

Mr Saša Muminović *

BERZANSKI POSLOVI NA PROSTORIMA BIVŠE SFRJ

(nastavak iz prethodnog broja)

Berze na prostorima bivše SFRJ se danas mogu posmatrati kao i sve berze na rastućim tržištima koja su za sve investitore vrlo interesantne.

U kontekstu globalizacije finansijskog poslovanja postavlja se pitanje budućnosti berzi u državama nastalim na prostoru bivše SFRJ. Moguća su tri

alternativna pravca razvoja: samostalno postojanje, što je malo verovatno s obzirom da ni berze u zemljama koje su u tranziciji daleko odmakle, nisu u mogućnosti da samostalno egzistiraju, deo regionalne berze, i preko te berze saradnja se nekom velikom evropskom berzom ili stapanje s nekom velikom evropskom berzom.

Onog momenta kada bude bio veći upliv stanog kapitala, i kada prvoklasne akcije iscrpe mogućnosti domaće berze, okrenuće se drugim velikim berzama i navedene berze će morati da razmisli o tesnijoj saradnji sa nekim berzama regiona ili Evrope. Takva saradnja je neminovan proces, jer na duži rok postoji tendencija koncentracije tržišta.



* Julon d.d., Ljubljana CFO – zavisnih preduzeća -
sasa.muminovic@gruppobonazzi.com

Berze u Crnoj Gori¹⁶

U Crnoj Gori postoje Nova berza hartija od vrednosti NEX Montenegro i Montenegro berza.

Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore a.d. NEX Montenegro osnovana je 20.09.2001. godine u Podgorici. Osnovni ciljevi koji su postavljeni pred NEX Montenegro su stvaranje uslova za povezivanje ponude i tražnje hartija od vrednosti, obezbeđivanje pravilnog i poštenog trgovanja, zaštita investitora, poštovanje pravila i principa u poslovanju sa hartijama od vrednosti i njihovo unapređivanje, informisanje javnosti o svim podacima značajnim za rad berze i povezivanje sa regionalnim tržištima hartija od vrednosti.

Skupštinu akcionara berze NEX Montenegro čine svi akcionari Berze. Svi akcionari, nezavisno od broja akcija koje poseduju, imaju pravo da prisustvuju Skupštini akcionara Berze.

- Akcionari NEX Montenegro su¹⁷:
- AtlasMont banka a.d.
 - Atlas Mont a.d. – menadžment preduzeće
 - CG broker a.d.
 - Crnogorska komercijalna banka a.d
 - Holder broker a.d.
 - KD Mont a.d. – menadžment preduzeće

- Monte Adria broker a.d.
 - Poslovno udruženje brokera Crne Gore
- Sudeći po ostvarenom prometu godina 2004. može se posmatrati kao izuzetno uspešna na NEX berzi. Ostvareno je 23,99 mil. eura, odnosno povećanje od 40,6% u odnosu na 2003. godinu, a u odnosu na 2002.godinu čak 322%. Broj poslova je za duplo premašio onaj iz 2003. godine. Pri tome 75% prometa odnosilo se na obične akcije, a 5,7% na obveznice stare devizne štednje. Tabele br. 5 i 6. Index NEX20 ostvario je rast od 106,9%, odnosno 1.303,77 poena - Grafikon 9. Index NEXPIF je također porastao u 2004. godini za 481,05 poena, odnosno 42,5%, Grafikon 10. Ukupna tržišna kapitalizacija akcija i investicionih jedinica, bez obračuna tržišne kapitalizacije obveznice stare devizne štednje, na dan 31.12.2004. godine iznosila je 1.111.780.380 eura. Na NEX Montenegro berzi 2005. godina je završena sa 116 mil. eur prometa, dok je na Montenegro berzi ostavreno 82 mil. eur, prometa što je višestruko povećanje u odnosu na prethodne godine.

Montenegroberza je osnovana u junu 1993. godine, na osnovu *Zakona o Tržištu novca i Tržištu kapitala*. Prvi osnivači bile su četiri banke iz Crne Gore:

- Montenegrobanka A.D. Podgorica;

Tabela 5.: Godišnja statistika NEX Montenegro

	2002.	2003.	2004.	2005.
Ukupan promet u €	5.604.303	17.117.682	23.998.024	116.134.227
Ukupan broj poslova	3.349	15.331	31.654	59.290
Broj dana trgovanja	213	248	252	246
Prosečan dnevni promet u €	26.312	69.023	95.230	472.090
Prosječan dnevni broj poslova	15,7	61,8	125,6	241
Investicione jedinice PIF-ova				
Promet u €		672.424	1.537.305	8.920.559
Broj poslova		10.131	20.626	28.354
Količina		64.991.500	126.605.000	199.669.969
Broj prodatih vaučera		12.998,30	25.321	31.989.429
Prosečan dnevni promet u €		2.711	6.100	36.262
Prosečan dnevni broj poslova		40,9	81,8	115

Izvor: <http://www.nex.cg.yu/>

¹⁶ Okruženje: Srbija i Crna Gora: BDP per capita 2.200 USD, Inflacija 10,1%, Nezaposlenost 31,7%

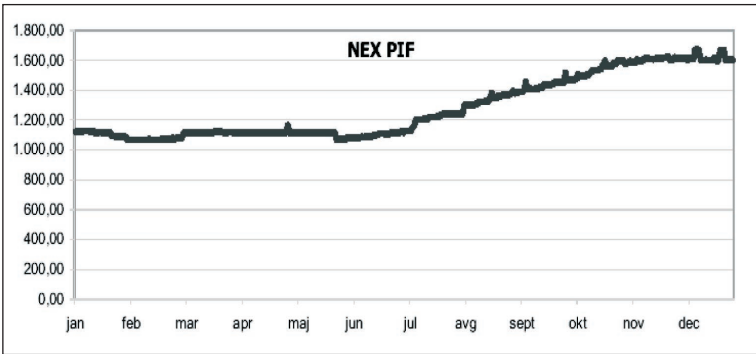
¹⁷ <http://www.nex.cg.yu>

Tabela 6.: Pregled ostvarenog prometa i broja poslova po mesecima NEX Montenegro

	Promet (€) 2002.	Broj poslova	Promet (€) 2003.	Broj poslova	Promet (€) 2004.	Broj poslova	Promet (€) 2005.	Broj poslova
Januar			588.673	374	314.863	1.555	1.886.401	3.007
Februar			175.566	782	1.822.403	2.347	9.708.671	4.719
Mart	2.170.394	481	298.291	1.167	474.788	2.589	39.747.684	6.794
April	198.092	889	603.269	1.268	960.508	2.424	17.486.055	6.202
Maj	76.702	467	741.878	1.955	1.701.167	1.812	7.453.604	4.214
Jun	77.045	189	1.646.154	1.393	768.586	1.563	1.620.456	3.888
Jul	839.341	202	1.568.723	1.298	1.010.365	1.617	2.058.200	4.017
Avgust	151.086	107	841.434	1.258	2.072.318	1.962	4.592.919	4.858
Septembar	674.235	140	3.863.012	1.672	989.159	3.048	5.737.293	5.271
Oktobar	839.944	206	1.449.375	1.610	3.660.663	3.631	8.371.492	5.474
Novembar	336.371	352	2.405.935	1.044	1.481.573	3.900	10.065.888	6.450
Decembar	241.094	316	2.935.373	1.510	8.741.632	5.206	7.405.564	4.396
Ukupno	5.604.304	3.349	17.117.682	15.331	23.998.024	31.654	116.134.227	59.290

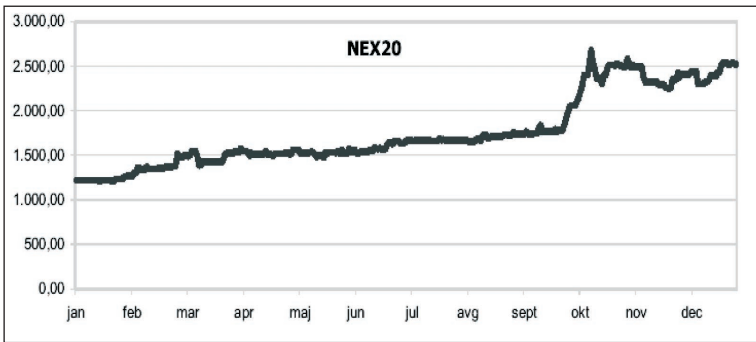
Izvor: <http://www.nex.cg.yu>

Grafikon 9.: Kretanje NEX PIF indeksa po mesecima u 2004. godini



Izvor: <http://www.nex.cg.yu/>

Grafikon br. 10: Kretanje NEX20 indeksa po mesecima u 2004. godini



Izvor: <http://www.nex.cg.yu/>

- Pljevaljska banka A.D. Pljevlja;
 - Beranska banka A.D. Berane;
 - Hipotekarna banka A.D. Berane i
 - Republika Crna Gora, odnosno Agencija Crne Gore za prestrukturiranje privrede i
- Podgorička banka A.D. Podgorica;
 - Jugobanka A.D. Podgorica;
 - Nikšićka banka A.D. Nikšić;
 - Lovćen osiguranje A.D. Podgorica i
 - Agroosiguranje A.D. Podgorica.

strana ulaganja.

Osnivačkom skupštinom 7. jula 1995. godine Montenegroberza je izvršila usklađivanje svog poslovanja sa odredbama *Zakona o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima*. Potrebnu dozvolu za osnivanje Montenegroberza je dobila od strane Saveznog ministarstva finansija, dozvole za rad za trgovanje žiralnim novcem i kratkoročnim hartijama od strane Narodne banke Jugoslavije i za trgovanje akcijama i drugim dugoročnim hartijama od Savezne komisije za hartije od vrednosti i finansijska tržišta.

Osnivači Montenegroberze su, pored ranije pomenutih, a u skladu sa zakonom jos tri banke i dva osiguravajuća društva i to¹⁸:

¹⁸ <http://montenegroberza.com>

U cilju povećanja akcionarskog kapitala Montenegroberza je, po odobrenju Savezne Komisije za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, emitovala drugu emisiju akcija. Upis i uplatu akcija obavilo je više banaka sa teritorije Srbije i Crne Gore: Vojvođanska banka, Continental banka, Trgovačka banka, Beogradska banka, Panonska banka, Prva tekstilna banka, Karić banka, Novosadska banka, Atlas banka i JUBMES, kao i tadašnja Savezna vlada.

Učešćem u trećoj emisiji akcija, akcionari Montenegroberze su postali¹⁹

- Inex petrol d.o.o. Podgorica
- World Trade Centar A.D. Podgorica
- Čelebić d.o.o. Podgorica
- Tilmont d.o.o. Podgorica
- Finadria d.o.o. Podgorica
- Vektra d.o.o. Podgorica
- Inpek d.o.o. Podgorica
- Komercijalna banka A.D. Budva
- Montenegroosiguranje A.D. Podgorica
- Ekos banka A.D. Podgorica

Osnivanjem crnogorske Komisije za HOV, koja je preuzela nadležnosti od Savezne Komisije, Montenegroberza je dobila dozvolu o poslovanju 14.12.2000. godine od Komisije za HOV Crne Gore, kao i Rešenje o davanju saglasnosti Montenegroberzi o usaglašenosti sa *Zakonom o hartijama od vrijednosti Crne Gore*.

Iako Crna Gora ima dve berze, promet je na njima bio u 2004. godini oko 43 mil. eur. Uprkos

tome se je indeks crnogorskih *blue chips* - NEX 20 porastao za 107%, a indeks privatizacijskih fondova NEX PIF za 42%. Najatraktivnije 2004. godine bile su akcije Telekomu Crne Gore, zbog prodaje većinskog državnog udela – cena je sa 0,75 eura porasla na 2,65 eura. Nešto slično pratilo je ulaganje u podgoričke plantaže čije su akcije porasle 300%.

Najveći problem crnogorskog tržišta je nedostatak likvidnosti za većinu hartija od vrednosti. Dnevno se trguje malim količinama i investitori čak i sa ponudom više cene uvek ne mogu realizovati kupovinu. Većina akcija je potcenjena, tako da će predviđena ovogodišnja privatizacija uvelike oživeti tržište.

Jednu posebnost crnogorskog (isto tako i srpskog) čine obveznice stare devizne štednje koje u zavisnosti od dospelosti imaju atraktivne prinose, odnosno diskonte – 2005. godine: 90% nominalne vrednosti; 2006. godine: 76% nominalne vrednosti; 2007. godine: 67% nominalne vrednosti

S obzirom da privredne reforme u Crnoj Gori još nisu dostigle željene ciljeve, crnogorska vlada pokušava sa ubrzavanjem privatizacije promeniti vlasničku strukturu preduzeća. Tako da je 2005. godine bilo za očekivati okončanje privatizacije telekoma, fabrike aluminijuma, banaka, što nije u potpunosti ostvareno, uz očekivanje najmanje 150 mil.eura direktnih stranih investicija. U tu svrhu je i snižena porezna stopa sa 15 na 9%.

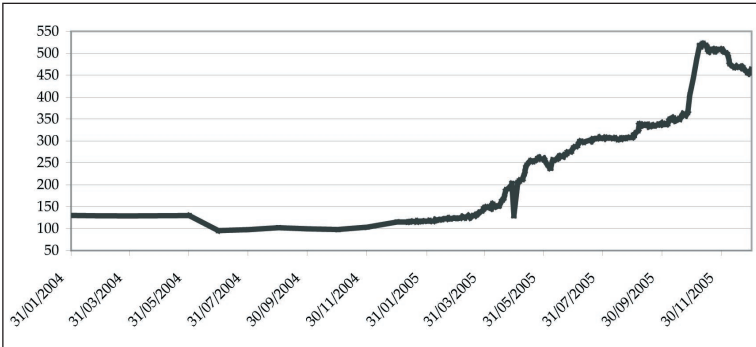
Tabela 7.: Ukupni promet u periodu 1994 – 2004. godine na Montenegro berzi.

Godina	Ukupan promet u milionima EUR	Žiralni novac (%)	Kratkoročne hartije od vrednosti (%)	Dugoročne hartije od vrednosti (%)	Broj obavljenih transakcija
1994.	63.52	74.96	25.04	-	838
1995.	63.73	53.17	46.81	0.02	2457
1996.	88.6	34.44	65.47	0.09	1833
1997.	130.15	24.36	75.06	0.58	2125
1998.	80.03	34.02	65.17	0.81	1073
1999.	13.3	45.59	47.94	6.47	260
2000.	2.85	7.55	-	92.45	15
2001.	10.85	-	13.19	86.81	909
2002.	8.72	-	-	100	944
2003.	26.44	-	-	100	5.992
2004.	18.88	-	-	100	25.699

Izvor: <http://www.montenegroberza.com/>

¹⁹ <http://montenegroberza.com>

Grafikon 11.: Kretanje indeksa MOSTE – Montenegro berze u periodu 31.01.2004. - 31.12.2005. godine



Izvor: <http://www.montenegroberza.com/>

Tabela 8.: Statistika na Montenegro berzi 2005. godine.

	Transakcija	Ukupan promet	Br. dana trgovanja	Prosečan broj transakcija	Prosečan promet
januar	1.992	605.010	16	124,50	37.813,10
februar	2.615	1.161.632	20	130,75	58.081,62
mart	3.919	3.442.195	23	170,39	149.660,65
april	2.971	2.931.769	20	148,55	146.588,43
maj	4.241	5.783.935	20	212,05	289.196,74
jun	4.225	5.531.853	22	192,05	251.447,85
jul	4.453	4.797.211	18	247,39	266.511,72
avgust	4.655	6.000.304	23	202,39	260.882,77
septembar	5.471	4.820.486	22	248,68	219.113,02
oktobar	6.342	9.962.237	21	302,00	474.392,23
novembar	6.598	16.198.400	22	299,91	736.290,89
decembar	4.291	21.082.329	22	195,05	958.287,68
ukupno	51.773	82.317.360	249	207,92	330.591,81

Izvor: <http://www.montenegroberza.com/>

Berza u Ljubljani²⁰

U zgradi današnje Filharmonije prvi radni dan berze hartija od vrednosti i roba u Ljubljani bio je 18. avgusta 1924. godine. Prilikom otvaranja trgovalo se sa 27 hartija od vrednosti, među kojima je najviše bilo državnih. U prve tri godine poslovanja najviše prometa ostvareno je u prometu roba. Od 1927. godine nakon otvaranja mogućnosti za devizno-valutno poslovanje, devizni promet je postao preovladavajuć. Osnovni akt Berze bio je statut, kojeg je potpisao ministar za trgovinu i industriju. Statut je između ostalog određivao predmet berzanskog trgovanja, formalnosti o poslovanju, uslove u članjivanja,

prava i dužnosti članova berze i dr. Posledice II svetskog rata bile su vidljive i na Ljubljanskoj berzi. Od 1942. godine praktično je zamrla trgovina devizama i efektima. Nakon skoro 50 godina prekida 26.12.1989. godine je ponovo ustanovljena Ljubljanska berza - akcionarsko društvo, koja je tri meseca kasnije počela sa redovnim poslovanjem.

Promet Ljubljanske berze je u 2004. godini dosegao 396,7 mlrd SIT, što je za 16,6% više nego 2003. godine, i predstavlja drugi po visini promet od ponovnog uspostavljanja rada berze. U strukturi prometa 56,3% pripada akcijama, 28,6% obveznicama a 15,1% su akcije investicionih fondova. U poređenju sa 2003. godinom učešće akcija se je povećalo

²⁰ Okruženje: R Slovenija: BDP per capita 13.900 USD, Inflacija 3,6%, Nezaposlenost 10,6%.

Tabela 9.: Promet na Ljubljanskoj berzi

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Kapitalizacija mlrd SIT	1.138,40	1.379,97	2.174,21	2.441,99	3.049,78	3.210,40
Prinos SBI 20	0,10%	19,01%	55,24%	17,71%	24,74%	-5,60%
Promet mlrd SIT	269,60	348,64	481,04	340,24	396,65	441,84
Broj poslova	396.602	320.157	452.805	341.802	353.068	257.279

Izvor: <http://www.ljse.si/>

Tabela 10.: Struktura prometa na Ljubljanskoj berzi

	2000.		2001.		2002.		2003.		2004.	
	Promet u mil SIT	Broj poslova	Promet u mil SIT	Broj poslova	Promet u mil SIT	Broj poslova	Promet u mil SIT	Broj poslova	Promet u mil SIT	Broj poslova
Akcije	78.153	638	237.140	135.139	278.838	184.521	149.327	142.958	223.103	231.779
Obveznice	44.419	417	51.620	9.887	110.571	15.532	129.717	29.763	113.584	18.999
Posebne inv. družbe							32.235	59.407	55.394	85.149
Poobl. inv. družbe	29.711	249			64.614	160.598	28.609	109.673	4.571	17.141
Investicijske družbe			55.402	161.266	21.126	23.360				
Pokojninski boni	194	5	1.652	13.837	5.230	68.785				
Kratkoročni VP	3.078	9	2.830	28	662	9	348	1	0	0
UKUPNO	155.555	1.318	348.644	320.157	481.041	452.805	340.236	341.802	396.652	353.068

Izvor: <http://www.ljse.si/>

za 12,4%. Ukupna tržišta kapitalizacija se u odnosu na 2003. godinu povećala za 24,9%. U tome je najviše udela imalo povećanje tržišne kapitalizacije akcija od 27,3% u odnosu na 2003. godinu. Tabele 9. i 10. prikazuju statistiku trgovanja na Ljubljanskoj berzi. Iz tabela je uočljivo umirivanje trgovanja i prinosa SBI 20 indeksa kao posledica u najvećoj meri završenog procesa tranzicije i privatizacije. U 2005. godini kapitalizacija akcija je smanjena sa 1.705 na 1.604 mlrd. SIT, dok je promet akcijama u odnosu na prošlu 2004. godinu bio za oko 1% veći. Usprkos povećanju prometa je Ljubljanska berza među najnelikvidnijima u EU. Prema podacima FESE od 20 evropskih berzi je na 16. mestu, a od 5 srednjeevropskih berzi je na 4. mestu prema ostvarenom prometu. Poređenja radi berza u Budimpešti je u istom periodu ostvarila 20 puta veći promet. U prošloj 2005.

godini samo indeks BIO je porastao za 0,9% dok su druga dva indeksa zabeležila pad i to PIX 12,2% i SBI 20 5,6%. Na Ljubljanskoj berzi predmet izračuna su tri indeksa SBI 20 – Indeks akcija berzne kotacije, PIX – indeks akcija investicionih fondova i BIO – obveznički indeks berzanske i vanberzanske kotacije. Pored navedena tri Ljubljanska berza učestvuje u izračunu CESI - *Indeksa srednjeevropskih*²¹ berzi i SEMI – Indeksa jugoistočnih berzi²². Na Grafikonu 12. prikazano je kretanje SBI 20 – indeksa od 07.01.1993. do 31.12.2005.

Jedno od strateških usmerenja Ljubljanske berze je širenje stečenog *know-how-a* na tržišta Jugoistočne Evrope, a time i širenja uticaja slovenačke privrede na taj deo Evrope. U sklopu toga je Ljubljanska berza kordinator trogodišnjeg projekta za Informaciono povezivanje berzi Jugoistočne Evrope²³. Projekat

²¹ Poljska, Češka, Slovačka i Mađarska berza.

²² Berze u Varaždinu, Sarajevu, Banja Luci, Podgorici, Skoplju i Beogradu.

²³ <http://www.sem-on.net/>

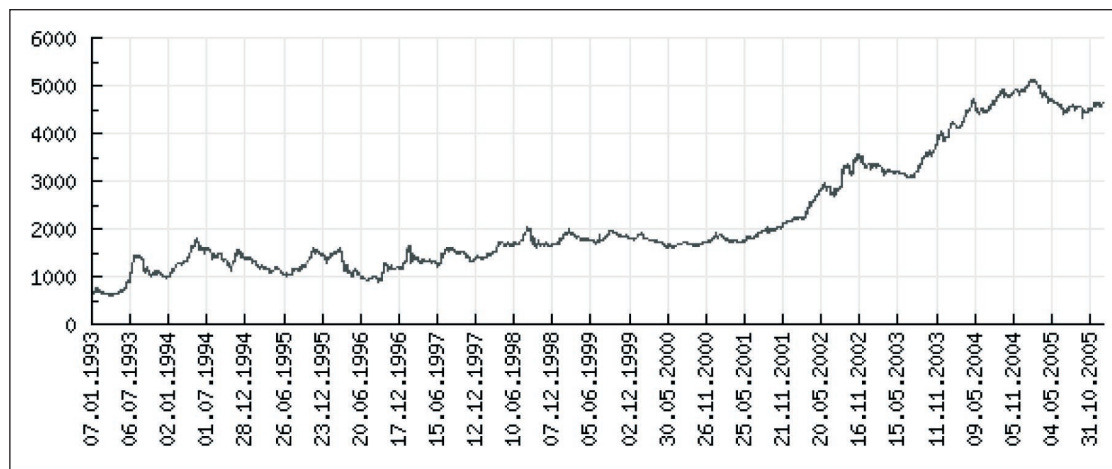
je otpočeo sa realizacijom 2002. godine u okviru *Pakta za stabilnost*, sa ciljem uspostavljanja organizacije i infrastrukture za omogućavanje informisanja i prikupljanja informacija o tržištima kapitala na navedenom području. Na stranici interneta: <http://www.sem-on.net/> su predstavljene berze u Sarajevu, Banja Luci, Skopju, Beogradu, Varaždinu, Podgorici i Ljubljani, kao i hartije od vrednosti kojima se na tim berzama trguje. Ovim se želi postići on-line informaciono povezivanje za članove berzi, omogućavanje objavljivanja cenovno osetljivih informacija, poboljšati i standardizovati pripremu statističkih podataka i osigurati promociju navedenih tržišta kapitala.

Akcije Slavonske banke iz Osijeka. Investitori na našim prostorima imaju vrlo negativna iskustva kada je reč o državnim vrednosnim papirima. Npr. Obveznice Srpskog društva Crvenog krsta iz 1907, obveznice iz 1946, obveznice Zajma za privredni preporod Srbije, i drugi primeri. Vlasnici ovakvih i sličnih obveznica posle više devalvacija dinara, opšte inflacije i/ili otkaza plaćanja pretrpeli su velike gubitke.

Iz navedenog se vidi da je berzanska tradicija u našoj zemlji postojala. Ali zbog dugogodišnjeg prekida u radu berze ono što nedostaje su iskustvo, finansijska kultura i obrazovanost.

Akcionarsku strukturu Beogradske berze,

Grafikon 12.: Kretanje SBI 20 – indeksa od 07.01.1993. do 31.12.2005.



Izvor: <http://www.ljse.si/>

Berza u Beogradu

Beogradska berza je osnovana pre 112 godina, tačnije 1894. godine, na osnovu *Zakona o javnim berzama Kraljevine Srbije*. Berza je počela svoj rad na prvom spratu kafane *Bosna* na Savi, da bi se 1936. godine preselila u veliku palatu između Univerziteta i Dubrovačke ulice. Svoju punu afirmaciju dostigla je tek posle 1918. godine. Radila je manje - više bez prestanka do 1941. god, i bila značajan centar ekonomskog života. Odlukom vlade SR Srbije Berza je 1953. i formalno prestala sa radom. Reosnovana je 27.12.1989. godine kao *Jugoslovensko tržište kapitala – Beograd*. Prve hartije od vrednosti kojima se trgovalo na Beogradskoj berzi posle reosnivanja bile su Obveznice republičkog fonda za podsticaj bržeg razvoja privredno nedovoljno razvijenih područja SR Srbije i

čine, pored Državne zajednice Srbije i Crne Gore i Republike Srbije i brokersko dilerskih društava i ovlašćene banke, osiguravajuća društva, banke i pravna lica za proizvodnju i promet roba. Akcijski kapital Berze čini 416 običnih akcija sa pravom glasa.

Organizaciju tržišta obuhvataju *Listing A*, *Listing B* i *Slobodno berzansko tržište*.

Pravilima poslovanja Beogradske berze, utvrđeno je da izdavalac uz zahtev za uključanje na slobodno berzansko tržište, podnosi sledeću dokumentaciju:

1. Podatke o izdavaocu naziv i sedište, zemlja - domicil u kojoj je registrovano sedište izdavaoca, datum osnivanja, telefon, internet adresa i e-mail, broj tekućeg računa, matični broj, PIB;
2. Prospekt izdavaoca za organizovano trgovanje na Berzi u formi i sadržini

utvrđenoj odlukom Upravnog odbora Berze o obimu i sadržini podataka javnog društva koji se objavljuju na internet stranici Berze, potpisan i overen od strane odgovornog lica izdavaoca

3. Dokument kojim se potvrđuje upis hartija od vrednosti u Centralni registar hartija od vrednosti (u daljem tekstu: Centralni registar) i otvaranje emisionog računa, izuzev u slučaju kada Berza isti već poseduje;
4. Garanciju ako je emisija hartija od vrednosti garantovana;
5. Podatke o vrsti, klasi, seriji, CFI kodu i ISIN broju hartija od vrednosti i broju (količini) hartija od vrednosti za koje se podnosi zahtev;
6. Kopiju Ugovora sa agentom ili pokroviteljem emisije, ako ga izdavalac ima.

Uz zahtev za uključenje hartija od vrednosti na slobodno berzansko tržište podnosilac zahteva podnosi i Ugovor o uključanju na slobodno berzansko tržište, potpisan od strane izdavaoca. Uključenje akcija bez prospekta vrši se na zahtev: Akcijskog fonda, ili akcionara koji imaju najmanje jednu desetinu osnovnog kapitala izdavaoca.

Dva su značajna momenta koja su obeležila poslovanje na Beogradskoj berzi: početak trgovine obveznicama stare devizne štednje i dugo očekivani početak privatizacije i aktivnije trgovine akcijama iz privatizacije.

Početak trgovine obveznicama stare devizne štednje 19.11.2001. pokazao je da je finansijsko tržište uvelike zavisno od kvaliteta tržišnog materijala, odnosno poverenja u njih, a ne prevashodno od nivoa štednje, kao reprezentativnog kapitala. Nizak nivo štednje je pokazatelj da široki slojevi stanovništva nisu u mogućnosti da ulažu, ali to ne znači da nema krupnih investitora koji to mogu. Prvobitno su bile su ponuđene četiri serije obveznica;

- A2002 sa dospećem 31.05.2002, uz prinos koji je varirao²⁴ u intervalu 11.95% - 14.51%
- A2003 sa dospećem 31.05.2003, uz prinos koji je varirao u intervalu 14.70% - 20.52%
- A2004 sa dospećem 31.05.2004, uz prinos koji je varirao u intervalu 19.11% - 21.27%

- B0000 sa dospećem od 2005. do 2011. uz prinos koji je varirao u intervalu 14.75% - 16.81%,

da bi obveznice serije B bile potom podeljene po godinama dospeća do 2016. godine, u serijama do A2016.

Obveznice serije A emitovane se u iznosu 1.121 milion DEM i serije B u iznosu 5.850 miliona DEM. Obveznice se po nominalnoj vrednosti su se mogle koristiti za:

- kupovinu akcija preduzeća u postupku privatizacije, u skladu sa Zakonom;
- kupovinu akcija ovlašćenih banaka kod kojih je položena devizna štednja, do visine njihovog učešća utvrđenom Zakonom;
- kupovinu stanova, stambenih objekata, poslovnog prostora, zemljišta i druge državne imovine i
- plaćanje troškova lečenja, nabavke lekova i sahrane, saglasno propisu Savezne vlade.

U periodu kraćem od mesec dana (19.11. - 14.12.2001.) ostvaren je obim trgovine od 3.238.160,00 DEM, da bi do kraja godine obim trgovine ovim obveznicama dostigao 5.898.420,00 DEM. Pri tome je tražnja često premašivala ponudu.

Tabela 12. prikazuje vrednost prometa i broj transakcija u periodu 1998. - 2005. godina. Od 6 mlrd. din u 1998. godini, preko 102 mlrd. din u 2002. godini, u 2004. godini vrednost prometa u iznosila je: 40.583.663.543 dinara. Najveće učešće u trgovanju, od početka godine, ostvareno je akcijama i iznosi 62,89%, na drugom mestu su obveznice Republike Srbije uz učešće od 22,28%, na trećem mestu su obveznice preduzeća čije učešće iznosi 9,16%, dok su na poslednjem mestu komercijalni zapisi sa učešćem od 5,66%. Najveće učešće u broju transakcija imale su akcije - 49,55%, slede obveznice RS - 47,42%, zatim obveznice preduzeća preduzeća - 2,21% i komercijalni zapisi - 0,81%. Ono što je posebno zanimljivo je promena u strukturi prometa – pad u trgovanju komercijalnim i blagajničkim zapisima i povećanje trgovanja akcijama. Taj trend je nastavljen i u 2005. godini. U periodu 1998. - 2005. godina, broj transakcija je kontinuirano rastao.

²⁴ U periodu od 19.11. - 31.12. 2001.

Tabela 11.: Trgovanje obveznicama SRJ za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje građana²⁵

	A2002	A2003	A2004	B0000	ukupan obim trgovanja u DEM
19.11.-23.11.	75.920	19.350	21.220	30.000	146.490
26.11.-30.11.	219.790	146.070	127.860	387.500	881.220
03.12.-07.12.	157.010	97.320	231.930	375.500	861.760
10.12.-14.12.	255.340	251.450	310.100	531.800	1.348.690
17.12.-21.12.	287.010	281.160	273.900	345.800	1.187.870
24.12.-28.12.	220.550	308.120	288.590	417.600	1.234.860
29.12.2001.	36.640	49.510	56.380	95.000	237.530
ukupan obim trgovanja u DEM	1.252.260	1.152.980	1.309.980	2.183.200	5.898.420

Tabela 12.: Promet na Beogradskoj berzi

period	vrednost prometa	broj transakcija
1-12.2005.	48.350.670.609	173.485
1-12.2004.	40.583.663.543	138.842
1-12.2003.	93.070.409.210	127.786
1-12.2002.	102.298.249.980	83.952
1-12.2001.	50.156.494.837	46.073
1-12.2000.	8.925.475.009	25.068
1-12.1999.	6.160.024.047	5.740
1-12.1998.	6.004.271.574	9.206

Izvor:www.belex.co.yu

Vrednost prometa u prvih šest meseci 2005. godini iznosila je 21.431.586.674 dinara, što je više u poređenju sa prošlom godinom, ali još uvek dosta manje u poređenju sa 2003. i 2002. godinom. Trgovanje akcijama, od početka godine, učestvovalo je u ostvarenom prometu sa 80,45%, dok su na drugom mestu bile obveznice Republike Srbije sa učešćem od 19,55%. Učešće akcija u broju transakcija iznosilo je 72,43%, dok je učešće obveznica RS u broju transakcija iznosilo 27,57%. Na Beogradskoj berzi 2005. godina je zaključena sa vrednošću prometa 48.350.670.609 sa 173.485 transakcija. Trgovanje akcijama, u 2005. godini učestvovalo je u ostvarenom prometu sa 73,01%, dok su na drugom mestu bile obveznice Republike Srbije sa učešćem od 26,99%.

Učešće akcija u broju transakcija iznosilo je 80,99%, dok je učešće obveznica RS u broju transakcija iznosilo 19,01%. Uz napomenu da je značajno porastao broj transakcija u odnosu

na 2004. godinu – za 34.643.

Učešće stranih investitora u ukupnom prometu (FIT), u 2005. godini u proseku je bilo 44,62%, u ukupnom prometu akcija (FIS) u proseku

54,09%, a obveznica u proseku (FIB) 14,64%. Iz toga je vidljiv da je proces privatizacije u punom zamahu²⁶. Pri tome je tržišna kapitalizacija rasla u skladu sa porastom aktivnosti, ali još uvek nedovoljno u poređenju sa berzama u Zagrebu, Ljubljani, Varaždinu. – Tabela 16.

Tržišna kapitalizacija Beogradske berze je poslednjeg dana 2005. godine iznosila je 570,0 milijardi dinara odnosno 6,7 milijardi EUR. U formiranju tržišne kapitalizacije učestvuju akcije sa 68,2% i obveznice RS sa 31,8% kapitalizacije. Ukupna tržišna kapitalizacija Beogradske berze u evrima je za prethodne dve godine porasla za 265%, za šta je najzaslužniji aspolutni rast tržišne kapitalizacije akcija za preko 303%.

Zvaničan indeks Beogradske berze je: *Kompozitni indeks slobodnog berzanskog tržišta Beogradske berze* - skraćeni naziv: **BELEXfm**. Kalkulacija i objavljivanje indeksa *BELEXfm* vrši se svakog radnog dana Berze, po završetku berzanskog sastanka. Bazni datum: 01.05.2004. godine Bazna vrednost: 1000,00 indeksnih poena Bazna vrednost tržišne kapitalizacije: 47.426.838.047,90 dinara²⁷. Bazni broj izdavalaca čije se akcije nalaze u indeksnoj korpi: 48. Grafikon 13. prikazuje kretanje BELEX indeksa u periodu 03.05.2004. - 31.12.2005. godine.

Beogradska berza je od 03.10.2005. počela da objavljuje drugi, novi, indeks, nazvan **BELEX15**, koji se odnosi samo na najlikvidnije kompanije u Srbiji. Sastav prve takozvane indeksne korpe BELEX15 čine 14 najlikvidnijih

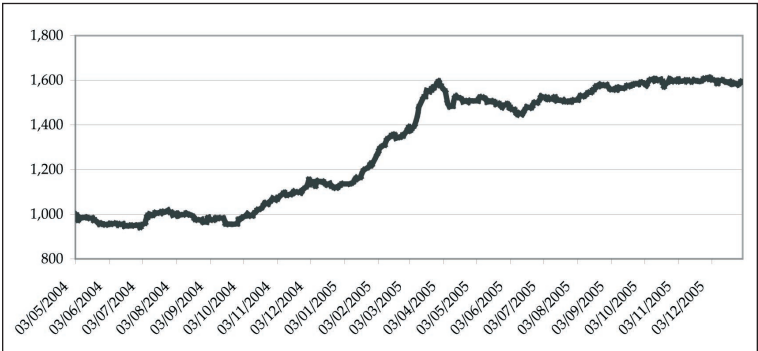
²⁵ Podaci preuzeti sa www.belex.co.yu

²⁶ U periodu 2002. - 2005. godine broj prodatih preduzeća iznosio je 1.631, a procenat uspešnosti 73%. Izvor: Dinkić, M. (2005): *Pet godina ekonomske tranzicije u Srbiji*. Beograd: Ministarstvo finansija.

²⁷ Tržišna kapitalizacija na dan baznog datuma, nakon zatvaranja tržišta - posle ograničavanja težine uticaja.

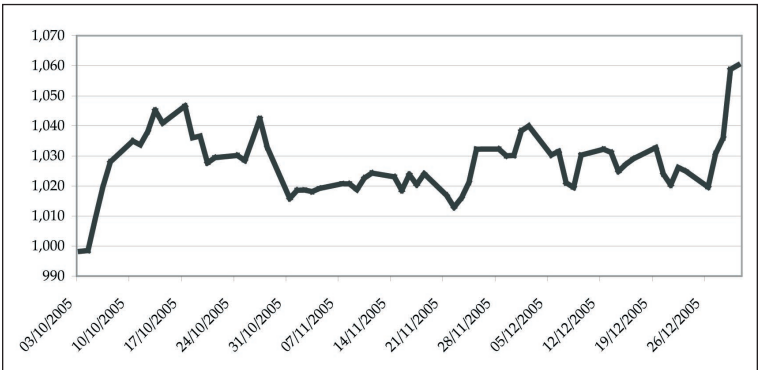
akcija u proteklih šest meseci. To su akcije *Hemofarma*, *Energoprojekt holdinga*, *Alfa plama*, *Metalca*, *Tigra*, *Imleka*, *Sojaproteina*, *Bambija*, *Pupin telekoma*, *Tehnogasa*, *Galenike fitofarmacije*, *Toze Markovića*, *Baninija* i *Srboleka*. Grafikon 14. prikazuje kretanje BELEX15 indeksa u periodu 03.10. - 31.12.2005. godine.

Grafikon 13.: Kretanje BELEXfm indeksa u periodu 03.05.2004. - 31.12.2005. godine



Izvor: www.belex.co.yu

Grafikon 14.: Kretanje BELEX15 indeksa u periodu 03.10. - 31.12.2005. godine



Izvor: www.belex.co.yu

Tržište državnih hartija od vrednosti, tromesečnih i šestomesečnih zapisa, je u periodu 2003. - 2005. godina doživelo značajan rast. U te dve godine na 68 aukcija emitovano Državnih zapisa RS u vrednosti 35,250 mlrd. din, pri čemu je nominalna vrednost prodanih zapisa bila 26,239 mlrd. din.

Iako su banke bile glavni investitori, baza investitora se naprestano širi uz sve veće učešće domaćih preduzeća. Od ukupno 821 podnete ponude prihvaćene su bile 575, i to 301 od banaka, 264 od drugih pravni lica i 10 od fizičkih lica²⁸.

Većina privatizovanih akcionarskih

društava u R Srbiji proizašla je iz privatizacije na osnovu zakonodavstva iz 2001. godine. Zbog načina privatizacije, koji se temelji na prodaji 70% društvenog kapitala jednom strateškom ulagaču, kao i u drugim primerima konsolidacije i saniranja već privatizovanih preduzeća dolazi do koncentracije kapitala u vlasništvu

jednog većinskog akcionara i do težnje u preoblikovanje takvih akcionarskih društava u zatvorena.

Sva akcionarska društva u R. Srbiji mogu se grubo svrstati u dve grupe. U prvoj grupi su akcionarska društva koja su privatizovana po sadašnjem zakonu o privatizaciji i kojima upravlja strateški investitor. Drugu grupu čine akcionarska društava koje su privatizovana po zakonima 90-tih godina i za koja je karakterističan veliki broj malih akcionara – zaposlenih i penzionera i udeo u vlasništvu Akcijskog fonda. S obzirom na njihov veliki ekonomski značaj ova akcionarska društva su često predmet preuzimanja kroz javnu ponudu za otkup ili kroz dokapitalizaciju. Po pravilu je interes strateškog ulagača da zatvori, ograniči dostup javnosti. Takvim društvima više odgovara drugi oblik organizovanja, a

ne otvorena a.d. Iz toga proizilazi tendencija preoblikovanja u zatvorena akcionarska društva ili čak i u društva sa ograničenom odgovornošću, uvažavajući pri tome moguće konflikte sa malim akcionarima. Trgovanje akcijama prikazuje Tabela 14.

Beogradska berza je kreirala novi indikator koji predstavlja komplement nedavno uvedenim indikatorima učešća stranih investitora, kao i novom obuhvatnijem načinu izveštavanja sa Beogradske berze sve u nameri da identifikuje i javnosti prezentuje tržišna očekivanja investitora i analitičara finansijskog tržišta u Srbiji. **BELEXsentiment**, predstavlja

²⁸ Izvor: Ministarstvo finansija RS (2005): *Dve godine emotivanja državnih zapisa Republike Srbije*.

Tabela br. 13: Promet obveznicama SRJ/RS na Beogradskoj berzi u 000 din

godina	1999.		2000.		2001.		2002.		2003.		2004.		2005.	
mesec	obveznice SRJ		obveznice SRJ		obveznice SRJ		obveznice RS/SRJ		obveznice RS		obveznice RS		obveznice RS	
	broj	vrednost	broj	vrednost	broj	vrednost	broj	vrednost	broj	vrednost	broj	vrednost	broj	vrednost
Jan	3	36.250	34	279.761	.	.	2438	105633	3.037	245.967	4.915	588.516	3.522	743.596
Feb	4	104.244	2	3.000	.	.	2144	88711	4.116	430.419	7.081	773.286	3.852	694.451
Mar	15	147.560	4	71.200	.	.	2775	136648	5.579	683.514	6.581	762.847	4.668	804.401
Apr	30	409.540	5	42.000	.	.	2664	122876	5.961	632.106	5.391	612.013	3.403	553.211
May	17	225.068	7	167.000	.	.	1099	136286	5.687	683.242	4.481	575.625	3.897	656.898
Jun	15	142.603	0	0	.	.	810	108977	7.761	890.855	5.792	1.003.351	4.375	736.380
Jul	15	282.526	2	50.000	.	.	804	149511	12.163	1.345.702	5.444	721.314	3.870	639.941
Avg	4	91.969	.	.	.	.	548	112457	8.678	891.111	4.866	719.600	4.038	792.810
Sep	95	1.127.157	.	.	.	.	2.338	315.983	10.500	973.592	4.903	910.230	3.734	889.383
Oct	16	118.005	.	.	.	.	5.346	526.050	11.479	1.179.761	5.093	669.997	4.232	924.656
Nov	5	214.800	.	.	922	31.591	4.886	447.609	8.553	1.006.742	5.894	887.658	3.843	735.010
Dec	0	0	.	.	4.179	1.494.106	5.123	453.994	9.868	1.193.647	5.401	818.108	3.388	1.020.457
Total	219	2.899.724	54	612.961	5.101	181.002	30.975	2.704.735	93.382	10.156.663	65.842	9.042.553	46.822	9.191.194

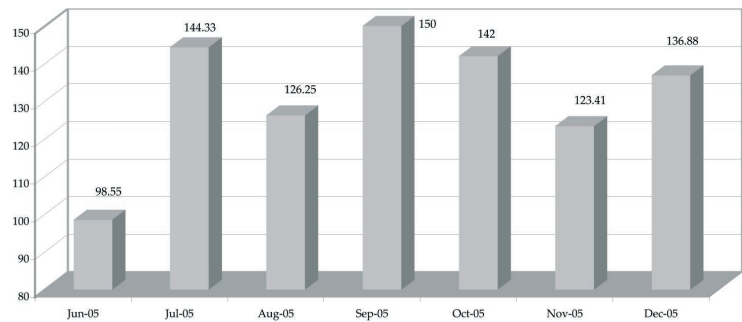
Izvor:www.belex.co.yu

Tabela 14.: Promet akcijama na Beogradskoj berzi u 000 din

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
jan	18.869	170	0	0	3.514	937.855	0	2.628.430
feb	14.659	69.440	4.772	0	34.155	924.090	1.902.142	3.941.122
mar	6.881	70.270	90	0	23.522	1.030.400	6.272.924	4.826.702
apr	1.286	0	36.124	1.010	336.275	1.410.298	627.312	1.740.154
maj	0	5.000	195.248	29.131	1.414.932	1.140.038	1.022.959	1.822.626
jun	27.524	35.362	2.191	2.372	64.276	1.864.734	1.228.107	2.283.882
jul	4.001	18.260	1.300	4.594	70.913	3.405.915	1.557.006	2.531.520
avg	55	39.947	20.000	20.533	743.813	1.692.608	2.065.318	3.165.096
sep	24.500	31.200	3.600	3.151	2.200.760	1.001.512	2.369.989	2.838.537
okt	0	33.260	1.013	14.124	852.291	2.812.424	2.476.195	3.099.150
nov	1.500	2.161	13	5.681	513.556	9.119.846	1.706.920	5.417.738
dec	25.600	5.000	36.231	15.645	768.172	5.148.207	4.294.836	4.864.514
sum	124.875	310.071	300.684	96.244	7.026.186	30.487.932	25.523.712	39.159.475
tran		154	995	49	446	2.886	68.796	126.663

Izvor:www.belex.co.yu

Grafikon 15.: Kretanje BELEXsentimenta



pokazatelj koji je prevashodno usmeren na identifikaciju očekivanja relevantnih tržišnih učesnika u pogledu razvoja trenda tržišnih kretanja na Beogradskoj berzi u narednom mesecu. BELEXsentiment ima baznu vrednost 100, a može uzeti vrednost u intervalu od 0 do 200, pri čemu vrednosti BELEXsentimenta manja od 100 ukazuje na negativna očekivanja tržišnih učesnika (sentiment) tržišta, dok ona iznad 100 ukazuje na njihova pozitivna očekivanja. Ovakva potencijalna skala vrednosti BELEXsentimenta istovremeno ukazuje i na intezitet identifikovanog tržišnog očekivanja, te interpretacija njegove vrednosti pre svega polazi od potrebe utvrđivanja odstupanja od bazne vrednosti (100).

Berza u Skoplju²⁹

Makedonska berza hartija od vrednosti (MSE) osnovana je 13.09.1995. godine. Aktivno trgovanje počelo je 28.03.1996. godine. Berza u Skoplju je prva organizovana berza hartija od vrednosti u istoriji Republike Makedonije. Osnovana je kao neprofitna organizacija sa osnivačkim kapitalom 500.000 EUR. U skladu sa tadašnjom legislativom među 19 osnivača su bilo je 13 banaka, 3 štedionice i 3 osiguravajuća društva.

Od 1997. godine broj članova pao na 7, zbog izmenjenih zakonskih okvira. Novom izmenjenom legislativom 2000. godine ponovo je data mogućnost bankama da budu članovi

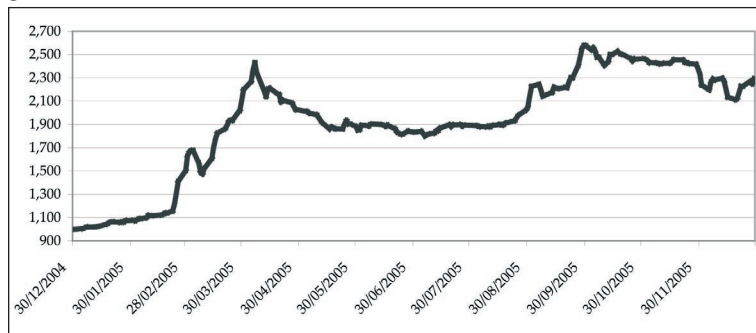
Tabela 15.: Promet na MSE – Makedonskoj berzi – u MKD po segmentima

Tržišni segment	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Zvanično tržište						
Obveznice	258.379.286	980.633.947	708.883.711	1.275.811.631	1.459.095.309	2.076.251.501
Preferencijalne akcije	189.300	0	227.900	10.785.513	20.134.423	186.328.780
Obične akcije	1.474.959	26.883.960	138.994.382	1.160.559.008	1.590.444.074	4.554.986.250
Ukupno zvanično tržište	260.043.545	1.007.517.907	848.105.993	2.447.156.152	3.069.673.806	6.817.566.531
Nezvanično tržište	0	0	0	0	0	
Preferencijalne akcije	3.402.915.061	19.503.316	20.898.378	9.353.208	6.704.038	20.676.951
Obične akcije	39.233.522	5.570.391.613	3.317.218.135	3.365.247.049	4.828.162.455	1.607.716.186
Ukupno nezvanično tržište	3.442.148.583	5.589.894.929	3.338.116.513	3.374.600.258	4.834.866.493	1.628.393.137
Ostale hartije od vrednosti	0	0	0	0	0	
Obveznice trezora	0	0	0	0	2.270.560	
Certifikati	0	0	303.577.609	256.294.050	13.673.953	
Ukupno ostali instrumenti	0	0	303.577.609	256.294.050	15.944.513	
Ukupno državni segment				1.481.751.735	395.368.414	443.607.845
Ukupno	3.702.192.128	6.597.412.836	4.489.800.116	7.559.802.195	8.315.853.227	8.889.567.513
Broj transakcija	4.715	10.135	13.850	17.614	17.528	32.070

Izvor: www.mse.org.mk/

²⁹ Okruženje: R Makedonija: BDP per capita 6.700 USD, Inflacija 1,2%, Nezaposlenost 36,7%.

Grafikon 16.: Kretanje MBI indeksa u periodu 30.12.2004.-31.12.2005. godine



Izvor: www.mse.org.mk/

Berze (počevši od 2002. godine). Svi članovi MSE moraju imati licencu za trgovanje koju izdaje Komisija za hartije od vrednosti. Trenutno MSE ima 14 članova – 8 brokerskih kuća i 6 banaka. Za obavljanje pune brokersko-dilerske aktivnosti član berze mora imati kapital od 500.000 EUR. Od juna 2001. godine akcionar berze može biti svako domaće i strano pravno lice, do najviše 10% ukupnog kapitala berze. Trenutno MSE ima 20 akcionara – 9 brokerskih kuća, 7 banaka, 1 osiguravajuće društvo i 3 privatna investitora.

Zvanični indeks MSE je MBI indeks. Njegovo kretanje u periodu 31.12.2004. - 31.12.2005. godine prikazuje Grafikon 16. Tabela 15. prikazuje promet na MSE u periodu 2000. - 2005. godine. Obuhvaćene su sve transakcije, uključujući i blok transakcije. Vidljiv je rast prometa i broja transakcija, ali je MSE još uvek “skrivena” od pažnje investitora. Razlozi za dosadašnje skromno zanimanje investitora za makedonsko tržište kapitala leže delimično u nestabilnim privrednim uslovima, ali i u relativno visokim posredničkim provizijama. Inostranim investitorima je onemogućena prodaja akcija prije godinu dana od ulaganja, izuzev ako se prilikom kupovine ne plate posebna “prava” koja povećavaju i tako visoke troškove. S druge strane akcije na berzi u Skoplju se prodaju po cenama koje dostižu 30 - 50% njihove knjigovodstvene vrednosti, što ih čini vrlo atraktivnim na duži rok. Godina 2005. je završena sa ukupnim prometom 8.889.567.513 MKD, odnosno 7% više nego 2004. godine. Pri tome je ukupna tržišta kapitalizacija iznosila 74.397.929.106 MKD, odnosno 37% više nego 2004. godine.

Zaključna razmatranja

Prostim sabiranjem brojeva iz tabele br. 16, može se pojednostavljeno napraviti aproksimacija veličine izgubljenog zajedničkog tržišta. Kada se podacima iz tabele br. 16 dodaju podaci o prometu i kapitalizaciji berze u Zagrebu za 2004. godine – 1.920.026 mil. eur prometa i 12.872 mil. eur ukupne

tržišne kapitalizacije dobija se ukupna slika u berzanskom prometu u državama nastalim na prostorima bivše SFRJ. Sva navedena tržišta kapitala, su kao i sva rastuća tržišta vrlo interesantna za investitore, cene akcija su manje od knjigovodstvenih, strani prilivi kapitala u vidu preuzimanja omogućavaju dobru zaradu. Isto tako na svim pomenutim tržištima dominiraju akcije iz procesa privatizacije.

Uz uvažavanje različitog stepena normativne uređenosti i institucionalne izgrađenosti zemalja upoređivanje berzanskih indeksa predstavlja važan pokazatelj privreda pojedinih zemalja i efikasnosti njihovih ekonomskih politika. Posmatrajući prošlu 2005. godinu tržište kapitala Srbije je ostvarilo najbolji učinak u 2005. godini, po kriterijumu rasta indeksa. Grafikon 17. BELEXfm porastao je u 2005. godini za 39,6% što je mnogo bolje od indeksa u zemljama kandidatima za ulazak u EU. Rumunski BET je porastao za 29,5%; bugarski SOFIX za 30,0%; hrvatski CROBEX za 26,0%. Međutim, posmatrano u dužem vremenskom periodu u cilju sagledavanja budućnosti našeg tržišta kapitala, potrebno je posmatrati istorijska kretanja indeksa u pomenutim zemljama. Sve berze su računale svoje indekse u različito vreme. BELEXfm je porastao za 59,5% od kako je ustanovljen u maju 2004. godine; CROBEX je porastao za 99,8% od polovine 1997.; SBI je u rastu za 363.0% od 1994.; rumunski indeks je veći za 568,6% od proleća 1997. i najveći rast od uvođenja (oktobra 2000.) zapažen je kod bugarskog SOFIX, koji je porastao 725,0%.

U kontekstu globalizacije finansijskog poslovanja postavlja se pitanje budućnosti berzi u državama nastalim na prostoru bivše SFRJ. Moguća su tri alternativna pravca razvoja:

- Samostalno postojanje, što je malo verovatno s obzirom da ni berze u zemljama koje su u tranziciji daleko odmakle, nisu u mogućnosti da samostalno egzistiraju,
- Deo regionalne berze, i preko te berze saradnja se nekom velikom evropskom berzom ili
- Stapanje s nekom velikom evropskom berzom.

Stvaranjem jedne regionalne berze došlo bi do objedinjavanja berzi koje su na približno istom nivou razvoja. Osim toga regionalno približavanje je poželjno i zbog bliskosti mentaliteta i finansijske (ne)kulture. Takvo

ukrupnjavanje bi umanjilo problem lokalne nelikvidnosti tržišta i stvorilo jaču polaznu poziciju za pregovore oko ravnopravnije saradnje sa nekim većim berzama. Rešavanje i pitanja likvidnosti tržišta je izuzetno važno, jer je poznato da sva manja tržišta, i tržišta u nastanjanju (rastuća tržišta) pate od nedovoljne likvidnosti. Prosto utapanje u veliku berzu dovelo bi jednostavno do gutanja male berze, i marginalizacije tog tržišta.

Određeni koraci su već napravljeni. U novembru 2000. godine potpisan je sporazum o saradnji između Atinske berze hartija od vrednosti i Beogradske berze. Time je otvoren

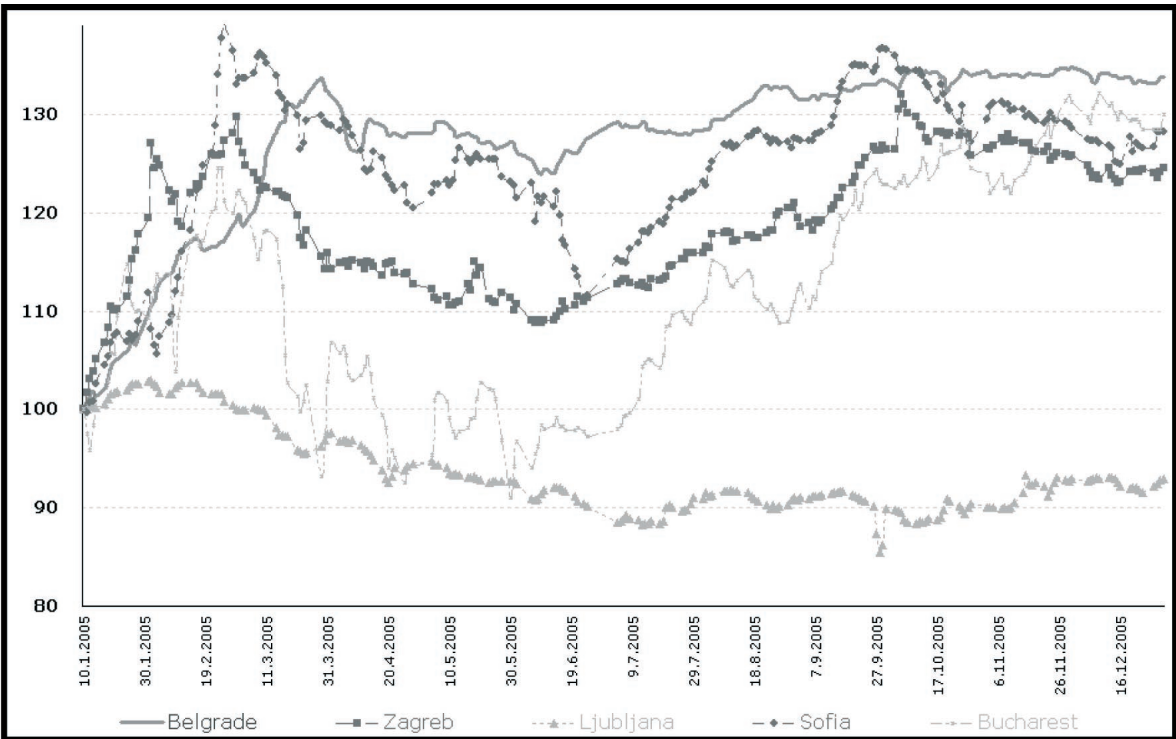
prostor za sve buduće poslovne aranžmane. Razvoj Beogradske berze uvelike zavisi od preuzimanja iskustava sa drugih tržišta, u ovom slučaju Atinske berze. Zatim već pomenuto Informaciono povezivanje berzi Jugoistočne Evrope koji je počeo sa realizacijom 2002. godine u okviru Pakta za stabilnost. U Banjaluci je u organizaciji

Tabela 16.: Promet i tržišna kapitalizacija 30.06.2005. godine

	Promet (mio EUR)	Tr. kapitalizacija (mio EUR)	Broj hartija od vrednosti
Banja Luka SE	37.947	900	864
Belgrade SE	264.834	5.653	638
Ljubljana SE	692.911	12.793	254
Macedonian SE	38.949	1.081	656
NEX Podgorica SE	76.272	848	548
Montenegro SE	19.456	n.p.	422
Sarajevo SE	76.532	3.104	675
Varazdin SE	137.125	7.386	418

Izvor: www.sem-on.net

Grafikon 17.: Kretanje indeksa indeksa Regiona u 2005. godini



Izvor:www.belex.co.yu

Banjalučke i Sarajevske berze predstavljen projekat informacionog povezivanja berzi jugoistočne Evrope (SEM - *Stock Exchange Monitor* (www.sem-on.net) Novoizabrani generalni direktor Sarajevske berze Zlatan Dedić izjavio je³⁰ da će osnovni zadatak Sarajevske berze biti integracija s Banjalučkom berzom. To je još jedna potvrda o neminovnosti povezivanja berzi Regiona.

Sve dok trgovina na berzi bude usmerena pretežno na domaće investitore, u relativno

zatvorenom okruženju, razvoj berzi će biti identičan razvoju kakvog su imale sve ostale berze. Onog momenta kada bude bio veći upliv stanog kapitala, i kada prvoklasne akcije iscrpe mogućnosti domaće berze, okrenuće se drugim velikim berzama i navedene berze će morati da razmisli o tesnijoj saradnji sa nekim berzama regiona ili Evrope. Takva saradnja je neminovan proces, jer na duži rok postoji tendencija koncentracije tržišta.

Literatura

1. Web stranica Montenegro berze: <http://www.montenegroberza.com/>
2. Web stranica Nove berze: <http://www.nex.cg.yu>
3. Web stranica berze u Banja Luci: <http://www.blberza.com>
4. Web stranica berze u Sarajevu: <http://www.sase.ba>
5. Web stranica berze u Zagrebu: <http://www.zse.hr>
6. Web stranica berze u Varaždinu: <http://www.vse.hr>
7. Web stranica: <http://www.sem-on.net>
8. Web stranica berze u Beogradu: <http://www.belex.co.yu>
9. Web stranica berze u Skoplju: <http://www.mse.org.mk>
10. Howell, M. J. *Asia Questions Risk*. u Zask, E. eds.(2000): *Global Investment Risk Management*. New York: McGraw-Hill
11. Johnston, R. Cook. J. *Managing Global Emerging Markets Risk*. u Zask, E. eds. (2000): *Global Investment Risk Management*. New York: McGraw-Hill
12. Horvat, B. (1999): *Tranzicija i restauracija*. Zagreb: Ekonomija.

³⁰ Nezavisne novine, 17.09.2005.

Rezime:

Zemlje nastale na prostorima bivše Jugoslavije iskusile su razaranja u ekonomskom, političkom i opštedruštvenom smislu, koje se ogledalo u materijalnom siromašenju širokih slojeva stanovništva i padu priznatih društvenih vrednosti. Sve ekonomije novonastalih država bile su suočene sa manjom ili većom inflacijom koja je distorzivno delovala na realni, a posebno finansijski sektor. Umesto tako priželjkivane tranzicije ekonomije su se našle u jednom retro procesu - procesu "restauracijske recesije"³¹ Usprkos tim negativnim kretanjima u prošlosti berze na prostorima bivše SFRJ se danas mogu posmatrati kao i sve berze na rastućim tržištima koja su za sve investitore vrlo interesantne.

Summary:

Former Yugoslav republics have experienced destruction in economic, political and social sense, with consequence in material poverty of large part of population, and decline in social values. All economies of new countries were faced with more or less high inflation with destructive impact on real and especially on financial sector. Instead of expected transition economies were in one retro-process called "restored recession". Despite those negative movements in the past stock exchanges in former Yugoslav republics today could be analysed as all stock exchanges on emerging markets, which are for all investors very interesting.

³¹ Pojam koji je uveo prof. dr. Branko Horvat. On naglašava da danas postoje dve alternativne strategije društveno-ekonomskih promena: **tranzicija i restauracija**. Tranzicija je kretanje napred, od jednog lošijeg ekonomskog sistema, ka drugom boljem ekonomskom sistemu koji ima veću stopu ekonomskog rasta, koji je efikasniji, itd. Drugi alternativni put je restauracija tj. kretanje unazad. To je kretanje od etatizma i samoupravnog socijalizma prema istorijsko nižim oblicima kapitalizma, koji drugi autori nazivaju "divlji kapitalizam" ili "prvobitna akumulacija kapitala" Više u: B.Horvat: *Tranzicija i restauracija*. Ekonomija. Zagreb 1999., str.1-27