UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ORGANIZIRANI TRG KAPITALA V SRBIJI

Ljubljana, junij 2004 **MATEJ-JANEZ ANKO**

IZJAVA

Študent Matej-Janez Anko izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aljoše Valentinčiča, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 6. junija 2004 Podpis: _____

KAZALO

UVOD 1

1. TEMELJI DELOVANJA ORGANIZIRANEGA TRGA KAPITALA 2
   1.1. PRIVATIZACIJA KOT VIR DELNIC NA ORGANIZIRANEM TRGU KAPITALA 2
   1.2. INSTITUCIJE ORGANIZIRANEGA TRGA KAPITALA V SRBIJI 4
      1.2.1. BEOGRAJSKA BORZA 4
      1.2.2. AKCIJSKI FOND REPUBLIKE SRBIJE 7
      1.2.3. ZVEZNA KOMISIJA ZA VREDNOSTNE PAPIRJE 10
      1.2.4. CENTRALNI REGISTER 11
      1.2.5. ČLANI BEOGRAJSKE BORZE 12
      1.2.6. INVESTICIJSKI SKLADI 15

2. STANJE NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV V SRBIJI 16

3. TRGOVANJE Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI NA BEOGRAJSKI BORZI 19
   3.1. SPREJEM DRUŽBE NA BORZO 19
   3.2. ZAKONSKA OPREDELITEV TRGOVANJA Z DELNICAMI 19
   3.3. OBLIKA TRGOVANJA NA BEOGRAJSKI BORZI 20
   3.4. PRIMARNO TRGOVANJE NA BEOGRAJSKI BORZI 21
   3.5. SEKUNDARNO TRGOVANJE NA BEOGRAJSKI BORZI 22
   3.6. POSTOPEK TRGOVANJA 24
   3.7. PROMET NA BEOGRAJSKI BORZI 25
   3.8. TRŽNA KAPITALIZACIJA 27
   3.9. VREDNOSTNI OBRAT 27
   3.10. OBVEZNICE STAREGA DEVIZNEGA VARČEVANJA 28
   3.11. PREVZEMI DRUŽB V SRBIJI 30

4. PRIMERJAVA IZBRANIH DELNIC NA BEOGRAJSKI IN LJUBLJANSKI BORZI 33

SKLEP 39

LITERATURA 40

VIRI 41

PRILOGE I

SLOVARČEK V DIPLOMI UPORABLJENIH IZRAZOV IV

UVOD

Lokalni trgi kapitala, ki so se pojavili kot posledica privatizacijskih procesov v državah, nastalih na področju bivše Jugoslavije, predstavljajo s svojimi značilnostmi veliko priložnost tako portfeljskim kot tudi strateškim investitorjem.

Vsi novo nastali trgi se soočajo z do določene mere podobnimi težavami, zato je prenos znanja in izkušenj s trgov, kjer so bili procesi sproženi prej, pomembna prednost tistih, ki s takšnim znanjem razpolagajo. Srbija se je kot zadnja država na področju nekdanje Jugoslavije spoprijela s priložnostmi in pastmi široke privatizacije, s tem pa - ob siceršnjem pomenu več kot 10 milijonskega trga - predstavlja kot država uvoznica kapitala ogromen potencial.

Diplomsko delo, ki predstavlja prerez trenutnega stanja ter predstavlja pot, ki je do trenutnega položaja pripeljala, je razdeljeno v štiri sklope.

V prvem delu opredelim pretekle procese privatizacije ter njihove zakonske temelje, ki v svojem bistvu pomenijo vir tržnih vrednostih papirjev na *Mešoviti berzi Beogradski berzi a.d. Beograd* (v nadaljevanju: *Beograjska borza*) ter podam pregled institucij, ki so pomembne za delovanje srbskega kapitalskega trga, ob tem podrobneje Beograjske borze, *Akcijskega fonda Republike Srbije* (v nadaljevanju*: Akcijski fond*), *Komisije za hartije od vrednosti* (v nadaljevanju*: Komisija*), *Centralnega registra hartija od vrednosti* (v nadaljevanju: *Centralni register*) ter borznih udeležencev, pri katerih pomembno vlogo igrajo tudi slovenske borzno-posredniške družbe. V tem delu se dotaknem tudi problematike investicijskih skladov kot elementa prihodnjega razvoja srbskega kapitalskega trga.

V drugem delu predstavim srbski trg kapitala kot rezultanto številnih - včasih tudi nasprotujočih - silnic, ki vključujejo tako nedokončano privatizacijo, politične razmere preteklega desetletja kot tudi sprejemanje zakonske regulative, s katero želi Srbija slediti smernicam sodobne Evrope.

V tretjem delu sledi oris konkretnih dogajanj in razmer na Beograjski borzi skupaj z očitnimi trendi povečevanja likvidnosti ter raznolikosti trgovanih vrednostnih papirjev, podrobneje pa predstavim tudi dogajanja v zvezi s prevzemi družb preko organiziranega trga kapitala.

V zadnjem, četrtem delu podam primerjavo gibanja cen delnic treh izdajateljev, ki so uvrščene v kotacijo na Beograjski borzi, s tremi slovenskimi družbami iz sorodne panoge, ki so že več let uvrščene v kotacijo ali prosti trg Ljubljanske borze, ter podajam oris vzrokov za konkretne vzorce gibanj.

Glede na to, da je področje, ki ga obravnavam v diplomskem delu, za Srbijo relativno novo, je razumljiva odsotnost ustrezne strokovne literature, zato sem se med metodami dela osredotočil na dostopne vire, ki jih predstavljajo spletne strani s temo povezanih srbskih institucij in pravna regulativa (zakoni, uredbe in pravilniki); to pa dopolnil z uporabo intervjuja kot vira informacij.

1. TEMELJI DELOVANJA ORGANIZIRANEGA TRGA KAPITALA

Osnovo kapitalskega trga ter s tem trgovanja z lastniškimi vrednostnimi papirji na Beograjski borzi predstavljajo delnice, ki izhajajo iz različnih obdobij srbske privatizacije, ki jih je spremljal tako niz zakonov, ki so opredeljevali to področje, kot tudi njihove spremembe. Tudi v tem gre iskati razloge za počasnost privatizacijskih procesov ter s tem zaostajanje pri razvoju kapitalskega trga. V grobem so večje spremembe privatizacijske zakonodaje potekale vse od leta 1989 pa do zadnjega zakona v juliju 2001. Seveda pa spremembe zakonodaje brez postavitve stabilnega sistema institucij, ki spremljajo delovanje organiziranega trga vrednostnih papirjev, ne bi imele pravega učinka.

1.1. PRIVATIZACIJA KOT VIR DELNIC NA ORGANIZIRANEM TRGU KAPITALA

Številne spremembe privatizacijske zakonodaje so v minulem obdobju vzpostavljale vedno nove pogoje za delovanje organiziranega trga kapitala v Srbiji, rezultati pa se kažejo tako v različnih postopkih, ki so bili ob privatizaciji posameznega podjetja izpeljani, kot tudi izhajajočem statusu vrednostnih papirjev takšnega podjetja.

SAVEZNI ZAKON O PRIVATIZACIJI (1989)

- Pobudnik tedanji predsednik zvezne vlade Ante Marković.
- Določal je prodajo delnic s 30 % popustom na njihovo knjigovodsko vrednost zaposlenim, bivšim zaposlenim, drugim državljanom ter pokojninskim skladom.
- Zaposleni in bivši zaposleni upravičeni do dodatnega popusta glede na leta zaposlitve - popust lahko znašal vse do 70 % nominalne vrednosti delnic.
- Rok odplačila 10 let.
- Model za kupce izjemno ugoden.
- Predvidel del družbene lastnine, ki ne bi zapadel pod zgornja določila, ter naj bi *bil kasneje ponujen strateškemu partnerju.

ZAKON O PRIVATIZACIJI (1991)

- Čas razpadanja Jugoslavije.
- Veliko vzporednic z Zveznim zakonom (1989) - prodaja zaposlenim pod ugodnejšimi pogoji.
- Popusti manjši - začetni popust 20 % na knjigovodsko vrednost.
- Dodatni popust v višini 1 o.t. za leto zaposlitve, največ 60 % popust.
- Rok odplačila delnic 5 let.
- Zgornji limit vložka: 20.000 DEM v dinarski protivrednosti za delavce, 30.000 DEM za člane uprave.
- Še vedno predvideva družbeno lastnino kot drugim enakovredno obliko.
- Dopolnila k srbskemu zakonu o privatizaciji (avgust 1994).

- Obvezna tekoča revalorizacija že privatizirane lastnine (hiperinflacija v letu 1993 - nakupi delnic pod realno ceno).
- "Ex-post" prevrednotenje kapitala v vseh podjetjih, ki so bila kakorkoli privatizirana v letu 1990.
- Posledica: mnogo delničarjev se je zaradi previsoke cene moralo odpovedati vpisanim delnicam.
- Posledica: povečanje deleža družbenega kapitala v delno privatiziranih podjetjih.
- Vmes tudi Zvezni zakon o privatizaciji (1996).
- Sprememba predvsem po sili ustave, ki je predvidela zamenjavo vseh starih zakonov.
- Enakopravno obravnavanje različnih oblik lastnine (družbena, mešana, zasebna, kooperativna).
- Nikakršne spremembe v politiki lastništva.

ZAKON O SVOJINSKOJ TRANSFORMACIJI (1997)

- Spet večina podjetij privatizirana z uporabo metod, ki so priviligirale notranje lastnike.
- Najprej prenos 10 % delnic na srbski Sklad za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (Republički fond za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih Republike Srbije, v nadaljevanju PIO).
- V prvem krogu zaposleni in bivši zaposleni dobili možnost brezplačne pridobitve delnic v nominalni dinarski protivrednosti 400 DEM za leto zaposlitve.
- Skupaj na ta način prevzete delnice ne bi smele presegati 60 % osnovnega kapitala podjetja.
- V drugem krogu so zaposleni, bivši zaposleni in upokojenci pridobili možnost nakupa delnic s popustom, ki je znašal 20 % + 1 o.t. za vsako leto zaposlitve (največ 60%); odplačilni rok 6 let, zgornja meja kupljenih delnic 6000 DEM.
- Kljub ponudbi vsem omenjenim skupinam so imeli prednost v drugem krogu zaposleni v takšnem podjetju.
- Tako pridobljena sredstva razdeljena med sklad za razvoj (50%), PIO (25%) in Sklad za zaposlovanje (25%), preostanek delnic pa je bil prenesen na Akcijski fond z namenom prodaje na borzi.
- Po tem zakonu so morala vsa podjetja, ki so načrtovala privatizacijo, pripraviti otvoritveno bilanco z oznako družbenega kapitala do srede leta 1998, rok pa je bil podaljšan do leta 1999.
- Načelo "prostovoljne" privatizacije, ki je puščalo podjetjem proste roke pri odločitvi o terminu in globini privatizacije.
- Družbena lastnina je tudi po tem zakonu ostala prevladujoča oblika lastništva podjetij.
- Pri strateško pomembnih še dva načina pretvorbe družbenega kapitala: največja podjetja podržavljena, privatizacija 500 javnih storitvenih podjetij pa je ob prodaji predvidela privolitev ustanovitelja - Republike ali občine.

ZAKON O PRIVATIZACIJI (2001)

- Prodaja družbenega/državnega premoženja v podjetjih v štirih letih od dneva začetka veljavnost zakona.
- Dve metodi privatizacije:
    - prodaja (avkcija, tender) in
    - brezplačna razdelitev delnic.
- Načeloma prodaja 70 % družbenega kapitala v podjetju; izjemoma na zahtevo kupca manj.
- Avkcijska prodaja za manjša in srednja podjetja.
- Tenderska prodaja za strateško pomembna podjetja.
- Do brezplačne razdelitve delnic upravičeni zaposleni, bivši zaposleni in upokojenci subjekta privatizacije.
- V avkcijski privatizaciji se tem skupinam nameni med 10-30 % kapitala:
    - v nominalni vrednosti 150 - 450 DEM v dinarski protivrednosti za vsako leto dela, vendar največ za 35 let dela,
    - odstotek kapitala odvisen tudi od roka, v katerem je privatizacija izpeljana (do 18 mesecev, 18-30 mesecev, več kot 30 mesecev od sprejema zakona),
    - preostale delnice pripadejo Akcijskemu fondu.
- V tenderski privatizaciji se navedenim skupinam nameni največ 15 % kapitala subjekta privatizacije:
    - v nominalni vrednosti 400 DEM v dinarski protivrednosti za vsako leto dela, vendar največ za 35 let dela,
    - odstotek kapitala, ki je razdeljen skupinam, ni odvisen od roka, v katerem je privatizacija izpeljana,
    - preostale delnice se evidentirajo v Privatizacijskem registru.
- Pravica do brezplačne pridobitve delnic je omejena na subjekte, v katerih je prodanega več kot 50 % kapitala in v katerih ne poteka prestrukturiranje (predvsem holdingi, ...).
- V roku dveh let po zakonsko določenem roku za konec privatizacije, bodo polnoletnim državljanom Srbije dodeljene delnice, ki so ostale po prodaji preko tenderja, to je najmanj 15 % kapitala, ki je bil privatiziran po tej metodi.
- Promet z delnicami je prost na sekundarnem trgu ter se odvija preko finančne borze.

1.2. INSTITUCIJE ORGANIZIRANEGA TRGA KAPITALA V SRBIJI

1.2.1. BEOGRAJSKA BORZA

Prva Beograjska borza, na kateri je potekalo trgovanje z vrednostnimi papirji, blagom in devizami, je bila ustanovljena že leta 1894, prve transakcije pa so bile opravljene januarja

1895. "Stara" Beograjska borza je zadnji sestanek opravila v aprilu 1941 ter bila uradno zaprta v začetku petdesetih let prejšnjega stoletja.

Dejavnost borze je bila ponovno vzpostavljena leta 1989 kot *Jugoslovenski trg kapitala* na podlagi *Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala* (1989) iz istega leta, v letu 1992 pa je ponovno prevzela ime *Beogradska berza* ter od leta 1994 posluje v skladu z *Zakonom o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima* (1994, v nadaljevanju: *Zakon o berzama*).

Beograjska borza je junija 2002 z Atensko borzo podpisala sporazum o implementaciji projekta "postavitve kapitalskega trga v Srbiji", ki je vključeval tako prenos sistema elektronskega trgovanja z Atenske na Beograjsko borzo kot tudi svetovalne dejavnosti organov Atenske borze.

S tem je bila zamujena tudi velika priložnost, da Ljubljanska borza s prenosom tehnologije okrepi svoj regionalni položaj, ki bi pomenil predvsem krepitev kapitalskih tokov med Slovenijo in Srbijo na organiziranem kapitalskem trgu.

Zakonska osnova

Zakonsko osnovo za ustanovitev in delovanje Beograjske borze predstavlja *Zakon o berzama* (1994), s katerim je opredeljena ustanovitev Beograjske borze, njeno premoženje, organi, člani in udeleženci, njeno poslovanje, informiranje o njenem delu, kontrola njenega poslovanja, prenehanje borze ter druga za delo Beograjske borze pomembna vprašanja.

Skupni pravni okvir za delo borze je omenjeni zakon tvoril skupaj z *Zakonom o preduzećima* (1996, z novelami) ter *Zakonom o hartijama od vrednosti* (1995 z novelo), ki urejajo splošna vprašanja o statusu in organizaciji Beograjske borze ter borznih posrednikov, delniških družb ter s tem tudi delnic kot glavnega predmeta trgovanja.

Novi *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih financijskih instrumenata* (2003) je v veljavo stopil z 29. majem 2003 - s tem datumom pa sta prenehala veljati zakona, ki sta prej urejala to področje: *Zakon o berzama* (1994) ter *Zakon o hartijama od vrednosti* (1995, z novelo), Beograjska borza pa se je do tega roka morala novemu zakonu (višina osnovnega kapitala, splošni akti borze, ...) tudi prilagoditi. Beograjska borza je sprejela tudi lastna *Pravila poslovanja Berze* (2004, v nadaljevanju: Pravila poslovanja Borze), ki jih potrjuje Komisija.

Akti Beograjske borze

Statut Berze (1997, z novelami), ki ga je Beograjska borza sprejela 15. aprila 1997, zadnjič pa dopolnila leta 2004, vsebuje določila, ki opredeljujejo: naziv in sedež Beograjske borze, predmet poslovanja Beograjske borze, njeno organizacijo in način poslovanja, sestavo, izbor in pristojnosti njenih organov, komisijo Beograjske borze, pridobitev in izgubo statusa člana in udeleženca na Beograjski borzi, pravila o trgovanju na podlagi notranjih informacij ter druga pomembna vprašanja za delovanje borze.

Ob *Statutu Berze* so bila 15. aprila 1997 sprejeta, nato pa večkrat dopolnjena tudi Pravila poslovanja Borze, s katerimi so opredeljeni posli, ki jih opravlja Beograjska borza, pogoji in način opravljanja teh poslov kot tudi druga vprašanja, vezana na njeno delo.

Poleg splošnih aktov, ki predstavljajo okvir delovanja Beograjske borze, je Upravni odbor Beograjske borze sprejel tudi naslednje pravilnike, nujne za normalno poslovanje Beograjske borze:

- Pravilnik o kotaciji instrumentov na Beograjski borzi,
- Pravilnik o trgovanju z delnicami iz postopka privatizacije,
- Pravilnik o sekundarnem trgovanju z dolgoročnimi vrednostnimi papirji,
- Pravilnik o trgovanju s kratkoročnimi vrednostnimi papirji,
- Pravilnik o delu Komisije za kratkoročne vrednostne papirje,
- Pravilnik o dokumentaciji v zvezi s trgovanjem,
- Pravilnik o delu disciplinske komisije Beograjske borze,
- *Odluko o utvrđivanju godišnjeg plana berzanskih sastanaka za 2004. godinu* (2004) in
- niz drugih aktov, ki konkretno urejajo posamezna vprašanja, vezana na delo Beograjske borze.

Beograjska borza kot svojo dejavnost po Statutu Beograjske borze (2004) opravlja naslednje aktivnosti:

- sprejem vrednostnih papirjev v trgovanje na Beograjski borzi,
- zagotavlja pogoje za trgovanje z vrednostnimi papirji na Beograjski borzi,
- povezuje ponudbo in povpraševanje po vrednostnih papirjih,
- evidentira posle kupoprodaje vrednostnih papirjev, opravljene v reguliranem izvenborznem trgovanju ter prostem izvenborznem trgovanju,
- ugotavlja obveznosti ter izvršuje poravnavo obveznosti za posle, opravljene na Beograjski borzi,
- ugotavlja in izračunava cene vrednostnih papirjev, ki jih ti dosežejo pri trgovanju na Beograjski borzi,
- javno objavlja tečajnico vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na borzi, borzni indeks, kot tudi druge informacije in podatke pomembne za udeležence na trgu (borznega indeksa zaradi značilnosti trga Beograjska borza zaenkrat še ne izračunava),
- preprečuje zlorabe in neizvršitve prevzetih obveznosti in
- opravlja funkcijo informiranja o delovanju organiziranega trga kapitala.

Nadzor nad poslovanjem Beograjske borze vršijo organi, ki Beograjski borzi tudi dajejo dovoljenje za delo:

- Komisija,
- Narodna banka Jugoslavije ter
- Zvezno ministrstvo za notranjo trgovino.

Organi Beograjske borze

Po statutu Beograjske borze, organe Beograjske borze sestavljajo: skupščina, upravni odbor, direktor in nadzorni odbor.

Skupščino sestavljajo predstavniki delničarjev Beograjske borze, ki so banke, poštne hranilnice, zavarovalnice, država, ter - kadar gre za blagovno borzno poslovanje - lahko trgovska in proizvodna podjetja. Konec leta 2002 je imela skupaj 57 delničarjev: 42 bank, 10 podjetij, 2 zavarovalnici, 1 hranilnico, Zvezno Republiko Jugoslavijo in Republiko Srbijo. Tuje osebe so lahko delničarji borze pod pogojem vzajemnosti.

Upravni odbor ima 15 članov, ki jih voli Skupščina: 9 članov prihaja iz vrst delničarjev, 2 člana iz vrst organov in organizacij, posebnega pomena za delo Beograjske borze, 3 člani iz vrst članov Beograjske borze, petnajsti član pa je direktor Beograjske borze.

ORGANIZACIJA BORZE

V oddelku za sprejem na borzo ("oddelku listinga") pridobivajo in preverjajo informacije o izdajateljih vrednostnih papirjev ter o članih borze. Kotacija na trgu delnic iz privatizacije (AP trg), ne postavlja kakršnihkoli dodatnih kriterijev, temveč le usmeritev izdajatelju, da omogoči lastnikom pregledno oblikovanje cene ter prenos lastništva.

Druga funkcija, ki jo opredeljuje "oddelek za trgovanje", služi zbiranju nalogov na strani ponudbe in povpraševanja ter sklepanju poslov po vnaprej opredeljenih pravilih.

Na podlagi oblikovane cene in števila trgovanih delnic oddelek "kliringa in saldiranja" po trgovanju pripravi zaključnico ter preko računov vseh udeležencev v trgovanju opravi kliring. Vse lastniške spremembe se evidentirajo v Centralnem registru. Saldiranje poteka po principu "najprej denar, potem vrednostni papirji".

Oddelek za informiranje in marketing skrbi za redno obveščanje o opravljenem trgovanju po kliringu in saldiranju. Z objavljanjem tečajnice, sumarnimi tedenskimi in mesečnimi pregledi in statistikami, koledarji avkcij ter obvestili glede trgovanja (odložena trgovanja, ...), ter posredovanjem informacij preko interneta in borzno-posredniških družb zasleduje cilj jasnega in preglednega obveščanja javnosti z dogajanjem na sekundarnem kapitalskem trgu. Ob tem opravlja tudi funkcijo izobraževanja (seminarji, publikacije, ...) (Beograjska borza, 2004).

1.2.2. AKCIJSKI FOND REPUBLIKE SRBIJE

Akcijski fond Republike Srbije predstavlja državno institucijo *Ministarstva za privredu i privatizacijo* (v nadaljevanju: Ministrstvo za privatizacijo), ki naj bi omogočila zaključek privatizacije v prihodnjih šestih letih - s tem, da celotna družbena in državna lastnina pridobi nove lastnike.

Prva naloga *Akcijskega fonda* je prodaja delnic, ki so v njegovo last prešle v predhodnih postopkih privatizacije. Ob porastu prometa z delnicami si *Akcijski fond* obeta tudi stabilizacijo in razvoj sekundarnega trga kapitala ter srbskega finančnega trga nasploh. Takšna stabilizacija bi morala ob ustrezni lastniški strukturi zagotoviti tudi priliv investicij ter s tem pospešiti gospodarski razvoj in rast (Akcijski fond Republike Srbije, 2004).

Pri svojem delu se *Akcijski fond* dosledno naslanja na delo Centralnega registra, prej pa *Privremenega registra* (v nadaljevanju: Začasni register), saj je transparentno lastništvo v družbah, v katerih s svojim deležem nastopa tudi *Akcijski fond*, temeljnega pomena za prihodnje aktivnosti lastnikov v takšnih družbah. Dejstvo je, da *Akcijski fond* zasleduje tudi cilj kar najdražje prodaje deležev v družbah, v katerih je lastniško udeležen, to pa ob netransparentnosti lastniške strukture nikakor ni mogoče. *Akcijski fond* kot državna institucija ima v svojem načrtu dela izrecno izražen namen iskanja strateških partnerjev za družbe iz svojega portfelja, ki bi s sprejetjem lastniške vloge izpeljali popolno prestrukturiranje družb, s tem povečali finančno sposobnost posameznega podjetja in njegovo dobičkonosnost ter omogočili odpiranje novih delovnih mest. Dinamika prodaj deležev v družbah iz portfelja *Akcijskega fonda* je odvisna tako od usklajenosti delniških knjig, pripravljene ustrezne privatizacijske dokumentacije, kot tudi izraženega interesa kupcev za delež v konkretnih družbah iz portfelja. Aprila 2002 je *Akcijski fond* izvedel prve prodaje svojih deležev, kar je predstavljalo tudi uradni začetek prodaje delnic iz njegovega portfelja.

Akcijski fond poseduje manjšinske deleže v približno 900 družbah, ki so bile privatizirane v skladu s predhodnim zakonom o privatizaciji. Celotna knjigovodska vrednost teh naložb je ocenjena na okoli 790 milijonov EUR, medtem ko je knjigovodska vrednost vseh družb, v katerih ima *Akcijski fond* svoj delež, ocenjena na 2,6 milijarde USD.

Akcijski fond ima v svojem portfelju delnice družb, katerih privatizacija je bila začeta še pod prejšnjimi privatizacijskimi zakoni:

- *Zakonom o svojinskoj transformaciji* (1997) in
- *Zakonom o privatizaciji* (2001).

Z delnicami v portfelju *Akcijskega fonda* poteka trgovanje na Beograjski borzi po sistemu avkcije, s čimer naj bi bila zagotovljena kar največja preglednost in pravičnost pri menjavi lastništva. Doslej najpogosteje uporabljana metoda je javna dražba ob pomoči borzno-posredniške družbe, nekaj paketov delnic pa je bilo prodanih preko javnega razpisa (tenderja). V želji po čim večjem interesu tudi tujih investitorjev v zadnjih primerih *Akcijski fond* vse večkrat uporablja zakonsko možnost, da ostale delničarje pozove k pridružitvi njihovih delnic k prodajanemu paketu delnic iz njegovega portfelja. S tem paket navadno postane za potencialnega kupca dodatno zanimiv, ob tem pa ostaja neokrnjeno tudi načelo nediskriminatornosti takšnih prodaj (Akcijski fond Republike Srbije, 2004).

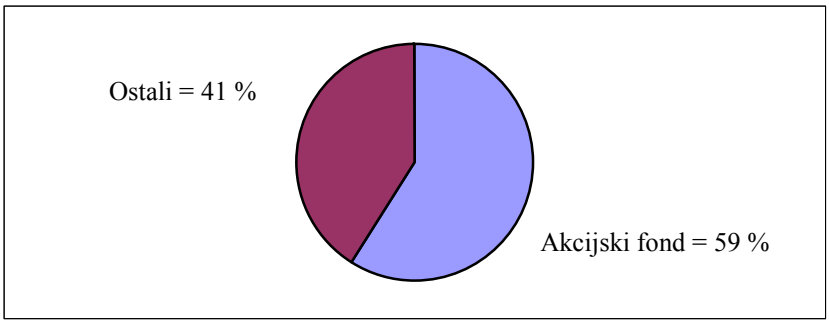
Po opredeljenih postopkih za prodajo deležev iz lastnega portfelja preko borznih posrednikov *Akcijski fond* preko natečajev izbira borzno-posredniške družbe, ki ga kot prodajalca zastopajo na dražbah.

Kupnina, ki jo *Akcijski fond* kot državna institucija pridobi ob prodaji delnic, pomeni prihodek državnega proračuna - s tem pa je tudi dinamika prodaj delnic usklajena s potrebami proračuna (Zakon o Akcijskom fondu, 2001). Ob tem naj bi *Akcijski fond* deklarativno skrbel tudi za ustrezne obveze kupcev po dodatnih investicijah v družbo, katere delež *Akcijski fond* prodaja, vendar za to nima zakonske podlage.

Portfelj *Akcijskega fonda* sestavljajo delnice in deleži, ki niso bili privatizirani do dne, ko je v veljavo stopil zakon, ki ureja privatizacijo v družbah z zaključeno delno privatizacijo družbenega oz. državnega kapitala.

Ta portfelj po odredbah *Zakona o svojinskoj transformaciji* (1997) sestavljajo delnice (okoli 400 družb), katerih delničarji so odstopili od odplačila vpisanih delnic po *Zakona o društvenom kapitalu* (1989, in novela), po *Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine* (1991, in novele) ter *Zakona o svojinskoj transformaciji* (1997).

***Slika 1*:** Delež prometa *Akcijskega fonda* z delnicami iz lastnega portfelja v celotnem prometu z delnicami na Beograjski borzi v letu 2002

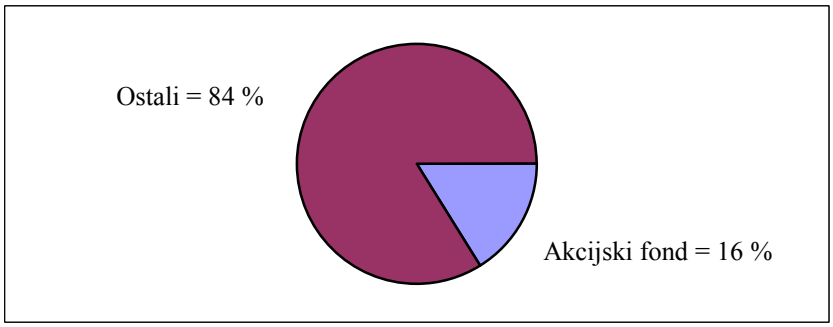


Vir: Akcijski fond, 2004.

Skupaj ima *Akcijski fond* delež v okoli 1500 družbah. V portfelj *Akcijskega fonda* bodo vključene tudi delnice, ki jih bo *Fond za razvoj Republike Srbije* prenesel nanj zaradi njihove prodaje ter delnice preostale po prodaji družb po veljavnem *Zakonu o privatizaciji* (2001). Ob tem je naloga *Akcijskega fonda* opredeljena tudi v funkciji posrednika pri prodaji delnic, ki so prenesene na PIO. *Akcijski fond* pridobiva sredstva za poslovanje iz nadomestila stroškov ter provizij pri prodaji delnic iz proračuna ter iz dividend, ki jih izplačujejo družbe, v katerih ima lastniški delež (Akcijski fond Republike Srbije, 2004).

Sredstva, dobljena s prodajo delnic, se z namenom spodbujanja in razvoja gospodarstva prenašajo v državni proračun.

***Slika 2*:** Delež prometa *Akcijskega fonda* z delnicami iz lastnega portfelja v celotnem prometu z delnicami na Beograjski borzi v letu 2003



Vir: Akcijski fond, 2004.

Iz grafikonov (*Slika 1, str. 9* ter *Slika 2, str. 9)* lahko razberemo, da se je vloga *Akcijskega fonda* v letu 2003 glede na leto 2002 bistveno zmanjšala (Akcijski fond Republike Srbije, 2004). Kot je mogoče pričakovati, se bo v skladu s poslanstvom in ciljem *Akcijskega fonda* njegov pomen v prihodnjih letih še zmanjševal. Na osnovi podatkov o trgovanju na Beograjski borzi ter gibanju cen delnic po prodaji paketov iz portfelja *Akcijskega fonda* je mogoče zaključiti, da strategija *Akcijskega fonda* ter s tem države, da čimprej proda strateške deleže v družbah iz svojega portfelja, s prihodkovnega stališča doslej ni bila najustreznejša.

1.2.3. ZVEZNA KOMISIJA ZA VREDNOSTNE PAPIRJE

Naloge in pooblastila

Komisija je bila ustanovljena leta 1990 na podlagi takratnega zakona o vrednostnih papirjih ter *Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala* (1989), ki je veljal za Srbijo in Črno Goro. Ob političnih spremembah Komisija nadaljuje svoje delo v okviru Republike Srbije, njeno delo pa je regulirano tako z zakoni, ki zadevajo delovanje trga vrednostnih papirjev in trga denarja, kot tudi z zakoni, ki uravnavajo delovanje državnih institucij. Glavni akt, ki ureja delovanje Komisije, je *Uredba o Saveznoj komisiji za hartije od vrednosti i finansijsko tržište* (1995, in noveli), katerega zadnja novela je bila sprejeta leta 2000. Komisija je za svoje delovanje odgovorna srbski Vladi (Komisija za hartije od vrednosti, 2004).

Komisijo sestavljajo predsednik, štirje člani ter sekretar.

Strokovna služba Komisije je zadolžena za opravljanje strokovnih, administrativnih ter materialno-finančnih poslov. Ta služba pripravlja predloge odločitev ter mnenj, o katerih nato odločajo člani Komisije na svojih zasedanjih. Trenutno je v strokovni službi zaposlenih 27 ljudi.

Organizacijska struktura Komisije je v želji po čim večji učinkovitosti naslednja:

1. Kabinet predsednika,
2. Oddelek za pravne, splošne in kadrovske zadeve,
3. Oddelek za posle z vrednostnimi papirji,
4. Oddelek za borze in borzne posrednike,
5. Oddelek za kontrolo poslovanja udeležencev na trgu vrednostnih papirjev,
6. Oddelek za razvoj finančnega trga, izobraževanje in odnose z javnostmi,
7. Oddelek za informatiko ter
8. Služba za materialno-finančno poslovanje.

Naloge in pooblastila Komisije so opredeljeni v dokumentu *Uredba o Saveznoj komisiji za hartije od vrednosti i finansijsko tržište* (1995, in noveli):

- Zagotavljati mora kakovost serijskih vrednostnih papirjev preko:
    - soglasij za izdajo delnic, dolgoročnih vrednostnih papirjev ter vrednostnih papirjev, ki se glasijo na tujo valuto,

    - soglasij za objave javnih pozivov za vpis in vplačilo delnic v primeru sukcesivne ustanovitve delniške družbe,
    - soglasij za nakupe delnic, s katerimi kupec pridobi 25 % ali večji delež v osnovnem kapitalu delniške družbe,
    - izdaje dovoljenj za delo borze in borznih posrednikov.
- Zagotavljati mora finančno disciplino pri trgovanju z delnicami s:
    - kontrolo poslovanja pravnih oseb z delnicami, dolgoročnimi vrednostnimi papirji ter vrednostnimi papirji, ki se glasijo na tujo valuto,
    - kontrolo borze in borznih posrednikov, ki poslujejo z delnicami in dolgoročnimi vrednostnimi papirji,
    - sprejemanjem in predlaganjem ukrepov za preprečevanje nedovoljenih špekulativnih poslov v zvezi s trgovino z vrednostnimi papirji,
    - zagotavljanjem zaščite pravic in interesov kupcev (investitorjev) pri poslih z vrednostnimi papirji.
- Daje soglasja k aktom borze in borznih posrednikov.
- Vodi register o najpomembnejših aktivnostih na denarnem in kapitalskem trgu, ki jih regulira Komisija.
- Vodi raznovrstne evidence v smislu zaščite pravic investitorjev - kupcev delnic.
- Predpisuje in dopolnjuje pravila trgovanja z vrednostnimi papirji, s katerimi se oblikuje okvir za zaščito pravic in interesov investitorjev na trgu vrednostnih papirjev ter predpisuje način preverjanja znanja za borznih posrednikov.

Komisija je od maja leta 2002 članica združenja IOSCO (The International Organization of Securities Commissions, Mednarodna organizacija agencij za trg vrednostnih papirjev).

Prav tako je Komisija od leta 1999 redni član združenja ANNA (Association of National Numbering Agencies, Združenje nacionalnih nacionalnih agencij za dodelitev identifikacijskih kod) (Komisija za hartije od vrednosti, 2004).

1.2.4. CENTRALNI REGISTER

Projekt Centralnega registra v sklopu dejavnosti Narodne banke Jugoslavije se je začel že sredi prejšnjega desetletja, njegov zaključek pa je gotovo eden najpomembnejših korakov ustvarjanja osnovne infrastrukture za razvoj finančnega trga v Srbiji.

Z željo po zagotovitvi pogojev za organizirano trgovanje in deponiranje materializiranih Obveznic starega deviznega varčevanja je konec leta 2001 začel z delom oddelek v sklopu Narodne banke Jugoslavije, ki se je ukvarjal s posli Centralnega registra, depoja in poravnave poslov z vrednostnimi papirji (Centralni registar, 2004).

Sistem je bil zasnovan na principu registracije in prenosa lastništva predhodno deponiranih vrednostnih papirjev, medtem ko je saldiranje denarnega dela transakcije ostalo v domeni bank. Zaradi velikega števila členov v verigi saldiranja je bilo težko - včasih pa povsem nemogoče - zagotoviti saldiraje v predvidenem roku T+3, ob tem, da je bil sistem za uporabnika zelo drag.

Ker sistem ni zagotavljal zahtev uporabnikov, niti ni zadovoljeval mednarodnih standardov, je bil v začetku leta 2002 začet projekt redefiniranja celotnega procesa. S tem se je pričelo uvajanje nove funkcije v delo Centralnega registra vrednostnih papirjev, funkcije klirinške hiše, oziroma centraliziranega saldiranja denarnega dela transakcije. Združevanje funkcij je omogočilo izpolnitev osnovnega principa modernih klirinških hiš - istočasno plačilo in prenos lastništva nad vrednostnimi papirji (angl. delivery vs. payment - DVP).

Uvedba novega koncepta je na srečo sovpadla s časom pisanja novega *Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2002), v katerega je bil posledično vnesen tudi zakonsko utemeljen izbrani model centralne klirinške institucije. V začetku leta 2003 je nov sistem tudi uradno prešel v uporabo.

Z novim sistemom, imenovanim "Beoclear", so odpravljene zakasnitve pri saldiranju, tveganje saldiranja zmanjšano na minimum, transakcijski stroški pa zmanjšani na sprejemljivo raven. Poleg Obveznic starega deviznega varčevanja ter blagajniških zapisov Narodne banke Srbije od aprila 2003 preko sistema poteka tudi registracija trgovanja in primarna prodaja kratkoročnih republiških vrednostnih papirjev (Centralni registar, 2004).

Zaokrožitev celotnega sistema je bila izpeljana z osamosvojitvijo Centralnega registra vrednostnih papirjev in njegovo ločitvijo od Narodne banke Srbije lani decembra. Najpomembnejše dejanje za organizirani trg vrednostnih papirjev pa je s prenašanjem podatkov o lastnikih delnic iz Začasnega registra (pod domeno Agencije za privatizacijo) v Centralni register še vedno v teku.

1.2.5. ČLANI BEOGRAJSKE BORZE

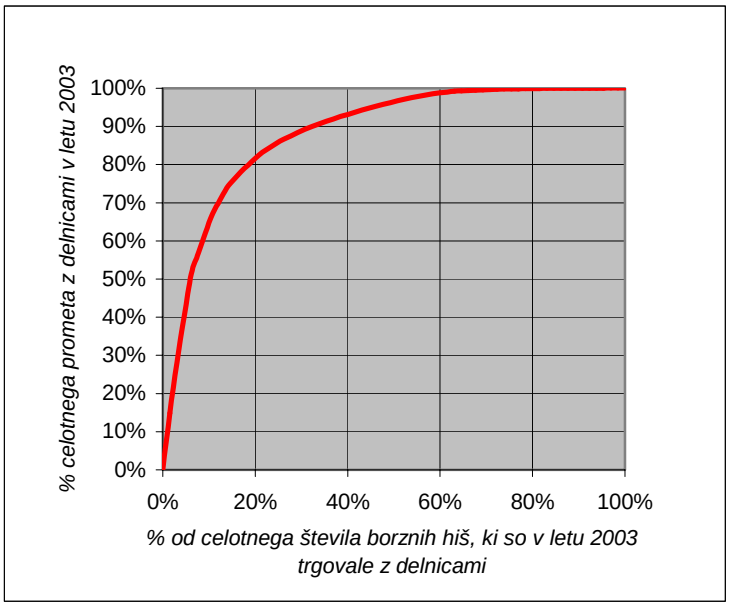
Leta 2003 je imela Beograjska borza 79 članov, od tega 72 borzno-posredniških družb, ki so pridobile dovoljenje za opravljanje brokersko-dealerskih poslov ter 7 bank. Za opravljanje poslov z Obveznicami starega deviznega varčevanja je licenco pridobilo 38 borzno-posredniških družb in bank, ki izpolnjujejo dodatne pogoje z deponiranjem sredstev v garancijski sklad v višini 40.000 EUR (ta znesek je bil tekom leta 2003 znižan s prejšnjih 60.000 EUR) na račun borze ter imajo s tem omogočen dostop do svojega terminala na borzi (Beograjska borza, 2004).

Člani borze morajo izpolnjevati zahteve, ki jih postavljajo *Zakon o berzama* (1994), *Statut Berze* (2004) ter akti borze. Pogoji za članstvo vključujejo:

- statusno dokumentacijo (statut, izpis iz sodnega registra o ustanovitvi, dovoljenje Komisije za delo),
- pravilnike in ostale dokumente o poslovanju (cenik, program dela, .., posebej pa je poudarjena zahteva glede pravilnika o preprečevanju zlorabe notranjih informacij),
- podatke in potrdila za osebo, posrednika, ki v imenu člana trguje na Beograjski borzi,
- nepreklicno izjavo člana, da posrednikove obveze na Beograjski borzi priznava kot svoje,
- revidiran poslovni izid,
- podatke o lastništvu v drugih pravnih osebah,

- dokaz o obstoju sredstev za pokrivanje obveznosti na Beograjski borzi (deponiranje petnajstih podpisanih bianco menic),
- podrobnejše podatke o vodstvenem kadru člana borze,
- izjave o poznavanju pravil Beograjske borze ter prilagoditvi internih pravil le-tem,
- Beograjski borzi mora član redno dostavljati spisek oseb, s katerimi je sklenil pogodbo o borznem posredovanju.

Medtem ko število borzno-posredniških družb pri trgovanju z delnicami ni omejeno, pa je število tistih, ki lahko pridobijo licenco za trgovanje z *Obveznicami Republike Srbije za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje građana* (v nadaljevanju: Obveznice starega deviznega varčevanja), omejeno s številom borznih boksov.
Iz grafikona (*Slika 3, str. 13)* je jasno razvidno, da trg z delnicami obvladuje nekaj borznih hiš, saj je četrtina borznih hiš, ki so v letu 2003 trgovale z delnicami na Beograjski borzi, skupaj opravilo vrednostno več kot 85 % vseh poslov z delnicami v letu 2003. Ob tem je zanimivo, da je po številu transakcij omenjena četrtina borznih hiš opravila le 61 % celotnega števila transakcij z delnicami na Beograjski borzi v letu 2003. Vpogled v ozadje teh podatkov nam razkrije, da so na vrhu razpredelnice o prometu borznih članic družbe, ki so v preteklem letu sodelovale pri največjih transakcijah (prevzemih) na srbskem kapitalskem trgu. Družba Beopublikum, ki je sicer zabeležila vsega 2,86 % vseh transakcij z delnicami v letu 2003, je s svojo agenturo pri največjem prevzemu na srbskem kapitalskem trgu v letu 2003, prevzemu družbe Apatinska Pivara a.d., Apatin, za belgijsko družbo Interbrew zasedla prvo mesto po vrednosti opravljenih transakcij v letu 2003 (Beograjska borza, 2004).
***Slika 3*:** Prikaz koncentracije obsega trgovanja z delnicami na Beograjski borzi v letu 2003 po borznih hišah



Vir: Beograjska borza, 2004.

Iz prejšnjega grafikona (*Slika 3, str. 13)* razberemo, da nekatere družbe, članice Beograjske borze, zaenkrat niso razvijale storitve trgovanja z delnicami oz. mu niso namenjale posebne

pozornosti, kar v perspektivi vsekakor manjša njihovo konkurenčno sposobnost ter s tem sposobnost dolgoročnega preživetja.

Tabela 1: Prvih deset borzno-posredniških družb po ustvarjenem prometu z delnicami na Beograjski borzi v letu 2003

Borzno-posredniška družba	% od celotne vrednosti prometa	% od celotnega števila transakcij
Beopublikum brokerska kuća a.d.	14,81 %	2,86 %
M&V Investments a.d.	13,09 %	9,55 %
KBK broker a.d.	12,38 %	1,41 %
Senzal a.d.	11,09 %	6,65 %
Sinteza Invest Group a.d.	5,45 %	5,27 %
Delta broker a.d.	5,26 %	8,38 %
Societe Generale Yugoslav bank	5,12 %	0,02 %
Astesa broker a.d.	3,40 %	0,88 %
Ilirika Investments a.d.	3,27 %	6,12 %
Citadel securities	2,25 %	2,25 %

Vir: Beograjska borza, 2004.

V segmentu družb, članic Beograjske borze, lahko tako v prihodnjih letih ob konsolidaciji lastništva, prevzemih s strani tujih investitorjev (predvsem investicijskih skladov) pričakujemo zmanjševanje njihovega števila. Glede na pomen Obveznic starega deviznega varčevanja kot specifičnega vrednostnega papirja, ki ob vključitvi člana Beograjske borze v verigo prodaje lahko pomeni njegov pomemben vira dohodka, ob spremljanju trenutnih trendov in stanja pričakujemo v prihodnjih letih občutno zmanjšanje števila borznih družb.

SLOVENSKE BORZNO-POSREDNIŠKE DRUŽBE - ČLANICE BEOGRAJSKE BORZE

Trenutno v Srbiji preko svojih povezanih družb delujejo tri slovenske borzno-posredniške družbe: Ilirika borzno-posredniška hiša, d. d., Publikum, d. d. ter AC - borzna hiša, d. d. Dejstvo je, da gre v primerih nastopa slovenskih borznih hiš na srbskem kapitalskem trgu za poskus prenosa osvojenih znanj in izkušenj iz slovenske privatizacije na nov trg ter ustvarjanje nove vrednosti s prijemi, ki na srbskem trgu pomenijo novost, na slovenskem kapitalskem trgu pa ustaljeno prakso posameznih borznih hiš (npr. uporaba marketinških prijemov, kot so medijska prisotnost v tiskanih in elektronskih medijih s poudarjeno noto regionalne prisotnosti, donatorstvo, postavitev in vpeljava mreže pogodbenih poslovalnic, ...). Lahko omenimo, da specifičnost srbskega kapitalskega trga borznim hišam odvzema velik del možnosti ustvarjanja ekstra dobička, saj po slabih izkušnjah v Slovenije ne dopušča nikakršnih poslov v zvezi s prenosom lastništva delnic mimo organiziranega trga kapitala (Beograjske borze).

Iz tabele (*Tabela 1, str. 14)* razberemo, da je v segmentu borznega posredovanja z delnicami na Beograjski borzi v letu 2003 največji delež zavzela povezana družba slovenske borzno-posredniške družbe Publikum, d. d., Beopublikum a.d. Ob tem je vidno vlogo igrala tudi družba Ilirika Investments a.d., sicer hčerinska družba slovenske Ilirike borzno-posredniške

hiše, d. d., ki je po številu opravljenih transakcij na Beograjski borzi zasedla 4. mesto. Tudi ta podatek kaže na poskus prenosa znanja s slovenskega kapitalskega trga na Beograjsko borzo; medtem ko je družba Publikum, d. d. v slovenskem prostoru bolj orientirana na večje stranke, pa je Ilirika borzno-posredniška hiša, d. d. postala že sinonim za široko prisotnost "v vsakem večjem kraju", ki gravitira k določenemu organiziranemu trgu kapitala (Bobnar, 2004).

S slovenskimi borzno-posredniškimi družbami povezane družbe v Srbiji so tako leta 2003 na Beograjski borzi ustvarile 18,73 % celotnega prometa z delnicami na tej borzi ter opravile 13,44 % vseh transakcij na omenjeni borzi. Pričakovati je mogoče, da bo zaradi njihove regionalne naravnanosti ta odstotek ob postopni normalizaciji gospodarskega in političnega položaja v Srbiji še malenkostno naraščal, seveda pa lokalne borzno-posredniške družbe razkorak v znanju in uporabi drugih prijemov pri delu na Beograjski borzi hitro zmanjšujejo (Pešić, 2004).

1.2.6. INVESTICIJSKI SKLADI

Srbija kot edina država na področju bivše Jugoslavije v svoji privatizaciji ni predvidela katere od oblik investicijskih skladov, ki so v nekaterih državah odigrali celo bistveno vlogo pri privatizaciji državnega in družbenega premoženja (npr. PIF v Bosni in Hercegovini ter na Hrvaškem, PID v Sloveniji, ...).

Odsotnost zaprtih investicijskih družb v procesu privatizacije je tudi razlog za ne-obstoj ustrezne zakonodaje, ki bi opredeljevala tovrstne oblike družb ali premoženja. Temu in odločni poziciji srbskih oblasti, da pred obstojem ustrezne zakonodaje dejavnosti investicijskih družb in vzajemnih skladov niso zaželene, gre pripisati dejstvo, da zaenkrat v Srbiji ne obstajajo vzajemni skladi, ki v nekaterih sredinah (npr. Sloveniji) s svojo finančno močjo predstavljajo izjemno pomemben faktor na organiziranem kapitalskem trgu. Ne gre prezreti dejstva, da so bili prav vzajemni skladi tisti, ki so v Sloveniji "prehitevali" zakonodajo ter bili s tem svojevrsten pobudnik razvoja kapitalskega trga.

Obljube sedanje srbske vlade, da naj bi bila ustrezna zakonodaja o investicijskih skladih pripravljena v obdobju do konca letošnjega junija, v perspektivi zagotavljajo povečano povpraševanje po vrednostnih papirjih ter s tem neposredno povezano rast cen le-teh.

Kot ocenjujejo nekateri tuji strokovnjaki, pa je razlog za odsotnost investicijskih skladov na srbskem kapitalskem trgu mogoče iskati tudi v pomanjkanju ustreznih kadrov ter njihovega šolanja, ki bi spodbudilo razmah tudi te veje finančne industrije (O'Rourke, 2004, str. 13).

Veliko zanimanje za ustanovitev družb za upravljanje ter s tem vzajemnih skladov v Srbiji je že dlje časa mogoče zaznati tudi pri slovenskih udeležencih trga vrednostnih papirjev, tako da se Beograjski borzi tudi s tega stališča obetajo časi večje investicijske privlačnosti (Bobnar, 2004).

2. STANJE NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV V SRBIJI

Srbski kapitalski trg je rezultat mnogih nasprotujočih si okoliščin, med katerimi še posebej izstopata dolga gospodarska in politična izoliranost Republike Srbije ter počasna privatizacija. Razvoj procesa privatizacije do leta 2001 so ovirali tako uporabljani modeli privatizacije kot tudi zastonjska razdelitev delnic, ki je z razpršitvijo lastništva dodatno prispevala k omejitvi trgovanja. Zavarovalnice in nesolventne banke so se v tem času pojavile na primarnem trgu kapitala kot izdajatelji z željo po pridobivanju svežega kapitala. Kupci tovrstnih emisij so bili predvsem njihove stranke, družbena podjetja (YU privatizacija, 2004).

Ta mehanizem je zagotavljal zgolj preživetje ob minimalnih zahtevah ali pa način pokrivanja izgub. Investicijsko bančništvo v tem obdobju še ni obstajalo, pokojninski skladi pa ob tem niso bili aktivni udeleženci na trgu. Tudi gospodarske družbe so izdajale lastniške vrednostne papirje z namenom dokapitalizacije, ves ta proces pa je bil omejen na vnaprej dogovorjene posle.

Pred sredino leta 2001, se pravi pred sprejetjem nove privatizacijske zakonodaje, je bilo trgovanje z vrednostnimi papirji na Beograjski borzi po njihovi pestrosti ter obsegu skromno. Sestavljeno je bilo zgolj iz trgovanja z dolžniškimi instrumenti - predvsem obveznicami Jugoslovanske narodne banke ter blagajniškimi zapisi.

Od vseh državnih dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev so se le Obveznice starega deviznega varčevanja izkazale kot pozitivna spodbuda razvoju sekundarnega trga, vendar se je trgovanje z njimi dejansko začelo šele novembra 2001 (Beograjska borza, 2004).

Čeprav so bile institucije in instrumenti primarnega trga kapitala dovolj dobro razviti, pa zaradi prej omenjenih razlogov niso igrali domala nikakršne vloge pri razvoju sekundarnega, finančnega, trga.

Zaradi vseh omenjenih institucionalnih ter drugih negativnih dejavnikov je predhodna privatizacija postala temelj in dominantni vir ponudbe na kapitalskem trgu.

Poleg novega koncepta ter novih metod, je novi *Zakon o privatizaciji* (2001) uveljavil tudi dve noviteti, obe velikega pomena za kapitalski trg. Kot določa 59. člen omenjenega zakona, lahko trgovanje z delnicami, ki so bile izdane v procesu privatizacije, poteka neomejeno na sekundarnem trgu kapitala, se pravi preko borze. Drugo pomembno novost pomeni odprava predkupne pravice za vse, ki so delnice pridobili v predhodnih privatizacijah. Podobna določila pa nato povzema tudi zadnji sklop dopolnil k *Zakonu o preduzećima* (novela 2002).

Novi *Zakon o privatizaciji* (2001) je pomenil začetek sproščanja ogromnega ponudbenega potenciala, ki so ga ustvarile predhodne privatizacije; gre za skoraj 1000 delniških družb. Trgovanje z delnicami je na borzi neomejeno. Število transakcij ter njihova vrednost kažeta trend rasti, še posebej od aprila 2002, ko se je pričelo tudi trgovanje z delnicami iz portfelja *Akcijskega fonda.* Predvsem po zaslugi atraktivnosti paketov, ki jih je ponudil *Akcijski fond,* ter s tem doseženimi višjimi cenami, se je tržna kapitalizacija Beograjske borze nekajkrat povečala (Beograjska borza, 2004).

Dejstvo je, da utegne prehitra privatizacija ustvariti socialne probleme, ki lahko negativno vplivajo na potek celotne lastninske reforme. Uspešna in hitra privatizacija vpliva na gospodarsko rast na srednji rok, na kratek rok pa praviloma povzroči izgubo delovnih mest (Pavlović, 2004, str. 4)

Pojav porfeljskih in strateških investitorjev je spodbudil večje zanimanje za srbski kapitalski trg - temu pa so že sledili tako prvi pretresi kot tudi prvi poskusi prevzemov.

Z vidika privatizacijskih metod, so viri trgovanja z delnicami na Beograjski borzi naslednji:

- brezplačno ali z diskontom pridobljene delnice v predhodnih privatizacijskih procesih (po prejšnjih zakonih),
- delnice, ki so bile v okviru privatizacijskih procesov prenesene na *Akcijski fond,*
- 15 % delnic posamezne družbe, ki je bila prodana v okviru javnega razpisa (tender).

Privatizacija večine družb, ki trenutno kotirajo na Beograjski borzi, se je začela že v letu 1989, in sicer z interno razdelitvijo delnic.

Zakon o privatizaciji ter *Zakon o Akcijskom fondu* (2001) sta utemeljila instituciji Centralnega registra ter Začasnega registra, depotnih oziroma klirinško-depotnih institucij trga vrednostnih papirjev, s tem, da je definicija in vloga prvega ostala sprva ne povsem dorečena ter odvisna od prihodnjih ustreznih zakonskih dopolnil.

Glede na dejstvo, da delniške knjige v posameznih družbah še vedno niso povsem usklajene (usklajenost pa je predpogoj za uvrstitev delnice na borzo), je *Zakon o privatizaciji* (2001) določil, da je usklajene delniške knjige potrebno posredovati Centralnemu in/ali Začasnemu registru najkasneje v štirih mesecih od sprejetja tega zakona. Realnost je ob odsotnosti ustreznih sankcij zoper izdajatelje, ki ne bi izvedli teh korakov, seveda pokazala, da interesa izdajateljev za transparentno vodenje lastništva tako rekoč ni bilo, razen kjer se je ta korak vklapljal v shemo motivacije zaposlenih v takšnih družbah z dodatno prodajo delnic po diskontnih cenah.

Trgovanje z delnicami na borzi je dovoljeno le ob predhodni pridobitvi potrdila o skladnosti podatkov, ki ga izdata Centralni register ter *Ministrsvo za privatizacijo.* To dejstvo v praksi povzroča številne nevšečnosti pri procesu uvrstitve delnice na borzo. Prav iz tega razloga so napovedana dopolnila Zakona o privatizaciji, ki predvidevajo ostre sankcije v primerih, ko so delnice družb z neusklajeno knjigo delničarjev prenesene na *Akcijski fond* tudi po na novo določenem skrajnem roku.

Pojav delnic iz portfelja *Akcijskega fonda* aprila 2002, ki so mu sledile občasne dražbe na borzi, je pomenil ustvarjanje nove kvalitete na kapitalskem trgu. Portfeljski in strateški investitorji so se prvič v teku srbske privatizacije pojavili kot kupci, s tem pa ob povečanem povpraševanju povzročili tudi splošen dvig cen delnic na Beograjski borzi.

Sledeč določilom *Zakona o privatizaciji* (2001) v procesu trgovanja z delnicami privatiziranih družb sodelujejo:

- *Ministrsvo za privatizacijo* kot strateg in nadzornik privatizacije,
- Beograjska borza,

- *Akcijski fond,*
- Komisija,
- *Začasni register* / Centralni register vrednostnih papirjev,
- borzno-posredniške družbe,
- lastniki delnic.

Sprejetje *Zakona o privatizaciji* (2001) je spremljalo tudi sprejetje *Zakona o Akcijskom fondu* (2001). *Akcijski fond* prodaja delnice v družbah, ki so bile prenesene nanj ter na PIO pred uveljavitvijo novega *Zakona o privatizaciji* (2001).

Začasni register je sprva vodil evidenco o lastnikih (delničarjih), vrsti in številu delnic posameznega lastnika ter vodil evidenco o spremembah omenjenih podatkov. Začasni register je ob tem podal družbi pisni dokument o delničarjih, na podlagi tega pa je vodena tudi delniška knjiga.

Začasni register je pred uveljavitvijo Centralnega registra prav tako vodil evidenco o delnicah družb, ki so šele v procesu privatizacije bodisi preko ponudbe na javni dražbi ali javnem razpisu (tenderju), kot to opredeljuje novi *Zakon o privatizaciji* (2001).

Zakon o privatizaciji (1994) je opredelil vlogo borze ter borzno-posredniških družb, od maja 2003 pa to funkcijo opravlja *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih financijskih instrumenata* (2002).

V tem obdobju je bila vzpostavljena tudi spremljevalna institucija, *Centar za tržište kapitala* (v nadaljevanju: Center). Vloga Centra je iniciacija, vodenje in kontrola privatizacije družb, katerih delnice so v portfelju *Akcijskega fonda.* Center ima to vlogo v neposrednem sodelovanju z *Akcijskim fondom* ter klirinško-depotno ustanovo. Naloga Centra je priprava prodaje delnic družb, ki izhajajo iz privatizacije v zakonsko določenih rokih in ob upoštevanju določil *Zakona o privatizaciji* (2001), še posebej v poglavjih javnosti, preglednosti ter nediskriminatornosti.

Tako so naloge Centra naslednje:

- kar največ izpeljanih privatizacij,
- od kupcev pridobiti zagotovila o kar največjih vlaganjih v posamezne prodane družbe ter
- razvoj finančnega trga.

Center je opredelil postopke ter pripravil ustrezno dokumentacijo za prodajo manjšinskih deležev družb v lasti *Akcijskega fonda.* Vzpostavil je sodelovanje z Beograjsko borzo v smislu uporabe metod pri trgovanju z delnicami, ki izhajajo iz privatizacijskih postopkov. Beograjska borza je prilagodila svoja *Pravila poslovanja Borze* (2004), da ta sedaj ustrezajo prodajam blokov delnic *Akcijskega fonda.* Sočasno se je pričela prodaja manjšinskih deležev tistih družb, ki so že zaključile proces privatizacije in pri katerih je bila lastniška struktura nesporna , ter pri katerih je (seveda) obstajal tudi ustrezen interes za nakup (Ministarstvo za privatizacijo, 2004).

3. TRGOVANJE Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI NA BEOGRAJSKI BORZI

Trgovanje z delnicami, ki so jih lastniki pridobili v postopkih privatizacije, poteka na Beograjski borzi na tako imenovanih "avkcijah".

Pooblaščeni borzni posrednik na strani ponudbe na podlagi naloga za prodajo preveri lastništvo delnic ter prevzame obveznost, da bo zagotovil njihov prenos v roku saldiranja na novega lastnika, na nakupni strani pa borzni posrednik zagotavlja, da kupec razpolaga z ustreznimi sredstvi za nakup delnic ter da bo opravil plačilo v roku saldiranja.

Borzni posrednik vnese nalog v sistem za trgovanje, pri čemer velja omeniti, da je s februarjem 2004 pričel delovati sistem za daljinsko trgovanje, ki pomeni enakovreden način vnosa naročila, danega na borznem parketu.

Predvsem pa pred Beograjsko borzo ostaja še izziv razvoja informacijskega sektorja, ki bi omogočil, da bodo podatki v najkrajšem času dostopni posredovalcem informacij (kot so Bloomberg, Reuters, …), za kar pa bo potrebna izdelava ustrezne podatkovne baze ter opredelitve ustreznih postopkov (Repija, 2003, str. 7).

Beograjska borza avkcije za trgovanje s posamezno delnico, ki izpolnjuje pogoje za kotacijo (t.j. uvrstitev v Centralni register ter objava ustrezno ažuriranega Prospekta), organizira periodično, zaenkrat na 10 dni mesečno, pri čemer je določen dan namenjen trgovanju z delnicami vnaprej opredeljenih panog (deset skupin panog). Na avkciji se na podlagi vnesenih nakupnih ter prodajnih nalogov izračuna ceno, ki jo Beograjska borza zatem javno objavi na spletnih straneh (Pravila poslovanja Borze, 2004).

3.1. SPREJEM DRUŽBE NA BORZO

Predpogoj za kotacijo družbe na Beograjski borzi je, da uprava družbe angažira t.i. *agenta emitenta*, borzno-posredniško družbo, ki opravlja administrativne posle v zvezi s poslovanjem z delnicami (vodenje delniške knjige, sodelovanje s Centralnim registrom, *Akcijskim fondom*, Komisijo, ostalimi borznimi posredniki ter Beograjsko borzo). Trgovanje z delnicami ni mogoče, dokler t.i. *agent emitenta* ali *Akcijski fond* ne dostavita zahtevka za začetek trgovanja ter predpisane dokumentacije (t.j. Prospekt).

3.2. ZAKONSKA OPREDELITEV TRGOVANJA Z DELNICAMI

Trgovanje z delnicami, ki izhajajo iz privatizacije ureja *Pravilnik o trgovanju akcijama iz postupaka privatizacije*. Delnice iz privatizacije so delnice vseh tistih gospodarskih družb, ki so se iz družbenih in državnih družb bodisi v celoti bodisi deloma preoblikovala po kateremkoli izmed zakonov (začenši z "Markovićevim" zakonom iz leta 1989), ki so doslej obravnavali to področje (več o tem v 3. poglavju). Omenjeni pravilnik že na samem začetku opozarja na dejstvo, da je trgovanje s tovrstnimi delnicami mogoče samo preko Beograjske borze - torej kakršnakoli oblika "sivega trga", kot smo ga in ga še poznamo v Sloveniji, v

Srbiji - tudi po zaslugi izjemno strogih ukrepov pristojnih institucij ob posameznih poskusih sklepanja različnih terminskih pogodb - ne obstaja.

Trgovanje na Beograjski borzi je mogoče, ko izdajatelj opravi homogenizacijo vseh različnih izdanih serij delnic, torej poenoti nominalne vrednosti vseh delnic ter poenoti pravice, ki iz njih izhajajo.

Trgovanje s privatizacijskimi delnicami je organizirano v dveh segmentih:

- "prvi AP trg", na katerem se trguje z delnicami, ki izpolnjujejo zahteve borznega pravilnika ter za katere Komisija na zahtevo izdajatelja ali lastnika delnic odloči prehod na "prvi AP trg",
- "drugi AP trg" - na njem se trguje z vsemi delnicami, za katere izdajatelj ali lastnik delnic Beograjski borzi dostavi:
    - zahtevo za trgovanje na tem segmentu skupaj z oznako načina trgovanja,
    - potrdilo, da je stanje v delniški knjigi družbe usklajeno z bazo podatkov v Centralnem registru,
    - prospekt izdajatelja, potrjen s strani odgovorne osebe izdajatelja delnic, ki vsebuje podatke, ki jih zahteva *Pravilnik o obezbedjenju uslova za funkcionisanje finansijskog tržišta* (1996 in novele), vključujoč podatke o korigirani knjigovodski vrednosti (t.j. skupna aktiva, zmanjšana za višino izgube ter višino skupnih obveznosti (obveznosti, odloženi revalorizacijski dobiček, dolgoročne rezervacije ter PČR), deljena s številom homogeniziranih delnic).

Prva avkcija je sklicana v roku, ki ni krajši od 20 dni od dne, ko Beograjska borza prejme zahtevek za trgovanje. Vlagatelj zahteve je obvezan najkasneje v roku 15 dni pred avkcijo v dnevnem časopisu, ki izhaja na področju celotne Srbije, objaviti datum in uro prve avkcije. Po prvi avkciji Beograjska borza določi termine naslednjih avkcij ter jih objavi na svojih spletnih straneh (glede na uvrstitev družbe v določeno skupino dejavnosti, ki jo opravlja kot svojo primarno dejavnost).

3.3. OBLIKA TRGOVANJA NA BEOGRAJSKI BORZI

Zaenkrat z delnicami iz obeh segmentov poteka trgovanje na periodičnih avkcijah. Na trgovanjih lahko sodelujejo neposredno samo člani borze. Beograjska borza je na osnovi *Statuta Berze* (2004) z *Odluko o utvrdjivanju godišnjeg plana berzanskih sastanaka za 2004. godinu* (2004) vse delnice, ki so uvrščene v katerega izmed obeh segmentov razvrstila v skupine po panogi, v katerih izdajatelji teh delnic opravljajo svojo primarno dejavnost. Tako je sedaj izoblikovanih deset panožnih skupin, trgovanje z delnicami iz posamezne skupine pa tako načeloma poteka vsak deseti trgovalni dan.

Pravila poslovanja Borze (2004) določajo, da se z vrednostnimi papirji, ki so vključeni na borzni ali prosti trg, ne sme trgovati na katerem drugem organiziranem trgu v državi.

V tem pravilniku zasledimo določilo, da je, vkolikor je izdajatelj izdal več izdaj delnic iste vrste in razreda, ki pa se razlikujejo po nominalni vrednosti, njihov sekundarni promet dovoljen šele po opravljeni homogenizaciji.

Trgovanje z delnicami na Beograjski borzi poteka preko informacijskega sistema Beograjske borze (Belex), pri čemer posamezni borzni sestanek traja vsak delovni dan od 9. do 14. ure

3.4. PRIMARNO TRGOVANJE NA BEOGRAJSKI BORZI

Po Pravilih Beograjske borze se na borznih sestankih uporabljajo trije načini za primarno trgovanje z delnicami:

1. metoda proporcionalne prodaje,
2. metoda kontinuirane prodaje ter
3. metoda več cen.

1. Metoda proporcionalne prodaje

Uporablja se v primarni prodaji vrednostnih papirjev na enem ali več borznih sestankih v skladu s sklepom o izdaji vrednostnih papirjev, vendar najkasneje do roka, določenega za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev.

Prodajno ceno določi prodajalec v sklepu o izdaji in se glede na datum dospetja spreminja s sestanka na sestanek le pri dolžniških vrednostnih papirjih.

Vsak borzni član lahko da neomejeno število limitiranih nakupnih nalogov, ki se realizirajo glede na razpoložljivo količino na prodajni strani, vkolikor je ta manjša od količine povpraševanja, se opravi proporcionalno razdelitev po nakupnih nalogih.

2. Metoda proporcionalne prodaje

Kot pri prejšnji metodi so opredeljeni prodajni roki ter cena vrednostnega papirja že v samem sklepu o izdaji, prav tako pa je na eni strani en prodajni nalog, na drugi pa neomejeno število nakupnih nalogov. Za razliko od prejšnje metode se posli zapirajo zaporedoma po času vpisa nakupnega naloga v informacijski sistem, tako da trgovanje teče, dokler obstaja razpoložljiva količina vrednostnih papirjev na prodajni strani.

3. Metoda več cen

Začetna prodajna cena se za razliko od prejšnjih dveh načinov po tem sistemu oblikuje alternativno (glede na sklep o izdaji), in sicer:

- kot minimalna cena (v absolutnem znesku ali v odstotku nominalne vrednosti),
- kot maksimalni diskont ali obrestna mera.

Tudi po tej metodi je na prodajni strani en sam nalog. Borzni člani lahko vnašajo neomejeno število limitiranih in tržnih nalogov za nakup. Realizacija naročil poteka po algoritmu, po katerem se od celotnega števila vrednostnih papirjev na prodajni strani odšteje število iz tržnih nalogov, nato s prioriteto cene izvede limitirane naloge ter nato po ponderirani povprečni ceni iz sklenjenih poslov realizira še tržne naloge.

3.5. SEKUNDARNO TRGOVANJE NA BEOGRAJSKI BORZI

Za avkcije, ki potekajo po vnaprej določenem razporedu, so bile od začetka predvidene tri metode trgovanja, pri čemer je v praksi trgovanje potekalo le po prvih dveh:

1. metoda prevladujoče cene (MPC),
2. metoda "minimalna cena minimalna količina" (MCMK) ter
3. metoda večkratne cene.

1. Metoda prevladujoče cene

Metoda prevladujoče cene je imela do januarja 2004 nekaj pomanjkljivosti, ki jo je odpravila šele z zadnjo novelo Pravil poslovanja Borze (2004). Ena najočitnejših pomanjkljivosti je bilo vsekakor absolutno favoriziranje velikih kupcev, ki so ob angažiranju zadostne količine sredstev lahko preprosto blokirali trgovanje, vkolikor bi se cena gibala v njim neželeno smer. S prednostjo večjih nalogov pred manjšimi so bili v neenakopraven položaj postavljeni mali investitorji, ki v praksi niso imeli pravih možnosti, da bi kupili delnice najatraktivnejših podjetij na Beograjski borzi, saj so nakupni nalogi glavnega kupca včasih dosegli tudi več kot 5 milijonov EUR (primer: trgovanje z delnico Hemofarma a.d. dne 20. 11. 2003) ob realiziranem prometu 660.000 EUR.

V takšni situaciji majhni kupci dejansko niso imeli možnosti kupiti zanimivih delnic, saj so si veliki investitorji zagotovili zanesljiv nakup z nalogi, ki so večkratno presegali mogočo ponudbo. Tako je bilo velikim kupcem dejansko omogočeno, da ustvarijo kapitalski dobiček z nakupom delnic po nizkih cenah ter nato prodajo po višjih (Dabić, 2004, str. 7).

Nova pravila poslovanja uvajajo za razvite borze običajnejši način trgovanja po tej metodi, in sicer prednost nakupnega naloga, ki je podan za višjo ceno (oz. z določilom "po tržni ceni") oziroma ob isti ceni časovno prej.

2. " Minimalna cena minimalna količina"

Sprva je trgovanje po metodi "minimalna cena minimalna količina" potekalo tako, da je katerikoli lastnik večjega paketa delnic na posebni avkciji lahko ponudil paket, ki je predstavljal vsaj 2 % vseh izdanih delnic.

Pri teh "izrednih" avkcijah je ceno, pri kateri se je avkcija začela, prodajalec lahko določil poljubno. Sprva je po tej metodi največ prodajal *Akcijski fond,* temu pa so sledile številne avkcije paketov, ki niso bistveno presegali določenega spodnjega praga. Vsak zainteresirani kupec je moral pri tovrstni avkciji položiti depozit v višini 10 % izklicne cene delnic. Sprva je *Akcijski fond* svoje pakete prodajal samostojno, nato pa vendarle popustil pod pritiski ostalih delničarjev ter jim omogočil pridruževanje tudi njihovih delnic njegovemu prodajanemu paketu. Dejstvo je, da je bil segment malih delničarjev v nekaterih primerih samostojnega nastopanja *Akcijskega fonda* izrazito prikrajšan. Tipičen primer takšnega razpleta je prodaja delnic predelovalca soje, družbe Soja protein a.d., Bečej, pri čemer je na prvi avkciji, 2. 9. 2002, Akcijski fond sam prodajal 40 % osnovnega kapitala družbe. Dosežena je bila cena 10.070 CSD. Naslednje trgovanje je bilo (po sedmih zaporednih trgovanjih brez prometa, pri

čemer se je cena vsakič znižala za največ dovoljenih 20 %) spet 7. 5. 2003 ob minimalnem prometu ter pri ceni 1.691 CSD, cena pa se je nato na naslednjih trgovanjih znižala vse do 900 CSD.

Očitna posledica takšne regulative je bilo dodatno favoriziranje večjih investitorjev, ki so lahko relativno poceni prišli do deleža, ki jim je omogočal formalno upravljanje s podjetjem. Primer za to je prav omenjeni nakup družbe Soja protein a.d., Bečej, v kateri je novi lastnik s pridobljenim 40 % deležem družbo dejansko obvladal, mali delničarji pa so ostali domala praznih rok.

3. Blok trgovanje

Sploh nova Pravila poslovanja Borze še enkrat izrecno poudarjajo dejstvo, da je z vrednostnimi papirji mogoče in dovoljeno trgovati zgolj preko Beograjske borze. Vpeljujejo sicer institut prijavljenih poslov pri "blok" trgovanju, ki pa ob vseh pogojih, ki jih Beograjska borza postavlja takšnemu trgovanju, večjega vpliva na poživitev trgovanja najbrž ne bo imela.

Pri "blok" trgovanju gre za transakcijo z vrednostnim papirjem, s katerim se trguje na borznem ali prostem trgu, ki je sklenjena po medsebojnem sporazumu kupca in prodajalca. "Blok" trgovanje lahko poteka samo v okviru časa trajanja borznega sestanka, na katerem se trguje z istovrstnim vrednostnim papirjem.

Če je predmet "blok" transakcije vrednostni papir, s katerim se trguje po metodi "prevladujoče cene", je mogoče takšen posel zaključiti, če so izpolnjeni vsi naslednji pogoji:

- najmanj en član borze istočasno poda nakupni in prodajni nalog za isti vrednostni papir v enaki količini, za enako ceno ter isti dan saldiranja,
- da je količina vrednostnih papirjev v takšnem poslu najmanj enaka vsoti količin s predhodnih treh borznih sestankov,
- da cena v "blok" transakciji od povprečne ponderirane cene s treh predhodnih borznih sestankov ne odstopa za več kot 10 %, oziroma kadar gre za paket, ki presega 20 % osnovnega kapitala izdajatelja tega vrednostnega papirja za največ 20 %.

Če je predmet blok transakcije vrednostni papir, s katerim se trguje po metodi "kontinuiranega trgovanja" (temu pogoju v času pisanja diplomskega dela ni ustrezal noben izdajatelj), je mogoče takšen posel zaključiti, če so izpolnjeni vsi naslednji pogoji:

- najmanj en član borze istočasno poda nakupni in prodajni nalog za isti vrednostni papir v enaki količini, za enako ceno ter isti dan saldiranja,
- da je vrednost blok transakcije alternativno najmanj:
    - 200 milijonov CSD (približno 2,85 milijona EUR),
    - 10% od celotnega števila izdanih delnic z glasovalno pravico posameznega izdajatelja
- da je odstopanje cene v blok transakciji glede na ceno ob zaprtju na predhodnem borznem sestanku največ 3%, oziroma, kadar gre za vsaj 10% celotne izdaje vrednostnih papirjev, največ 5%,

- da enake količine ni mogoče kupiti/prodati v času borznega sestanka do dostave dokumentacije za odobritev in registracijo Beograjski borzi.

Posrednik prodajalca dostavi Beograjski borzi nalog za odobritev in registracijo blok transakcije, pooblaščena oseba pa jo nato v eni uri bodisi odobri bodisi zavrže.

Cene in obseg prometa iz "blok" transakcije ne vplivajo na ceno istega vrednostnega papirja na borznem sestanku, prav tako ne na trgovano količino, ki jo beleži Beograjska borza za posamezni vrednostni papir, ob tem pa tudi ne vpliva na vrednost borznega indeksa, v katerega je morebiti vključena. Zaenkrat sicer Beograjska borza borznega indeksa delnic, predvsem zaradi majhnega števila uvrščenih papirjev ter periodičnega značaja trgovanja, še ne izračunava.

3.6. POSTOPEK TRGOVANJA

Naloge za trgovanje sprejemajo samo člani Beograjske borze. Član Beograjske borze po prejemu naloga prodaje preveri podatke o lastništvu delnic nalogodajalca v Centralnem registru. Član Beograjske borze poda kot del naloga za prodajo tudi svojo izjavo o usklajenosti podatkov glede lastništva delnic nalogodajalca.

Člani Beograjske borze naloge za trgovanje z delnicami, s katerimi poteka avkcija, predajo brokerju Beograjske borze, oziroma oddajo takšen nalog preko sistema daljinskega trgovanja.

Član Beograjske borze je pred predajo nalogov za trgovanje dolžan preveriti pokritje naloga (delnice/denar). Cene v nalogih za trgovanje so zapisane v celem številu in v dinarjih.

Kadar je prva avkcija sklicana po metodi MPC, se začetna cena določi na ravni korigirane knjigovodske vrednosti te delnice, razen kadar je ta vrednost negativna - takrat se indikativno (v tem primeru začetno) ceno določi poljubno.

Pri metodi MPC določanje prevladujoče cene poteka preko izračunavanja prometa po vseh cenah, po katerih so dani nalogi za trgovanja - brez upoštevanja tistih, ki so podani izven dovoljene meje fluktuacije. Prevladujoča cena je cena, po kateri je ustvarjen največji obseg prometa, merjen s številom trgovanih delnic. Če je največji obseg mogoče doseči po različnih cenah, se izbere tisto, ki je najbližje indikativni ceni (t.j. ceni, doseženi na predhodni avkciji), če pa sta takšni dve, se izbere višjo.

Prevladujoče cene ni mogoče določiti v naslednjih primerih:

- najvišja cena iz vseh nakupnih nalogov je nižja od najnižje cene vseh prodajnih nalogov,
- če so cene vseh nalogov izven dovoljenega območja fluktuacije, se začetna cena za prihodnjo avkcijo oblikuje na:
    - -20 % od indikativne cene, če je zbir količin vseh prodajnih nalogov večji od zbira količin vseh nakupnih nalogov,
    - +20% od indikativne cene, če je zbir količin vseh prodajnih nalogov manjši od zbira količin vseh nakupnih nalogov,

- ne glede na prej omenjeno pa na ravni indikativne cene, če je razmerje zbirov količin vseh prodajnih in nakupnih nalogov v mejah 1:2 oz. 2:1

Za prvo avkcijo po metodi MCMK minimalno ceno poljubno določi sklicatelj.
Pri naslednjih avkcijah (glede na metodo) se indikativna cena določi po naslednjih pravilih:

- pri avkciji po metodi MPC se indikativna cena določi v višini cene, ki jo je delnica dosegla na predhodni avkciji:
  - v višini prevladujoče cene oziroma cene, vzpostavljene na meji dovoljene fluktuacije (+/- 20 %)
  - v višini dosežene avkcijske cene, vkolikor je bila prejšnja avkcija organizirana po metodi MCMK
- pri avkciji po metodi MKMC se začetna cena oblikuje na ravni najmanj -20 % od cene na prejšnji avkciji, ne glede na način predhodnega trgovanja.

3.7. PROMET NA BEOGRAJSKI BORZI

Pregled trgovanja na Beograjski borzi razkriva vse značilnosti postopnega razvoja kapitalskega trga, ki ga vodi privatizacija z množičnim lastništvom privatiziranih družb. Glede na razvojno stopnjo srbskega kapitalskega trga lahko iz podatkov v tabeli (*Tabela 2, str. 25)* o trgovanju razberemo značilnosti trga od leta 1999. Jasen in pričakovano močan je trend povečevanja števila transakcij z delnicami, s katerimi je bilo v letu 2003 opravljenih skoraj 2900 poslov, ob tem pa so vrednostno predstavljale že - za srbske razmere visokih - skoraj 33 % prometa, opravljenega z vrednostnimi papirji na Beograjski borzi. Ob primerjavi z letom 2002, ki ga pogojno lahko štejemo za prvo leto po privatizaciji ter v katerem je bilo z delnicami opravljenih 446 poslov ob vrednostnem deležu slabih 7 % celotnega prometa na Beograjski borzi, lahko torej ugotavljamo resnično visoko rast. Pričakovanja o nadaljevanju predvsem visokega pozitivnega trenda pri številu transakcij pa se navezujejo tudi na leto 2004 (Beograjska borza, 2004).

***Tabela 2*:** Višina prometa ter število transakcij z vrednostnimi papirji v letih 1999-2003 na Beograjski borzi

	SKUPAJ		DELNICE		ZAPISI		OBVEZNICE		ŽIRALNI DENAR	
Leto	**Število trans.**	**Vrednost (mio CSD)**	**Število trans.**	**Vrednost (mio CSD)**	**Število trans.**	**Vrednost (mio CSD)**	**Število trans.**	**Vrednost (mio CSD)**	**Število trans.**	**Vrednost (mio CSD)**
2003	127786	930.704	2886	304.879	9687	263.514	114763	355.121	450	31.155
2002	83952	1.022.982	446	70.262	28029	700.924	54990	222.613	487	29.184
2001	46073	501.565	49	962	38884	466.911	6771	24.034	369	9.657
2000	25068	89.255	995	3.007	23739	77.787	302	7.631	32	830
1999	5740	61.600	154	3.101	5105	11.365	479	47.125	2	10

Vir: Beograjska borza, 2004.

Če podatke o številu transakcij primerjamo s slovenskim borznim trgom, ki ga v smislu likvidnosti lahko štejemo kot dokaj zrelega, ugotavljamo, da število transakcij na srbskem

kapitalskem trgu v letu 2003 predstavlja število opravljenih transakcij treh povsem povprečnih dni na Ljubljanski borzi (Ljubljanska borza, 2004).

Z razvojem infrastrukture - najprej daljinskega in nato kontinuiranega trgovanja - ter odpravo težav ob prenosu podatkov o lastnikih vrednostnih papirjev iz Začasnega registra v Centralni register vrednostnih papirjev lahko pričakujemo razcvet srbskega kapitalskega trga tudi z vidika likvidnosti, pri čemer pa bo pestrost lastniških vrednostnih papirjev s postopno privatizacijo ter vključevanjem družb v borzno kotacijo zagotovljena. Razmere, ki so zavladale v začetku leta 2004 ob velikih težavah pri prenosu podatkov o delničarjih iz Začasnega registra v Centralni register, pomenijo vsekakor močno zaviranje procesa razvoja srbskega kapitalskega trga (Bobnar, 2004).

Navsezadnje na nepričakovani zastoj kažejo tudi ocene s konca leta 2003, ko je vodja trgovanja na Beograjski borzi Siniša Krneta podal mnenje, da utegne glede na premike ter pripravljeno infrastrukturo srbski finančni trg postati vodilni finančni in kapitalski trg na prostoru bivše Jugoslavije (Arsenić, 2004, str. 12).

Nemoč institucij, da primorajo družbe k ponovni vzpostavitvi trgovanje s svojimi delnicami na Beograjski borzi, izraža tudi izjava direktorice Beograjske borze, da bo Beograjska borza izdajateljem, katerih vrednostni papirji so že vpisani v Centralni register, pa Beograjski borzi niso dostavili potrebnih dokumentov za začetek trgovanja, naslovila dopis, v katerem jih spominja na njihovo dolžnost (Dostanić, 2004, str. 1).

Beograjska borza je tako še vedno daleč od pravega trgovanja: glavnino prometa je v bistvu ustvarjenega s finalizacijo starih velikih poslov. Posledice neuspele primopredaje poslov v začetku letu med Začasnim in Centralnim registrom vrednostnih papirjev pa tudi vzroki za ta neuspeh bodo očitno še nekaj mesecev pritiskali na trg kapitala (Gnjatović, 2004, str. 17).

Ob visokem naložbenem interesu, ki ga navsezadnje nakazuje ekstremna rast vrednosti nekaterih najlikvidnejših in tudi sicer najzanimivejših delnic (primer: Hemofarm a.d., Jaffa a.d., Budućnost a.d.), bo očitno šele ureditev razmer zagotavljala postopno vračanje v območje bolj umirjenega povpraševanja in trgovanja. Velik naložbeni potencial, ki ga je bilo v začetku leta 2004 mogoče čutiti, bo z razpršitvijo naložbenih možnosti vsekakor postal bolj selektiven, s tem pa pričakujemo tudi prehod od "sledenja masi" k aktivnejšemu iskanju naložbenih priložnosti. Dejstvo je namreč, da so nekatere delnice na srbskem trgu svojo borzno pot začele na, temeljno gledano, izjemno nizkih ravneh in naložbeniku z minimalnimi izkušnjami na katerem izmed sorodnih kapitalskih trgov ni bilo težko realizirati visokih donosov, z razvojem trga ter ob vključevanju ekspertnih investitorjev pa bo "pobiranje smetane" vse težja naloga (Bobnar, 2004).

Sicer pa se vedno širši krog investitorjev zaveda, da so srbske delnice generalno poceni in predstavljajo dobre nakupne priložnosti. Štafeto podražitev sedaj prevzemajo podjetja, katerih delnice prihajajo na borzo in ki torej še nimajo večinskega lastnika (Gnjatović, 2004b, str. 15).

Nekaj tovrstnih investitorjev se je na srbskem trgu že pojavilo - takšni so tudi t.i. off-shore skladi, med katere kot dva najbolj aktivna sodita na primer Salford ter Midland Holding. S

fokusom na strateške investicije (prvi se je osredotočil na konsolidacijo srbskih mlekarn, drugi pa na vertikalno povezovanje privatiziranih podjetij poljedelske in komplementarnih panog), zaenkrat še ne pomenita neposredne konkurence malim portfeljskim investitorjem, čeprav je Midland z željo po prevzemu Luke Dunav v zadnjem času že močneje posegel na organizirani kapitalski trg.

Ob visokih pričakovanjih glede kapitalskih donosov je mogoče oceniti, da se bo zanimanje za finančne naložbe na srbskem kapitalskem trgu v prihodnje še povečevalo, nemajhen delež pri tem pa bodo imeli tudi slovenski finančni posredniki. V prvi vrsti bodo to borzno-posredniške družbe, ki se v segmentu trgovanja z delnicami že lahko pohvalijo z visokim vrednostnim deležem transakcij na Beograjski borzi (Pešić, 2004).

3.8. TRŽNA KAPITALIZACIJA

Tržna kapitalizacija delnic na Beograjski borzi, s katerimi je bilo do 31. 12. 2003 opravljeno vsaj eno trgovanje (od delnic 342 izdajateljev je bilo vsaj eno trgovanje opravljeno z delnicami 306 emitentov, pri preostalih pa še ni bila opravljena homogenizacija različnih serij delnic, s tem pa tudi ne omogočeno trgovanje), je znašala 77,44 milijard CSD ali 1,133 milijarde EUR. Glede na začetek leta 2003, ko je bila tržna kapitalizacija več kot polovico nižja (36,65 milijard CSD oz. okoli 547 milijonov EUR), je bila torej zabeležena konstantna in dokaj močna rast (Beograjska borza, 2004).

Tržna kapitalizacija Obveznic starega deviznega varčevanja na Beograjski borzi je konec leta 2003 znašala 102,29 milijarde CSD oziroma 1,497 milijarde EUR. Celotna tržna kapitalizacija Beograjske borze je tako konec leta 2003 znašala 179,73 milijarde CSD oziroma 2,631 milijarde EUR. Tržna kapitalizacija je v tem obdobju kazala močan trend rasti, najbolj zaradi uvrstitve delnic novih izdajateljev na Beograjsko borzo ter povečanega obsega konverzije dolgov iz naslova deviznega varčevanja v obveznice. Trend je bil s prehodom v leto 2004 zaradi že omenjenih zapletov s prenosom delniških knjig iz Začasnega v Centralni register prekinjen, pričakovati pa je, da bo s prenosom in uskladitvijo podatkov iz delniških knjig ter prihodom novih družb na borzo raven do konca leta 2004 približno na ravni tistega s konca leta 2003, seveda pa z jasnim trendom rasti (Bobnar, 2004).

3.9. VREDNOSTNI OBRAT

Vrednostni obrat (angl. share turnover velocity), kot razmerje med prometom z delnicami v določenem časovnem razdobju ter povprečno tržno kapitalizacijo vrednostnih papirjev, ki so sodelovali pri realizaciji prometa, lahko kot mera učinkovitosti prikaže stopnjo likvidnosti določene borze. Indikator predstavlja višino realiziranega prometa kot odstotek tržne kapitalizacije, njegova obratna vrednost pa kaže, koliko enot tržne kapitalizacije je potrebno, da se je ustvarila ena enota prometa.

V začetku leta 2003 je imela likvidnost "prostega borznega trga" Beograjske borze, na katerem se je trgovalo z delnicami, tendenco rasti, tako da je ta pokazatelj od januarja s 40 padel na vsega 14,28 v juliju 2003, potem pa zabeležil rast do visokih 53,21 v septembru ter

padec do rekordno nizkega količnika 6,63 v novembru. Veliki premiki tega kazalnika, ki je, kot razberemo iz tabele (*Tabela 3*, str. 28) v novembru pokazal, da je bilo potrebno 6,63 CSD tržne kapitalizacije za 1 CSD ustvarjenega prometa, so posledica izrednih dogodkov, kot je npr. rekordno velik promet z delnicami Apatinske pivovarne (prevzem) v novembru (Beograjska borza, 2004).

***Tabela 3*:** Tržna kapitalizacija ter vrednostni obrat pri prometu z delnicami na prostem trgu Beograjske borze v letu 2003

Mesec	Tržna kapitalizacija v CSD	Promet v CSD	Vrednostni obrat	Nivo trž. kap. potreben za ustvarjanje enote prometa
januar	36.645.351.157	937.855.632	2,50	40,0
februar	31.960.935.939	924.090.645	2,69	37,1
marec	33.408.668.990	1.030.400.118	3,15	31,7
april	37.417.467.463	1.410.298.085	3,98	25,1
maj	38.375.293.065	1.140.038.536	3,01	33,2
junij	48.334.246.241	1.864.734.324	4,30	23,2
julij	48.961.518.756	3.405.915.201	7,00	14,3
avgust	50.694.248.222	1.692.608.770	3,40	29,4
september	55.882.000.108	1.001.512.888	1,88	53,2
oktober	52.256.233.585	2.812.424.347	5,20	19,2
november	68.608.284.289	9.119.846.335	15,09	6,6
december	77.443.351.515	5.148.207.631	7,05	14,2

Vir: Beograjska borza, 2004.

3.10. OBVEZNICE STAREGA DEVIZNEGA VARČEVANJA

Beograjska borza beleži ob razcvetu delniškega trga tudi visoko stopnjo rasti segmenta trgovanja z obveznicami, ki ga lahko štejemo zaradi značilnosti tega segmenta za enega privlačnejših v letu 2003. Medtem ko podjetniške obveznice vrednostno še vedno predstavljajo več kot dve tretjini ustvarjenega prometa v segmentu obveznic (te pa so skupaj predstavljale vrednostno dobrih 38 % celotnega prometa na Beograjski borzi v letu 2003), pa vse večji pomen pridobivajo Obveznice starega deviznega varčevanja, ki so bile izdane po aprejetem aktu *Odluka o emisiji obveznica Republike Srbije za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje građana* (2002) na osnovi *Zakona o izmirenju obaveza po osnovu devizne štednje građana* (1998, in novele). Vrednostni papir, na katerega prisotnost so zaradi značilnosti postale pozorne tudi tuje finančne institucije, bo v prihodnjih letih verjetno predstavljal glavnino trgovanja z obveznicami. V minulem letu je bilo s temi obveznicami že opravljenih preko 70 % vseh transakcij na Beograjski borzi.

Značilnosti Obveznic starega deviznega varčevanja z jamstvom Republike Srbije, ki so bile izdane v namen poplačil deviznim varčevalcem, katerim so bile podržavljene njihove devizne vloge v letih razpada Jugoslavije, lahko strnemo v naslednjih točkah:

- gre za brezkuponske obveznice (kotirajo z diskontom na nominalno vrednost),
- nominirane so v evrih (nominalna vrednost ene obveznice je 1 EUR),
- izdane so v štirinajstih serijah ter zapadajo v izplačilo v letih od 2003 do 2016,

- velikost emisije je konec leta 2003 dosegala 2,649 milijarde EUR (glej *Tabelo 4, str. 30*), s čimer predstavlja ob visoki stopnji razpršitve velik bazen ponudbe vrednostnih papirjev.

Obveznice starega deviznega varčevanja s svojimi značilnostmi (Tabela 4, str. 29) in pravicami, ki jih prinašajo rezidentom - imetnikom, ter katerih spekter sega vse od raznih pravic glede plačevanja različnih obveznosti do države, pa do pogojne možnosti plačila privatiziranega podjetja na dražbi *Ministrstva za privatizacijo*, pri čemer so kot kupnina upoštevane v svoji nominalni vrednosti, vsekakor predstavljajo zanimiv naložbeni cilj. Trenutne donosnosti, ki se glede na diskont gibljejo okoli nivoja EUR+9,5 % na letni ravni, so seveda mnogo nižje od začetnih vrednosti, ki so v posameznih primerih presegale celo EUR+20 % na letni ravni, kljub temu pa se pričakovanja še vedno vežejo na prihodnje povečevanje njihove vrednosti, k čemur bo lahko bistveno pripomogla stabilizacija političnih razmer in gospodarskega stanja. Dejstvo je, da bodo Obveznice starega deviznega varčevanja pomenile za Republiko Srbijo v prihodnjih letih veliko finančno breme, ki ga bo v precejšnjem delu servisirala s privatizacijo bank, katerih lastniške deleže je dobila v zameno za prevzem dolgov do nekdanjih deviznih varčevalcev.

***Tabela 4*:** Velikosti izdaje, tržne vrednosti ter tržna kapitalizacija Obveznic starega deviznega varčevanja na Beograjski borzi dne 31.12.2003

Serija	Opravljena konverzija v EUR	Zadnja cena v % nominale	Tržna kapitalizacija v EUR
A2004	169.903.990	96,35%	163.702.494
A2005	190.145.758	88,27%	167.841.661
A2006	178.771.877	80,50%	143.911.361
A2007	174.101.407	73,50%	127.964.534
A2008	174.264.280	66,51%	115.903.173
A2009	178.346.810	60,46%	107.828.481
A2010	185.648.786	55,41%	102.867.992
A2011	195.757.253	50,52%	98.896.564
A2012	208.153.679	45,75%	95.230.308
A2013	223.418.399	41,83%	93.455.916
A2014	241.428.602	38,12%	92.032.583
A2015	259.177.625	35,50%	92.008.057
A2016	269.917.668	35,50%	95.820.772
Skupaj	**2.649.036.134**		**1.497.463.897**

Vir: Beograjska borza, 2004.

Z vidika Beograjske borze je srbski kapitalski trg soočen z za razvoj trga izjemno pogubnim fenomenom visoko razslojenega trga Obveznic starega deviznega varčevanja. Ta segment trga namreč še vedno kaže izjemno negativno lastnost, ki omogoča, da se promet s temi vrednostnimi papirji opravlja izven Beograjske borze v skoraj dvotretjinskem deležu. To pa za razvoj samega trga pomeni veliko škodo, saj so v pogojih nerazvitosti prav ti papirji ugodni za

njegov razvoj, predvsem za utemeljitev funkcije države na trgu ter izobraževanja prebivalstva o doslej nepoznanih možnostih poslovanja z vrednostnimi papirji (Bojčić, 2004, str. 10).

3.11. PREVZEMI DRUŽB V SRBIJI

V dosedanja praksi, ki je temeljila na določbah prejšnjega *Zakona o hartijama od vrednosti* (1995), v Srbiji zaenkrat (do 15. 4. 2004) še nismo mogli spremljati konkretne izpeljave prevzema družbe po črki zakona. Da pa se utegnejo zadeve hitro spremeniti, opozarjajo komentatorji dogajanja na Beograjski borzi ter že dve podani ponudbi za prevzem v zadnjem obdobju, pri čemer je aktiven predvsem holding Delta, ki je podal ponudbi za družbo Obuća ter polnilnico mineralne vode Vrnjci. Obakrat gre za ponudbo, ki se nanaša le na pridobitev večinskega (51 %) deleža. Ob tem je tudi jasno, da se bo vse več investitorjev posluževalo pomanjkljive zakonodaje za dosego svojih ciljev, slovenski investitorji pa se zaenkrat na priložnost še niso odzvali (Gnjatović, 2004a, str. 15).

Dejstvo je, da je bil v odsotnosti zakona ali vsaj pravilnika, ki bi urejal to področje aktivnosti na kapitalskih trgih, osnovni princip zakonov o prevzemih - se pravi enaki pogoji za vse delničarje - v dosedanji srbski praksi zasledovan glede na želje in potrebe prevzemnika. Medtem ko so tuji prevzemniki doslej dvakrat izkazali spoštovanje tega principa, pa se domači investitorji s tem ne bi mogli pohvaliti. Primer Apatinske pivovare, ki jo je kupil belgijski Interbrew ,ter primer družbe Potisje iz Kanjiže, ki jo je prevzel avstrijski Tondach, kažeta na še eno značilnost tega trenutka srbskega kapitalskega trga: visoko prevzemno premijo, ki se je delničarji lahko nadejajo. Medtem ko je cena, ki jo je Interbrew sicer po metodi MCMK ponudil delničarjem Apatinske pivovare, kar za 123 % višja od tiste, po kateri se je s to delnico trgovalo na borzi pred tem (podatki o zadnji avkciji pred začetkom ponudbe), pa je delnica Potisja dosegla ob domala identičnem postopku (sicer brez obveznosti kupca, da bo na zaporednih avkcijah odkupil vso količino po vnaprej določeni ceni, kljub temu pa je to doslej v praksi izvajal) glede na zadnje predhodno borzno trgovanje 255 odstotno rast. Koncentracija lastništva v perspektivnih podjetjih, katerih delnice so uvrščene na Beograjsko borzo, je v sicer kratkem obdobju od začetka trgovanja na Beograjski borzi dosegla že dokaj visoko raven. Vsekakor področje prevzemov postaja bolj urejeno šele s sprejetjem *Pravilnika o sadržini i formi ponude za preuzimanje akcija* (2003, in novela), ki dopolnjuje in pojasnjuje določbe *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih financijskih instrumenata* (2002).

Omenjeni zakon in pravilnik določata način, po katerem mora pridobitelj ravnati ob neposredni ali posredni pridobitvi lastniškega deleža, ki presega 25 % delnic z glasovalno pravico v delniški družbi, predvidena sankcija za neupoštevanje določil je odvzem glasovalnih pravic za delež, pridobljen v nasprotju z omenjenim zakonom. Na tem mestu ta zakon nakazuje, da se bo prag, s katerimi je mogoče sprejeti statutarne spremembe po *Zakonu o preduzećima* (1996 in novele), najbrž že v eni naslednjih novel dvignil s 66 na 75 % (Pešić, 2004).

Regulativa določa, da velja prag za vse delnice določene družbe, ki jih že poseduje prevzemnik, nato za delnice, ki jih posedujejo njegove odvisne družbe, vključuje pa tudi vrednostne papirje, s katerimi lahko v roku največ 60 dni od dneva ponudbe za prevzem z zamenjavo pridobi delnice prevzemane družbe.

Prevzemnik je obvezan vse lastnike delnic obvestiti o ponudbi na posebnem obrazcu, o veljavnosti same ponudbe pa nato odloča Komisija. Upravni odbor prevzemane družbe lahko sporoči delničarjem svoje stališče glede ponudbe, obveze za to pa nima. Kot najnižja cena, ki jo prevzemnik lahko ponudi v prevzemni ponudbi, je opredeljena cena delnice, ki jo je kot najdražjo pridobil v roku do 30 dni pred začetkom prevzema, prav tako pa 20 dni po izteku ponudbe ne sme na kakršenkoli način pridobivati delnic po pogojih, ki bi se razlikovali od tistih v javni ponudbi in to ne glede na uspešnost prevzema. Pri tem mora v prospektu navesti tudi, pod kakšnimi pogoji bo v tem času pridobival delnice, na katere se nanaša ponudba. Ponudba traja najmanj 21 dni, delničarji pa svoj sprejem ponudbe potrdijo z deponiranjem delnic pri Centralnem registru. Med trajanjem prevzema lahko ponudnik spremeni (t.j. zviša) ponudbo, s tem da so do višje cene upravičeni tudi delničarji, ki so do tedaj ponudbo že sprejeli. Med trajanjem prevzemne ponudbe prevzemana družba ne sme izdati novih delnic z glasovalno pravico. Sredstva za prevzem mora ponudnik deponirati pri pooblaščeni banki oziroma pridobi bančno garancijo za isti znesek (*Pravilnik o sadržini i formi ponude za preuzimanje akcija*, 2004).

Neugodna posebnost srbske prevzemne regulative, ki bo bržkone kmalu tudi zato terjala spremembe, je možnost določitve zgornjega praga števila delnic, ki jih je ponudnik/prevzemnik z javno ponudbo pripravljen pridobiti, tako da je v primeru, da je odziv večji od njegovega cilja, postopek takšen, da od vsakega delničarja sprejme proporcionalno manjše število delnic od deponiranega števila (Bobnar, 2004). Prav tako pa lahko delničarji v času trajanja ponudbe prekličejo svoj sprejem ponudbe ter dvignejo deponirane delnice. Regulativa predvideva plačilo delnic v roku največ 3 dni od zaključka prevzema. V primeru podaljšanja trajanja ponudbe je ponudnik dolžan delničarjem, ki so sprejeli ponudbo pod predhodnimi pogoji, denar izplačati v roku, ki je bil naveden v času, ko so sprejemali ponudbo. V roku 20 dni od zaključka prevzema mora ponudnik obvestiti Komisijo o rezultatu ponudbe, uspešnosti ter številu prevzetih delnic.
Pravilnik predvideva za objavo prevzemne ponudbe pisno obliko, posebej pa opozarja na bistvene elemente, ki so:

1. cena, po kateri ponudnik odkupuje delnice ter predstavitev osnove zanjo,
2. število delnic po razredih, ki jih ponudnik želi prevzeti,
3. vrednost kapitala/sredstev prevzemane družbe, pri čigar oceni sodeluje pooblaščeni cenilec, navede pa se še metodo cenitve.

Omenjeni pravilnik dejansko omogoča diskriminacijo delničarjev ter bistveno zmanjšuje pomen prevzemne zakonodaje kot take ter njen pomen za celotni kapitalski trg.

Ponudbo/prospekt za javno ponudbo mora ponudnik nasloviti delničarjem in prevzemani družbi, v skrajšani obliki pa jo tudi objaviti v dnevniku, ki izhaja na celotnem ozemlju Srbije.

Pravilnik opredeljuje minimalno ceno za delnico (uvrščeno na borzo in s katero se je že trgovalo), ki jo ponudnik lahko ponudi v svoji prevzemni ponudbi kot tržno ceno delnic, pri čemer je "tržna cena" opredeljena kot najvišja cena, ki jo je delnica dosegla pri trgovanju v obdobju 6 mesecev pred začetkom ponudbe. V kolikor gre za prevzem družbe, s katere delnicami se na borzi ali organiziranem trgu še ni trgovalo, je najnižja cena opredeljena kot popravljena knjigovodska vrednost (kapital zmanjšan za obveznosti) oziroma ocenjena vrednost delnic.

V primeru, da se ponudnik odloči za plačilo prevzetih delnic v celoti, kombinirano ali alternativno z drugimi delnicami, lahko Komisija zahteva, da prej opravi cenitev vrednosti kapitala izdajatelja takšnih delnic. V primeru, da gre za delnice, s katerimi se trguje na borzi ali drugem organiziranem trgu, ter se je s takšno delnico trgovalo v zadnjih 30 dneh pred dnevom zamenjave, pa za določitev razmerja šteje tržna vrednost, določena kot povprečje doseženih cen. Tu pravilnik prehiteva ureditev borznega trga, na katerem se s posamezno delnico še vedno trguje največ dvakrat mesečno, kar načeloma prevzemniku omogoča tudi določene manipulacije s ceno (Bobnar, 2004).

Ponudnik lahko najkasneje 7 dni pred iztekom ponudbe spremeni ponudbo, in sicer:

1. zviša ponujeno ceno ter doplača dodaten depozit,
2. ponudi drug način plačila delnic,
3. zniža število delnic, ki jih je pripravljen sprejeti,
4. se odpove pogojem, ki jih je postavil v ponudbi.

Ponudnik lahko v istem roku odstopi od ponudbe, v kolikor:

1. je dana konkurenčna ponudba po višji ceni,
2. gre prevzemana družba v stečaj,
3. nastopijo okoliščine, ki otežujejo položaj ponudnika v takšni meri, da nakup ne izpolnjuje več njegovih pričakovanj glede prevzema.

Dejstvo je, da so določila glede prevzemov v Srbiji v posameznih elementih še dokaj nedorečena, zato je pričakovati spremembe predvsem v smeri zaščite malih delničarjev, ki s trenutno ureditvijo prave zaščite niti nimajo. Pri tem iz zakonodaje tudi ni povsem jasno, za koga in kdaj zakon velja. Pred sprejetjem tega zakona so nekateri kupci pridobili že bistveno višje deleže delnic z glasovalnimi pravicami, kot to določa zakon, hkrati pa retroaktivnosti po vsej verjetnosti ne bo. Ni tudi jasno, v kakšnem času od pridobitve opredeljenega kvalificiranega deleža je ponudnik obvezan k javni ponudbi, prav tako pa je zaenkrat izpuščen institut skupnega delovanja delničarjev (prevzemnikov) brez medsebojne lastniške udeležbe (Pešić, 2004).

Pri izvedbi postopka prevzema je bistveno sodelovanje lokalno prisotne borzno-posredniške družbe, ki pomeni predvsem dostop do (Albaneze, et al., 2003, str. 55):

- ažurnih informacij (tudi neformalnih),
- poznavanja ustrezne zakonodaje,
- finančne analize prevzemnega cilja,
- organizacije "due-dilligence" postopka,

- priprave ponudbene dokumentacije,
- tehnične izvedbe prevzema.

4. PRIMERJAVA IZBRANIH DELNIC NA BEOGRAJSKI IN LJUBLJANSKI BORZI

Pri primerjavi med tremi delnicami, ki kotirajo na Beograjski borzi, ter tremi delnicami iz sorodnih panog, ki so že dlje časa uvrščene v katerega izmed segmentov Ljubljanske borze, se bomo osredotočili predvsem na primerjavo gibanja cen, ob tem pa razlago iskali tako v spremembah lastništva kot spremembah v poslovanju. Razlog je v nedostopnosti podatkov o poslovanju srbskih družb v poslovnem letu 2003, glede na občutno spremenjena lastniška razmerja ter zgodnjo poprivatizacijsko fazo, ki lahko zelo pomembno vpliva na poslovne izide ter s tem temeljne kazalce poslovanja, pa bi bila kakršnakoli ekstrapolacija rezultatov iz leta 2002 nesmiselna, prav tako pa uporaba cen in rezultatov iz obdobja ob koncu leta 2002. V tem obdobju smo bili namreč priče velikim spremembam tako v poslovnem okolju kot tudi pri dogajanju na kapitalskem trgu.

Medtem ko je trenutno glavni razlog rasti cen delnic na Beograjski borzi omejenost izbire vrednostnih papirjev (zastoj pri prenosu delniških knjig v Centralni register), pa v Sloveniji lahko razumemo rast vrednosti delnic ob vstopu Slovenije v EU predvsem kot rezultat omejenosti trga, ki ga v tem obdobju do uskladitve s sprejeto zakonodajo najbolj čutijo vzajemni skladi, ki so podvrženi omejitvam glede investiranja v tujini.

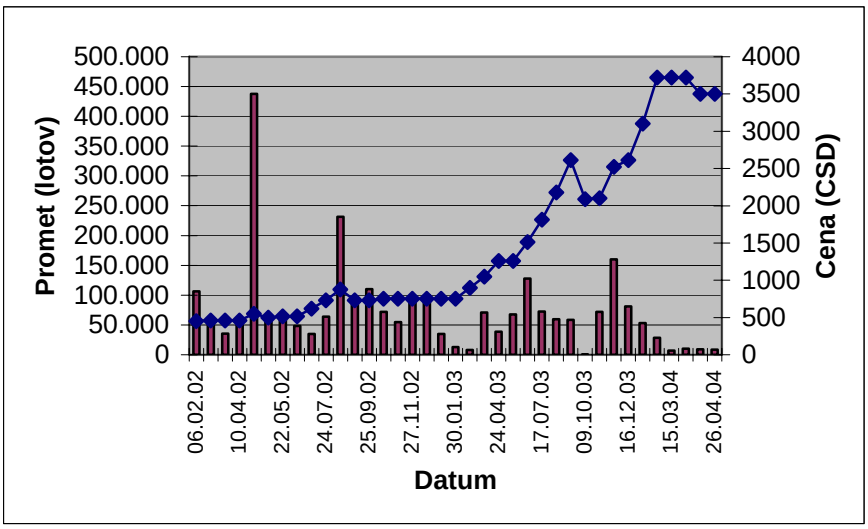
Dokaj različna gibanja delnic na Beograjski borzi imajo svoje notranje razloge predvsem v prerazporejanju lastništva kot posledici privatizacijskih silnic.

HEMOFARM A.D., VRŠAC (FARMACIJA)

Delnica farmacevtske družbe Hemofarm a.d., Vršac je začela kotirati hkrati s prodajo deleža v lasti *Akcijskega fonda* (ki je v tem primeru napravil enega svojih slabših poslov doslej) ter je nato iz avkcije v avkcijo pridobivala tržno vrednost ter v dobrih dveh letih, kot je razvidno iz grafikona (*Slika 4, str. 34*), dosegla že osemkratnik prve dosežene cene. Razlog najdemo v veliki privlačnosti družbe, ki ima po zadnjih podatkih 48 % tržni delež med farmacevtskimi družbami v Srbiji, ob tem pa je eden od dveh največjih srbskih izvoznikov (izvozi okoli 25 % svoje proizvodnje), z ambiciozno zastavljenim načrtom nadaljnjega razvoja, pa naj bi se ta izvoz, predvsem na račun postavitve velike tovarne pri Moskvi v prihodnjih treh letih, še močno povečal.

Konsolidacija lastništva je bila v tej družbi intenzivna, v zadnjih avkcijah pa je že prišlo do učinka presežne ponudbe ter minimalne redukcije cene. S strukturo delničarjev, ki med največjimi lastniki razkriva predvsem portfeljske investitorje (Aktiva SEI, Wodal), je mogoče v doglednem času pričakovati prodajo ter zatem morebiten prevzem Hemofarma a.d.

Slika 4: Promet in gibanje cene delnice družbe Hemofarm a.d. na Beograjski borzi

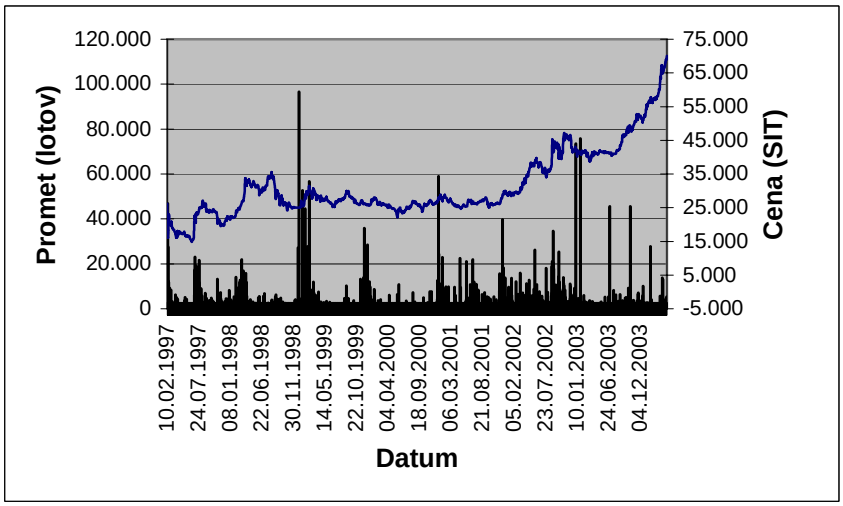


Vir: Beograjska borza, 2004.

KRKA, D. D., NOVO MESTO (FARMACIJA)

Po drugi strani je slovenska družba iz panoge, novomeška Krka, d. d., od začetka kotacije na Ljubljanski borzi beležila precej nižje stopnje rasti, kljub temu pa je prisotna stalna in relativno stabilna rast vrednosti delnice.

Slika 5: Promet in gibanje cene delnice družbe Krka, d. d.., na Ljubljanski borzi



Vir: Ljubljanska borza, 2004.

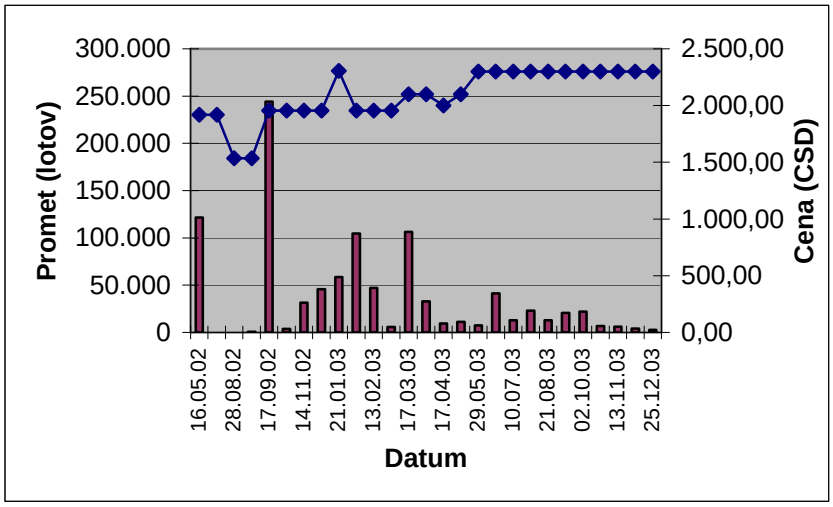
Najintenzivnejšo rast je delnica Krke zabeležila v obdobju ob in po prevzemu ljubljanskega Leka, d. d., kar je - seveda ob drugih vplivih, kamor lahko štejemo razcvet industrije vzajemnih skladov - povzročilo njeno precej strmo rast, kot je razvidno iz grafikona (*Slika 5, str. 34*). Pričakovanja o prevzemu so na trgu prisotna tudi v tem trenutku (april 2004), kar predstavlja še dodatno spodbudo rasti. S tem (ter informacijah o poslovnih rezultatih družbe Lek, d. d., ki je po prevzemu s strani družbe Novartis izrazito izboljšala svoje poslovanje)

lahko delno upravičujemo visoke vrednosti temeljnih kazalcev, ki sicer opozarjajo na precejšnjo relativno precenjenost Krkine delnice.
Na podlagi podatkov o poslovanju lahko strnemo, da je s stališča temeljne analize delnica Hemofarma a.d. primerjalno močno podcenjena, perspektive za naprej (možnost ustvarjanja nadpovprečnih stopenj rasti prihodkov ter ustvarjanja temu ustreznega rezultata) pa dodatno govorijo v prid Hemofarmu a.d. - prav tako pa je mogoče ugotoviti, da je lahko morebitna prevzemna premija pri Krki, glede na visoke ravni tečajev na Ljubljanski borzi, že domala "požrta".

SINTELON A.D., BAČKA PALANKA (TEKSTILNE OBLOGE)

Delnica proizvajalca talnih oblog Sintelon a.d., Bačka Palanka je po gibanju cene povsem različen od delnice Hemofarma a.d. Družba Sintelon, drugi največji proizvajalec talnih oblog v Evropi je v že zelo zgodnji fazi pridobila strateške lastnike - tako ruske partnerje, s katerimi sodeluje v svojih podjetjih na območju nekdanje Sovjetske zveze, kot tudi multinacionalko Tarkett-Sommer. Tihi dogovor med strateškimi kupci je po začetnih minimalnih premikih ustalil ceno, kar lahko razberemo iz grafikona (*Slika 6, str. 35*) - po odličnih preliminarnih podatkih o poslovanju v poslovnem letu 2003 (42 % višji prihodki), pa je mogoče ob ponovnem začetku kotacije pričakovati intenzivnejšo rast cene. Razlog za to je mogoče iskati navsezadnje tudi v dividendah, ki jih družba izplačuje v višini okoli 7,3 % trenutne tržne vrednosti.

Slika 6: Promet in gibanje cene delnice družbe Sintelon a.d. na Beograjski borzi

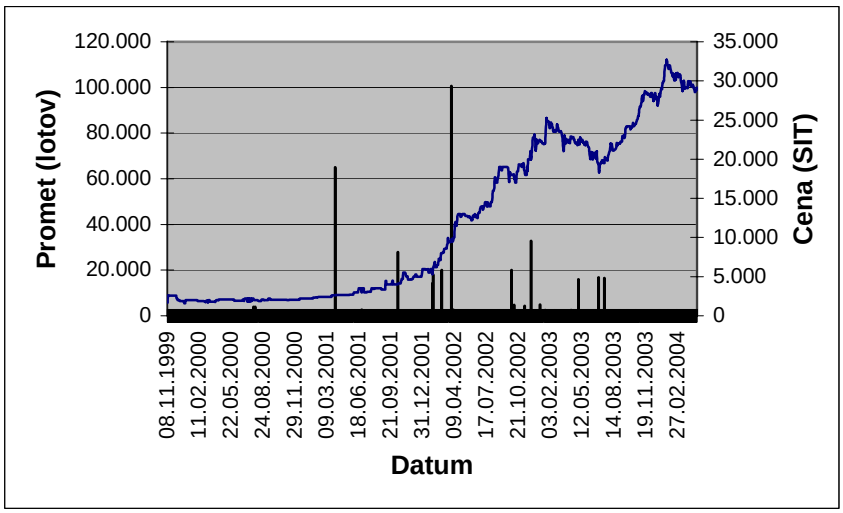


Vir: Beograjska borza, 2004.

JUTEKS, D. D., ŽALEC (TEKSTILNE OBLOGE)

Panožno ustrezna slovenska družba, žalski Juteks, d. d., je dolgo sodil med borzne družbe, ki po svoji dejavnosti ne sodijo v ožji krog atraktivnih delnic, na kar nakazujejo tudi izrazito nizki prometi ter majhna likvidnost trgovanja s to delnico v začetnih obdobjih, kot je razvidno iz spodnjega grafikona (*Slika 7, str. 36*).

Slika 7: Promet in gibanje cene delnice družbe Juteks, d. d., na Ljubljanski borzi



Vir: Ljubljanska borza, 2004.

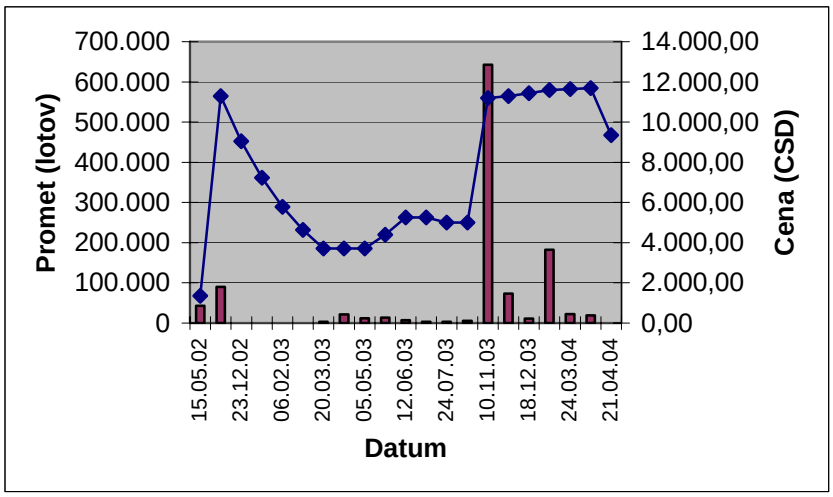
Oženje spektra "podcenjenih" delnic na Ljubljanski borzi je ob pozitivno zastavljeni poslovni politiki ter temu ustreznih poslovnih rezultatih šele po slabih dveh letih kotacije povzročilo zanimanje investitorjev tudi na to delnico. Med delničarji ni nekega večjega strateškega lastnika, kar potencialu omenjene delnice še dodatno pripomore.

APATINSKA PIVOVARA A.D., APATIN (PROIZVODNJA PIVA)

Kot tretjo delnico, pri kateri opazimo spet drugačen vzorec gibanja cene od prej obravnavanih delnic na Beograjski borzi, poglejmo delnico Apatinske pivovare a.d., Apatin, največje in najbolje delujoče srbske pivovarne.

Po začetnem trgovanju, ki je pomenilo odlično priložnost za ustvarjanje izjemnih dobičkov (velik paket po ceni 1350 CSD, ki je bil na naslednji avkciji - čez 5 dni - prodan po 11.300 CSD), je prišlo do učinka, značilnega za lastniško obvladovane družbe na srbskem kapitalskem trgu: cena je iz avkcije v avkcijo ob minimalnem prometu padala. Z najvišjih 11.300 CSD je v petih avkcijah zdrsnila do vsega 3.704 CSD, kot je mogoče razbrati iz grafikona (*Slika 8, str. 37*). Belgijska multinacionalka Interbrew pa je nato v lanskem oktobru, še v odsotnosti prevzemne zakonodaje, vsem delničarjem ponudila fiksno ceno dobrih 167 EUR za delnico (v CSD protivrednosti), ki je veljala za naslednjih 6 avkcij.

Slika 8: Promet in gibanje cene delnice družbe Apatinska pivara a.d. na Beograjski borzi



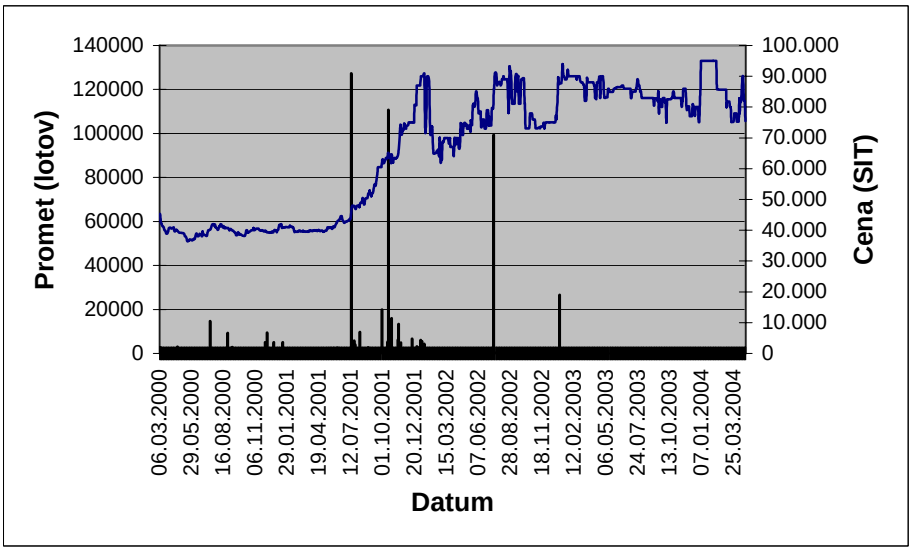
Vir: Beograjska borza, 2004.

Glede na dejstvo, da je Interbrew z lahkoto presegel 90% lastniški prag, je bil tudi padec po umiku povpraševalca na trenutno zadnji avkciji pričakovan.

PIVOVARNA UNION, D. D. (PROIZVODNJA PIVA)

Kot slovensko "ustreznico" lahko opredelimo delnico Pivovarne Union, d. d. Gibanje cene te delnice je tesno povezano s prevzemnim poskusom belgijskega Interbrewa ter hkratnim napadom Pivovarne Laško, d. d. Cena se je ob koncu leta 2001 na podlagi boja za prevlado v družbi več kot podvojila, od takrat pa ostaja bolj ali manj stabilna, kot je moč razbrati tudi iz grafikona (*Slika 9, str. 37).*

Slika 9: Promet in gibanje cene delnice družbe Pivovarna Union, d. d., na Ljubljanski borzi



Vir: Ljubljanska borza, 2004

Dejstvo pa je, da je obseg trgovanja s to delnico postal po prevzemnih aktivnostih ter stanjem, ki je v lastniški strukturi s tem nastalo (dva lastnika s približno enakim deležem), domala zanemarljiv.

Zaključimo lahko, da se zgodbe pri konsolidaciji lastništva med družbami, ki so bile na srbskem trgu temu procesu že podvržene, med seboj precej razlikujejo. Razlog je seveda mogoče hitro najti v stanju razvoja kapitalskega trga, ki je v primerjavi s slovenskim v še zelo zgodnji razvojni fazi. Temu lahko dodamo politično obarvano željo po spodbujanju tujih investicij, ki teži k še dodatnemu odpiranju gospodarstva (tudi v odsotnosti ustrezne prevzemne zakonodaje, ki bi varovala pred "tihimi" dogovori ter zaščitila male delničarje), kar vse skupaj vodi k dokaj transparentni točki - zatonu trga v ne tako oddaljeni prihodnosti. Izrazita temeljna podcenjenost seveda spodbuja strateške kupce k ustrezno hitri reakciji na srbskem kapitalskem trgu, ob tem pa obstaja očitno nezanimanje večinskih lastnikov, da bi se z delnico prevzetega podjetja na trgu po uspešnem prevzemu še trgovalo (kar navsezadnje velja tudi za Slovenijo).

Potencial ponudbe vrednostnih papirjev, ki še čakajo na uvrstitev na organizirani kapitalski trg, opisani razplet sicer prestavlja za nekaj let, ob ugodnih ekonomskih trendih v srbskem gospodarstvu pa bo konsolidacija lastništva tekla hitro, kar pa za organizirani trg kapitala na daljši rok nikakor ni pozitivno. V tem se izkaže slovenska politika "zapiranja" sicer ustreznejša z vidika siceršnje potencialne razprodaje podjetij, po drugi strani pa postaja očitno, da privatizacijski trgi s sabo nosijo težko breme zaviranja razvoja osnovne funkcije trga kapitala - primarnega zbiranja finančnih sredstev družb za nadaljnje projekte.

Kot zaključek pri primerjavi s slovenskimi družbami lahko podamo ugotovitev, da je potencial rasti cen pri delnicah na Beograjski borzi, ki ne bodo prehitro podvržene prevzemnim aktivnostim, po sedanji prevzemni zakonodaji velik. Če pri tem upoštevamo še morebitne rezerve, ki jih te družbe glede poslovanja nedvomno imajo (izkušnje pri družbah, ki so bile že prevzete in so nato izjemno močno izboljšale svoje rezultate, kot so Hemofarm a.d., Sojaprotein a.d., ...), pa je potencial še toliko večji.

SKLEP

Organizirani trg kapitala je v Srbiji po vseh postopkih privatizacije v minulih petnajstih letih na dobri poti, da postane en najzanimivejših kapitalskih trgov v regiji. Predvsem se bo njegov pomen povečeval s prihodom številnih podjetij na Beograjsko borzo, pri čemer bo morala država najti ustrezen vzvod prisile, saj je očiten interes uprav privatiziranih podjetij, da uvrstitev na trg kar najbolj odložijo.

Postavitev vseh bistvenih institucij za delovanje organiziranega trga kapitala – v letošnjem letu še Centralnega registra kot klirinško-depotne institucije - predstavlja trden temelj ter dobro zagotovilo razvoju srbskega kapitalskega trga, aktivnosti posameznih institucij pa z odklanjanjem ravnanj, ki bi utegnila ogroziti njegovo prihodnost, dokazujejo resen namen vzpostavitve transparentnega trga s kar najmanjšim tveganjem trga (tveganje poravnave, diskriminacije, …).

Nadaljnji razvoj infrastrukture, ki zaenkrat še ne omogoča vpeljave kontinuiranega trgovanja z delnicami na Beograjski borzi, bo privedel do nedvomno večjega zanimanja vlagateljev za naložbe v lastniške vrednostne papirje na Beograjski borzi, saj trenutni avkcijski način trgovanja pomeni precejšnjo oviro aktivnemu trgovanju z delnicami.

Premike lahko v prihodnjem obdobju pričakujemo tudi na področju zakonodaje in regulative, ki ureja trg vrednostnih papirjev v Srbiji. Predvsem bo najbrž ena od prvih na vrsti novela zakonodaje, ki ureja področje prevzemov, saj bo sicer neustrezna postavitev trenutne regulative povzročala predvsem še večji odpor družb pred uvrstitvijo na Beograjsko borzo ter s tem zaviranje začetih privatizacijskih procesov. Beograjska borza je sicer s spremembo pravil trgovanja že naredila pomemben korak k povečevanju zanimanja za trg vrednostnih papirjev (odprava splošno uporabljane metode trgovanja po principu "minimalna cena minimalna količina", ki je favorizirala večje lastnike družb).

Ob tem bo veliko spodbudo trgu kapitala pomenilo tudi napovedano oblikovanje ter sprejetje zakonodaje, ki bo obravnavala področje investicijskih skladov. Trg z velikim potencialom kaže velik interes za oblikovanje tovrstnih produktov.

Trg torej z implicitno upoštevanimi značilnostmi trenutne faze privatizacije in vzpostavljenih pogojev za delovanje (skupaj s svojo velikostjo) predstavlja zanimivo, vendar (zaradi političnih in gospodarskih razmer) zaenkrat še dokaj tvegano izbiro. Prevzemanje tveganja v tem trenutku pa bi po analogiji s trgi v regiji v prihodnjih obdobjih utegnilo prinašati "pionirskim" investitorjem nadpovprečne donose na vloženi kapital.

LITERATURA

1. Albaneze Željko et al.: Poslovni priročnik POSLOVATI S SRBIJO. Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj Ljubljana (CMSR), 2003, 93. str.

2. Arsenić Vesna: Beogradska berza dodaje gas. Politika, Beograd, 04. 01. 2004, str. 12.

3. Bojčić Miroslav: Pomaci. Ekonomist magazin, Beograd, 2004, št.10/2004, str. 10.

4. Dabić Vladimir: Zakonska podrška malim akcionarima. Politika, Beograd, 4. 1. 2004, str. 7.

5. Dostanić Gordana: Novine u radu Beogradske berze. Bilten Beogradske berze, Beograd, 9 (2004), 99, str.12.

6. Gnjatović Miroslav: Kapitalski trgi Jugovzhodne Evrope: Srbija. Delo, Ljubljana, 15. 03. 2004, str. 17.

7. Gnjatović Miroslav: Kapitalski trgi Jugovzhodne Evrope: Srbija. Delo, Ljubljana, 28. 04. 2004a, str. 15.

8. Gnjatović Miroslav: Kapitalski trgi Jugovzhodne Evrope: Srbija. Delo, Ljubljana, 17. 05. 2004b, str. 15.

9. O'Rourke Tony: Discussion briefing: Issues in Development of Financial Markets in CEE countries, Workshop in Economics in Transition, University of Stirling, 2004, 17. str.

10. Pavlović Dušan: Privatizacija u 2003. godini, G17 Institut, Beograd, 2004, 6 str.

11. Repija Rade: Beogradska berza - Daljinsko je blizu. Ekonomist magazin, Beograd, 28. 07. 2003, str. 7.

VIRI

1. Agencija za privatizaciju Republike Srbije.
   [URL: http://www.pa-serbia.co.yu/], 22. 03. 2004.
2. Akcijski fond Republike Srbije.
   [URL: http:://www.share-fund.co.yu/], 25. 03. 2004.
3. Beogradska berza.
   [URL: http://www.belex.co.yu], 27. 04. 2004.
4. Business opportunities in Serbia.
   [URL:http://www.serbia.sr.gov.yu/bos/], 22. 03. 2004.
5. Centralni registar – depo i kliring hartija od vrednosti.
   [URL: http://www.crhov.co.yu/], 26. 04. 2004.
6. Ekonomist On-Line.
   [URL: http://www.ekonomist.co.yu/], 27. 04. 2004.
7. Gospodarska zbornica Srbije.
   [URL: http://www.pks.co.yu], 27. 04. 2004.
8. Invest in Serbia.
   [URL: http://www.invest-in-serbia.com/], 28. 03. 2004.
9. Komisija za hartije od vrednosti.
   [URL: http://www.sec.sv.gov.yu/], 25. 04. 2004.
10. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d. d., Ljubljana.
    [URL: http://www.ljse.si/], 26.04.2004.
11. Ministarstvo za privredu i privatizaciju.
    [URL: http://www.mpriv.sr.gov.yu], 15. 04. 2004.
12. Narodna banka Srbije.
    [URL: http://www.nbs.co.yu/], 22. 03. 2004.
13. Odluka o emisiji obveznica Republike Srbije za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje građana (Službeni glasnik RS, št. 48/2002).
14. Zakon o izmirenju obaveza po osnovu devizne štednje građana (Službeni list SRJ, št. 59/98, 44/99 in 53/2001).
15. Odluka o utvrđivanju godišnjeg plana berzanskih sastanaka za 2004. godinu (Upravni odbor Beograjske borze, 23. 02. 2004).
16. Bojčić, Miroslav: Pogovor z g. Miroslavom Bojčićem, novinarjem Tiskovne agencije Beta, Beograd, 6. 2. 2004.
17. Pešić, Saša: Pogovor z g. Sašo Pešićem, analitikom in borznim posrednikom v borzno-posredniški hiši Ilirika Investments a.d. Beograd, 07. 02. 2004.
18. Bobnar Žiga: Pogovor z g. Žigo Bobnarjem, direktorjem borzno-posredniške hiše Ilirika Investments, a.d. Beograd, 07. 02. 2004.

19. Pravila poslovanja Berze (Službeni Glasnik RS št. 13/04).
20. Pravilnik o obezbedjenju uslova za funkcionisanje finansijskog tržišta (Službeni list SRJ št. 2/96, 6/98, 63/98).
21. Pravilnik o sadržini i formi ponude za preuzimanje akcija (Službeni glasnik RS, št. 102/2003 in 25/2004).
22. Pravilnik o trgovanju akcijama iz postupaka privatizacije (Upravni odbor Beograjske borze na zasedanju VI/01, 26. 07. 2001).
23. Statut Berze (Službeni glasnik RS, št. 13/04).
24. Uredba o Saveznoj komisiji za hartije od vrednosti i finansijsko tržište (Službeni list SRJ, št. 36/95, 9/99 in 67/2000).
25. Vlada Republike Srbije.
[URL: http://www.serbia.sr.gov.yu/], 15. 04. 2004.
26. YU privatizacija.
[URL: http://www.privatizacija.co.yu/], 20. 03.2004.
27. Zagrebačka burza.
[URL: http://www.zse.hr/], 12.04.2004.
28. Zakon o Akcijskom fondu (Službeni glasnik RS, št. 38/2001).
29. Zakon o Agenciji za privatizaciju (Službeni glasnik RS, št. 38/2001).
30. Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima (Službeni list SRJ, št. 90/94).
31. Zakon o društvenom kapitalu (Službeni list SFRJ, št. 84/89 in 46/90).
32. Zakon o hartijama od vrednosti (Službeni list SRJ, št. 26/95 in 59/98).
33. Zakon o preduzećima (Službeni list SRJ, št. 29/96, 33/96 - popravek, 29/97, 59/98, 74/99, 9/2001 ter 36/2002).
34. Zakon o privatizaciji (Službeni glasnik RS, št. 38/2001).
35. Zakon o svojinskoj transformaciji (Službeni glasnik RS, št. 32/97 in 10/01).
36. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih financijskih instrumenata (Službeni list RS št. 65/2002).
37. Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala (Službeni list SFRJ, št. 64/89).
38. Zavod za statistiku Srbije i Crne Gore.
[URL: http://www.szs.sv.gov.yu], 22. 04. 2004.

PRILOGE

Priloga 1: Podatki ter ocene o ključnih gospodarskih kazalcih za Srbijo v obdobju 2001-2005

	2001	2002	2003*	2004**	2005**
1. BDP					
BDP po tekočih cenah (v mld CSD)	771,8	1007,0	1226,0	1401,8	1564,0
BDP v mio USD	10861	15563	18407	19550	20778
BDP per capita, v USD	1278	1831	2166	2300	2440
BDP, realna stopnja rasti	5,5	4,0	5,0	5,0	5,0
2. Cene					
Inflacija, konec leta, odstotna rast	39	14	9	7	5
Inflacija, letno povprečje, odstotna rast	91,1	19,0	13,4	8,5	6,1
3. Plače in zaposlenost					
Povprečna plača, v CSD	6067	9205	11207	12815	14303
Povprečna plača, v EUR	102	151	172	182	194
Registrirana stopnja brezposlenosti	28,3	28,6	28,1	27,1	25,5
4. Trgovinska bilanca					
Izvoz blaga in storitev v v mio USD	2762	3005	3618	4134	4696
Uvoz blaga in storitev, v mio USD	5160	6466	7107	7720	8479
Trgovinska bilanca (blago + storitve) v mio USD	-2398	-3461	-3489	-3577	-3783
Donacije, v mio USD	591	500	400	300	300
Tuje neposredne investicije (FDI) , v mio USD	165	450	500	500	600
5. Poraba, Investicije, Izvoz in Uvoz					
Poraba (stopnja rasti)	11,1	11,7	3	2,6	2,7
Investicije (stopnja rasti)	21,1	18,0	22,5	25,4	22,9
Izvoz blaga in storitev (stopnja rasti)	9,4	12,9	20,4	20,4	13,3
Uvoz blaga in storitev (stopnja rasti)	30,0	25,3	9,9	9,9	9,8

* *ocena*

** *predvidevanje*

Vir: Zavod za statistiku Srbije i Crne Gore, 2004.

Priloga 2: Osnovne informacije o borzah v regiji: marec 2004 (v mio EUR

Borza	Promet	Kapitalizacija
Banja Luka SE	3,50	596,00
Belgrade SE	102,12	2.819,83
Ljubljana SE	152.18	11.214,02
Macedonian SE	6,37	646,46
NEX Podgorica SE	0.47	1.143,02
Sarajevo SE	4,42	472.76
Varazdin SE	8,55	3.390,89

Vir: SEM-ON.NET, 2004.

Priloga 3: Število vrednostnih papirjev po segmentih na posamezni borzi v regiji na dan 31.3.2004

Borza	Delnice	Obveznice	Inv. skladi	Ostalo	Skupaj
Banja Luka SE	676	0	13	0	689
Belgrade SE	44	13	0	0	57
Ljubljana SE	145	94	16	12	267
Macedonian SE	113	5	0	1	119
NEX Podgorica SE	359	0	6	0	365
Sarajevo SE	466	0	0	0	466
Varazdin SE	384	2	3	2	391
Zagreb SE*	176	14	0	3	193

Vir: SEM-ON.NET, 2004; razen (*), Zagrebška borza (www.zse.hr), 2004.

Priloga 4: Osnovna statistika o trgovanju na Beograjski borzi v marcu 2004

	Število vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na Beograjski borzi	Mesečni promet v mio CSD	Kapitalizacija v mio CSD
Delnice	44	6.273	84.510
Obveznice	13	762.848	102.296
Skupaj	57	7.036	186.806

Vir: Beograjska borza, 2004.

Priloga 5: Pregled trgovanja na Beograjski borzi od aprila 2002 do decembra 2003 (s pregledom udeležbe Akcijskega fonda v trgovanju)

	SKUPAJ		AKCIJSKI FOND		OSTALE DELNICE	
Mesec	**Vrednost prometa v CSD**	**Število transakcij**	**Vrednost prometa v CSD**	**Število transakcij**	**Vrednost prometa v CSD**	**Število transakcij**
04.2002	336.275.711	18	303.587.600	3	32.688.111	15
05.2002	1.414.932.175	26	1.035.198.472	3	379.733.703	23
06.2002	64.276.998	22	0	0	64.276.998	22
07.2002	70.913.974	39	9.862.020	3	61.051.954	36
08.2002	743.813.435	40	143.987.110	5	599.826.325	35
09.2002	2.200.760.693	40	1.628.414.496	6	572.346.197	34
10.2002	852.291.416	54	565.559.768	7	286.731.648	47
11.2002	513.556.262	76	298.628.484	8	214.927.778	68
12.2002	768.172.420	102	115.154.347	12	653.018.073	90
01.2003	937.855.632	107	198.466.818	6	739.388.814	101
02.2003	924.090.645	137	134.648.785	9	789.441.860	128
03.2003	1.030.400.118	163	424.346.042	12	606.054.076	151
04.2003	1.410.298.085	216	179.397.869	11	1.230.900.216	205
05.2003	1.140.038.536	217	199.236.145	7	940.802.391	210
06.2003	1.864.734.324	180	455.326.127	9	1.409.408.197	171
07.2003	3.405.915.201	285	2.476.517.323	16	929.397.878	269
08.2003	1.692.608.770	246	370.005.640	7	1.322.603.130	239
09.2003	1.001.512.888	280	217.815.052	11	783.697.836	269
10.2003	2.812.424.347	315	107.242.594	8	2.705.181.753	307
11.2003	9.119.846.335	381	81.368.512	6	9.038.477.823	375
12.2003	5.148.207.631	359	75.035.810	9	5.073.171.821	350

Vir: Beograjska borza, 2004.

SLOVARČEK V DIPLOMI UPORABLJENIH IZRAZOV

- ***Akcijski fond Republike Srbije*** – Delniški sklad Republike Srbije
- *Centar za tržište kapitala* - Center za trg kapitala
- *Centralni registar hartija od vrednosti* - Centralni register vrednostnih papirjev
- *Jugoslovenski trg kapitala* - Jugoslovanski trg kapitala
- *Komisija za hartije od vrednosti* Republike Srbije - Komisija za trg vrednostnih papirjev Republike srbije
- *Mešoviti berzi Beogradski berzi a.d. Beograd* – Beograjska borza
- *Ministarstvo za privredu i privatizacijo* - Ministrstvo za gospodarstvo in privatizacijo
- *Odluka o emisiji obveznica Republike Srbije za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje građana* - Odlok o izdaji obveznic Republike Srbije za poplačilo obveznosti iz naslova deviznega varčevanja državljanov
- *Odluka o utvrđivanju godišnjeg plana berzanskih sastanaka za 2004. godinu* - Odlok o potrditvi letnega koledarja trgovanja Beograjske borze
- *Pravilnik o dokumentaciji po osnovu trgovanja* - Pravilnik o dokumentaciji v zvezi s trgovanjem
- *Pravilnik o kotaciji efekata na Beogradskoj berzi a.d. Beograd* - Pravilnik o kotaciji finančnih instrumentov na Beograjski borzi
- *Pravilnik o obezbedjenju uslova za funkcionisanje finansijskog tržišta* - Pravilnik o zagotovitvi pogojev za delovanje finančnega trga
- *Pravilnik o radu Disciplinske komisije Beogradske berze* - Pravilnik o delu disciplinske komisije Beograjske borze
- *Pravilnik o radu Komisije za kratkoročne hartije od vrednosti* - Pravilnik o delu Komisije za kratkoročne vrednostne papirje
- *Pravilnik o sadržini i formi ponude za preuzimanje akcija* - Pravilnik o vsebini in obliki ponudbe za prevzem
- *Pravilnik o sekundarnem trgovanju dugoročnim dužničkim hartijam od vrednosti* - Pravilnik o sekundarnem trgovanju z dolgoročnimi vrednostnimi papirji
- *Pravilnik o trgovanju akcijama iz postupaka privatizacije* - Pravilnik o trgovanju z delnicami iz postopka privatizacije
- *Pravilnik o trgovini kratkoročnim financijskim instrumentima* - Pravilnik o trgovanju s kratkoročnimi vrednostnimi papirji
- *Privremeni registar* - Začasni register vrednostnih papirjev
- *Republički fond za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih Republike Srbije* - Republiški sklad za pokojninsko in invalidsko zavarovanje
- *Savezni zakon o privatizaciji* - Zvezni zakon o privatizaciji

- *Uredba o Saveznoj komisiji za hartije od vrednosti i finansijsko tržište* - Uredba o Zvezni komisiji za vrednostne papirje in finančni trg
- *Zakon o Akcijskom fondu* – Zakon o Delniškem skladu
- *Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima* - Zakon o borzah, borznem poslovanju ter borznih posrednikih
- *Zakon o društvenom kapitalu* - Zakon o družbenem kapitalu
- *Zakon o hartijama od vrednosti* - Zakon o vrednostnih papirjih
- *Zakon o izmirenju obaveza po osnovu devizne štednje građana* - Zakon o poplačilu obveznosti na osnovi deviznega varčevanja državljanov
- *Zakon o preduzećima* - Zakon o podjetjih
- *Zakon o svojinskoj transformaciji* - Zakon o lastninskem preoblikovanju
- *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih financijskih instrumenata* - Zakon o trgu vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov
- *Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala* - Zakon o trgu denarja in trgu kapitala
- *Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine* - Zakon o pogojih in postopku pretvorbe družbenega premoženja v druge oblike lastnine