

BERZE I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

1. Nastanak i razvoj berze

Prve berze su počele da nastaju u kontinentalnoj Evropi, negde krajem XIV i tokom XV veka. One su nastale iz javnog tržišta, kakva su bila pijace, sajmovi, vašari i drugi oblici okupljanja trgovaca. I danas mnoge zbunjuje zašto postoje velike terminološke razlike u pogledu pojma berza. Naime, u kontinentalnoj Evropi su zadržane različite verzije termina "berza", dok Englezi i Amerikanci koriste pojmove stock-exchange ili stock market. Objašnjenje ovog paradoksa možemo naći u etimologiji samog pojma. On se vezuje uz jednu flamansku porodicu koja je živela u belgijskom gradu Brižu, koja se skraćeno prezivala Van der Beurse. Na ulazu u njihovu kuću nalazio se natpis "Hotel des Burseni" i porodični grb na kome su se nalazile tri vreće sa novcem isklešane na zidu. Kесе sa novcem se na engleskom kažu "purses", na latinskom "burse". Tako je taj termin ostao sinonim za mesta okupljanja trgovaca. Za njegovu afirmaciju posebno su zaslužni italijanski trgovci, kojima je pojam burse bio vrlo blizak i oni su počeli sve više da ga koriste za sastajalište trgovaca. U kontinentalnom delu Evrope taj pojam, pomalo modifikovan, zadržao se u većini jezika, tako:

- u Belgiji i Francuskoj kažu – BOURSE,
- u Španiji i Portugalu – BOLSE,
- u Italiji – de BORSA,
- u Nemačkoj i Austriji – BÖRSE,
- u Holandiji – BEURS,
- u Danskoj, Švedskoj, Norveškoj – BORS,
- u Sloveniji – BORZA,
- u Srbiji, Crnoj Gori, Makedoniji, Bosni i Hercegovini – BERZA.

Na engleskom jeziku retko ćete moći da nađete neku od varijanti pojma berza. Prve berze u ostatku Evrope su nastale pre berze u Londonu. Tako se smatra da su prve berze imali Antverpen još 1531. god, Lion 1546. god, Keln 1553. god, u Londonu tek 1566. godine, itd. Za kraljevsku berzu u Londonu upotrebljen je pojam - Exchange. Kasnije, 1773. god., za finansijsku berzu je upotrebljen termin - Stock exchange. To je ostalo u upotrebi ne samo u Velikoj Britaniji nego i u SAD, Australiji i drugim zemljama gde je bio jak engleski uticaj.

Prvi opis aktivnosti na berzama zapadne Evrope dao je Španac Don Hoze de la Vega, još 1688. god. u svojoj knjizi "Confusion de Confusiones" napisane na španskom, a objavljene u Amsterdamu 1688. god. On je berzu opisao kao "Luda kuća" puna čudnih događaja, različitih aktivnosti i čak obilja sujeverja. Njegov opis je podsećao na dočarenja aktivnosti vezanih za berzanske špekulacije, nego za ulogu berze kao mesta gde se trguje i formira realna cena. To nam daje pisani trag koji govori da su poslovi špekulisanja bili veoma izraženi od najstarijih dana.

Berza je institucija ekonomskog sistema, čiji je jedan od glavnih zadataka da doprinosi njegovoj stabilizaciji. Ono što se dešava u okruženju berze, trgovci-po-

srednici prenose u svoje poslovanje na berzanskom paketu. Mnogo zavisi od procene situacije i poverenja koje imaju, ili nemaju u ekonomiji u kojoj deluju u kriznim trenucima. Negativni događaji u društvu mogu se pretvoriti u veliki ekonomski protest, na berzi zavlada panika, pa svi krenu da prodaju hartije od vrednosti u domaćoj valuti, kako bi kapital pretvorili u nešto što smatraju sigurnijim – robu, strane valute na primer.

Berza i njeni članovi mogu da odigraju suprotnu ulogu, što je najčešće slučaj, u čemu leži osnovna prednost razvoja berzanskog poslovanja na jednom tržištu. U vreme kriza staložena i mirna reakcija na berzi ne dozvoljava da se širi panika po tržištu. Kupovinom velike količine hartija od vrednosti i domaće valute, pojedinci ne dozvoljavaju da im cena padne nisko i da se obezvredi kapital.

Među brokerima kruži pojednostavljeno pravilo kako biti siguran u zaradu na berzi: prodaj kad svi kupuju, a kupuj kad svi prodaju.

Postoji drugo berzansko pravilo, starije od ovog: Koliko rizika, toliko dobiti. Drugim rečima, koliko bi se nas usudilo da rizikuje i plasira novac u nešto što svi prodaju? Kao i svako drugo pojednostavljenje, i ovo je samo delimično tačno.

Tržište hartija od vrednosti u našoj zemlji danas ima, prema institucionalnoj strukturi u poslovnim operacijama, obeležja tržišta u nastojanju (*emerging market*) i pokazuje obrasce razvitka koji su zajednički mladim tržištima.

Kontinuitet modernog tržišta hartija od vrednosti, postavljene su u procesu tržišnih reformi krajem osamdesetih i početkom devedesetih godina, koje su ponovo uspostavile kontinuitet sa tendencijama razvoja modernog svetskog tržišta u njegovom najsavršenijem segmentu, svetskog finansijskog tržišta. Posle čitave jedne generacije koja nije mogla da se koristi instrumentima hartija od vrednosti, ova veza je uspostavljena preuzimanjem najrazvijenih mehanizama tržišta. Kada je u izgradnji nova institucija počelo je traganje za novim instrumentima, u periodu koji je bio skoro zaboravljen, iza naslaga prošlosti, izronio je veoma raznovrstan i bogat svet teorije i prakse poslovanja sa hartijama od vrednosti, koji daleko seže u prošlost i čija analiza daje dragoceni doprinos početkom razvoja tržišta novca i kapitala.

Istorijski kontinuitet berzanskog poslovanja traje gotovo 150 godina, još pre državne emancipacije kneževine Srbije, ostvarene na Berlinskom kongresu 1878. godine. Činjenica da je Srbija zbog svog geografskog položaja i privredne strukture bila usmerena na integraciju u Evropi, uticala je da se privrednom životu zemlje usvajala veoma progresivna rešenja, koja su doprinosila integraciji. Moderan svojinski kodeks (1844. god.) i trgovinski zakon (1860. god.) otvorili su put formiranju preduzetničke strukture, koja je tražila odgovarajuću ekonomsku infrastrukturu.

Kneževina Srbija je zaključila prvi zajam na međunarodnom tržištu kapitala u Londonu 1862. godine. To je bio prvi u nizu zajmova namenjenih izgradnji železnice, pokriću državnog budžeta, naoružanju i dr. Ovi zajmovi garantovani su prihodima države od monopola, železnice, poreza i dr. Aktivnost na svetskom tržištu kapitala olakšala je činjenica da je Srbija 1873. godine usvojila novčani sistem Latinske unije (formirane 1865. godine od strane Francuske, Belgije, Italije i Švajcarske), što je garantovalo stabilnost dinara; dinar je imao nepromenljivu vrednost prema drugim svetskim valutama do 1913. godine – punih 50 godina!

Iste 1862. godine formirana je uprava fondova, kao prva hipotekarna institucija, sa ovlašćenjima da na bazi portfelja hipotekarnih kredita plasiranih u poljoprivredu i izgradnju gradova, emituje založnice kao poseban oblik dugoročnih hartija od vrednosti, na domaćem i inostranom tržištu kapitala.

Godine 1876. emitovana je prva državna obveznica u nacionalnoj valuti (Srpski narodni zajam).

Prvo akcionarsko društvo, kao moderan oblik organizacije preduzeća, osnovano je u Srbiji 1869. godine. Pored domaćih osnivača akcionarska društva mogla su osnivati i stranci, na bazi reciprociteta. Krajem 1913. godine poslovalo je ukupno 270 akcionarskih društava, od toga 225 novčanih zavoda i 41 trgovačko, industrijsko i osiguravajuće društvo (videti šire: Milorad Zebić, *Akcionarsko pravo*, Beograd 1928. godine, str. 1-13). Pored finansijskih instrumenata koji su kreirani aktivnošću države, uprave fondova i preduzeća (akcije, obligacije, založnice), pečat razvitku finansijskog tržišta u Srbiji dala je i aktivnost privilegovane Narodne banke (osnovane 1884. godine), koja je emitovala finansijske instrumente, koji su postavili osnove tržišta novca. Za račun države, banka je mogla da vrši sledeće operacije: eskontovanje i reeskontovanje uputnica Srpske državne blagajne i državnih kupona, davanje zajmova na zalogu srpskih državnih obligacija bilo koje vrste (obligacija, bonova, lozova, itd.), kao i obligacija koje garantuje Srpska država i posredovanje pri ostvarivanju državnih zajmova. Srpska država je (od 1883. godine) posebno koristila, za premošćavanje kratkoročne neusklađenosti priliva i odliva u budžet, kao hartiju od vrednosti državni bon ili blagajnički zapis.

Do 1914. godine Kneževina, odnosno Kraljevina Srbija, emitovala je u inostranstvu 27 zajmova, uključujući i emisije založnica uprave fondova. Većina ovih zajmova po principu državnog kontinuiteta preneti je na Kraljevinu Jugoslaviju (kao i zajmovi drugih država, koji su se odnosili na pripojene teritorije), a kontinuitet otplate preuzela je, posle Drugog svetskog rata, na zahtev međunarodne banke za obnovu i razvoj, Socijalistička Jugoslavija iako je, zbog ideoloških razloga stvaranja novog privrednog sistema, unutrašnje finansijsko tržište je bilo ukinuto. Ova veza sa svetskim tržištem funkcionisala je do dana otplate poslednje rate repogramiranih starih zajmova – do 1998. godine! (Videti šire: Dragan Gnjatović, *Državni zajmovi Srbije i Jugoslavije*, Ekonomski institut Beograd, 1994).

1.1. Osnivanje i razvoj Beogradske berze

Industrijska i trgovačka aktivnost, kao i finansiranje države, produkovale su hartije od vrednosti koje su predstavljale pogodne instrumente za investiranje ušteda. Prirodno je bilo da iz ovog razvoja proistekne formiranje institucija za trgovinu hartija od vrednosti – berzi. Formiranjem berze je zaokružena infrastruktura finansijskog sistema, potrebna za stabilno finansijsko tržište.

Zakon o javnim berzama donet je 03. 11. 1886. godine. On je predvideo formiranje mešovitih berzi, za trgovinu robom, hartijama od vrednosti (efektima) i devizno-valutnu trgovinu. Odobrenje za formiranje berze davao je ministar narodne privrede uz konsultacije sa trgovačko-zanatskim odborom (komorom), mesta u kome je nameravano osnivanje berze.

Poslovanje berzi bilo je pod neposrednom kontrolom ministra narodne privrede. On je bio nadležan da odobrava statut berze i njegove promene, da imenuje posebno komesara koji je vršio neposrednu kontrolu nad poslovanjem berzi, da

obustavlja rad berze ukoliko je nezakonit, kao i da odlučuje o definitivnom zatvaranju berze ukoliko ona ne ispunjava postavljene zadatke – olakšanje zemaljske trgovine. Kontrola postojanja berze imala je za osnovni cilj, po interpretacijama tadašnjih autora, da zaštiti sitne investiture, jer se u akcije unosi jedan veliki deo narodne uštede (Milorad Zebić, *O berzama*, Beograd, 1938, str. 4). Ministar narodne privrede propisivao je i kvalifikacije i prava i obaveze berzanskih posrednika i ovlašćenih berzanskih agenata.

Berza u Beogradu osnovana je 21. 11. 1894. godine, a otpočela je sa radom 02. 01. 1895. godine u kafani “Bosna” na Savi.

Aktivnosti berze obavljane su preko berzanskih posrednika (dakle, po principu specijalista), a za operacije sa robom preko berzanskih agenata. Berza je imala obračunski odsek i berzanski sud. Ona je obavljala spot aktivnosti i terminske aktivnosti. Posebno je bila posvećena pažnja suzbijanju nedozvoljenih radnji na berzi – manipulacija i širenja glasina, koje su povlačile sa sobom prestanak članstva na berzi.

Beogradska berza je bila osnovana kao mešovita, iako je prvenstveni cilj njenog osnivanja bio mobilizacija robe. Već od početka rada pokazalo se da je njena osnovna aktivnost bila devizno-valutna i efektivna trgovina, a u manjem obimu bila je prisutna trgovina robom. Sa razvojem domaće poljoprivredne trgovine i ova oblast berzanskog poslovanja se razvijala, doprinoseći tako uravnoteženju rada berze. Obrt berze od 1895–1913. godine je stalno rastao, sa povremenim oscilacijama.

U Kraljevini Jugoslaviji u periodu između dva svetska rata unifikovano je zakonodavstvo o akcionarskim društvima, utvrđena je nova organizacija Centralne banke i emitovan je niz unutrašnjih i spoljnih državnih zajmova. To je sve uticalo na širenje tržišta hartija od vrednosti, kao i formiranje i unapređenje rada niza institucija (Privilegovana hipotekarna agrarna banka, Uprava fondova, itd).

Poslovanje na berzama je fluktiralo, zavisno od ekonomskih prilika. U vreme velike ekonomske krize promet berzi značajno je smanjen. S obzirom na mešoviti karakter berzi, oscilacije u poslovanju bile su vezane za realna kretanja, npr. za Agrarnu krizu (1930–1936), smanjenje spoljne trgovine usled sloma liberalne međunarodne trgovine i zaljublivanja niza klirinških sporazuma sa drugim zemljama (1932–1939), odnosno platno-bilansne teškoće i konverziju spoljnih zajmova (1933–1938).

Berza u Beogradu nije bila jedina, ali je bila najveća. Po tipu operacija na berzi su zaključivane uglavnom spot transakcije. Po oblastima poslovanja, u periodu 1919–1936. godine, najveći obim ostvarila je trgovina valutama – devizama, zatim hartijama od vrednosti i na kraju robom. Od hartija od vrednosti, uglavnom su kotirane obveznice državnih zajmova, koje su se odnosile kako na obveznice ratne štete, tako i na obveznice zajmova nastalih iz agrarnih reformi. Kad je reč o spoljnim zajmovima, na berzi su kotirane obveznice zajmova zaključenih kako do Prvog svetskog rata, tako i one posle njega. Hartije od vrednosti države kotirane su i na inostranim berzama. Treba istaći da je zbog velikog prisustva inostranog kapitala u jugoslovenskoj privredi (koji je prelazio 51% od ukupnih proizvodnih kapaciteta), veliki broj preduzeća bio je kotiran u inostranstvu (posebno veliki rudnici, Trepča, Bor, itd). Emisiona aktivnost, međutim, vršena je i od strane domaćih preduzeća, posebno kreditnih ustanova.

1. 2. Privremeni zastoje u razvoju

Posle Drugog svetskog rata u skladu sa novom ideologijom ekonomske i društvene organizacije, tržište hartije od vrednosti izgubilo je osnovu svog postojanja. Akcionarska društva bila su nacionalizovana i akcije poništene; rentijerski spoj bio je nespojiv sa novim društvom.

Pa ipak, država je koristila hartije od vrednosti kao sredstvo prikupljanja uštede. Emisija obveznica od strane države vršena je po osnovu prinudnih zajmova (Zajam za naknadu ekspropisane imovine, Zajam za naknadu imovine izdvojene u fond opštenarodne odbrane), kao i zajmova koji su nosili manje ili više obavezan karakter (tzv. Narodni zajmovi, Zajam federacije za investicije).

Sa tržišnim reformama 1965. i 1966. godine, koje su donele veću samostalnost preduzeća i ukidanje ekonomskih funkcija savezne države vezanih za neposrednu intervenciju u privredi, otvorene su veće mogućnosti korišćenja pojedinih hartija od vrednosti (dugoročne obveznice, kratkoročne obveznice federacije, blagajnički zapisi banaka i NBJ). Emitenti su bili savezna država za pokriće deficita budžeta republike za infrastrukturne projekte (železnica, putevi, elektroenergetski objekti, vodoprivreda), fondovi (Fond Federacije za finansiranje bržeg razvoja privredno nedovoljno razvijenih republika i autonomnih pokrajina), preduzeća (npr. Industrija mašina i traktora Beograd). Pored obaveznih upisa zajmova od strane preduzeća sve više se razvija i metod dobrovoljnih uplata od strane stanovništva (videti: S. Dabić, navedeno delo, str. 68-100). Karakteristično je da su ovi finansijski instrumenti bili oblikovani kao amortizacioni i da je postojalo samo primarno (emisiono) tržište. Sekundarno tržište delovalo bi do preraspodele aktivnosti, što nije bilo prihvatljivo. Instrumenti su bili emitovani uglavnom na duži rok, po nominalnoj vrednosti i sa fiksnom kamatnom stopom. S obzirom na stalno prisutnu otvorenu ili prikrivenu inflaciju, to je značilo njihovo stalno obezbeđenje. U oblasti kratkoročnog, novčanog tržišta, emitovani su blagajnički zapisi, posebno NBJ, kao direktno sredstvo regulisanja likvidnosti banaka.

Zakonima o hartijama od vrednosti iz 1971. i 1978. godine regulisana su formalna obeležja i procedure emisije hartije od vrednosti.

S obzirom na napred navedena ograničenja, očigledno je da finansijsko tržište u Jugoslaviji od 1945–1989. godine nije odgovaralo samom pojmu tržišta i da je realno ono bilo oblik kreditnog tržišta, i to rudimentaran.

1. 3. Reafirmacija tržišta hartija od vrednosti

Krajem 80-tih godina Jugoslavija je usvojila novu ekonomsku i društvenu filozofiju, koja je izražena u ekonomskim i finansijskim reformama sa krajnjim ciljem realizacije ekonomije kompatibilne sa savremenim ekonomskim procesima. U takvoj ekonomiji tržišta kapitala trebalo je da bude ravnopravan segment faktorskog tržišta. Ova nova orijentacija bila je uslovljena kako saznanjem o potrebi novog podsticaja razvoju u uslovima iscrpljivanja potencijala socijalističkog modela ekonomske organizacije (što je bio deo svetskog trenda), tako i neposrednom ekonomskom i finansijskom krizom u kojoj se Jugoslavija našla krajem 80-tih godina.

Ova kriza izazvana je visokom stopom inflacije, koja je pred kraj 1989. godine dostigla iznos od 40-45% mesečno, visokim gubicima preduzeća i banaka, deficitu trgovinskog bilansa, visokom spoljnotrgovinskom zaduženju, čije su otplate prevazilazile mogućnosti zemlje, rastu nezaposlenosti, itd. Kriza je bila re-

zultat strukturnih rigidnosti jugoslovenske privrede, modela razvoja okrenutog unutrašnjim potrebama, neefikasnosti preduzeća uslovljene velikom organizacijom (samoupravljanje) i nedovoljnim makroekonomskim regulatornim mehanizmima (sukob nadležnosti republika i federacije). I pored relativno visokog nivoa nacionalnog dohotka (nacionalni dohodak po glavi stanovnika je 1987. godine, prema podacima svetske banke, 2.480\$), mogućnosti daljeg razvoja bile su iscrpljene (videti: IBRD, Jugoslavija - Financial Sektor Restructuring: Policies and Priorities, Washington, 1989, str. 39-48).

Novi razvoj manifestovao se u nekoliko osnovnih pravaca:

- radikalna reforma privrednog i bankarskog sistema,
- izgradnja novih tržišnih institucija,
- reforma ekonomske uloge države.

Koncepcija razvoja je bila uobičajena, prvenstveno kroz institucionalnu strukturu (posebno treba istaći aktivnosti Komisije za reformu privrednog sistema Saveznog Izvršnog Veća i Komisije za pitanja privredne reforme Predsedništva Srbije), ali i uz korišćenje stručne i tehničke pomoći međunarodnih finansijskih institucija.

Osnovno konceptualno pitanje koje je moralo biti rešeno, jeste sudbina društvene svojine. Njenim tretiranjem kao društvenog kapitala, davanjem mogućnosti da se on prodaje i da se njime upravlja po načelu visine ulaganja, odnosno svojine investitora, otvoren je put postepenoj transformaciji društvene svojine (privatizacija) i izgradnji novog privrednog sistema. Pri tome, pošlo se od stava da privatna svojina, s obzirom na vlasnički interes, pruža efikasniju mogućnost upravljanja preduzećima i bankama.

Ova opredeljenja izražena su donošenjem Zakona o preduzećima decembra 1988. godine, Zakon o NBJ i Zakona o bankama i drugim finansijskim organizacijama, februara 1989. godine, kao i Zakona o hartijama od vrednosti i Zakona o tržištu kapitala, oktobra 1989. godine. U toku 1990. godine donet je Zakon o transformaciji društvenog kapitala.

Naša je zemlja tako prva u Istočnoj Evropi postavila osnove tranzicije.

Zakonom o hartijama od vrednosti utvrđena su formalna obeležja i način emisije obveznica, blagajničkih zapisa, sertifikata, komercijalnih zapisa, kao i deonica. Hartije od vrednosti uslovno su podeljene na kratkoročne i dugoročne, s tim što su obveznice regulisane kao jedinstven instrument bez diferenciranja na kratkoročne (državni zapisi) i dugoročne obveznice.

Zakon o hartijama od vrednosti doneo je dva institucionalna rešenja. Prvo, formirana je komisija za davanje odobrenja o izdavanju hartija od vrednosti, kao regulatorna institucija na tržištu kapitala, što je finansijsko tržište naše zemlje približilo razvijenim finansijskim tržištima. Drugo, uvedena je deonica kao hartija od vrednosti, koja je afirmisala svojinska ulaganja. Pored toga, Zakon je naglasio tržišni karakter i drugih finansijskih instrumenata, iako je još uvek u određenim rešenjima bio protivrečan, što je i normalno jer je društvena svojina i dalje bila dominantan svojinski oblik organizacije preduzeća.

U pripremim aktivnostima za donošenje Zakona postavilo se pitanje dematerijalizacije hartija od vrednosti. Prevladali su argumenti da posle 50 godina diskontinuiteta građanima treba omogućiti proces učenja, koji je lakše sprovesti preko materijalnog oblika hartija od vrednosti. Stoga je u Zakon ugrađena odredba da je hartija od vrednosti pisana isprava.

Terminološki, usvojen je pristup starog (predratnog) zakonodavstva koje je bilo na snazi u Hrvatskoj, Bosni i Hercegovini, da se svojinska hartija od vrednosti zove deonica, a ne akcija, koja je kao termin prevladala pre Prvog svetskog rata u Srbiji i Crnoj Gori. Deonica je zamenjena terminom akcija tek po usvajanju Zakona o hartijama od vrednosti iz maja 1995. godine.

Zakon je ustanovio posebni regulatorni organ za tržište kapitala, pod nazivom “Komisija za davanje odobrenja za emisije dugoročnih hartija od vrednosti”, sa skromnim delokrugom – davanje odobrenja za emisiju dugoročnih hartija od vrednosti. U Zakonu o tržištu kapitala, Komisiji je data nadležnost za davanje odobrenja za početak rada tržišta kapitala.

Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala predvideo je da se na tržištu novca vrše poslovi posredovanja u prometu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, a da se na tržištu kapitala obavljaju poslovi posredovanja u prometu dugoročnih hartija od vrednosti. Ova tržišta su definisana kao posebna pravna lica i trebalo je da odgovaraju institucijama berze u razvijenim državama.

Donošenje zakonske infrastrukture nije bilo dovoljno da bi se rigidna i neefikasna privredna struktura promenila. Za stabilan razvoj tržišta hartija od vrednosti trebalo je da bude rešeno pitanje velikih deficita u privredi i bankama, koji su stalno generisali makroekonomsku nestabilnost, odnosno inflaciju; u takvim uslovima finansijska aktiva bila bi stalno obezvređena. Da bi se deficiti otklonili pristupilo se izradi programa sanacije preduzeća i banaka. Misije Svetske banke za reformu finansijskog sektora u maju-junu i oktobru-novembru 1988. godine u okviru razmatranja dalje realizacije tržišnih reformi posebnu pažnju posvetile su definisanju mera, sanacije, ukazujući da je za to potrebno angažovanje i sredstava iz međunarodnih izvora.

Pored preporuke koja se odnosila na rešavanje makroekonomskih nestabilnosti, misije Svetske banke posebno su sugerisale i aktivni razvoj tržišta novca i tržišta kapitala, kao mehanizama kojima bi se napred istaknute reforme realizovale i dovele do logičnog ekonomskog zaokruženja. Razvojem ovih tržišta ostvarila bi se racionalizacija mobilizacija sredstava: otvaranjem novih investicionih alternativa, kao i efikasnija alokacija kapitala: demonopolizacijom bankarskog sektora koji portfolija nije mogao da vrši ulogu finansijskog posredovanja. Tržište je trebalo da doprinese i realnijem utvrđivanju tržišne cene i kapitala, da utiče na transformaciju državne svojine, odnosno privatizaciju, i utvrđivanje jasnih vlasničkih prava radi efikasnog upravljanja preduzećima i bankama. U Ed-memoaru Svetske banke o razvoju tržišta kapitala publikovanom 02. 11. 1989. godine pomenuta je po prvi put i ideja o dematerijalizaciji hartija od vrednosti u Jugoslaviji. U tekstu ovog dokumenta kaže se:

“Da bi se osigurao efikasan sistem obračuna transakcija sa hartijama od vrednosti predlaže se da se u Jugoslaviji osnuje, što je moguće pre, moderan i efikasan sistem obračuna, u obliku centralnog registra. Nema opravdanja za dalju upotrebu veoma malo efikasnog ručnog prenoša hartija od vrednosti.” (IBRD, Aide-Memoire, Jugoslavija: Capital Market Development, novembar 1988).

U oktobru i novembru 1989. godine pripremljeni su predlozi normativnih akata za osnivanje tržišta novca i tržišta kapitala.

Na bazi toga u Beogradu su održane osnivačke skupštine Jugoslovenskog tržišta novca, 08. 11. 1989. godine. i Jugoslovenskog tržišta kapitala 27. 12. 1989. godine. Usvojeno je da se tržište kapitala zove Jugoslovensko tržište kapitala, ka-

ko bi se naglasio njegov karakter centralnog tržišta u Jugoslaviji, mada je bilo predloga da se zove i Beogradska berza. Regionalna tržišta kapitala formirana su u Ljubljani i Zagrebu.

Međutim, i pored optimizma sa kojim je startovalo tržište hartija od vrednosti, događaji koji su usledili omeli su njegov očekivani razvoj. Pre svega, na to su uticali događaji koji su došli posle secesija bivših Jugoslovenskih republika 1992. godine. Nastupa period građanskog rata, formiranje nove države SRJ, uvođenje sankcija Saveta bezbednosti i Evropske unije, raspada domaćeg tržišta i ekonomskih veza sa bližim i daljim okruženjima. U takvim uslovima zastali su ili zamrli početni pozitivni impulsi razvoja tržišta hartija od vrednosti, posebno u periodu hiperinflacije 1993. i 1994. godine.

Sa stanovišta opštih prilika i kretanja, celo desetogodišnje razdoblje razvoja tržišta hartija od vrednosti u SRJ moglo bi se podeliti na dva perioda: period 1990–1994. i period od 1995. do razdvajanja Srbije i Crne Gore u samostalne države 2006. godine. Funkcionisanjem Srbije kao samostalne države donesen je Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Sl. glasnik", br. 47/2006) i regulisano je organizovano tržište hartija od vrednosti. Komisija za hartije od vrednosti koja obavlja poslove u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Službeni list SRJ", broj 65/02 i "Službeni list RS", broj 57/03, 55/04, 45/05 i 101/05) nastavlja da obavlja poslove u skladu sa ovim zakonom.

Komisija je dužna da se organizuje i donese svoje opšte akte u skladu sa ovim zakonom u roku od pet meseci od dana njegovog stupanja na snagu, a do donošenja tih akata na odgovarajući način primenjivaće se akti doneti na osnovu Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Službeni list SRJ", broj 65/02 i "Službeni glasnik RS", broj 57/03, 55/04, 45/05, 85/05).

Dozvole, rešenja, mere i druge odluke koje je donela Komisija u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Službeni list SRJ", broj 65/02 i "Službeni glasnik RS", broj 57/03, 55/04, 45/05, 85/05 i 101/05), danom stupanja na snagu ovog zakona ostaju na snazi.

Postupci koji su pred Komisijom započeti do dana početka primene ovog zakona, okončaću se u skladu sa Zakonom o tržištu hartijama od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Službeni list SRJ", broj 65/02 i "Službeni glasnik RS", broj 57/03, 55/04, 85/05 i 101/05).

Članovi komisije izabrani u skladu sa propisima koji su važili do dana stupanja na snagu ovog zakona nastavljaju da vrše svoju funkciju do izbora novih članova.

Centralni registar koji je osnovan Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Službeni list SRJ", broj 65/02 i "Službeni glasnik RS", broj 57/03, 55/04, 45/05, 85/05, i 101/05) nastavlja da radi u skladu sa propisima po kojima je osnovan i dužan je da se organizuje i svoje opšte akte i poslovanje uskladi sa ovim zakonom najkasnije u roku od šest meseci od dana njegovog stupanja na snagu.

Berza koja je poslovala u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih instrumenata ("Službeni list SRJ", broj 65/02 i "Službeni glasnik RS", broj 57/03, 55/04, 45/05, 85/05 i 101/05) nastavlja da radi u skladu sa ovim zakonom i dužna je da se organizuje i svoje opšte akte i poslovanje u skladu sa ovim zakonom najkasnije u roku od šest meseci od dana njegovog stupanja na snagu

Danom početka primene Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata ("Sl. glasnik RS", broj 47/2006) prestaju da važe svi prethodni zakoni o tržištu hartija od vrednosti koji su važili u Srbiji, tako je Srbija regulisala svojim zakonom organizovano tržište hartija od vrednosti.

1. 4. Usklađivanje akata Beogradske berze

Upravni odbor Beogradske berze u novembru i decembru 2006. godine, hitno je sazvan u funkciji postupka usklađivanja Berze sa Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, te u vezi sa tim pripremi predloge o kojima odlučuje Skupština Beogradske berze.

Na vanrednoj XVI skupštini Beogradske berze održanoj 7. 12. 2006. godine na kojoj su učestvovali akcionari utvrđeni listom akcionara – izvodom Centralnog registra, na dan 22. 11. 2006. godine. U radu skupštine učestvovali su akcionari preko svojih punomoćnika na osnovu izdatog punomoćja.

Skupština berze u postupku usaglašavanja Beogradske berze sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i Zakona o privrednim društvima, na XVI vanrednoj sednici usvojila je:

- Odluku o izmenama Beogradske berze a. d. Beograd sa Zakonom o privrednim društvima koji predstavlja osnivački akt Beogradske berze - kvalifikovanom većinom, odnosno glasovima 36 akcionara (od ukupno 44) sa 307 glasova (od ukupno 416), što čini 93,79 % od ukupnog broja glasova.
- Odluku o izmenama i dopunama Statuta Beogradske berze a.d. Beograd - (jednoglasno) – u postupku usaglašavanja berze sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.
- Odluku o izboru Upravnog odbora Beogradske berze iz redova akcionara Berze. Mandat novih članova Upravnog odbora Berze počinje danom dobijanja saglasnosti Komisije za hartije od vrednosti na predmetnu odluku i traje do prve naredne godišnje skupštine, uz mogućnost ponovnog izbora. Do pribavljanja saglasnosti Komisije za hartije od vrednosti na navedenu Odluku, produžen je mandat dosadašnjim članovima Upravnog odbora Berze, a koji imaju saglasnost Komisije za hartije od vrednosti.
- Zapisnik sa XV vanredne Sednice Beogradske berze a. d. Beograd, od 8. 11. 2006. godine, jednoglasno;
- data je saglasnost na tekst Ugovora kojim se reguliše međusobna prava i obaveze člana Upravnog odbora Berze.

Osnivačkim aktom Berze, utvrđeno je:

1. da se Berza organizuje kao organizator berzanskog i vanberzanskog tržišta,
2. u formi zatvorenog akcionarskog društva bez ograničenja prava glasa,
3. Berza posluje kao profitno društvo,
4. upravna i izvršna funkcija su razdvojene,
5. upravni odbor ima 11 članova iz reda akcionara Berze, a bira ga Skupština direktnim glasanjem,
6. poslovno ime sedišta Berze, imovina, zastupanje, broj, vrste i klase akcija, organi i odlučivanje, trajanje i prestanak Berze.

Statut Berze, u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i podzakonskim aktima Komisije za hartije od vrednosti, utvrđena su pitanja od značaja za položaj i poslovanje Berze koja nisu uređena Osnivačkim aktom Berze, a naročito: Komisija za listing i kotaciju hartija od vrednosti; izveštavanje Komisije za hartije od vrednosti; uslovi za sticanja članstva na Berzi, gubitak članstva; nadzor nad poslovanjem članova Berze; način organizovanja trgovanja na Berzi; privremena obustava trgovine i isključenje hartije od vrednosti; način rešavanja sporova među članovima i učešće na Berzi; način objavljivanja akata Berze informacija o poslovanju Berze; zabrana korišćenja privilegovanih informacija; zaposleni na Berzi; tumačenje akata Berze; zaštita životne sredine.