тргују само на "организованом тржишту", као месту на коме мора да се сконцентрише сва понуда и тражња.¹⁴ Под организованим тржиштем Закон подразумева тржиште на коме се вредноснице могу да купују и продају само у складу са правилима Закона, Комисије за хартије од вредности и овлашћених учесника, и то под посебним надзором Комисије (чл. 5. ст. 5). Упркос нејасности законске дефиниције, изгледа да је Закон допустио само два организована тржишта код нас, и то оба берзанска. То су *берзанско* тржиште, које је замишљено као званично (прво) тржиште берзе, и *слободно берзанско* тржиште, као незванично (друго) тржиште берзе (чл. 168 – 171). На берзанском тржишту може да се одвија купопродаја само хартија које испуњавају берзиним правилима предвиђене услове, а ако их не испуњавају, берза их сврстава на слободно берзанско тржиште, под условом да су у целини отплаћене издаваоцу и да могу да буду предмет јавне понуде (чл. 171). Закон не забрањује да *ванберзанско* тржиште буде организовано, али је мало вероватно да ће ико бити заинтересован да га организује, због опште дужности да се јавни промет (тј. промет јавним нуђењем вредносница) одвија у берзи (чл. 52, ст. 1. и чл. 53, ст. 1). Због те дужности ван берзе ће моћи да се остварује углавном нејавни промет мале вредности, тако да ће та врста трговине бити професионалним трговцима хартијама слабо исплатива, услед чега ће бити слабо заинтересовани да организују ванберзанску трговину. Тиме се успоставља законски *монопол* берзе на секундарну трговину, као прво, и као друго, готово да се изједначава јавни промет вредносница са берзанским прометом, јер скоро да нема јавног промета ван берзанског промета.

МЕРЕ ЦЕНТРАЛИЗАЦИЈЕ – Доследно спровођење централизације препродаје хартија Закон обезбеђује уређивањем пет мера. Њима учеснике тржишта принуђава на централизовану трговину и спречава њено избегавање у пракси. То су, у ствари, државне мере, којим се учесницима тржишта ограничава слобода избора метода трговине, јер им се намећу одређене дужности.

Прва мера је завођење опште дужности јавне трговине вредносницама у берзи (дужност *берзанске трговине*; чл. 52). Јавном трговином (прометом) се сматра купопродаја хартија путем јавног нуђења (јавног оглашавања понуде), унапред неодређеним лицима (чл. 5, ст. 1). То значи да су сви учесници тржишта дужни да вредносницама јавно тргују у оквиру берзе, и то само преко њених чланова.¹⁵ Нејавна трговина може да се одвија и ван берзе (чл. 53, ст. 1, т. 1). Ипак, продавац је дужан да о ванберзанској продаји дужничких хартија (не и акција) обавести берзу, која их је примила у котацију, у року од два дана од дана закључења уговора (чл. 53, ст. 3).

14. ЗТХВ, чл. 52.

15. То су брокерско-дилерска друштва (компаније), које је берза примила у чланство (ЗТХВ, чл. 165).

Друга мера је успостављање дужности издавалаца, да јавно емитоване хартије пријаве у берзанску котацију (дужност *пријаве* у котацију; чл. 42). То значи да је сваки издавалац, који је успешно обавио јавну емисију ("дистрибуцију"; чл. 5, ст. 2, чл. 34 - 51), дужан да поднесе захтев одређеној берзи да му прими хартије у свој промет. Захтев се подноси у року од три дана од дана уписа хартија на издавачев рачун код Централног регистра. Закон му оставља слободу избора берзе, којој ће пријавити своје хартије у котацију, као и врсте котације (званичне или незваничне), коју ће јој тражити за своје хартије. У Србији за сада постоји само Београдска берза, али Закон допушта успостављање и других берзи (чл. 146, 155). У Црној Гори постоји Монтенегро берза у Подгорици, која ради по основу посебних прописа те републике, иако је Закон савезни. Ако се издавалац оглуши о ову законску дужност, он и његово одговорно лице (директор) одговорни су за привредни преступ.¹⁶⁾

Трећа мера је завођење дужности берзе да јавно емитоване хартије прими у свој промет (дужност *пријема* у котацију). То значи да је берза, којој је издавалац поднео захтев, дужна да пријављене хартије прими на своје тржиште, и то у року од седам дана од дана пријема захтева (чл. 42, ст. 2. и 3).¹⁷⁾ Кад издавалац захтева пријем хартија на тзв. берзанско тржиште (у ствари, званично тржиште, званична котација), берза је дужна да их тамо уврсти, или, како Закон каже, да их "прими на листинг", под условом да издавалац и његове хартије испуњавају услове за пријем на то тржиште. Ако не испуњавају, берза хартије сврстава на тзв. слободно тржиште (у ствари, незванично тржиште, незванична котација), где се њима тргује по блажим правилима. Берза нема право да сврста хартије на берзанско тржиште, ако јој издавалац то не тражи, макар да утврди да за то испуњава услове. Међутим,

16. За овај преступ Закон издаваоцу прети новчаном казном у износу од 60.000 до 600.000 динара, а одговорном лицу у износу од 10.000 до 100.000 динара (чл. 246, ст. 1, т. 8. и ст. 2).
17. Чини се да је овај рок прекратак, те га берзе вероватно неће моћи да одрже, у случају кад буду "претрпане" већим бројем захтева за пријем у котацију. Да не би плаћале казну за привредни преступ, берзе ће у тим случајевима недовољно проверено да сврставају хартије на прво или друго тржиште. Поређења ради, Уредба ЕЗ 79/279 о пријему вредносница у званичну берзанску котацију из 1979. г. (*Directive on conditions for the admission of securities in official stock exchange listing*, OJ L 66/79; даље: Уредба ЕУ о пријему у котацију) и британски Закон о финансијским услугама и тржиштима (енг. *Financial services and Markets Act*; даље: ЗБРИТ) из 2000. год. допушта берзама рок од шест месеци за одлучивање о захтеву (чл. 76). Ако берза тај рок оћути, сматра се да је захтев одбијен (в. Alcock Alistair, *The Financial Services and Markets Act 2000: A Guide to the New Law*, Jordans, Bristol, 2000, стр. 202). Наш Закон не уређује хутање берзе о пријави за котацију, али би требало да се претпостави да је хартије примила, јер нема право да их одбије. Амерички Закон о берзама из 1934. г. (*Securities Exchange Act*) уопште не намеће берзи рок за одлучивање, препуштајући га њеним правилима (чл. 12). Немачки Закон о берзама из 1998. г. (даље: ЗНЕМ) обавезује берзу да одлучи о захтеву за пријем у котацију у року од 15 берзанских радних дана (пар. 36/3а). В. Hartmut Krause, *German Securities Regulation*, Butterworths Tolley, London, 2001, стр. 41. Кад се има у виду право Европске уније и знатно дужи рокови у државама са великим берзанским искуством, чуди настојање нашег законодавца да буде већи католик од Папе у овом питању.

издавалац чије су хартије већ примљене на берзанско тржиште, не сме да захтева пријем накнадно емитованих хартија на слободно тржиште, осим ако је престао да испуњава услове за берзанско тржиште, јер све хартије исте врсте и класе једног издаваоца мора да се налазе на истом тржишту. Ако берза не прими хартије у котацију, одбијањем издавачевог захтева или ћутањем, она и њено одговорно лице су одговорни за привредни преступ.¹⁸⁾ Практична последица друге и треће мере централизације је изједначавање јавног и берзанског промета хартија, јер све јавно емитоване хартије мора да се пријаве у берзанску котацију (тј. тржиште), а берза је дужна да их у њу прими, ако не у званичну, онда бар у незваничну.

Четврта мера централизације је начело *јединства трговине* вредносницама (чл. 52, ст. 3). То значи да се хартијама од вредности одређене врсте и класе једног издаваоца може да тргује само у једној берзи у нашој земљи, а никако у више. Нити емитент сме да пријави исту врсту хартија исте класе у котацију више берзи, нити берза сме да их прими у своју котацију, ако су у котацији друге берзе.¹⁹⁾ Отуда се, рецимо, редовним акцијама неког емитента може да тргује само у Београдској берзи, у чију котацију су примљене, а не и у Монтенегро берзи, али се повлашћеним акцијама исте компаније може да тргује, ако нису котиране у Београдској берзи. Ограничење се односи само на домаће берзе, а не и на стране. Проширење ограничења и на стране берзе било би економски штетно, јер би се тиме, у ствари, битно ограничила могућност страних улагања у домаћу привреду куповином хартија. Овом мером се онемогућава покушај децентрализације трговине истим хартијама једног емитента у више различитих берзи (тзв. *разуђена* котација). Тиме су улагачи заштитени од могућности успостављања различитих курсева исте хартије једног емитента у различитим берзама.²⁰⁾

Занимљиво је да Закон, који казнено санкционише повреде већине својих принудних норми, не предвиђа икакву казну за повреду начела јединства трговине. Како имовинско-правне санкције (поништај или раскид берзанског посла) нису примерене, због начела заштите савесних улагача, остаје једино могућност да Комисија за хартије од вредности, у оквиру своје опште надлежности, санкционише повреду овог начела, мерама које је овлашћена да изриче емитентима, берзама и брокерско-дилерским друштвима. Још једна грешка наших законописаца је што нису предвидели обавезу емитента или берзе, да обавести Комисију за хартије од вредности у одређеном року по пријему хартија у котацију, а пре него што отпочне трговина њима. Таквом контролом Комисија би могла да спречава да више

18. Запређена је иста казна као емитенту за кршење обавезе пријаве у котацију (ЗТХВ, чл. 249, ст. 1, 2).

19. Правило потиче из француског права, где је први пут уведено законом из 1988. године. В. Vauplane et Borne, Droit de la bourse, Litec, Paris, 1994, стр. 127, 156. Данас је прихваћено и у другим земљама, као нпр. у Словенији (Закон о тргу вредносних папирјев из 1999. г., чл. 215, ст. 2; даље: ЗСЛО).

20. Начело јединства трговине ће битно ограничити, ако не и искључити, потребу за арбитражним пословима између наших берзи.

берзи, несвесно и независно једна од друге, приме хартије истог емитента у своје котације, по вишеструким пријавама несавесног емитента.²¹⁾

ОПШТА ЛОГИКА ЦЕНТРАЛИЗАЦИЈЕ – Законодавац се определио за општу централизацију трговине вредносницама у берзама, вероватно у намери подстицања и сређивања нашег "мртвог" тржишта. Због тога је емитентима укинуо привредну слободу избора тржишта за своје јавно емитоване хартије (берзанско или ванберзанско). Чим хартије јавно емитију, морају да их укључе у берзанску котацију. Да не би "тврдоглави" емитенти избегавали берзанску котацију, у коју се примају само "квалитетне" хартије, тако што би "намерно" лоше испуњавали услове за њу, услед чега би берза одбила њихов пријем, законодавац је завео другу принуду, а то је дужност берзе да прими све јавно емитоване хартије бар у незваничну котацију, ако не испуњавају строже услове за званичну. Тиме се, практично, незванично (слободно) тржиште наших берзи битно проширује, јер укључује огроман део јавног промета хартијама, који се у већини других земаља одвија на ванберзанском тржишту. Тако Закон укида још једну привредну слободу, а то је слобода берзе да одлучи које хартије ће да прими у котацију. Лукави емитенти би могли да "разводњавају" централизацију берзанске трговине, тако што би своје хартије котирали у више берзи. Да би се то спречило Закон наређује котирање хартија исте врсте и класе једног емитента само у једној берзи. Законодавац је предвидео и могућност да емитенти ометају берзанску²²⁾ трговину, на коју су законом натерани, својим статутарним ограничењима права располагања хартијама њиховим имаоцима (нпр. отуђење само уз сагласност управе емитента, право прече куповине постојећих ималаца и др.). Због тога је изричито наредио да све јавно емитоване хартије буду *слободно преносиве*, упркос ограничењима у статутима или укинутим прописима (нпр. у укинутом српском Закону о својинској трансформацији из 1997. г.), осим ако се њихов ималац одрекне такве преносивости (нпр. уговором о куповини акција прихвати право прече куповине осталих ималаца). Најзад, да се "стари" емитенти не би "извукли" из новог режима трговине, законодавац им проглашава све раније обављене емисије јавним, чиме их обавезује да и те хартије котирају у берзи. Тиме се укида још једно битно право, а то је право на правну сигурност и заштиту стечених права. Пета мера је *повраћено важење* Закона на раније емисије акција (ретроактивност). То значи да се све емисије акција, које су обављене пре ступања на снагу Закона, императивно проглашавају јавним, а њихови издаваоци се обавезују да своје пословање ускладе са Законом у року од годину дана након ступања на снагу (чл. 261). Пошто се хартијама у јавном промету може да тргује само у берзи, то значи да ће сва предузећа која су раније емитовала акције, већином у приватизацији по раније важећим прописима, морати да их

21. Закон о берзама САД из 1934., рецимо, изричито предвиђа да трговина новокотираним хартијама у берзи сме да почне тек након истека 30 дана пошто је о пријему обавестила Комисију, иако тамо нема начело јединства котације (чл. 12/d).

22. Прави весник тих борби су догађања око приватизације државног удела у капиталу Апатинске пиваре.

пријаве у котацију одређене берзе. Осим тога, Закон изричито одређује да су све хартије у јавном промету *неограничено преносиве*, осим ако се ималац одрекне права располагања или их суд заплени, ради наплате тражбине из њихове вредности. Због тога, сва ограничења преноса хартија предвиђена бившим законима о приватизацији (нарочито права прече куповине запослених и постојећих акционара) престају да важе, тако да су акције слободно преносиве. Тиме ће се улагачима омогућити њихова лакша купопродаја, али ће се и предузимаоцима омогућити лакше преотимање контроле над емитујућим компанијама. То може да изазове честе, оштре и, по националну привреду, штетне борбе конкурената око преузимања добростојећих компанија, ако Комисија својим прописима то питање ваљано не уреди, јер се правила Закона о томе могу лако да изигравају (чл. 67 – 83).

Свакако да су набројане мере централизације врло ефикасне и да ће подстакнути раст тржишта хартија од вредности код нас. Питање је, међутим, колико су корисне са становишта опште привредних интереса. То може да се процени, кад се схвате одступања Закона од начела централизације.

ОДСТУПАЊА ОД ЦЕНТРАЛИЗАЦИЈЕ – Законодавац није био сасвим доследан у централизацији јавне трговине хартијама, те је учесницима тржишта "великодушно" допустио неколико таксативно набројаних изузетака. То је вероватно учинио због економске стварности, која није могла да се у свему централизује. Прво, Закон не намеће обавезу емитентима да емисију обављају у берзама, већ им допушта да је обављају и ванберзански (чл. 5, ст. 1, т. 1. и 2; чл. 17, 34 – 42). То важи и за јавну емисију. Ванберзанска јавна емисија је једноставнија, бржа и емитентима јефтинија за износ берзанских "дажбина", а ванберзанско тржиште има већу куповну моћ него берзанско, маколико берзанско тржиште било срећеније и правно заштићеније. Друго, Закон оставља слободу оснивања више берзи у нашој земљи, не успостављајући монопол једне берзе, као што је то учињено, рецимо, у Француској.²³⁾ Упркос могућности постојања више берзи, централизација трговине се постиже начелом јединства котирања. Најзад, треће одступање је највеће, јер се допушта трговина хартијама на ванберзанском тржишту, које је по природи стихично и децентрализовано, у неколико таксативно набројаних случајева. Она је допуштена: 1) кад учесници не нуде нити траже хартије јавном понудом (нпр. продаја између пријатеља, познаника, рођака или случајно нађених саговорника), 2) кад су саговорници држава и професионални улагачи (брокерско-дилерска друштва, банке, инвестициони фондови и др.), 3) кад је купац или продавац Народна банка Југославије (чл. 53, ст. 1) и 4) "финансијским дериватима", под условом да се обавља без јавног оглашавања, да су саговорници држава или професионални улагачи и да се њима, с обзиром на врсту, може да тргује ван берзе (чл. 187).²⁴⁾ Пошто су изузеци таксативно набројани, закључује се да и држава мора да котира хартије, које је јавно емитовала обичним (непрофесионалним) улага-

23. Vauplane et Bornet, *op. cit.*, с. 134 - 152.

чима. То је лепо замишљено, али и нестварно, јер не треба да се очекује да ће држава ту обавезу поштовати, ако јој не одговара.

ПОХВАЛЕ – Закон заслужује бројне похвале, нарочито са правно-техничког становишта, ако се упореди са законима које укида (Закон о берзама 1994. г. и Закон о хартијама од вредности из 1995; даље: укинута закони). Очигледно је да су га писали учени правни стручњаци, а не правни лаици, како је то уобичајена законписачка појава у нашој привреди. Пре свега, ради се о озбиљном правном делу, како по обиму, тако и по сложености и систематичности. Ретко је који наш закон толико обиман, а већина закона му није равна по једноставности и прегледности систематике. Осим тога, Закон је знатно јаснији и детаљнији него укинута закони. Њиме се уређују бројна питања која досад нису била уређена, а досад уређена питања се уређују детаљније и са мноштвом новина. Од новина треба да се похвале: 1) део о тумачењу законских израза (чл. 5), 2) укидање система допуштања трговине само законски таксативно набројаних вредносницама и увођење система њиховог општег дефинисања, уз овлашћење Комисије да утврди нове, законом ненабројане, вредноснице (чл. 2); 3) увођење дематеријализације; 4) уставновљавање и уређивање Комисије за хартије од вредности законом, уместо уредбом; 5) прилично детаљно уређивање дужности јавних (отворених) друштава да обавештавају јавност о свом пословању (чл. 54 – 61); 6) подробно уређивање трговине на основу повлашћених (привилегованих) информација (тзв. *Insider trading*, чл. 62 – 66, 244); 7) озбиљан, иако лош, покушај уређивања преузимања контроле над акционарским друштвима (чл. 67 – 83); 8) знатно боље и јасније уређивање професионалних трговаца хартијама и берзи; 9) стављање банака у пословању вредносницама под надзор Комисије, уместо централне банке, као до сад (чл. 137 – 140); 10) увођење Централног регистра хартија; 11) уређивање депозитних банака вредносница (тзв. кастоди банака). Пажљиви тумач Закона мора да ода признање писцима и за *доследности* у спровођењу идеја водила Закона (дематеријализација и централизација тржишта), маколико да се са тим не слаже, јер их је тешко изиграти, као и за *обухватности* уређивања свих важнијих питања у пословању вредносницама.

ПОКУДЕ – Поред врлина, Закон има низ мана. Замерке могу да се сврстају на опште и посебне. Опште замерке су економске и правне.

Прва и основна *економска* замерка је претерана централизација трговине вредносницама. Осим емисије и још пар мање значајних изузетака, целокупна трговина емитованих хартија (препродаја) мора да се одвија преко берзе. Кад се томе дода дужност јавних друштава да јавно емитују хартије, праћена дужношћу да се прибави дозвола Комисије за хартије од вредности за обављање готово сваке јавне емисије, онда се лако закључује да ће нови систем трговине бити врло скуп за привредне субјекте. Отуда је скупоћа друга економска мана, на коју треба да се

24. Ово је врло чудан изузетак од начела централизације, јер се ради о врло ризичној трговини на основу закључених рочних (терминских) послова до њихове доспелости. Изгледа да је то уступак нашим банкама, које су развиле ванберзанску рочну трговину на међубанкарском тржишту, упркос забрани Закона о хартијама од вредности.

упозори. Јавна емисија и јавни промет хартија су скупи, те се у њих упуштају само јаки привредни субјекти са стабилним изворима прихода, којим се такав начин сакупљања капитала исплати. Они су за емитента скупи из више разлога. Прво, израда јавне понуде и проспекта много кошта, јер су у стању да их израде само стручњаци, чије су услуге скупе. Друго, њихово објављивање је скупо, јер мора да се одштапају у великом броју бесплатних примерака за сваког заинтересованог улагача, при чему и издавачу новина мора да се плати провизија за разношење новина са уметнутом понудом и проспектом. Треће, емитент мора да плати и "таксу" Комисији за хартије од вредности за добијање дозволе за објављивање понуде и проспекта. Најзад, четврто, исте трошкове емитент има и касније, докле год се његове хартије налазе у јавном промету, јер је дужан да јавност стално обавештава о свом и пословању, објављивањем тзв. периодичних извештаја, на исти начин као и проспект у емисији. Кад се томе дода емитентова обавеза уврштавања хартија у берзанску котацију, коју Закон заводи, што повлачи за собом дужност плаћања накнада берзи за пријем у котацију, као и за држање хартија на тзв. "листингу", онда се закључује да сваки јавни, а поготово берзански промет оптерећује емитента низом трошкова, који битно умањују исплативост јавне трговине хартијама и демотивишу емитенте да на тај начин сакупљају капитал за своје привредне подухвате. Берзански промет је скупљи него ванберзански и за улагаче, јер у њему мора да плаћају провизију берзанским трговцима и самој берзи по сваком закљученом послу. Ако се има у виду наше опште друштвено и привредно сиромаштво, чини се да је нови систем трговине заиста непримерен нашем стању и потребама. Најзад, трећа економска мана новог система трговине вредносницама је преоптерећеност берзи. Услед опште дужности берзанске трговине свим хартијама у јавном промету код нас, вероватно ће Београдска берза бити знатно упосленија него до сада, бар у котацији акција у приватизацији. Могуће је да ће доћи до загушавања у процесу пријема хартија у котацију и самог одвијања котације, јер Берза неће моћи да савлада нарасло пословање.

Како доследна централизација привредних токова никад и нигде није била довољно успешна, највероватно да ће Закон за коју годину да се битно мења, због "стега" које је поставио тржишту. То ће се десити или кад тржиште довољно нарасте, да му законски систем централизоване берзанске трговине постане сметња за даље бујање, или, обрнуто, кад тржиште услед законских стега и скупоће система који је наметнуо, толико замре, да нужност његове измене постане очигледна. Могућност замирања тржишта је већа него његовог бујања, јер ће се ретко који емитент усуђивати да обави јавну емисију, због скупоће таквог начина прикупљања капитала, као и због принудности и правне сложености берзанске секундарне трговине емитованим хартијама. Отуда ће вероватно још дуго код нас да се у берзума котирају само акције из приватизације, због законске дужности приватизације, и државне хартије, пошто ће бити слабо интересовање компанија за прикупљање капитала новим емисијама.

Опште (стратегичке) *правне* замерке су престрогост и претерана сложеност Закона у принуђавању емитента да капитал сакупљају на јавном, и то берзанском, тржишту вредносница. Престрогост се види из две правне чињенице. Прво, Закон не предвиђа ни један изузетак од дужности јавне емисије вредносних папира (тзв. дистрибуције; чл. 5, ст. 2; чл. 17), нити од дужности израде проспекта. Ти изузеци су уобичајени у упоредном праву, кад јавност прикупљања капитала или заштита инвеститора није потребна у одређеном привредном подухвату емитента.²⁵⁾ Закон предвиђа само изузетке од дужности емитента да прибави дозволу за објављивање проспекта од Комисије, што значи да проспект увек мора да се изради, умножи и објави, са или без Комисијине дозволе (чл. 43 – 49). Друго, Закон дословно утврђује обавезу емитента да јавно емитоване хартије изнесе на берзанско тржиште.²⁶⁾ Претерана сложеност се огледа у низу радњи и формалности које емитент мора да обави да би успешно емитовао хартије, пошто се захтева њена јавност, као и у сложеној и трајној обавези извештавања јавности о пословању, што је прилично тешка и непријатна дужност по емитента. Ни улагачима није много лакше и једноставније да купе или продају хартије по Закону. Већину хартија ће моћи да купе или продају само преко чланова берзе, који су данас углавном сконцентрисани у Београду и пар великих градова. Отуда ће им њихова доступност бити знатно тежа, него на ванберзанском тржишту, упркос савременим могућностима берзанског електронског пословања.

Браниоци Закона могу да тврде да се строгошћу и сложеносћу берзанске трговине вредносница остварује заштита улагача. Кад су вредносни папири у јавном промету, а посебно у берзанској котацији, подаци о чињеницама значајним за процену исплативости и ризичности куповине, држања или продаје вредносних папира су јавни и, тиме, подједнако доступни сазнању свих улагача. Због тога је могућност њихове преваре или несвесног ризичног располагања вредносницама знатно мања, те су улагачи боље заштићени. Ово оправдање је чврсто, али недовољно. Није мана новом систему трговине у строгости централизације берзанске јавне трговине, већ у његовој *прејераној* строгости, јер се доследно инсистира на њој, и у случајевима кад нема потребе за заштитом инвеститора, или је таква заштита непримерена. То се лако закључује упоређивањем нашег система са системима трговине водећих земаља у пословању вредносницама, као и са системима неколико земаља "почетника", које су у процесу прелаза из државно-управљачке у тржишну привреду.

Посебне правне мане Закона су бројне. На многе одредбе у Закону би могло да се истакне мноштво замерки, као што су: 1) површност, која је најочигледнија у уређивању "преузимања акција" (чл. 67 – 83); 2) неразликовање берзанског од ванберзанског проспекта; 3) лоше уређивање врста проспекта (нпр. претходни, од-

25. Видети бројне изузетке у Уредби ЕУ бр. 298/89 о условима за израду, проверу и разделу проспекта, који се објављује кад се вредноснице нуде јавности (ОЈ L124/89; чл. 2) и Закону о вредносницама САД из 1933. (чл. 3. и 4).

26. В. "Мере централизације".

ложни, допунски), као и радњи у вези проспекта (израда, умножавање, објављивање, допуштање); 4) недореченост у многим питањима које уређује (нпр. дистрибуција хартија), 4) недовољна јасност (нпр. однос "организованог тржишта" и ванберзанског тржишта). Детаљне посебне замерке се овде истичу само у вези централизације берзанске трговине, због ограничености теме, и то кроз упоређивање са другим системима трговине вредносницама.

УПОРЕЂИВАЊЕ – Престрогост нашег система се лако уочава упоређивањем његових састојака са упоредним системима. Ти састојци су државне мере (дужности) централизације препродаје вредносница.²⁷⁾

Прва мера је општа дужност *берзанске* трговине вредносницама. Колико је писцу познато, овако строгог система централизоване препродаје вредносница нема ни у једној значајнијој земљи у свету. Једино Пољска заводи општу дужност трговине хартијама у јавном промету на "регулисаним тржиштима". Међутим, ова строгост се ублажава на два начина: Прво, "регулисаним тржиштем" се сматра не само берзанско тржиште, као код нас, већ и "организовано ванберзанско тржиште". Друго, постоје бројни изузеци, у којима је допуштено да се јавна трговина одвија ван регулисаних тржишта, што значи на неорганизованом тржишту ван берзе. То су: 1) хартије чији је емитент држава или централна банка; 2) продаја и друга отуђења између физичких лица; 3) отуђења између матичних и зависних компанија унутар једне групације; 4) послови професионалних трговаца којим позајмљују хартије клијентима; 5) располагања хартијама по правилима централног регистра; 6) други случајеви по дозволи Комисије за хартије.²⁸⁾ Ови изузеци омогућавају да се знатно већи промет хартија обави ван берзе, него по нашем Закону (чл. 53).²⁹⁾ Земље развијене берзанске традиције, као што су Британија, САД, Француска и Немачка, допуштају емитентима слободу да одлуче да ли своје јавно емитоване хартије да укључе у берзанску котацију, или да их оставе на ванберзанском тржишту, као и што берзама остављају слободу да одбију пријем у котацију хартија оног емитента, који не испуњава услове за котацију.³⁰⁾ Ни бивше социјалистичке земље, које убрзано стварају тржишну привреду, не признају берзама монопол на јавну трговину хартијама.³¹⁾

Друга мера којом Закон централизује јавну трговину вредносницама, успостављајући монопол берзи, јесте дужност издавалаца да пријаве јавно издате вред-

27. В. "Мере централизације".

28. ЗПОЉ, чл. 5, 6, 89, 90, 111. Слична правила има Словенија, где постоји обавеза да се јавни промет хартија одвија само на *организованом* тржишту, под којим се подразумева берзанско и организовано ванберзанско тржиште (ЗСЛО, чл. 5, 9, 48). И Република Српска допушта јавну трговину хартијама само на берзи и на другим *уређеним јавним* тржиштима (ЗРС, чл. 48).

29. В. "Одступања од централизације".

30. За САД в. Закон о берзама из 1934, чл. 6; за Британију в. Alcock A., *op. cit.*, с. 199, 212; за Француску в. Martin L., *op. cit.*, с. 672 – 684; за Немачку в. Закон о берзама из 1998, чл. 36.

31. В. ЗМАБ, чл. 23, 24; Закон о хартијама од вредности, берзама и инвестиционим друштвима Бугарске из 1996, чл. 63, 84; ЗРС, чл. 48; ЗХРВ, чл. 51 – 61.

носнице у котацију берзе у прописаном року. Такву дужност нема ни у једној земљи, бар колико аутор зна. И земље са најзахтевнијим системима организовања јавне трговине, блиским нашем, не захтевају издаваоцима да вредноснице пошто пото укључују у берзанску котацију. Евентуално се предвиђа да се јавно издатим хартијама мора да тргује на организованом (регулисаном) тржишту, ради заштите улагача, при чему оно може да буде и ванберзанско.³²⁾

Ни трећа мера, а то је дужност берзе да прими вредноснице у котацију, нигде у упоредном праву није тако строго уређена, као код нас. Берзама се обично намеће дужност пријема хартија у котацију, ако оне и њихови издаваоци, испуњавају услове предвиђене берзанским правилима (нпр. законитост и јавност емисије, слободна преносивост хартија, минимална укупна номинална вредност, довољна распрострањеност на тржишту и др.).³³⁾ Берзама се, међутим, оставља *дискреција* да одбију пријем у котацију, и кад издавалац који тражи котацију докаже да испуњава прописане услове, ако посумњају да би то било штетно по интересе улагача или јавни интерес. Из истог разлога су овлашћене да котиране хартије искључе из котације.³⁴⁾ Наш Закон, напротив, утврђује доследну дужност сваке наше берзе да прими у котацију пријављене јој хартије, без икакве могућности одбијања захтева. Једино одступање за берзу је њено право да хартије сврста на слободно (у ствари, незванично) берзанско тржиште, ако утврди да издавалац не испуњава берзанским правилима утврђене услове за пријем хартија на званично тржиште. На тај начин се заводи једна врло ризична политика организовања јавног промета хартија, јер се берзе принуђавају да је омогуће и хартијама врло сумњивих издавалаца. Такви су издаваоци, примера ради, привидне, преварантске или криминогене компаније, које баш настоје да остваре што већу јавност својим хартијама, како би убрале што већи капитал од неких улагача за своје сумњиве послове, или које настоје да кроз берзанску трговину озаконе капитал стечен из незаконитих послова.³⁵⁾

Четврта мера централизације, а то је могућност котирања одређене хартије једног издаваоца само у једној берзи (начело јединства котације) постала је уобичајена у упоредном праву, те је корисна и оправдана. Она спречава "збуњивање" улагача различитим курсевима исте хартије у различитим берзама. Међутим, битна грешка нашег Закона је што тврдокорно намеће издаваоцима дужност "неограничене преносивости" хартија у јавном промету. Такав услов се у целом упоредном праву поставља само за пријем хартија у берзанску котацију, како би се не сметано одвијала (нпр. без тражења сагласности издавачеве управе, без претходног нуђења хартија имаоцима права прече куповине), а не и за ванберзанску, макар била и јавна.³⁶⁾ Издаваоци могу да имају потребу да задрже контролу над јав-

32. ЗПОЉ, чл. 5, 90; ЗСЛО, чл. 48. ЗРС, чл. 48.

33. Нпр. Уредба ЕУ бр. 79/279 о условима за пријем вредносница у званичну берзанску котацију, додаток А и Б; Закон о берзама САД из 1934, чл. 12.

34. Уредба ЕУ о условима за пријем вредносница у званичну берзанску котацију, чл. 9, ст. 3; ЗБРИТ, чл. 75; ЗНЕМ, пар. 36, ст. 4; Закон о берзама САД из 1934, чл. 12/f(2).

ним прометом својих хартија, без жеље да их котирају у берзи. Ако ограничење преносивости својих хартија јавно истакну у објављеном проспекту у емисији, па их улагачи ипак купе, значи да су пристали на ограничење свог права располагања. Отуда би било нормално, да је Закон предвидео и могућност јавног промета хартија ван берзе, уз ограничења преносивости, јер је то више одговара потребама привреде. Уместо тога, Закон је завео монопол берзанске котације над готово целим јавним прометом хартија, забранивши издаваоцима да постављају ограничења преносивости хартија. Закон је укинуо и постојећа законска и статутарна ограничења преносивости хартија, кроз своје временски повратно дејство, као пету меру централизације и меру принуђавања издавалаца да изађу у јавни промет. Та мера свакако битно нарушава правну сигурност издавалаца на тржишту вредносних папира, без обзира што њом Закон покушава да успостави равноправност емитената из ранијих и садашњих приватизација. Повратно дејство закона о трговини хартијама је изгледа постала мода нарочито у земљама бивше Југославије.³⁷⁾

ЗАКЉУЧАК – На основу претходног излагања, може да се закључи да Закон има добре и лоше стране. С једне стране, њиме се битно побољшава правно уређење тржишта хартија у односу на досадашње стање, јер је Закон, правно-технички гледано, много јаснији и целовитији. Написан је са знатно више разумевања трговине вредносницама, него досадашњи закони. Похвално је и настојање да се Законом уведе врло савремен систем дематеријализације хартија и организовања њихове трговине. С друге стране, систем који се Законом успоставља је скуп за нашу осиромашену привреду, правно је престојрог и врло сложен за наше неукле емитенте и улагаче. Њиме се заводи свеопшта дужност јавне берзанске трговине, без обзира на то што је то у многим случајевима заиста непотребно и штетно. У њима би ванберзанска трговина, било нејавна или јавна, била примеренија. Вероватна

35. Доказ ризичности нашег законског решења је случај који се пре неку годину десио у Бечкој берзи, иако много искуснијој него наше берзе. Тамо су неке руске компаније, у области нафтне, гасне и рударске индустрије, успеле да котирају своје акције, уз сву дужну пажњу и провере које је Бечка берза спровела. Пошто су акције биле врло примамљиве, на основу објављених берзанских проспеката, купио их је велики број улагача у укупној тржишној вредности од више десетина милиона шилинга. Улагачи су били "уљуљкани" чињеницом да су акције биле котиране у берзи, те су мислили да су им издаваоци много поузданији, него они чијим се хартијама тргује ван берзе. За непуну годину након почетка котације утврдило се да се ради о непостојећим компанијама, које су и правно биле угашене чим су "осетиле" да ће бити разоткривене. Новац који су им улагачи платили за куповину акција на иностране рачуне, нестао је без трага у неразмрској мрежи руског банкарства. На крају се испоставило да се радило о компанијама, које су основали чланови организованог криминала у Русији, само у циљу да на овај "префињен" начин опљачкају аустријске улагаче. Писцу није познато како се случај окончао по Бечку берзу, али свакако да би требало да одговара улагачима за штету, јер су је претрпели њеном грешком (кривицом).

36. Нпр. ЗХРВ, чл. 50.

37. В. ЗХРВ, чл. 111; ЗСЛО, чл. 401, 405; Закон о нематеријализованим вредносним папирима Словеније, чл. 97.

последица заведеног берзанског монопола, ако дуже опстане, биће преоптерећеност и "загушеност" пословима Београдске берзе. Услед тога може доћи до брзоплетог оснивања нових берзи, јер је укинута дискреција државе у њиховом допуштању.³⁸⁾ Организовање трговине у новим берзама може да буде врло ризично по целу привреду, јер би постојала знатна могућност берзанских крахова у њима због нашег неискуства у пословању вредносницама. Чини се да ће заведени систем тешко заживети у пракси и да ће више "гушити" трговину хартијама, него што ће је подстицати. Ретко који привредни субјект ће се усуђивати да на тржишту хартија скупља "свеж" капитал, због његове неисплативости у конкуренцији са банкарским кредитирањем или сопственом акумулацијом, као и због изложености ризику преузимања контроле над њиме. То ће уједно и успоравати развој привреде.

Успешност Закона се оцењује према циљевима које је поставио. То је развој и сређивање тржишта, те заштита улагача. Од та три циља, један, а то је развој и омасовљење тржишта, вероватно неће бити остварен. Тржиште ће вероватно бити сређено, улагачи ће вероватно бити пристојно заштићени, али тржиште неће бити подстакнуто, због прескупости система емисије и препродаје вредносница, као и његове претеране сложености. Чини се да се у остваривању правног циља сређивања тржишта претерало, на уштрб економског циља његовог развоја. Такође се чини да је законодавац по сваку цену хтео да натера наша махом економски исцрпљена предузећа да, после приватизације, изађу на јавно, и то берзанско тржиште, где би њихове акције биле лако доступне имаоцима крупног капитала. Доказ тога је проглашавање јавном продајом, у прописима у приватизацији, сваку аукцијску (одн. тендерску) продају акција наших друштвених предузећа. Након такве јавне продаје (емисије) приватизована предузећа "качи" описани нов систем препродаје акција, јер су обавезна да акције из приватизације, будући да су продате јавним нуђењем у приватизацији, пријаве у котацију неке берзе.

Утисак је да се ради о још једном експерименту у нашој привреди, каквих је код нас доста било после Другог светског рата, као што је, рецимо, подржављење и подруштвљење економије педесетих година, задуживање према иностранству седамдесетих година, самоуправљање и организовање удруженог рада осамдесетих. Сада се експериментише са приватизацијом и берзанском трговином. Садашњи експеримент, који у суштини представља још један акт државног насиља над привредом, вероватно је учињен из два разлога: 1) наша необјашњива поводљивост за новом "модом" у упоредном праву и 2) утицај страних стручњака на законписачку делатност, нарочито из међународних финансијских организација, који заступају интересе крупног капитала. Такве експерименте и насиље над привредом страни "угледници" сигурно нису спроводили у својим земљама. Уместо заведене централизације и берзанског монопола требало је да се остави емитенту слобода избора да захтева котацију и јавну трговину својим хартијама, како у погледу емисија пре ступања на снагу Закона, тако и у погледу будућих емисија. Такође је

38. ЗТХВ, чл. 156, 157.

берзи морало да се остави дискреционо право да одбије пријем у котацију "сумњивих" хартија. Тако је свуда у свету, па тако треба да буде и код нас. Не мора свака јавна емисија хартија да се претвори у берзанску котацију, јер је берзански промет хартија по природи ужи од јавног промета, који има и ванберзански део.

Nebojsa Jovanović,
Professor Associate, Faculty of Law in Belgrade

The Stock Exchange's Legal Monopoly in Secondary Securities Trading

Summary

This article deals with the new system of secondary securities trading provided for by the Securities and Other Financial Instruments Market Act in 2002. The author presents outlines of the whole system and organization of securities market, which the Act regulates, with a special view to the system of secondary trading. After that, the author explains good and bad features of presented system, giving its own view on consequences which such a system will probably make in practice. His conclusion is that the new system establishes a legal monopoly in public secondary trading of securities, which is economically too expensive and legally too complicated for efficient and smooth enforcement in our practice.

Key words: securities; investments, securities market; secondary trading; stock exchange; quotation.